

Central Bank Watcher

Peaking & tweaking

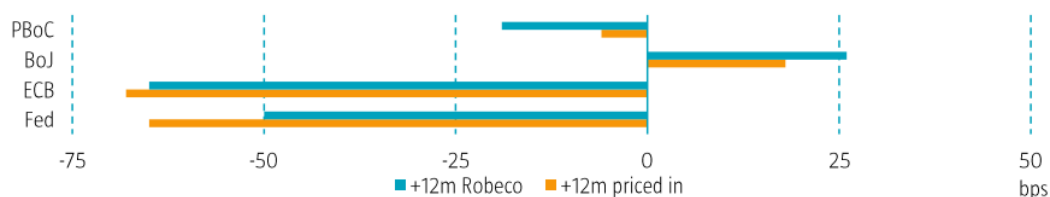
En quelques mots

- Fed : se pencher en arrière
- BCE : resserrement externe
- PBoC : ce n'est pas le moment de se reposer sur ses lauriers
- BoJ : un monde en folie

La hausse des rendements à long terme et le resserrement général des conditions financières ont été remarqués par les banquiers centraux. Lors des récentes réunions de la BCE et de la Fed, cela a été mentionné comme l'un des facteurs ayant motivé leur décision de maintenir les taux, en plus des signes de modération des pressions inflationnistes.

Pour préserver le resserrement des conditions financières, les banquiers centraux éviteront probablement de se montrer trop pessimistes. Néanmoins, les taux des banques centrales des États-Unis et de la zone euro ont probablement atteint leur maximum. Il faudrait une nouvelle accélération des pressions inflationnistes, combinée à des conditions plus favorables, pour que la Fed recommence à augmenter ses taux. La barre semble encore plus haute pour la BCE, étant donné le contexte de croissance très faible. Au Japon, la politique monétaire s'oriente progressivement vers un resserrement des conditions. La récente modification de la politique de contrôle de la courbe des taux a entraîné une sous-performance du segment 5-10 ans de la courbe. Nous prévoyons que cette direction et ce rythme d'évolution de la politique et de la courbe se poursuivront. Les perspectives politiques restent différentes pour la PBoC, où nous prévoyons des taux d'intérêt stables ou inférieurs à moyen terme.

Figure 1 – Perspectives pour les taux directeurs des banques centrales



Source : Bloomberg, Robeco, variation à 12 mois, sur la base des contrats à terme sur le marché monétaire ; 6 novembre 2023

Fed : se pencher en arrière

- **Powell laisse entrevoir une certaine réticence à poursuivre le resserrement de la politique monétaire**
- **Les taux d'intérêt de la Fed semblent stables au premier semestre 2024**
- **La valeur des taux américains s'est accrue**

La Fed met les choses en veilleuse pour le moment

Les chances d'une nouvelle hausse des taux de la Fed ont diminué. C'est ce qui ressort clairement de la réunion du FOMC de novembre. Selon le président Powell, la Fed continue d'avoir un biais de resserrement et les projections économiques des membres du FOMC prévoient toujours une hausse supplémentaire, mais le ton de la conférence de presse qui a suivi la réunion était différent. Dans ses réponses, le président Powell a souvent choisi la réponse dovish. Cette réponse n'était pas toujours la plus évidente et semblait donc être un choix délibéré, par exemple lorsqu'il discutait du marché de l'emploi ou des données salariales récentes. Les commentaires de M. Powell n'ont pas été faits isolément. Au cours des semaines précédant la réunion, plusieurs intervenants de la Fed ont également fait part de leur réticence à augmenter à nouveau les taux d'intérêt. La Fed a toujours une tendance à la hausse, mais la barre d'exécution s'est clairement relevée. Cela a beaucoup à voir avec la hausse des rendements à long terme, le resserrement plus large des conditions financières, ainsi que l'élargissement des écarts de crédit et la baisse des prix des actions, qui se sont produits depuis leur dernière hausse le 26 juillet. Les membres du FOMC ont accueilli favorablement cette décision, car l'objectif principal des hausses est de resserrer les conditions financières et de crédit. M. Powell a laissé entendre qu'un resserrement persistant des conditions financières pourrait se substituer aux hausses de la Fed. La hausse des obligations et des actifs à risque qui a suivi ses remarques a bien sûr soulevé quelques questions sur cette persistance. Néanmoins, il faudra probablement une combinaison de données économiques solides et de rendements obligataires à long terme plus faibles pour persuader la Fed de procéder à une nouvelle hausse. Il ne s'agit donc plus de notre scénario de base. De nouvelles hausses ne sont pas exclues, mais nous avons ramené les probabilités de ce scénario de 60 % à 30 % et nous nous attendons désormais à ce que les taux restent en suspens pendant un certain temps.

Tableau 1 – Prévisions de la Fed vs. attentes de Robeco

Taux des fonds fédéraux (limite supérieure en %)	5.50	Déc-23	24 mars	Juin-24	Sep-24
Variation impliquée par les contrats à terme sur le franc français (pdb)		1	-3	-33	-65
Notre attente probablement pondérée (bps)		5	5	-5	-50
Notre scénario central (bps)		0	0	0	-50
Scénario central du taux des Fed funds (% borne supérieure)		5.50	5.50	5.50	5.50

Source : Bloomberg, Robeco : Bloomberg, Robeco ; 6 novembre 2023

Si nos prévisions d'inflation et de croissance inférieure au consensus s'avèrent correctes, la première réduction pourrait intervenir au milieu de l'année prochaine. Le fait de ne pas relever les taux maintenant signifie que la Fed ressentira probablement le besoin de les maintenir stables pendant un certain temps. Le mois de juillet constitue donc notre scénario de base pour la première baisse, une année entière après ce qui semble avoir été leur dernière hausse. Les risques restent orientés vers un début d'assouplissement retardé.

Le Trésor offre un certain soutien alors que le QT reste en place

Depuis l'annonce de l'augmentation des émissions d'obligations en août dernier, le marché des obligations du Trésor américain s'est montré plus sensible à toute nouvelle suggérant une nouvelle augmentation de l'offre de dette. Le marché a donc réagi positivement lorsque le Trésor américain a annoncé, le 1er novembre, qu'il ne modifierait pas la taille des adjudications d'obligations américaines à 20 ans et qu'il augmenterait légèrement la taille des adjudications d'obligations à 10 et 30 ans. Cette annonce illustre la volonté du Trésor d'intégrer les commentaires de la communauté des négociants principaux, ce qui réduit l'incertitude quant aux conditions du marché. En janvier, le Trésor devrait annoncer des opérations de rachat. Il ne s'agit pas d'une politique monétaire, ni d'une mesure visant à influencer le niveau général des taux, mais l'opération devrait améliorer la liquidité pour les bons du Trésor spécifiques non négociés.

Il est important de noter qu'il ne faut pas s'attendre à des changements dans le bilan de la Fed (QT). Les réserves sont toujours abondantes et le FOMC semble satisfait du rythme actuel des réductions (maximum 95 milliards d'USD par an au total). La vente d'obligations du Trésor au cours des derniers mois et l'élargissement des écarts de taux des titres adossés à des créances hypothécaires semblent avoir eu peu d'impact sur la position du FOMC à l'égard du QT. Cette politique devrait rester en place au moins jusqu'au troisième trimestre de l'année prochaine.

Tableau 2 – Courbe des bons du Trésor américain

USTs	Spot yield	12m Fw	Carry*	Hedged to EUR
2yr	4.87	4.35	234	144
5yr	4.53	4.40	96	58
10yr	4.59	4.60	57	36
30yr	4.77	4.73	28	17

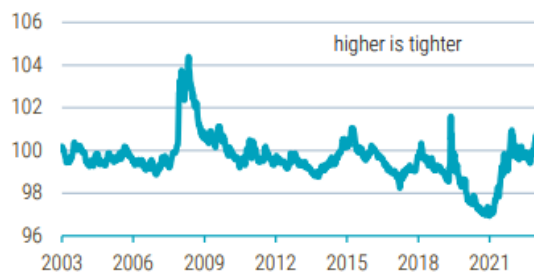
*For a 1pd position over 12 months

Source : Bloomberg, Robeco : Bloomberg, Robeco ; 6 novembre 2023

La tendance à la baisse devrait se poursuivre

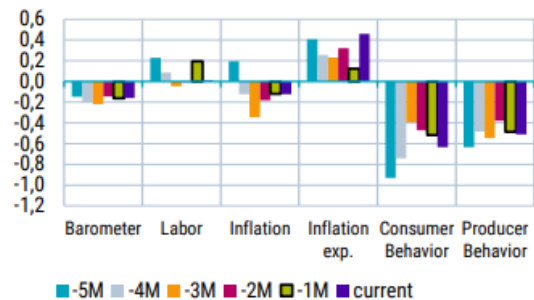
Les derniers mois ont été marqués par une correction significative à la hausse des rendements et une pentification de la courbe. Le marché O.I.S est allé jusqu'à fixer le prix des contrats à terme à long terme pour des rendements à un an de plus de 4 %, ce qui nous permet de conclure que le marché travaille avec une hypothèse de neutralité qui dépasse nos attentes d'au moins 100 points de base. Nous pouvons nous tromper sur cette estimation, mais une différence de 100 points de base est considérable et suggère que les taux américains sont en train de se valoriser. Nous sommes conscients que des changements à la hausse sont possibles dans les estimations des taux neutres et que le marché pourrait s'écarter de ces points d'ancrage pendant un certain temps. Par conséquent, il est utile de voir que les modèles d'évaluation à plus court terme qui intègrent, entre autres, les prix de la Fed, indiquent également une augmentation de la valeur relative des bons du Trésor américain à 10 ans. Cela plaide en faveur d'une surpondération. La volatilité accrue et l'élan incessant sont des arguments contraires qui, selon nous, devraient se refléter dans la taille des positions. Certains spreads deviennent également plus intéressants. Par exemple, les positions longues à 10 ans entre les États-Unis et le Canada semblent attrayantes. Étant donné que les perspectives en matière de taux changent progressivement, nous pensons qu'il est possible de normaliser davantage la courbe américaine, même si la tendance à la pentification pourrait bien connaître quelques accrocs après des mouvements d'une telle ampleur. Les chiffres ci-dessous illustrent le déclin de la confiance des producteurs. L'inflation a eu tendance à diminuer, bien qu'à un rythme plus modeste. La création d'emplois reste soutenue, mais la croissance des salaires ralentit progressivement.

Figure 1 – Tighter financial conditions



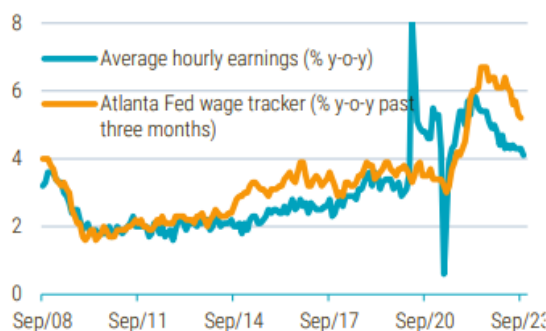
Source: Goldman Sachs, Bloomberg, Robeco; 6 November 2023

Figure 2 – Barometer shows declining producer confidence



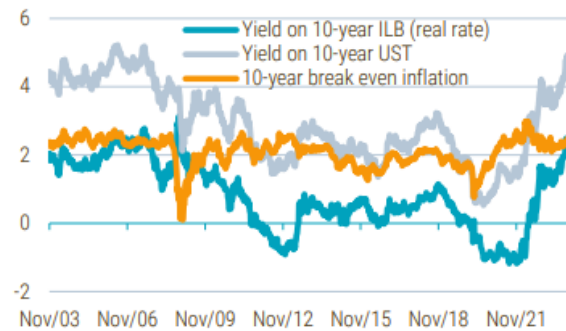
Source: Bloomberg, Robeco; 6 November 2023

Figure 3 – Wage growth continues slowing



Source: Bloomberg, Robeco; 6 November 2023

Figure 4 – Higher real yields



Source: Bloomberg, Robeco; 6 November 2023

BCE : resserrement externe

- La hausse des rendements à long terme, due à des facteurs externes, renforce l'idée que les taux de la BCE ont atteint leur maximum.
- La discussion sur la fin anticipée des réinvestissements complets dans le cadre du PEPP n'a pas été reportée.
- Il faut s'attendre à une reconstitution des rendements et à une nouvelle normalisation de la courbe jusqu'en 2024

Reprendre son souffle

Pour la première fois depuis juin 2022, et après dix hausses de taux consécutives, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé "à l'unanimité" de maintenir les taux directeurs inchangés lors de sa dernière réunion en octobre. "L'inflation devrait rester trop élevée pendant trop longtemps et les pressions nationales sur les prix restent fortes", mais "les hausses de taux passées continuent de se transmettre avec force dans les conditions de financement" et "la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont continué de s'atténuer". En outre, le communiqué réaffirme que les taux directeurs se situent à des niveaux "qui, s'ils sont maintenus pendant une période suffisamment longue, contribueront de manière substantielle" à un retour rapide de l'inflation à l'objectif fixé. Cela suggère que la plupart des décideurs de la BCE estiment que les taux directeurs ont atteint un plateau et qu'il n'est pas nécessaire de les relever davantage.

La présidente de la BCE, Mme Lagarde, a renforcé ce point lors de la conférence de presse en soulignant que "nous devons être constants, nous devons tenir" et qu'un nouveau resserrement est encore prévu pour l'économie en raison des délais de mise en œuvre de la politique monétaire.

Elle a notamment souligné que la hausse des rendements des obligations d'État américaines avait entraîné celle des rendements de la zone euro, tout en ajoutant que ce resserrement "externe" des conditions financières était une retombée dont il fallait tenir compte. Cela explique probablement pourquoi le Conseil, malgré les allusions précédentes des gouverneurs faucons, n'a pas discuté d'une éventuelle fin anticipée des réinvestissements dans le cadre du PEPP¹ - actuellement, cela n'est pas prévu avant la fin de l'année 2024. Cela dit, pour l'instant, la BCE semble déterminée (comme beaucoup d'autres banques centrales des marchés développés) à signaler que son travail de lutte contre l'inflation n'est pas encore terminé - et qu'elle n'exclut pas totalement d'autres hausses. Il faut garder à l'esprit que la BCE pourrait encore (au lieu de) resserrer sa politique en passant d'un réinvestissement total à un réinvestissement partiel des titres arrivant à échéance détenus dans le cadre du PEPP. Une discussion pourrait débuter dès le mois de décembre - nous ne nous attendons pas à ce que cette mesure soit mise en œuvre avant le deuxième semestre 2024.

Tableau 1 – Prévisions de la BCE vs. attentes de Robeco

Taux de la facilité de dépôt de la BCE	4.00	Déc-23	24 mars	Juin-24	Sep-24
Variation impliquée par les OIS (pob)		1	-8	-36	-68
Notre attente pondérée par les probabilités (bps)		1	-10	-35	-65
Notre scénario central (bps)		0	0	-25	-50
Taux de dépôt de la BCE dans le scénario central (%)		4.00	4.00	3.75	3.50

Source : Bloomberg, Robeco : Bloomberg, Robeco ; 6 novembre 2023

Tableau 2 – Courbe DBR

	Spot yield	12m Fwd	Carry* (bp)
2y	2.96	2.26	-83
5y	2.54	2.30	-34
10y	2.65	2.61	-9
30y	2.92	2.88	-6

* for a 1pd position in cash bonds over 12 months

Source : Bloomberg, Robeco : Bloomberg, Robeco ; 6 novembre 2023

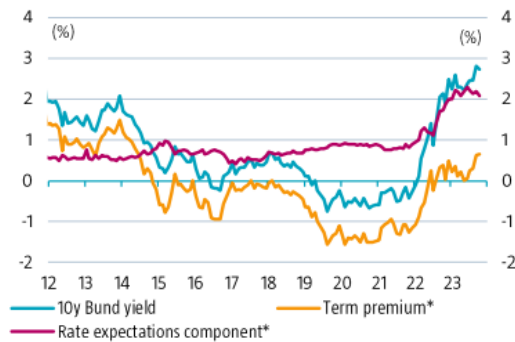
En ce qui concerne l'avenir, nous pensons que, malgré la perspective à court terme d'un plateau, le taux de dépôt de la BCE reviendra en territoire "neutre" (que nous voyons quelque part dans la zone 1,75 %-2,25 %) plus tôt que les marchés (et la BCE) ne l'anticipent. En effet, nous continuons à remettre en question la conviction du marché selon laquelle la politique de taux de la BCE restera restrictive pendant de nombreuses années, malgré la nouvelle baisse prévue de l'inflation vers 2 % dans le courant de l'année prochaine (figure 3). Plus précisément, notre scénario central prévoit toujours que la BCE réduira ses taux d'intérêt d'ici le milieu de l'année prochaine.

Il faut toujours s'attendre à une remontée des rendements et à une normalisation de la courbe jusqu'en 2024.

- Depuis les creux de la mi-mars, lorsque les marchés obligataires étaient sous l'emprise de la crise bancaire régionale américaine, les rendements des obligations allemandes ont suivi une tendance haussière. Toutefois, alors que les rendements du Bund à 10 ans ont atteint un nouveau sommet cyclique de 3 % début octobre, le rendement à 2 ans n'a pas dépassé le sommet de début mars. L'effondrement des rendements obligataires à plus long terme a été, dans une large mesure, alimenté par la hausse des rendements des bons du Trésor américain dans le sillage de données économiques américaines solides et de considérations relatives aux émissions. Cela a contribué à faire grimper la prime à terme des rendements du Bund à de nouveaux sommets (figure 1).

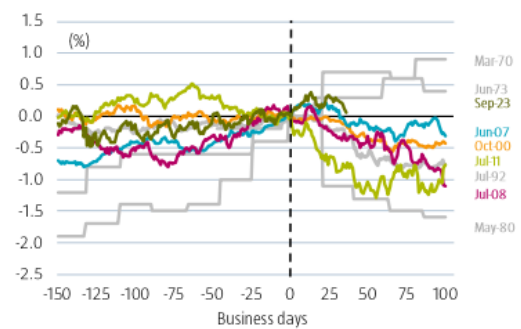
- Bien que les rendements aient baissé par rapport à leurs niveaux les plus élevés, nous pensons que les valorisations actuelles dans l'espace 5 à 10 ans justifient toujours une position constructive sur la duration de l'euro. En effet, à environ 2,75 % - prime de terme ajustée - le taux O.I.S à 5 ans de l'euro dépasse encore largement l'estimation médiane de 2 % des analystes concernant le taux de dépôt "neutre" à long terme de la BCE, à laquelle semble souscrire l'économiste en chef Philip Lane. On pourrait arguer qu'un régime de politique fiscale plus souple justifie une hausse du taux neutre à long terme, ce que nous approuvons. Mais un taux neutre proche de 3 %, tel qu'il est suggéré par le marché, est à notre avis un peu trop éloigné.
- En ce qui concerne les courbes, nous restons opposés à un nouveau resserrement, même si nous voyons un risque, en particulier pour les 2s10s, d'un certain aplatissement à court terme. En ce qui concerne les écarts de swap sur l'Allemagne, étant donné la perspective d'un nouveau QT, il reste un potentiel pour un nouveau resserrement, en particulier pour les échéances de 5 à 10 ans. Cependant, les spreads de swap en début de période sont particulièrement exposés au risque d'élargissement en cas d'épisodes de "risk-off" sur les marchés financiers.

Figure 1 – Term premium on the move



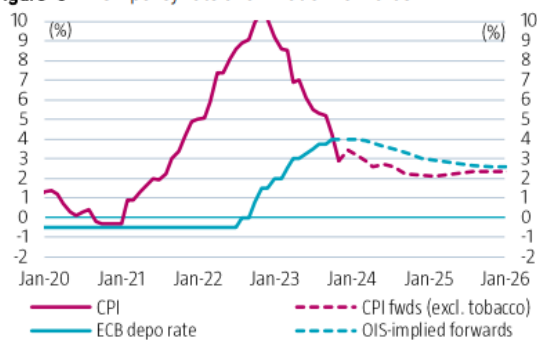
Source: ECB, Robeco; 6 November 2023 * estimates based on FED ACM model; special thanks to our colleague Roderick Molenaar

Figure 2 – 10-yr yield changes around last ECB/Buba hike (t=0)



Source: ECB, Robeco; 6 November 2023

Figure 3 – ECB policy rate and inflation forwards



Source: ECB, Robeco; 6 November 2023

Figure 4 – German 2s10s and 10s30s yield curve



Source: ECB, Robeco; 6 November 2023

BPoC : ce n'est pas le moment de se reposer sur ses lauriers

- **Les nouvelles baisses de taux sont reportées en raison de l'assouplissement de la politique budgétaire**
- **La tendance baissière séculaire des rendements obligataires chinois reste intacte**
- **Nous attendons des informations supplémentaires sur les rendements avant d'ajouter de la duration**

Les décideurs politiques ont fort à faire

Alors que les données officielles du PIB réel pour le troisième trimestre suggèrent que l'économie chinoise a pris de l'élan, d'autres données d'activité sont moins encourageantes. En effet, notre baromètre économique, qui englobe un très large éventail de données à basse et haute fréquence, est resté dans le marasme (voir figure 4).

Quoi qu'il en soit, les efforts de relance déployés par les décideurs politiques montrent que l'économie continue de susciter des inquiétudes. En septembre, la PBoC a poursuivi ses mesures d'assouplissement en réduisant à nouveau le ratio des réserves obligatoires (RRR) des banques qui ne sont pas encore soumises à un RRR de 5 %, ce qui a contribué à augmenter l'offre de crédit en septembre. Toutefois, la croissance du flux net de crédit par unité de PIB reste faible, comme le montre notre indicateur d'impulsion du crédit (voir figure 3). En outre, la demande de logements en dehors des villes de niveau 1 peine à se redresser. Dans ce contexte, il n'est pas étonnant que le comité permanent de l'Assemblée nationale populaire ait approuvé, en octobre, un quota supplémentaire de 1 000 milliards de RMB pour l'émission d'obligations du gouvernement central afin de soutenir les investissements dans les infrastructures. En outre, et c'est important, à la fin du mois d'octobre, lors de la Conférence centrale sur le travail financier, les décideurs politiques se sont engagés à résoudre les problèmes d'endettement des gouvernements locaux (véhicules de financement), qui empêchent la hausse des taux d'intérêt.

Heureusement pour la PBoC, le contexte inflationniste est tel que la politique monétaire peut rester accommodante pour le moment. À l'avenir, nous pensons que la PBoC tentera de ramener les taux du marché monétaire - qui ont subi des pressions à la hausse en septembre et en octobre - dans la partie inférieure du corridor des taux directeurs (composé du taux de prise en pension à 7 jours et du taux du MLF à 1 an), éventuellement par le biais d'une nouvelle réduction du RRR. Entre-temps, la faiblesse du CNY devrait limiter le potentiel de réduction des taux à court terme. Toutefois, au-delà des prochains mois, nous continuons à voir un risque de baisse dans la fixation des taux directeurs par le marché (voir le tableau 1 ci-dessous).

Tableau 1 – Prévisions de la PBoC vs. attentes de Robeco

Taux de la facilité de dépôt de la BCE	4,00	Déc-23	24 mars	Juin-24	Sep-24
Variation impliquée par les OIS (pob)		1	-8	-36	-68
Notre attente pondérée par les probabilités (bps)		1	-10	-35	-65
Notre scénario central (bps)		0	0	-25	-50
Taux de dépôt de la BCE dans le scénario central (%)		4,00	4,00	3,75	3,50

Source : Bloomberg, Robeco : Bloomberg, Robeco ; 6 novembre 2023

Depuis qu'ils ont atteint leur plus bas niveau depuis le début de l'année en août, les rendements des obligations d'État chinoises ont augmenté, tirés par l'extrémité la plus courte de la courbe des rendements, car les attentes du marché concernant de nouvelles réductions de taux à court terme ont été (à juste titre selon nous) revues à la baisse. Vers la fin du mois d'octobre, le rendement des obligations d'État chinoises à 10 ans s'approchait des niveaux où nous devrions redevenir plus constructifs (comme nous l'avions mentionné dans notre précédent *Central Bank Watcher*), c'est-à-dire à 25 points de base ou plus au-dessus du taux du MLF à 1 an.

Cependant, depuis lors, les rendements à 10 ans ont de nouveau baissé, de sorte que pour l'instant, nous choisissons de rester tactiquement sous-pondérés par rapport aux obligations d'État allemandes sur le marché croisé des CGB. L'augmentation prochaine des émissions de CGB pourrait peut-être contribuer à ramener les rendements aux niveaux susmentionnés, car nous restons d'avis que la tendance baissière séculaire des taux chinois demeure intacte.

Tableau 2 – Courbe DBR

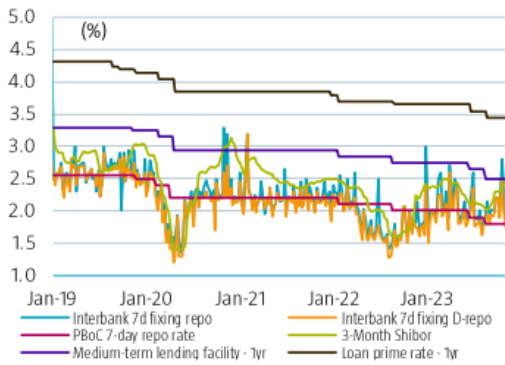
	Spot	12m Fw
2yr	2.37	2.51
5yr	2.52	2.69
10yr	2.66	2.75

Source : Bloomberg, Robeco : Bloomberg, Robeco ; 6 novembre 2023

Baromètre économique : pas d'amélioration pour l'instant

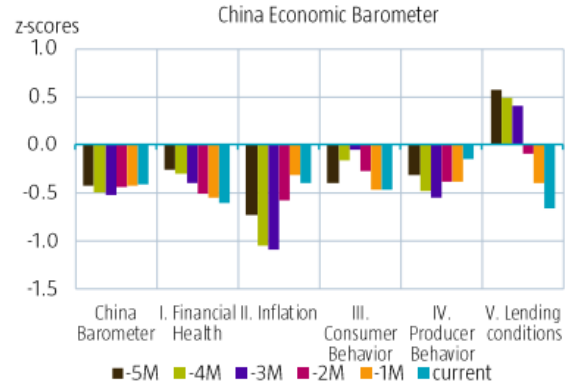
- Notre baromètre économique pour la Chine continue d'indiquer des circonstances de croissance faibles, avec toutes les composantes toujours en dessous de la moyenne (figure 2). Ce qui ressort des changements récents, ce sont les signes accrus de faiblesse de la composante "conditions de prêt". Cela reflète un nouveau resserrement des conditions financières au sens large, une augmentation des spreads des CDS souverains et une croissance du crédit encore faible (d'un point de vue impulsif).
- Le score Z pour le "comportement des producteurs" s'est en fait quelque peu amélioré malgré un nouvel affaiblissement des données PMI. L'augmentation de la production industrielle, de la consommation d'électricité et du trafic ferroviaire de marchandises y a contribué.
- Dans le même temps, le score Z pour le "comportement des consommateurs" continue d'être freiné par la faiblesse des données PMI sur l'emploi et les ventes de logements, ainsi que par la mesure toujours faible de la propension marginale à consommer (basée sur les dépôts à vue des ménages par rapport aux dépôts d'épargne). La faiblesse persistante de cette dernière sous-composante témoigne du fait que, malgré le passage aux dépenses de services après la réouverture, les consommateurs chinois restent prudents dans l'ensemble.
- Dans le même temps, le score Z pour l'"inflation" s'est amélioré grâce à une reprise de l'inflation des services et à un ralentissement du rythme de l'inflation négative de l'IPP. Avec une inflation de base légèrement inférieure à 1 %, nous pensons qu'il est trop tôt pour craindre qu'une déflation généralisée ne s'installe en Chine.

Figure 1 – Selected policy and money market rates



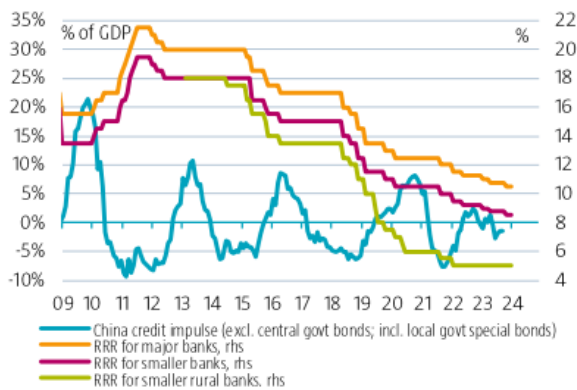
Source: Bloomberg, Robeco; 6 November 2023

Figure 2 – Economic Barometer: stuck in the doldrums?



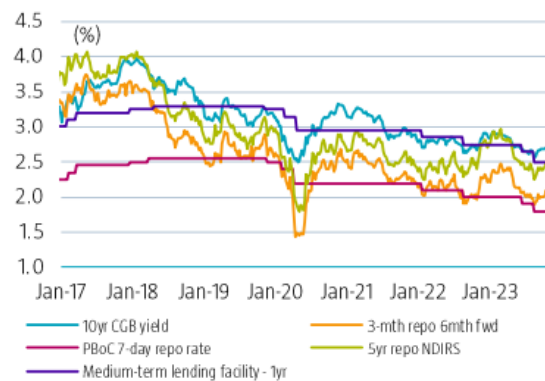
Source: Bloomberg, Robeco; 6 November 2023

Figure 3 – RRR of banks and credit impulse



Source: Bloomberg, Robeco; 6 November 2023

Figure 4 – Selected short-term and long-term rates



Source: Bloomberg, Robeco; 6 November 2023

Banque du Japon : un monde en folie

- **Une autre petite modification**
- **Les perspectives d'inflation devraient être revues à la hausse**
- **La fin des taux négatifs**

Une autre petite modification

Lors de sa dernière réunion de politique monétaire, le 31 octobre, la BoJ a décidé d'assouplir à nouveau sa politique de contrôle de la courbe des rendements (YCC). Les attentes pour cette réunion étaient mitigées, la majorité des observateurs de la BoJ s'attendant à ce que le statu quo soit maintenu et seul un petit nombre d'entre eux appelant à des changements agressifs de la politique de contrôle de la courbe des rendements, certains suggérant même de l'abolir complètement. Avant la réunion, les attentes ont évolué de manière significative sur la base des rapports du Nikkei du 30 octobre selon lesquels la BoJ apporterait des changements importants à sa politique en matière de YCC. En examinant les résultats, nous pouvons conclure qu'une fois de plus, la BoJ n'a apporté que de légères modifications. Le point le plus important de cette révision de la politique est que la fourchette de fluctuation de référence du rendement du JGB à 10 ans, qui était fixée à environ 0,5 %, a été modifiée pour atteindre une limite supérieure de 1,0 %, supprimant ainsi la limite inférieure. On peut donc considérer que la YCC est revenue à une politique de plafonnement des rendements. En outre, la BoJ a décidé de mettre fin aux opérations quotidiennes illimitées à 1,0 %.

Les marchés pourraient interpréter cette décision comme un signal indiquant que le plafonnement strict du YCC n'est plus en vigueur, étant donné que la BoJ n'a plus besoin d'acheter des montants importants, même si le rendement des JGB à 10 ans atteint 1 % ou plus. En théorie, nous pourrions être d'accord avec l'interprétation du marché, mais nous préférons pécher par excès de prudence. Ce qui importe le plus pour les interventions de la BoJ n'est pas nécessairement le rendement du JGB à 10 ans lui-même, mais plutôt le rythme de la vente. Si le rythme de la hausse des rendements est rapide, nous pensons que la BoJ devra probablement intervenir et stabiliser le marché des JGB par le biais d'opérations d'achat de JGB non programmées ou d'opérations régulières à taux fixe. Au cours de la conférence de presse, le gouverneur Ueda a confirmé la nécessité de cette option.

Les perspectives d'inflation devraient être revues à la hausse

Les perspectives d'inflation seront déterminantes, en particulier les perspectives du taux d'inflation de base qui retiennent chaque jour l'attention. Les perspectives d'inflation de base ont été revues à la hausse à 3,8 % (contre 3,2 % en juillet) pour 2023. Les perspectives pour 2024 et 2025 ont également été revues à la hausse, passant de 1,7 % et 1,8 % respectivement à 1,9 % pour les deux années. On pourrait dire que l'inflation de base est intégrée dans les prévisions, et même que le Japon est enfin sorti de l'ère de la déflation. Pour l'avenir, nous nous attendons à ce que les révisions augmentent progressivement dès le rapport sur les perspectives de janvier 2024, compte tenu de la tendance actuelle de l'inflation et de la forte dynamique des négociations salariales de Shunto au printemps de l'année prochaine. Dans ce cas, les perspectives d'inflation seront conformes à l'objectif de stabilité des prix de 2 % ou s'en rapprocheront fortement. Si les nouvelles positives concernant les résultats du Shunto de l'année prochaine se poursuivent jusqu'en janvier, nous pensons que la réalisation de l'objectif de stabilité des prix de 2 % avec des augmentations salariales sera en vue.

Tableau 1 – Prévisions de la BoJ vs. attentes de Robeco

Taux d'équilibre de la politique monétaire (%)	-0.10	Déc-23	24 mars	Juin-24	Sep-24	Déc-24
Variation impliquée par les contrats à terme (pb)		2	4	11	18	22
Notre attente pondérée par les probabilités (bps)		3	10	14	26	33
Notre scénario central (bps)		0	10	10	25	25
Taux d'équilibre dans le scénario central (%)		-0.10	0.00	0.00	0.15	0.15

Source : Bloomberg, Robeco : Bloomberg, Robeco ; 6 novembre 2023

La BoJ a laissé entendre qu'elle devrait atteindre son objectif d'inflation de 2 % avant d'envisager de mettre fin aux taux d'intérêt négatifs. Cela implique l'établissement d'un cercle vertueux entre les salaires et les prix, où les deux augmentent mutuellement, ce qui est considéré comme très important. Les négociations salariales de Shunto pour 2023 montrent que la hausse des prix entraîne une augmentation des salaires. Si les prix continuent d'augmenter et entraînent une hausse des salaires, la BoJ pourrait être convaincue que son objectif est atteint. L'impact de la hausse des salaires devrait entraîner une hausse de l'inflation des services, ce qui est d'ailleurs le cas depuis le début de l'année. Il est intéressant de noter que la BoJ attribue la majeure partie de la hausse de l'inflation des services aux effets de second tour de la hausse des coûts des matières premières et de l'énergie, seule une petite partie étant attribuée à la hausse des salaires. Notre point de vue est différent : une fois que les salaires commencent à augmenter en raison de la hausse des prix, une spirale prix-salaires s'enclenche. En examinant la demande salariale pour 2024, nous constatons que les demandes d'augmentation des salaires sont encore plus fortes. En ce qui concerne les salaires, cela signifie que la spirale prix-salaires est en train de prendre de l'ampleur. L'expérience d'autres marchés internationaux développés (Europe et Royaume-Uni) suggère que les banques centrales doivent déployer des efforts considérables pour maîtriser cette spirale. À notre avis, la BoJ est de plus en plus en retard sur la courbe, des prix et des salaires élevés avec une causalité mutuelle justifient qu'une banque centrale se range du côté de la prudence.

La fin des taux négatifs

Les résultats de Shunto de cette année et de l'année prochaine sont similaires à ceux observés avant que la déflation ne s'installe au Japon. Nous considérons qu'il s'agit d'une preuve que le Japon est en train d'évoluer vers un nouvel équilibre en matière d'inflation. Nous prévoyons que l'inflation de base s'établira entre 1 et 2 % à moyen terme. Selon nous, cela implique qu'avant la fin de l'année, la BoJ mettra probablement fin à sa politique de taux d'intérêt négatifs en procédant à une augmentation de 10 points de base. Nous continuons de penser qu'au Japon, le YCC est là pour rester et qu'il sera impossible de l'abolir compte tenu des risques pour la stabilité financière. Néanmoins, nous pensons que la BoJ souhaite normaliser davantage la partie la plus longue de la courbe en modifiant le YCC d'un point à 10 ans vers un point à 5 ans, ou en élargissant la bande passante sur le point à 10 ans à +/-150 points de base.

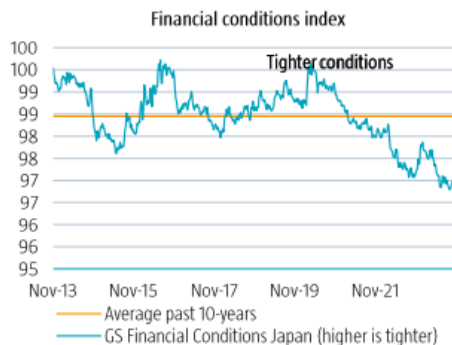
Nous considérons que toutes les réunions pour le reste de l'année sont en direct pour les changements du YCC et du taux directeur. Avec autant de changements dans le YCC et la politique, le rendement des JGB à 7 ans s'approchera de 1 % d'ici la fin de l'année et celui des JGB à 10 ans se rapprochera de 1,25 %. Dans tous les scénarios, nous nous attendons à ce que les 10s30 s'aplatissent davantage étant donné la forte pression à la hausse sur les JGB à 10 ans. Comme les rendements des JGB se sont ajustés à la hausse au cours de l'année 2023 par rapport à d'autres marchés, et compte tenu du fait que la base couverte contre le risque de change est le meilleur investissement pour les investisseurs japonais par rapport à d'autres classes d'actifs à revenu fixe, nous continuons à rechercher un yen plus fort par rapport à d'autres grandes monnaies. Alors que la BoJ commence à modifier le YCC et que les autres banques centrales mondiales s'approchent de leurs taux terminaux respectifs dans le courant de l'année, nous estimons qu'il est intéressant d'adopter des positions longues sur le yen.

Tableau 2 – Courbe JGB

JGB Curve	Spot yield	12m Fw	Carry*	Hedged to EUR
2yr	0.13	0.31	14.2	16.2
5yr	0.42	0.61	18.9	19.7
10yr	0.88	1.10	17.1	17.5
30yr	1.82	1.90	9.9	10.1

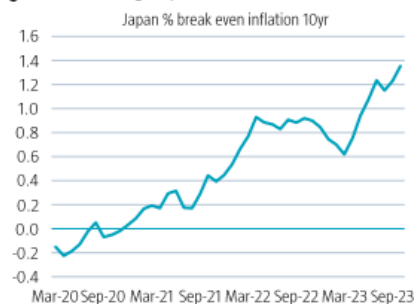
Source : Bloomberg, Robeco : Bloomberg, Robeco ; 6 novembre 2023

Figure 1 – Still loose financial conditions



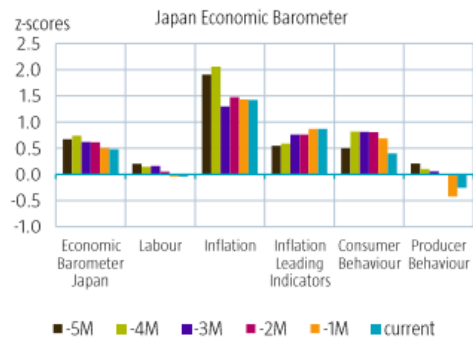
Source: Goldman Sachs, Bloomberg; 6 November 2023

Figure 3 – Strong improvement in breakevens



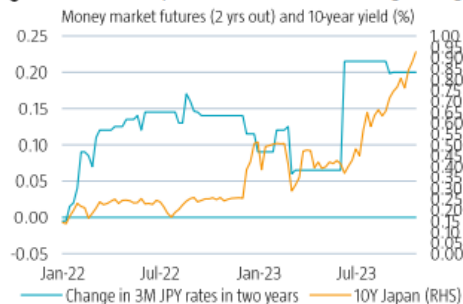
Source: Bloomberg; 6 November 2023

Figure 2 – Strong inflation momentum



Source: Robeco, Bloomberg; 6 November 2023

Figure 4 – Markets price in small amounts of tightening 2 years out



Source: Bloomberg; 6 November 2023

Notes de bas de page

¹En juillet 2023, la BCE a déjà cessé les réinvestissements dans le cadre de l'ancien programme d'assouplissement quantitatif, l'APP.

Contacts presse

Aurore CANTOT | Consultante Senior – SHAN | 06 09 96 00 70 – aure.cantot@shan.fr

Claire HILBERT | Consultante – SHAN | 06 15 80 91 30 – claire.hilbert@shan.fr

À propos de Robeco

Robeco est un spécialiste international de la gestion d'actifs. L'entreprise fondée en 1929 est basée à Rotterdam, aux Pays-Bas, et compte 16 bureaux dans le monde entier. Leader mondial de l'investissement durable depuis 1995, son intégration de recherches durables, fondamentales et quantitatives lui permet d'offrir aux investisseurs institutionnels et privés une vaste gamme de stratégies d'investissement actives couvrant un large éventail de classes d'actifs. Au 31 décembre 2022, Robeco avait 171 milliards d'euros d'actifs sous gestion, dont 168 milliards intégrant les critères ESG. Robeco est une filiale d'ORIX Corporation Europe N.V. Pour plus d'informations, consultez www.robeco.com.

Important Information

Robeco Institutional Asset Management B.V. has a license as manager of Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) and Alternative Investment Funds (AIFs) ("Fund(s)") from the Netherlands Authority for the Financial Markets in Amsterdam. This marketing document is intended solely for professional investors, defined as investors qualifying as professional clients, who have requested to be treated as professional clients or are authorized to receive such information under any applicable laws. Robeco Institutional Asset Management B.V. and/or its related, affiliated and subsidiary companies, ("Robeco"), will not be liable for any damages arising out of the use of this document. Users of this information who provide investment services in the European Union have their own responsibility to assess whether they are allowed to receive the information in accordance with MiFID II regulations. To the extent this information qualifies as a reasonable and appropriate minor non-monetary benefit under MiFID II, users that provide investment services in the European Union are responsible for complying with applicable recordkeeping and disclosure requirements. The content of this document is based upon sources of information believed to be reliable and comes without warranties of any kind. Without further explanation this document cannot be considered complete. Any opinions, estimates or forecasts may be changed at any time without prior warning. If in doubt, please seek independent advice. This document is intended to provide the professional investor with general information about Robeco's specific capabilities but has not been prepared by Robeco as investment research and does not constitute an investment recommendation or advice to buy or sell certain securities or investment products or to adopt any investment strategy or legal, accounting or tax advice. All rights relating to the information in this document are and will remain the property of Robeco. This material may not be copied or shared with the public. No part of this document may be reproduced or published in any form or by any means without Robeco's prior written permission. Investment involves risks. Before investing, please note the initial capital is not guaranteed. Investors should ensure they fully understand the risk associated with any Robeco product or service offered in their country of domicile. Investors should also consider their own investment objective and risk tolerance level. Historical returns are provided for illustrative purposes only. The price of units may go down as well as up and past performance is no guarantee of future results. If the currency in which the past performance is displayed differs from the currency of the country in which you reside, then you should be aware that due to exchange rate fluctuations the performance shown may increase or decrease if converted into your local currency. The performance data do not take account of the commissions and costs incurred when trading securities in client portfolios or for the issue and redemption of units. Unless otherwise stated, the prices used for the performance figures of the Luxembourg-based Funds are the end-of-month transaction prices net of fees up to 4 August 2010. From 4 August 2010, the transaction prices net of fees will be those of the first business day of the month. Return figures versus the benchmark show the investment management result before management and/or performance fees; the Fund returns are with dividends reinvested and based on net asset values with prices and exchange rates as at the valuation moment of the benchmark. Please refer to the prospectus of the Funds for further details. Performance is quoted net of investment management fees. The ongoing charges mentioned in this document are the ones stated in the Fund's latest annual report at closing date of the last calendar year. This document is not directed to or intended for distribution to or for use by any person or entity who is a citizen or resident of or located in any locality, state, country or other jurisdiction where such distribution, document, availability or use would be contrary to law or regulation or which would subject any Fund or Robeco Institutional Asset Management B.V. to any registration or licensing requirement within such jurisdiction. Any decision to subscribe for interests in a Fund offered in a particular jurisdiction must be made solely on the basis of information contained in the prospectus, which information may be different from the information contained in this document. Prospective applicants for shares should inform themselves as to legal requirements which may also apply and any applicable exchange control regulations and taxes in the countries of their respective citizenship, residence or domicile. The Fund information, if any, contained in this document is qualified in its entirety by reference to the prospectus, and this document should, at all times, be read in conjunction with the prospectus. Detailed information on the Fund and associated risks is contained in the prospectus. The prospectus and the Key Investor Information Document for the Robeco Funds can all be obtained free of charge from Robeco's websites.

Additional Information for US investors

Robeco is considered "participating affiliated" and some of their employees are "associated persons" of Robeco Institutional Asset Management US Inc. ("RIAM US") as per relevant SEC no-action guidance. Employees identified as associated persons of RIAM US perform activities directly or indirectly related to the investment advisory services provided by RIAM US. In those situations these individuals are deemed to be acting on behalf of RIAM US, a US SEC registered investment adviser. SEC regulations are applicable only to clients, prospects and investors of RIAM US. RIAM US is a wholly owned subsidiary of ORIX Corporation Europe N.V. and offers investment advisory services to institutional clients in the US.

Additional Information for investors with residence or seat in Australia and New Zealand

This document is distributed in Australia by Robeco Hong Kong Limited (ARBN 156 512 659) ("RIAM BV"), which is exempt from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 (Cth) pursuant to ASIC Class Order 03/1103. Robeco is regulated by the Securities and Futures Commission under the laws of Hong Kong and those laws may differ from Australian laws. This document is distributed only to "wholesale clients" as that term is defined under the Corporations Act 2001 (Cth). This document is not intended for distribution or dissemination, directly or indirectly, to any other class of persons. In New Zealand, this document is only available to wholesale investors within the meaning of clause 3(2) of Schedule 1 of the Financial Markets Conduct Act 2013 (FMCA). This document is not intended for public distribution in Australia and New Zealand.

Additional Information for investors with residence or seat in Austria

This information is solely intended for professional investors or eligible counterparties in the meaning of the Austrian Securities Oversight Act.

Additional Information for investors with residence or seat in Brazil

The Fund may not be offered or sold to the public in Brazil. Accordingly, the Fund has not been nor will be registered with the Brazilian Securities Commission (CVM), nor has it been submitted to the foregoing agency for approval. Documents relating to the Fund, as well as the information contained therein, may not be supplied to the public in Brazil, as the offering of the Fund is not a public offering of securities in Brazil, nor may they be used in connection with any offer for subscription or sale of securities to the public in Brazil.

Additional Information for investors with residence or seat in Brunei

The Prospectus relates to a private collective investment scheme which is not subject to any form of domestic regulations by the Autoriti Monetari Brunei Darussalam ("Authority"). The Prospectus is intended for distribution only to specific classes of investors as specified in section 20 of the Securities Market Order, 2013, and must not, therefore, be delivered to, or relied on by, a retail client. The Authority is not responsible for reviewing or verifying any prospectus or other documents in connection with this collective investment scheme. The Authority has not approved the Prospectus or any other associated documents nor taken any steps to verify the information set out in the Prospectus and has no responsibility for it. The units to which the Prospectus relates may be illiquid or subject to restrictions on their resale. Prospective purchasers of the units offered should conduct their own due diligence on the units.

Additional Information for investors with residence or seat in Canada

No securities commission or similar authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this document or the merits of the securities described herein, and any representation to the contrary is an offence. Robeco Institutional Asset Management B.V. relies on the international dealer and international adviser exemption in Quebec and has appointed McCarthy Tétrault LLP as its agent for service in Quebec.

Additional information for investors with residence or seat in the Republic of Chile

Neither Robeco nor the Funds have been registered with the *Comisión para el Mercado Financiero* pursuant to Law no. 18.045, the *Ley de Mercado de Valores* and regulations thereunder. This document does not constitute an offer of or an invitation to subscribe for or purchase shares of the Funds in the Republic of Chile, other than to the specific person who individually requested this information on their own initiative. This may therefore be treated as a "private offering" within the meaning of article 4 of the *Ley de Mercado de Valores* (an offer that is not addressed to the public at large or to a certain sector or specific group of the public).

Additional Information for investors with residence or seat in Colombia

This document does not constitute a public offer in the Republic of Colombia. The offer of the Fund is addressed to fewer than one hundred specifically identified investors. The Fund may not be promoted or marketed in Colombia or to Colombian residents, unless such promotion and marketing is made in compliance with Decree 2555 of 2010 and other applicable rules and regulations related to the promotion of foreign Funds in Colombia.

Additional Information for investors with residence or seat in the Dubai International Financial Centre (DIFC), United Arab Emirates

This material is distributed by Robeco Institutional Asset Management B.V. (DIFC Branch) located at Office 209, Level 2, Gate Village Building 7, Dubai International Financial Centre, Dubai, PO Box 482060, UAE. Robeco Institutional Asset Management B.V. (DIFC Branch) is regulated by the Dubai Financial Services Authority ("DFSA") and only deals with Professional Clients or Market Counterparties and does not deal with Retail Clients as defined by the DFSA.

Additional Information for investors with residence or seat in France

Robeco Institutional Asset Management B.V. is at liberty to provide services in France. Robeco France is a subsidiary of Robeco whose business is based on the promotion and distribution of the group's funds to professional investors in France.

Additional Information for investors with residence or seat in Germany

This information is solely intended for professional investors or eligible counterparties in the meaning of the German Securities Trading Act.

Additional Information for investors with residence or seat in Hong Kong

The contents of this document have not been reviewed by the Securities and Futures Commission ("SFC") in Hong Kong. If there is in any doubt about any of the contents of this document, independent professional advice should be obtained. This document has been distributed by Robeco Hong Kong Limited ("Robeco"). Robeco is regulated by the SFC in Hong Kong.

Additional Information for investors with residence or seat in Indonesia

The Prospectus does not constitute an offer to sell nor a solicitation to buy securities in Indonesia.

Additional Information for investors with residence or seat in Italy

This document is considered for use solely by qualified investors and private professional clients (as defined in Article 26 (1) (b) and (d) of Consob Regulation No. 16190 dated 29 October 2007). If made available to Distributors and individuals authorized by Distributors to conduct promotion and marketing activity, it may only be used for the purpose for which it was conceived. The data and information contained in this document may not be used for communications with Supervisory Authorities. This document does not include any information to determine, in concrete terms, the investment inclination and, therefore, this document cannot and should not be the basis for making any investment decisions.

Additional Information for investors with residence or seat in Japan

This document is considered for use solely by qualified investors and is distributed by Robeco Japan Company Limited, registered in Japan as a Financial Instruments Business Operator, [registered No. the Director of Kanto Local Financial Bureau (Financial Instruments Business Operator), No, 2780, Member of Japan Investment Advisors Association].

Additional Information for investors with residence or seat in South Korea

The Management Company is not making any representation with respect to the eligibility of any recipients of the Prospectus to acquire the Shares therein under the laws of South Korea, including but not limited to the Foreign Exchange Transaction Act and Regulations thereunder. The Shares have not been registered under the Financial Investment Services and Capital Markets Act of Korea, and none of the Shares may be offered, sold or delivered, or offered or sold to any person for re-offering or resale, directly or indirectly, in South Korea or to any resident of South Korea except pursuant to applicable laws and regulations of South Korea.

Additional Information for investors with residence or seat in Liechtenstein

This document is exclusively distributed to Liechtenstein-based, duly licensed financial intermediaries (such as banks, discretionary portfolio managers, insurance companies, fund of funds) which do not intend to invest on their own account into Fund(s) displayed in the document. This material is distributed by Robeco Switzerland Ltd, postal address: Josefstrasse 218, 8005 Zurich, Switzerland. LGT Bank Ltd., Herrengasse 12, FL-9490 Vaduz, Liechtenstein acts as the representative and paying agent in Liechtenstein. The prospectus, the Key Investor Information Documents (KIIDs), the articles of association, the annual and semi-annual reports of the Fund(s) may be obtained from the representative or via the website.

Additional Information for investors with residence or seat in Malaysia

Generally, no offer or sale of the Shares is permitted in Malaysia unless where a Recognition Exemption or the Prospectus Exemption applies: NO ACTION HAS BEEN, OR WILL BE, TAKEN TO COMPLY WITH MALAYSIAN LAWS FOR MAKING AVAILABLE, OFFERING FOR SUBSCRIPTION OR PURCHASE, OR ISSUING ANY INVITATION TO SUBSCRIBE FOR OR PURCHASE OR SALE OF THE SHARES IN MALAYSIA OR TO PERSONS IN MALAYSIA AS THE SHARES ARE NOT INTENDED BY THE ISSUER TO BE MADE AVAILABLE, OR MADE THE SUBJECT OF ANY OFFER OR INVITATION TO SUBSCRIBE OR PURCHASE, IN MALAYSIA. NEITHER THIS DOCUMENT NOR ANY DOCUMENT OR OTHER MATERIAL IN CONNECTION WITH THE SHARES SHOULD BE DISTRIBUTED, CAUSED TO BE DISTRIBUTED OR CIRCULATED IN MALAYSIA. NO PERSON SHOULD MAKE AVAILABLE OR MAKE ANY INVITATION OR OFFER OR INVITATION TO SELL OR PURCHASE THE SHARES IN MALAYSIA UNLESS SUCH PERSON TAKES THE NECESSARY ACTION TO COMPLY WITH MALAYSIAN LAWS.

Additional Information for investors with residence or seat in Mexico

The funds have not been and will not be registered with the National Registry of Securities, maintained by the Mexican National Banking and Securities Commission and, as a result, may not be offered or sold publicly in Mexico. Robeco and any underwriter or purchaser may offer and sell the funds in Mexico on a private placement basis to Institutional and Accredited Investors, pursuant to Article 8 of the Mexican Securities Market Law.

Additional Information for investors with residence or seat in Peru

The Fund has not been registered with the Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) and is being placed by means of a private offer. SMV has not reviewed the information provided to the investor. This document is only for the exclusive use of institutional investors in Peru and is not for public distribution.

Additional Information for investors with residence or seat in Singapore

This document has not been registered with the Monetary Authority of Singapore ("MAS"). Accordingly, this document may not be circulated or distributed directly or indirectly to persons in Singapore other than (i) to an institutional investor under Section 304 of the SFA, (ii) to a relevant person pursuant to Section 305(1), or any person pursuant to Section 305(2), and in accordance with the conditions specified in Section 305, of the SFA, or (iii) otherwise pursuant to, and in accordance with the conditions of, any other applicable provision of the SFA. The contents of this document have not been reviewed by the MAS. Any decision to participate in the Fund should be made only after reviewing the sections regarding investment considerations, conflicts of interest, risk factors and the relevant Singapore selling restrictions (as described in the section entitled "Important Information for Singapore Investors") contained in the prospectus. Investors should consult your professional adviser if you are in doubt about the stringent restrictions applicable to the use of this document, regulatory status of the Fund, applicable regulatory protection, associated risks and suitability of the Fund to your objectives. Investors should note that only the Sub-Funds listed in the appendix to the section entitled "Important Information for Singapore Investors" of the prospectus ("Sub-Funds") are available to Singapore investors. The Sub-Funds are notified as restricted foreign schemes under the Securities and Futures Act, Chapter 289 of Singapore ("SFA") and invoke the exemptions from compliance with prospectus registration requirements pursuant to the exemptions under Section 304 and Section 305 of the SFA. The Sub-Funds are not authorized or recognized by the MAS and shares in the Sub-Funds are not allowed to be offered to the retail public in Singapore. The prospectus of the Fund is not a prospectus as defined in the SFA. Accordingly, statutory liability under the SFA in relation to the content of prospectuses does not apply. The Sub-Funds may only be promoted exclusively to persons who are sufficiently experienced and sophisticated to understand the risks involved in investing in such schemes, and who satisfy certain other criteria provided under Section 304, Section 305 or any other applicable provision of the SFA and the subsidiary legislation enacted thereunder. You should consider carefully whether the investment is suitable for you. Robeco Singapore Private Limited holds a capital markets services license for fund management issued by the MAS and is subject to certain clientele restrictions under such license.

Additional Information for investors with residence or seat in Spain

Robeco Institutional Asset Management B.V., Sucursal en España with identification number W0032687F and having its registered office in Madrid at Calle Serrano 47-14^º, is registered with the Spanish Commercial Registry in Madrid, in volume 19.957, page 190, section 8, sheet M-351927 and with the National Securities Market Commission (CNMV) in the Official Register of branches of European investment services companies, under number 24. The investment funds or SICAV mentioned in this document are regulated by the corresponding authorities of their country of origin and are registered in the Special Registry of the CNMV of Foreign Collective Investment Institutions marketed in Spain.

Additional Information for investors with residence or seat in South Africa

Robeco Institutional Asset Management B.V. is registered and regulated by the Financial Sector Conduct Authority in South Africa.

Additional Information for investors with residence or seat in Switzerland

The Fund(s) are domiciled in Luxembourg. This document is exclusively distributed in Switzerland to qualified investors as defined in the Swiss Collective Investment Schemes Act (CISA). This material is distributed by Robeco Switzerland Ltd, postal address: Josefstrasse 218, 8005 Zurich. ACOLIN Fund Services AG, postal address: Affolternstrasse 56, 8050 Zürich, acts as the Swiss representative of the Fund(s). UBS Switzerland AG, Bahnhofstrasse 45, 8001 Zurich, postal address: Europastrasse 2, P.O. Box, CH-8152 Opfikon, acts as the Swiss paying agent. The prospectus, the Key Investor Information Documents (KIIDs), the articles of association, the annual and semi-annual reports of the Fund(s), as well as the list of the purchases and sales which the Fund(s) has undertaken during the financial year, may be obtained, on simple request and free of charge, at the office of the Swiss representative ACOLIN Fund Services AG. The prospectuses are also available via the website.

Additional Information relating to RobecoSAM-branded funds/services

Robeco Switzerland Ltd, postal address Josefstrasse 218, 8005 Zurich, Switzerland has a license as asset manager of collective assets from the Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA. RobecoSAM-branded financial instruments and investment strategies referring to such financial instruments are generally managed by Robeco Switzerland Ltd. The RobecoSAM brand is a registered trademark of Robeco Holding B.V. The brand RobecoSAM is used to market services and products which entail Robeco's expertise on Sustainable Investing (SI). The brand RobecoSAM is not to be considered as a separate legal entity.

Additional Information for investors with residence or seat in Taiwan

The contents of this document have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. If you are in any doubt about any of the contents of this document, you should obtain independent professional advice. This document has been distributed by Robeco Hong Kong Limited ('Robeco'). Robeco is regulated by the Securities and Futures Commission in Hong Kong.

Additional Information for investors with residence or seat in Thailand

The Prospectus has not been approved by the Securities and Exchange Commission which takes no responsibility for its contents. No offer to the public to purchase the Shares will be made in Thailand and the Prospectus is intended to be read by the addressee only and must not be passed to, issued to, or shown to the public generally.

Additional Information for investors with residence or seat in the United Arab Emirates

Some Funds referred to in this marketing material have been registered with the UAE Securities and Commodities Authority (the Authority). Details of all Registered Funds can be found on the Authority's website. The Authority assumes no liability for the accuracy of the information set out in this material/document, nor for the failure of any persons engaged in the investment Fund in performing their duties and responsibilities.

Additional Information for investors with residence or seat in the United Kingdom

Robeco is temporarily deemed authorized and regulated by the Financial Conduct Authority. Details of the Temporary Permissions Regime, which allows EEA-based firms to operate in the UK for a limited period while seeking full authorization, are available on the Financial Conduct Authority's website.

Additional Information for investors with residence or seat in Uruguay

The sale of the Fund qualifies as a private placement pursuant to section 2 of Uruguayan law 18,627. The Fund must not be offered or sold to the public in Uruguay, except under circumstances which do not constitute a public offering or distribution under Uruguayan laws and regulations. The Fund is not and will not be registered with the Financial Services Superintendency of the Central Bank of Uruguay. The Fund corresponds to investment funds that are not investment funds regulated by Uruguayan law 16,774 dated September 27, 1996, as amended.