

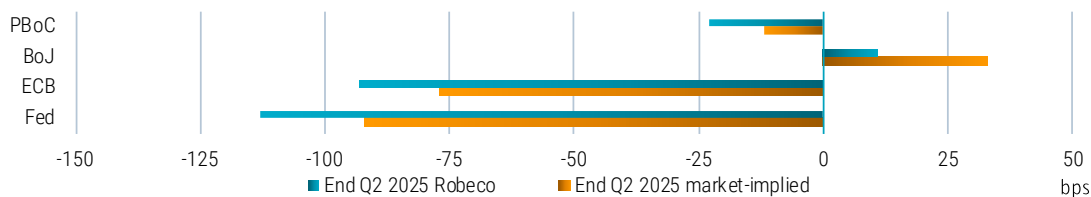
- Fed : voie étroite vers une baisse des taux en septembre
- BCE : cycle d'assouplissement lent
- PBoC : voyage à sens unique
- BoJ : rester confiant

Compte tenu du lent recul de l'inflation dans le secteur des services et du soutien économique apporté par des politiques budgétaires souples, les banques centrales ne sont pas pressées de mettre fin à leur politique restrictive. Alors que la BCE a prudemment entamé sa descente du sommet, les taux directeurs de la Fed plafonnent encore. Toutefois, des données plus bénignes sur l'inflation, potentiellement associées à de nouveaux signes de refroidissement du marché du travail, maintiennent la possibilité d'une première baisse des taux de la Fed en septembre. Toutefois, étant donné que la croissance américaine ralentit mais n'est pas encore en chute libre, le risque d'une première réduction après les élections américaines ne doit pas être négligé.

Par ailleurs, la politique actuelle de la BoJ et de la PBoC semble tout à fait « born in the USA » (originaire des États-Unis), la faiblesse du taux de change obligeant ces banques centrales à adopter une position plus stricte qu'elles ne l'auraient fait autrement. En effet, malgré des signes de ralentissement de l'inflation, la BoJ devrait annoncer une forme de resserrement quantitatif et une hausse des taux au cours des trois prochains mois. En outre, nous pensons qu'un nouvel assouplissement nécessaire des taux par la PBoC sera reporté au quatrième trimestre.

La zone euro, où la BCE reste sur la voie d'une nouvelle baisse des taux en septembre, semble plus à l'abri de l'impact de la politique de la Fed, qui consiste à maintenir des taux plus élevés plus longtemps. Mais, comme aux États-Unis, les obligations à long terme de pays également moins en difficulté sur le plan budgétaire, tels que l'Allemagne et les Pays-Bas, continuent de sous-performer les taux de swap. Cette tendance pourrait se poursuivre à l'approche des élections américaines.

Graphique 1 – Perspectives d'évolution des taux directeurs des banques centrales



Source : Bloomberg, Robeco, évolution d'ici à fin 2024, sur la base des contrats à terme (futures et forwards) du marché monétaire ; 1^{er} juillet 2024

CENTRAL BANK WATCHER JUILLET 2024

Document commercial destiné aux investisseurs professionnels uniquement. Distribution interdite.



Martin van Vliet
Stratège Global Macro



Rikkert Scholten
Stratège Global Macro



Bob Stoutjesdijk
Stratège Global Macro

Réserve fédérale : voie étroite vers une baisse des taux en septembre

- Une poursuite de la désinflation et un ralentissement de la croissance de l'emploi sont nécessaires pour assister à des baisses imminentes
- Le scénario central prévoit toujours deux réductions de 25 pb cette année, avec un risque d'une seule baisse
- Les perspectives pour les positions de duration surpondérées fermes sur les bons du Trésor US s'améliorent avec le ralentissement de la croissance, mais il reste encore du chemin

Il faut être deux (rapports sur l'IPC plus favorables pour danser le tango)

La Fed a maintenu ses taux en juin, mais le ton de la déclaration était un peu plus conciliant. En mai, elle avait déclaré qu'il y avait eu « un manque de progrès supplémentaires » dans le retour de l'inflation à l'objectif ; aujourd'hui, le communiqué note qu'il y a eu « de nouveaux progrès modestes ».

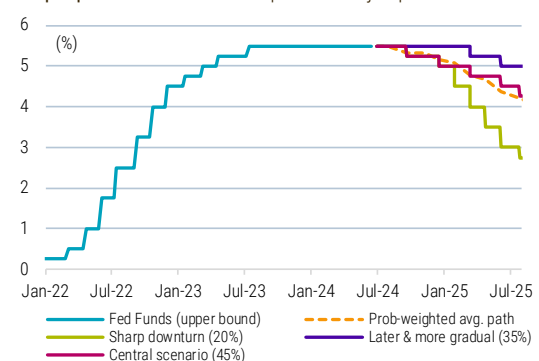
En effet, les rapports de mai sur l'IPC et le PCE ont montré que le rythme mensuel de l'inflation de base et de l'inflation des services hors logement a fortement chuté. Néanmoins, les taux d'inflation annualisés sur six mois restent trop élevés. La Fed a besoin d'au moins deux autres rapports favorables sur l'inflation de base (c'est-à-dire <0,20 en glissement mensuel pour l'indice PCE de base) avant d'être suffisamment confiante que l'inflation reviendra à son objectif et que le resserrement monétaire pourra commencer à être réduit. Un passage à l'acte en juillet est par conséquent exclu, ce qui signifie qu'une première baisse n'aura pas lieu avant septembre.

Selon nous, une diminution des chiffres de l'emploi non agricole est nécessaire (l'enquête auprès des ménages suggère déjà un net refroidissement du marché du travail). Il s'agit là d'une évolution possible puisque les indicateurs avancés laissent présager une croissance du PIB inférieure à la tendance. Ainsi, notre scénario central reste celui d'une première baisse de taux en septembre et d'une seconde en décembre, après les élections américaines. Mais nous sommes d'accord avec le dernier le « dot plot » de la Fed, selon lequel les risques sont orientés vers une seule baisse cette année. En fait, notre analyse (voir graphique 1) attribue encore une probabilité de 35 % à un scénario dans lequel la Fed n'abaisse pas du tout

ses taux cette année et ne le fait qu'un nombre limité de fois au cours de l'année prochaine – en tenant compte de la possibilité d'une inflation plus élevée en raison des droits de douane imposés sous une présidence Trump.

En même temps, nous attribuons toujours une probabilité raisonnable à un scénario de ralentissement économique dans lequel des baisses de taux plus rapides apparaîtraient. Après avoir pesé les trois scénarios, notre trajectoire moyenne des taux des Fed Funds, pondérée par les probabilités, est globalement conforme aux prix du marché pour le reste de l'année (voir le tableau 1 ci-dessous), mais légèrement inférieure à ceux des marchés à partir de la mi-2025. Cela s'explique en grande partie par le fait que notre fourchette d'estimation du taux « neutre » à long terme (de 3,0 à 3,5 %) – bien qu'elle soit supérieure à la projection moyenne de la Fed de 2,9 % – se situe en dessous des ~3,75 % impliqués par les prix actuels du marché.

Graphique 2 – Trois scénarios pour la Fed jusqu'à août 2025



Source : Bloomberg, Robeco, juin 2024

La rupture à la baisse de la fourchette nécessite un ralentissement plus marqué

Avec une croissance du PIB nominal d'environ 4,5 %, une fourchette de taux des bons du Trésor à 10 ans comprise entre 4,25 et 4,75 % semble raisonnable, compte tenu des risques budgétaires et sur la base d'une fourchette neutre à long terme de 3,0 à 3,5 %. Si les principaux indicateurs économiques commencent à indiquer une baisse de manière plus décisive, nous deviendrons plus constructifs, mais pour l'instant nous attendons que les taux à 5 et 10 ans se situent dans la zone des 4,50-4,75 % avant de renforcer des positions surpondérées en bons du Trésor américain inter-marchés ou d'adopter une position longue ferme. En ce qui concerne les courbes, nous restons plus constructifs sur le segment à 5 ans que sur ceux à 10 et 30 ans, mais

nous reconnaissons qu'une politique « de taux plus élevés encore plus longtemps » de la Fed et des tarifs douaniers constituent un risque d'aplatissement. À l'approche des élections

américaines, il est probable que les bons du Trésor américain à 30 ans sous-performent (encore) plus les taux de swap.

Tableau 1 - Ce qui est intégré pour la Fed par rapport à nos attentes

Taux des Fed Funds (limite supérieure en %)	5,50	Sep. 24	Déc. 24	Mars 25	Juin 25
Variation impliquée par les futures sur Fed Funds (pb)		-15	-40	-70	-92
Notre attente pondérée par les probabilités (pb)		-16	-41	-73	-113
Notre scénario central (pb)		-25	-50	-75	-100
Scénario central du taux des Fed Funds (limite supérieure en %)		5,25	5,00	4,75	4,50

Source : Bloomberg, Robeco ; 1^{er} juillet 2024

Banque centrale européenne : cycle d'assouplissement lent

- Les données sur l'inflation sont déterminantes pour des baisses de taux progressives
- Le scénario de base table sur des baisses de 25 pb par trimestre
- Les réinvestissements du PEPP sont le premier instrument en cas d'élargissement désordonné des spreads

La BCE dépendante des données permet des baisses progressives

Au cours des prochains mois, la marge de manœuvre des responsables de la BCE pour signaler des baisses de taux sera probablement limitée. Après avoir réduit les taux en juin, alors que les membres de la BCE ont revu à la hausse leurs perspectives d'inflation, les responsables de la BCE doivent s'assurer que chaque nouvelle étape de baisse des taux est étayée par les données. Plus précisément, ce soutien devrait provenir des données relatives à l'inflation des services et aux salaires négociés. Les données de mai sur les deux indicateurs ayant surpris à la hausse et l'inflation flash de juin correspondant tout juste à l'opinion du consensus, il faudra probablement 2 à 3 mois de données rassurantes avant que les membres du Conseil des gouverneurs (CG) se sentent suffisamment à l'aise avec la trajectoire de l'inflation pour décider de la prochaine baisse des taux. Cela exclut pratiquement la possibilité d'un passage à l'acte le 18 juillet. D'ici la réunion de septembre, le CG aura pris connaissance d'informations sur les prix pour deux mois supplémentaires. Le CG sera alors selon nous suffisamment rassuré pour réduire les taux de 25 pb.

Une étape supplémentaire de ce type pourrait survenir lors de la réunion de décembre, ce qui ferait de ce cycle d'assouplissement un cycle très progressif. Tant que la croissance de l'emploi reste intacte et que la crainte d'une récession est faible, la motivation pour un rythme d'assouplissement plus rapide reste faible.

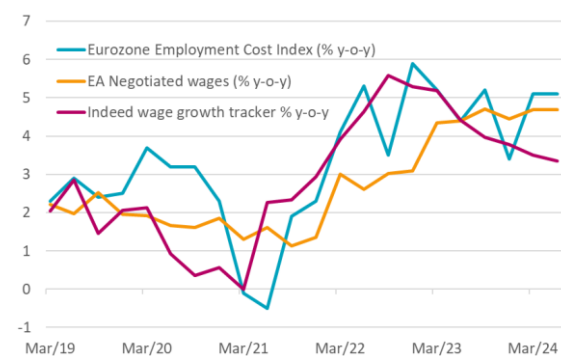
Une hésitation à agir en cas de troubles politiques

L'agitation qui règne sur les marchés des obligations d'État en euros à la suite de l'annonce surprise d'élections législatives anticipées en France complique la tâche de la BCE. Il est évident que le récent élargissement des spreads des OAT françaises est important pour la BCE, mais seulement s'il commence sérieusement à entraver la

« transmission » de sa politique monétaire.

La BCE voudra éviter d'être perçue comme sacrifiant sa détermination en matière d'inflation pour soutenir les marchés obligataires. En fait, sa réaction aura probablement pour effet d'accentuer le décalage entre les turbulences du marché et sa politique en matière de taux directeurs. En réponse au récent élargissement des spreads, la présidente Christine Lagarde a indiqué que la BCE était « attentive au bon fonctionnement des marchés financiers ». Bien que l'attention de la BCE puisse apporter un certain réconfort, la barre à franchir pour intervenir et soutenir les marchés sera probablement élevée. Dans le cas d'une augmentation importante, persistante et désordonnée des spreads, la « première ligne de défense » de la BCE serait de décider de modifier sa politique de réinvestissements dans le cadre du PEPP. Depuis le 1^{er} juillet, la BCE a commencé à réduire son portefeuille PEPP d'en moyenne 7,5 milliards d'euros par mois. Il est prévu de mettre fin aux réinvestissements fin 2024. Sous la pression, ces plans pourraient être modifiés.

Graphique 3 – La croissance des salaires n'a ralenti que progressivement (%)



Source : Bloomberg, Robeco, juin 2024

La trajectoire des taux de la BCE conduit à une fourchette étroite pour les Bunds

La combinaison actuelle d'une croissance de l'emploi toujours forte et d'une inflation des services persistante limite la marge de manœuvre pour intégrer des baisses de taux. Cela devrait avoir un impact sur les perspectives des OBL allemandes à 5 ans, qui devraient se négocier dans une fourchette de 2,25 à 2,75 %. Les courbes restent historiquement plates. Nous prévoyons une pentification des courbes des obligations d'État

européennes en raison d'une combinaison de déficits importants et durables (offre) et d'une baisse attendue des taux sur la partie courte.

Tableau 2 - Ce qui est intégré pour la BCE par rapport à nos attentes

Taux de dépôt de la BCE (%)	3,75	Sep. 24	Déc. 24	Mars 25	Juin 25
Variation impliquée par les prix du marché (pb)		-18	-39	-59	-77
Notre attente pondérée par les probabilités (pb)		-20	-45	-65	-93
Notre scénario central (pb)		-25	-50	-75	-100
Scénario central du taux des Fed Funds (limite supérieure en %)		3,50	3,25	3,00	2,75

Source : Bloomberg, Robeco ; 1^{er} juillet 2024

Banque populaire de Chine (PBoC) : voyage à sens unique

- La PBoC maintient sa politique d'assouplissement, la croissance ayant du mal à redémarrer et l'inflation restant faible
- Un nouvel assouplissement des taux est probable une fois que la pression sur le marché des changes s'atténuera, mais l'expansion du bilan reste l'outil clé
- Un nouveau rebond des taux longs est possible en cas de reprise de la croissance, même si la tendance baissière séculaire reste intacte

L'expansion du bilan reste le mot d'ordre

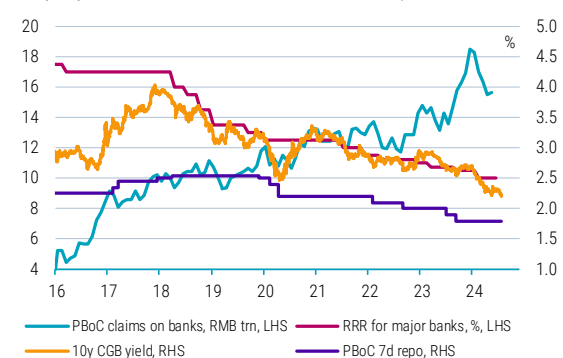
Si l'industrie s'est progressivement redressée, aidée par la croissance des exportations, la faiblesse persistante d'autres secteurs de l'économie, notamment celui de l'immobilier, a empêché l'amélioration du momentum économique global. En effet, malgré les premiers signes d'amélioration, notre baromètre économique a de nouveau chuté. Par ailleurs, l'inflation est restée modérée, comme le montrent les données toujours faibles de l'IPC et de l'IPP.

Malgré la faiblesse persistante de la croissance nominale, la politique monétaire est demeurée stable depuis l'abaissement du ratio des réserves obligatoires (RRR) en janvier. En outre, la dernière réduction de 10 pb du taux reverse repo à 7 jours, qui deviendra le taux directeur à l'avenir, date d'août 2023. La faiblesse du taux de change réduisant la marge de manœuvre monétaire, la PBoC a opté pour de nouvelles mesures d'assouplissement immobilier. Il s'agit notamment de l'abaissement des taux d'acompte minimum pour les acheteurs de logement, de la suppression du plancher des taux hypothécaires et de la mise en place d'un mécanisme de re-prêt de 300 milliards de CNY pour soutenir les prêts aux entreprises d'État afin qu'elles achètent et transforment les logements invendus en logements à prix abordable.

Jusque-là, ces mesures n'ont pas permis de relancer les ventes de logements au-delà de certaines villes de premier rang (Tier 1). Les ventes de terrains par les gouvernements aux promoteurs sont également restées médiocres. D'autres mesures pourraient donc être prises lors de la réunion du Politburo fin juillet.

Pour ce qui est de la politique monétaire, l'expansion du bilan restera selon nous le principal canal de transmission utilisé par la PBoC pour soutenir l'économie (graphique 4), notamment par le biais d'une nouvelle réduction du RRR au troisième trimestre. Nous sommes également d'accord avec les marchés sur le fait qu'une réduction de 10 pb du taux directeur est probable au cours du deuxième semestre (voir le tableau 3 ci-dessous), le calendrier dépendant du moment où la Fed commencera à assouplir sa politique.

Graphique 4 – Leviers d'action de la PBoC – repérer la tendance



Source : Bloomberg, Robeco, 1^{er} juillet 2024

Les taux des obligations d'État chinoises – la riposte verbale

Depuis le début de l'année, la baisse des taux courts et moyens des obligations d'État chinoises a été inexorable. Les taux longs se sont également repliés de manière significative, mais ils ont rebondi fortement fin avril et en juin, après que les décideurs politiques se sont inquiétés de taux trop faibles. Le 1^{er} juillet, la banque centrale a indiqué qu'elle emprunterait des obligations d'État chinoises à long terme auprès des négociants principaux après avoir « observé attentivement » la situation actuelle du marché.

Les décideurs politiques ne sont manifestement pas satisfaits du niveau historiquement bas des taux longs. En effet, à 2,2 % fin juin, le taux à 10 ans n'était que de 40 pb au-dessus du taux reverse repo à 7 jours de 1,8 % – la dernière fois que cela s'est produit, c'était au plus bas en 2016, et pendant l'arrivée de la pandémie en 2020. Ainsi, tout en tenant compte de la possibilité d'une certaine amélioration du côté de l'immobilier, nous choisissons de conserver une sous-pondération des obligations d'État chinoises inter-marchés par rapport à celles des marchés

développés. Nous recommandons toutefois une légère sous-pondération, car la tendance baissière

séculaire des taux chinois n'est probablement pas terminée.

Tableau 3 - Ce qui est intégré pour la PBoC par rapport à nos attentes

Taux reverse repo à 7 jours de la PBoC (%)	1,80	Sep. 24	Déc. 24	Mars 25	Juin 25
Variation impliquée par les forwards (pb)		-8	-10	-14	-12
Notre attente pondérée par les probabilités (pb)		-3	-11	-16	-23
Notre scénario central (pb)		0	-10	-20	-20
Taux reverse repo à 7 jours de la PBoC dans le scénario central (%)		1,80	1,70	1,60	1,60

Source : Bloomberg, Robeco ; 1^{er} juillet 2024

Banque du Japon (BoJ) : rester confiant

- La prochaine hausse des taux
- La confiance dans la poursuite de la trajectoire de l'inflation
- Un Yen plus faible

Une normalisation de la politique

La récente synthèse des opinions exprimées lors de la réunion de juin de la BoJ suggère que les décideurs politiques sont de plus en plus confiants quant à la voie de la normalisation de la politique. Le message sous-jacent indique même une possible hausse. Il semble y avoir un large consensus sur le fait que les risques de hausse de l'inflation sont devenus plus « perceptibles ». En effet, si l'on examine les données d'enquête de la BoJ, les PMI et le Tanking, on constate clairement que les attentes en matière de prix restent élevées. Il en va de même pour les attentes salariales. Nous pensons qu'en ce qui concerne l'évolution future de l'inflation, les choses se dérouleront un peu différemment.

En effet, les résultats de l'inflation réelle n'ont cessé de diminuer cette année, l'IPC de base de style américain étant désormais inférieur à 2 % et devant continuer à baisser. La trajectoire de l'inflation globale est un peu plus irrégulière en raison des effets de base, mais la désinflation devrait se poursuivre vers la fin de l'année. Nous pensons que l'économie n'est pas aussi forte qu'on l'espérait ou qu'on le prévoyait, comme le montrent des données concrètes telles que le PIB du premier trimestre, la consommation des ménages et la production industrielle. En outre, les données sur les salaires continuent d'être inférieures aux attentes fixées par le Shuntô. Nous pensons que le gouverneur Kazuo Ueda souscrit à notre évaluation de l'économie et des salaires et qu'il continue donc à se montrer conciliant.

Un yen faible

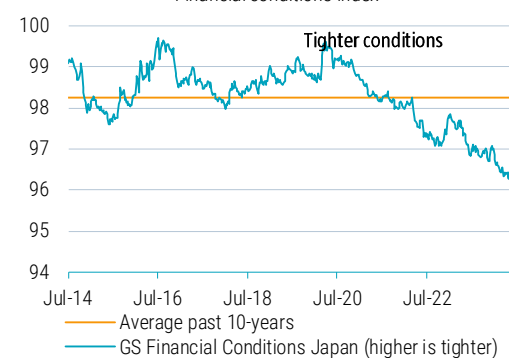
La faiblesse du yen continue de compliquer la tâche de la BoJ. Si le yen ne fait officiellement pas partie du mandat de la BoJ, il constitue néanmoins un élément à prendre en compte pour la politique d'importation. La faiblesse du yen a un impact sur l'inflation par le biais du canal des importations et peut donc faire grimper l'inflation au fil du temps. Il y a aussi un argument de crédibilité : plus le yen est faible, moins les investisseurs nationaux seront enclins à acheter leur propre devise. Le yen étant

désormais proche de 161, cela commence selon nous à avoir plus d'impact sur l'orientation de la politique qu'auparavant. Une certaine stabilité est nécessaire ou, à tout le moins, une trajectoire de dépréciation plus régulière. La BoJ pourrait être acculée par les marchés à relever ses taux, sous l'effet de la faiblesse du yen, pour les raisons mentionnées ci-dessus. Nous considérons que toutes les réunions du reste de l'année laissent présager des hausses de taux et de nouvelles modifications des orientations sur l'assouplissement quantitatif et les opérations de bilan. Toutefois, il convient de ne pas tenir compte des commentaires conciliants du gouverneur Kazuo Ueda sur l'économie et l'inflation. Des hausses de taux sont probables, mais pas certaines, comme le suggère le consensus.

Les taux des obligations d'État japonaises vont augmenter

Compte tenu de ces changements potentiels de politique, le taux des obligations d'État japonaises à 7 ans sera proche de 1 % à la fin du troisième trimestre 2024, et celui à 10 ans avoisinera 1,35 %. Dans tous les scénarios, nous prévoyons un nouvel aplatissement du segment à 10-30 ans, étant donné la forte pression à la hausse sur les obligations d'État japonaises à 10 ans. Étant donné que les taux des obligations d'État nippones se sont ajustés à la hausse au cours de l'année 2024, par rapport aux autres marchés, et compte tenu des coûts de couverture du risque de change, les obligations d'État japonaises à 30 ans constituent le meilleur investissement pour les investisseurs japonais nationaux.

Graphique 5 – Des conditions financières souples
Financial conditions index



Source : Bloomberg, Goldman Sachs, Robeco, 1^{er} juillet 2024

Tableau 4 - Ce qui est intégré pour la BoJ par rapport à nos attentes

Taux d'équilibre de la politique monétaire (%)	0,00	Juillet 24	Sep. 24	Oct. 24	Déc. 24
Variation impliquée par le swap d'indice au jour le jour (pb)		6	9	16	21
Notre attente pondérée par les probabilités (pb)		3	5	11	11
Notre scénario central (pb)		10	10	25	25
Taux d'équilibre de la politique monétaire dans le scénario central (%)		0,10	0,10	0,25	0,25

Source : Bloomberg, Robeco ; 1^{er} juillet 2024

Informations importantes

Robeco Institutional Asset Management B.V. est titulaire d'une licence de gestionnaire d'organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) et de fonds d'investissement alternatif (FIA) (« Fonds ») délivrée par l'autorité néerlandaise des marchés financiers d'Amsterdam. Ce document commercial est exclusivement destiné aux investisseurs professionnels, définis en tant qu'investisseurs considérés comme clients professionnels, qui ont demandé à être traités comme tels ou ont été autorisés à recevoir ce type d'informations conformément à toute loi applicable. Robeco Institutional Asset Management B.V. et/ou ses sociétés associées, affiliées et filiales (« Robeco »), ne pourront en aucun cas être tenu(s) pour responsable(s) des dommages résultant de l'utilisation du présent document. Il incombe aux utilisateurs des informations du présent document qui fournissent des services d'investissement au sein de l'Union européenne de vérifier s'ils sont autorisés à recevoir ces informations conformément à la réglementation MiFID II. Dans la mesure où ces informations sont considérées comme un avantage non monétaire mineur raisonnable et adéquat au sens de la réglementation MiFID II, les utilisateurs qui fournissent des services d'investissement au sein de l'Union européenne ont la responsabilité de se conformer aux exigences applicables en matière d'enregistrement et d'information. Les informations contenues dans le présent document sont basées sur des sources d'information considérées comme fiables et ne font l'objet d'aucune garantie de quelque nature que ce soit. Sans explications complémentaires, le présent document ne peut être considéré comme complet. Toutes les opinions, estimations et prévisions peuvent faire l'objet de modifications à tout moment et sans préavis. En cas de doute, veuillez demander conseil à un expert indépendant. Le présent document a pour but de fournir à l'investisseur professionnel des informations générales sur les capacités spécifiques de Robeco, mais n'a pas été préparé par Robeco comme une recherche en investissement. Il ne constitue en aucun cas une recommandation d'investissement ou un conseil d'achat ou de vente de titres ou produits d'investissement, ni un conseil d'adoption d'une stratégie d'investissement, ni un conseil juridique, comptable ou fiscal. Tous les droits relatifs aux informations contenues dans la présente publication sont et resteront la propriété de Robeco. Le présent document ne peut pas être reproduit ni communiqué au public. Aucune partie du présent document ne peut être reproduite ou publiée sous quelque forme que ce soit ou de quelque manière que ce soit sans la permission préalable et écrite de Robeco. Tout investissement comporte des risques. Avant d'investir, veuillez noter que le capital initial n'est pas garanti. Les investisseurs doivent s'assurer qu'ils comprennent parfaitement le risque associé à tout produit ou service de Robeco proposé dans leur pays de domiciliation. Les investisseurs doivent également tenir compte de leur propre objectif d'investissement et de leur niveau de tolérance au risque. Les performances historiques sont fournies à titre indicatif uniquement. Le prix des Parts peut fluctuer à la hausse comme à la baisse, et les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Si la devise dans laquelle la performance passée est indiquée n'est pas celle du pays dans lequel vous résidez, vous devez être conscient qu'en raison des fluctuations de taux de change, la performance indiquée peut être inférieure ou supérieure une fois convertie dans votre devise locale. Les données de performance ne prennent pas en compte les commissions ni les frais encourus relatifs à la négociation de valeurs mobilières au sein des portefeuilles des clients ou à l'émission ou au rachat de Parts. Sauf indication contraire, les performances sont i) nettes de frais sur la base des cours et ii) avec dividendes réinvestis. Veuillez vous reporter au prospectus des Fonds pour obtenir de plus amples informations. La performance est indiquée nette de frais de gestion d'investissement. Les frais courants mentionnés dans le présent document sont ceux indiqués dans le dernier rapport annuel du Fonds à la date de clôture du dernier exercice. Le présent document n'est pas conçu pour, ni destiné à, la distribution ou l'utilisation par aucune personne ou entité qui serait citoyenne, résidente ou installée dans une localité, un État, un pays ou une autre juridiction dans lesquels une telle distribution, disponibilité, utilisation ou un tel document seraient contraires à la loi ou à la réglementation, ou qui soumettraient le Fonds ou Robeco Institutional Asset Management B.V. à toute exigence d'enregistrement ou de licence au sein d'une telle juridiction. Toute décision de souscription dans un Fonds proposé dans une juridiction particulière doit être prise uniquement sur la base des informations contenues dans le prospectus, dont les informations peuvent être différentes de celles contenues dans le présent document. Les souscripteurs d'actions potentiels doivent s'informer eux-mêmes de toutes exigences légales et réglementations des changes applicables, ainsi que des taxes exigibles dans leurs pays de citoyenneté, résidence ou domicile respectifs. Les informations relatives au Fonds contenues, le cas échéant, dans le présent document font intégralement référence au prospectus, et le présent document doit en toutes circonstances être lu conjointement au prospectus. Des informations détaillées sur le Fonds et les risques qui lui sont associés sont fournies dans le prospectus. Le prospectus et le Document d'information clé (« PRIIP ») des Fonds Robeco sont tous disponibles gratuitement sur les sites Internet de Robeco.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs américains

Robeco est considéré comme « affilié participant » et certains de ses employés sont des « personnes associées » à Robeco Institutional Asset Management US Inc. (« RIAM US ») conformément aux lignes directrices pertinentes de la SEC en matière de non-intervention. Les employés identifiés comme personnes associées à RIAM US exercent des activités liées directement ou indirectement aux services de conseil en investissement fournis par RIAM US. Dans ces situations, ces personnes sont censées agir pour le compte de RIAM US, un conseiller en investissement enregistré auprès de la SEC américaine. Les réglementations de la SEC ne s'appliquent qu'aux clients, prospects et investisseurs de RIAM US. RIAM US est une filiale à 100 % d'ORIX Corporation Europe N.V. et offre des services de conseil en investissement aux clients institutionnels aux États-Unis.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs offshore américains – Reg S

Les fonds Robeco Capital Growth Funds n'ont pas été enregistrés sous la loi américaine de 1940 sur les sociétés d'investissement (Investment Company Act) dans sa version modifiée, ni sous la loi américaine de 1933 sur les valeurs mobilières (Securities Act), dans sa version modifiée. Aucune des actions ne peut être offerte ou vendue, directement ou indirectement aux États-Unis ni à aucun ressortissant américain. Un ressortissant américain est défini comme (a) toute personne étant citoyen(ne) des États-Unis ou résidant aux États-Unis aux fins d'impôts fédéraux sur le revenu ; (b) toute société, partenariat ou autre entité créée ou organisée sous les lois américaines ou existantes aux États-Unis ; (c) toute succession (estate) ou fiducie (trust) dont le revenu est soumis à l'impôt fédéral américain sur le revenu, que ce revenu soit effectivement ou non lié à un commerce ou à une entreprise des États-Unis. Aux États-Unis, ce matériel ne peut être distribué qu'à une personne étant un « distributeur », ou n'étant pas un « ressortissant américain », tel que défini par le Règlement S de la Loi américaine sur les valeurs mobilières (Securities Act) de 1933 (telle que modifiée).

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis en Australie et en Nouvelle-Zélande

Le présent document est distribué en Australie par Robeco Hong Kong Limited (ARBN 156 512 659) (« RIAM BV ») qui est exempté de l'obligation de détenir une licence de services financiers australienne en vertu de la loi australienne de 2001 (Corporations Act), conformément au class order n° 03/1103 de la commission australienne des valeurs mobilières et des investissements (ASIC). Robeco est réglementé par la Securities and Futures Commission en vertu des lois de Hong Kong, ces lois pouvant différer des lois australiennes. Le présent document est distribué uniquement aux clients « wholesale » tels que décrits par ce terme dans le Corporations Act de 2001. Le présent document n'est pas destiné à être distribué ou diffusé, directement ou indirectement, à toute autre catégorie de personnes. En Nouvelle-Zélande, le présent document est disponible uniquement pour les investisseurs « wholesale » au sens de la clause 3(2) de l'annexe 1 de la loi de 2013 sur les marchés financiers (Financial Markets Conduct Act, « FMCA »). Le présent document n'est pas destiné à être distribué au public en Australie et en Nouvelle-Zélande.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis en Autriche

Ces informations sont réservées aux investisseurs professionnels ou aux contreparties éligibles au sens de la loi autrichienne sur la surveillance des valeurs mobilières.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis au Brésil

Le Fonds ne peut pas être proposé ni vendu au public au Brésil. Par conséquent, le Fonds n'est et ne sera pas enregistré auprès de la commission brésilienne des valeurs mobilières (CVM) et n'a pas été soumis à l'approbation de ladite agence. Les documents relatifs au Fonds, ainsi que les informations qu'ils contiennent, ne peuvent pas être fournis au public au Brésil car la vente du Fonds n'est pas une offre au public de valeurs mobilières au Brésil. Ils ne pourront pas non plus être utilisés en rapport avec toute offre de souscription ou de vente de valeurs mobilières au public au Brésil.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis au Brunei

Le Prospectus concerne un organisme de placement collectif privé qui n'est soumis à aucune réglementation nationale par l'Autorité Monétaire Brunei Darussalam (« Autorité »). Il est destiné à être distribué uniquement à des catégories d'investisseurs spécifiques, telles que stipulées dans la section 20 de la loi de 2013 sur les valeurs mobilières (Securities Market Order). Par conséquent, il ne doit être ni distribué à, ni utilisé par, des clients particuliers. L'Autorité n'a pas la responsabilité de passer en revue ou de vérifier le prospectus ou d'autres documents relatifs à cet organisme de placement collectif. Par conséquent, l'Autorité n'a pris aucune mesure afin de vérifier les informations présentées dans le Prospectus et n'a pas approuvé le Prospectus ou tout autre document qui y est associé. Les Parts faisant l'objet du Prospectus peuvent être illiquides et leur revente peut être soumise à des restrictions. Les acquéreurs potentiels des Parts proposées doivent procéder à leurs propres vérifications préalables concernant ces Parts.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis au Canada

Aucune commission des valeurs mobilières ni autorité similaire au Canada n'a passé en revue le présent document ni ne s'est prononcée sur la qualité des titres qui y sont décrits et quiconque donne à entendre le contraire commet une infraction. Robeco Institutional Asset Management B.V. s'appuie sur la dispense à titre de courtier international et conseiller international au Québec et a désigné McCarthy Tétrault LLP en tant qu'agent pour les services au Québec.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis en République du Chili

Ni Robeco ni les Fonds n'ont été enregistrés auprès de la *Comisión para el Mercado Financiero* en vertu de la Loi n° 18.045, de la *Ley de Mercado de Valores* et de ses règlements applicables. Le présent document ne constitue pas une offre de souscription ou une invitation à souscrire ou à acheter des parts des Fonds en République du Chili, exception faite de la personne qui, de sa propre initiative, a demandé ces informations. Ceci peut donc être considéré comme une « offre privée » au sens de l'Article 4 de la *Ley de Mercado de Valores* (une offre qui n'est pas adressée au grand public ou à un certain secteur ou groupe spécifique du public).

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis en Colombie

Le présent document ne constitue pas une offre au public en République de Colombie. L'offre du fonds est destinée à moins d'une centaine d'investisseurs spécifiquement identifiés. Le Fonds ne peut pas être sujet à la promotion ou à la commercialisation en Colombie ni auprès de résidents de la Colombie, sauf si une telle promotion ou commercialisation est réalisée en conformité au Décret 2555 de 2010 et autres règles et réglementations applicables liées à la promotion de fonds étrangers en Colombie. La distribution du présent prospectus et l'offre d'actions peuvent être soumises à des restrictions dans certaines juridictions. Les informations contenues dans le présent prospectus sont fournies uniquement à titre d'informations générales et il est de la responsabilité de toute personne en possession du présent prospectus et désirant faire une demande de souscription à des actions de s'informer elle-même des lois et réglementations applicables dans toute juridiction concernée et de les respecter. Les souscripteurs potentiels de actions devraient s'informer eux-mêmes de toutes exigences légales et réglementations des changes applicables, ainsi que des taxes applicables dans leurs pays de citoyenneté, résidence ou domicile respectifs.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis au Dubai International Financial Centre (DIFC) aux Émirats arabes unis

Le présent document est distribué par Robeco Institutional Asset Management B.V. (Dubai Office), Office 209, Level 2, Gate Village Building 7, Dubai International Financial Centre, Dubai, PO Box 482060, EAU. Robeco Institutional Asset Management B.V. (Dubai Office) est réglementé par la Dubai Financial Services Authority (« DFSA »). À ce titre, ce bureau traite uniquement avec des clients professionnels ou des contreparties du marché, et non avec des clients particuliers tels que définis par la DFSA.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis en France

Robeco Institutional Asset Management BV (n° de registre 24123167) est une société de gestion de droit néerlandais agréée par l'AFM et autorisée à la libre prestation de service en France. Robeco France est une filiale de Robeco dont l'activité est basée sur la promotion et la distribution des fonds du groupe aux investisseurs professionnels en France. Tout investissement est soumis à un risque et notamment de perte en capital. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Pour plus d'information et avant toute décision d'investissement, il convient de se référer aux documents d'informations clés pour l'investisseur et prospectus des fonds, disponibles sur www.robeco.com/fr.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis en Allemagne

Ces informations sont réservées aux investisseurs professionnels ou aux contreparties éligibles au sens de la loi allemande sur la négociation de valeurs mobilières.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis à Hong Kong

Le contenu du présent document n'a pas été passé en revue par la commission des valeurs mobilières et contrats à terme (Securities and Futures Commission, « SFC ») de Hong Kong. En cas de questions sur le contenu de ce document, veuillez demander conseil auprès d'un professionnel indépendant. Le présent document est distribué par Robeco Hong Kong Limited (« Robeco »). Robeco est réglementée par la SFC à Hong Kong.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis en Indonésie

Le Prospectus ne constitue en aucun cas une offre de vente ou une invitation à acheter des titres en Indonésie.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis en Italie

Le présent document est exclusivement destiné aux investisseurs qualifiés et aux clients professionnels privés (tels que définis dans l'article 26 (1) (b) et (d) du règlement n° 16190 de la Consob daté du 29 octobre 2007). En cas de mise à la disposition de distributeurs et de personnes autorisées par les distributeurs dans le cadre d'activités de promotion et de marketing, le présent document ne peut être utilisé que dans le but pour lequel il a été conçu. Les données et informations contenues dans le présent document ne peuvent pas être utilisées à des fins de communication avec les autorités de surveillance. Le présent document n'inclut aucune information visant à déterminer en termes concrets la disposition à l'investissement et ne peut de ce fait en aucun cas servir de base à la prise de décisions d'investissement.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis au Japon

Le présent document est exclusivement destiné aux investisseurs qualifiés. Il est distribué par Robeco Japan Company Limited, enregistré au Japon en tant que Financial Instruments Business Operator, [numéro de registre le Directeur de Kanto Local Financial Bureau, n° 2780, membre de Japan Investment Advisors Association].

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis en Corée du Sud

La Société de gestion ne fait aucune déclaration concernant l'éligibilité des destinataires du Prospectus à l'acquisition des Actions concernées en vertu des lois de la Corée du Sud, y compris, mais sans s'y limiter, la loi sur les opérations de change (Foreign Exchange Transaction Act) et ses règlements applicables. Les Actions n'ont pas été enregistrées en vertu de la loi coréenne sur les services d'investissement et les marchés des capitaux (Financial Investment Services and Capital Markets Act). Aucune Action ne peut être offerte, vendue ou livrée, ni être offerte ou vendue à toute personne ayant l'intention de l'offrir ou de la revendre, directement ou indirectement, en Corée du Sud ou à tout résident de la Corée du Sud, sauf dans les cas prévus par les lois et réglementations applicables de la Corée du Sud.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis au Liechtenstein

Le présent document est exclusivement distribué aux intermédiaires financiers dûment autorisés basés au Liechtenstein (tels que les banques, les gérants de portefeuilles discrétionnaires, les compagnies d'assurance ou les fonds de fonds) qui n'ont pas l'intention d'investir pour leur propre compte dans le(s) Fonds figurant dans le document. Le présent document est distribué par Robeco Switzerland Ltd, adresse postale : Josefstrasse 218, 8005 Zurich, Suisse. LGT Bank Ltd., Herrengasse 12, FL-9490 Vaduz, Liechtenstein, agit en tant que représentant et agent payeur au Liechtenstein. Les prospectus, documents d'information clé (« PRIIP »), statuts et rapports annuels et semestriels du (des) Fonds sont disponibles auprès du représentant ou sur le site Internet.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis en Malaisie

De manière générale, l'offre ou la vente des Actions n'est pas autorisée en Malaisie, sauf en cas d'exemption d'agrément ou si l'exemption prévue par la réglementation sur les prospectus s'applique : AUCUNE MESURE N'EST ET NE SERA PRISE AFIN DE SE CONFORMER AUX LOIS DE MALAISIE CONCERNANT LA MISE À DISPOSITION, L'OFFRE DE SOUSCRIPTION OU D'ACHAT, OU L'ÉMISSION D'UNE INVITATION À SOUSCRIRE, ACHETER OU VENDRE LES ACTIONS EN MALAISIE OU À DES PERSONNES EN MALAISIE, PUISQUE L'ÉMETTEUR NE PRÉVOIT PAS DE PROPOSER LES ACTIONS OU DE LES SOUMETTRE À UNE OFFRE DE SOUSCRIPTION OU À INVITATION À SOUSCRIRE OU À ACHETER EN MALAISIE. NI LE PRÉSENT DOCUMENT NI AUCUN AUTRE DOCUMENT RELATIF AUX ACTIONS NE DOIVENT ÊTRE DISTRIBUÉS, AUTORISÉS À LA DISTRIBUTION OU DIFFUSÉS EN MALAISIE. AUCUNE PERSONNE NE DOIT PROPOSER LES ACTIONS OU ÉMETTRE UNE OFFRE DE SOUSCRIPTION OU UNE INVITATION À VENDRE OU À ACHETER LES ACTIONS EN MALAISIE, SAUF SI LA PERSONNE PREND LES MESURES NÉCESSAIRES POUR SE CONFORMER AUX LOIS DE MALAISIE.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis au Mexique

Les fonds n'ont pas été et ne seront pas inscrits au registre national des valeurs mobilières, ni tenus par la Commission nationale des banques et des valeurs mobilières du Mexique et, par conséquent, ne peuvent être proposés ni vendus au public au Mexique. Robeco et tout souscripteur ou acheteur peuvent offrir et vendre les fonds au Mexique sur la base d'un placement privé à des investisseurs institutionnels et accrédités, conformément à l'article 8 de la loi mexicaine sur le marché des valeurs mobilières.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis au Pérou

La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) n'exerce aucun contrôle sur ce Fonds et donc sur sa gestion. Les informations que le Fonds fournit à ses investisseurs et les autres services qu'il leur fournit relèvent de la seule responsabilité de l'Administrateur. Ce prospectus n'est pas destiné à être distribué au public.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis à Singapour

Le présent document n'a pas été enregistré auprès de l'autorité monétaire de Singapour (Monetary Authority of Singapore, « MAS »). En conséquence, il ne peut être diffusé ou distribué directement ou indirectement aux personnes basées à Singapour, à l'exception (i) des investisseurs institutionnels au sens de la section 304 de la SFA, (ii) des personnes concernées au sens de la section 305(1), ou aux personnes désignées au titre de la section 305(2), et conformément aux conditions énoncées à la section 305 de la SFA, ou (iii) des autres personnes concernées en vertu des conditions de la SFA ou de toute autre disposition applicable correspondante. Le contenu du présent document n'a pas été passé en revue par la MAS. Toute décision de participation dans le Fonds doit être prise uniquement après avoir examiné les sections concernant les considérations d'investissement, les conflits d'intérêts, les facteurs de risque et les restrictions de ventes s'appliquant à Singapour (telles que décrites dans la section intitulée « Informations importantes à l'attention des investisseurs de Singapour ») contenues dans le prospectus. Les investisseurs doivent consulter leur conseiller professionnel en cas de doute quant aux strictes restrictions applicables à l'utilisation du présent document, au statut réglementaire du Fonds, à la protection réglementaire applicable, aux risques

associés et à l'adéquation du Fonds avec leurs objectifs. Nous attirons l'attention des investisseurs sur le fait que seuls les Sous-fonds figurant dans l'annexe de la section intitulée « Informations importantes à l'attention des investisseurs de Singapour » du prospectus (les « Sous-fonds ») sont disponibles pour les investisseurs de Singapour. Les Sous-fonds sont déclarés comme programmes étrangers limités sous la loi Securities and Futures Act (chapitre 289) de Singapour (« SFA ») et font valoir les exemptions de conformité aux exigences d'enregistrement de prospectus conformément aux exemptions indiquées dans les sections 304 et 305 de la SFA. Les Sous-fonds ne sont pas autorisés ni reconnus par l'autorité monétaire de Singapour et les actions des Sous-fonds sont interdites à une offre à la clientèle de détail à Singapour. Le prospectus du Fonds n'est pas un prospectus tel que défini par la SFA. Par conséquent, la responsabilité statutaire fixée par la SFA relative au contenu des prospectus ne s'applique pas. La promotion des Sous-fonds est réservée exclusivement aux personnes suffisamment expérimentées et averties pour comprendre les risques impliqués par un investissement dans de tels programmes, et qui répondent à certains autres critères indiqués dans les sections 304 et 305 ou à toute autre disposition applicable de la SFA et de la législation subsidiaire rattachée à cette loi. Il convient d'examiner attentivement si cet investissement vous convient. Robeco Singapore Private Limited détient une licence de services de marchés de capitaux pour la gestion de fonds émise par la MAS et est soumis à certaines restrictions de clientèle au titre de cette licence.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis en Espagne

Robeco Institutional Asset Management B.V., Sucursal en España, dont le numéro d'identification est W0032687F et dont le siège social se situe à Madrid, Calle Serrano 47-14^o, est immatriculée en Espagne au registre du commerce de Madrid, volume 19.957, page 190, section 8, feuille M-351927 et au registre officiel de la commission nationale du marché des valeurs mobilières (CNMV) pour les succursales de sociétés de services d'investissement de l'Espace économique européen sous le numéro 24. Les fonds d'investissement ou SICAV mentionnés dans le présent document sont réglementés par les autorités correspondantes de leur pays d'origine et sont enregistrés au registre spécial des institutions étrangères de placement collectif commercialisées en Espagne de la CNMV.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis en Afrique du Sud

Robeco Institutional Asset Management B.V. est enregistré et réglementé par la Financial Sector Conduct Authority en Afrique du Sud.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis en Suisse

Le(s) Fonds est/sont domicilié(s) au Luxembourg. Le présent document est distribué en Suisse exclusivement à des investisseurs qualifiés conformément aux termes définis dans la Loi suisse sur les placements collectifs de capitaux (LPCC). Le présent document est distribué par Robeco Switzerland Ltd, adresse postale : Josefstrasse 218, 8005 Zurich. ACOLIN Fund Services AG, adresse postale : Leutschenbachstrasse 50, 8050 Zurich, agit en tant que représentant suisse du ou des Fonds. UBS Switzerland AG, Bahnhofstrasse 45, 8001 Zurich, adresse postale : Europastrasse 2, P.O. Box, CH-8152 Opfikon, agit en tant qu'agent payeur suisse. Les prospectus, les Documents d'information clé (« PRIIP »), les statuts, les rapports annuels et semestriels du (des) Fonds, ainsi que la liste des achats et ventes réalisées par le(s) Fonds au cours de l'exercice sont disponibles gratuitement sur simple demande auprès du siège du représentant suisse ACOLIN Fund Services AG. Les prospectus sont également disponibles sur le site web.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis à Taïwan

Le contenu du présent document n'a pas été passé en revue par une autorité de tutelle à Hong Kong. Si vous avez des questions sur le contenu de ce document, veuillez demander conseil auprès d'un professionnel indépendant. Le présent document est distribué par Robeco Hong Kong Limited (« Robeco »). Robeco est réglementé par la Securities and Futures Commission à Hong Kong.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis en Thaïlande

Le Prospectus n'a pas été approuvé par l'Autorité thaïlandaise de régulation des marchés (Securities and Exchange Commission) qui décline toute responsabilité quant à son contenu. Aucune offre de souscription des Actions ne sera adressée au public en Thaïlande. Le Prospectus est destiné à être lu uniquement par le destinataire et ne doit être ni transmis, ni distribué, ni divulgué au grand public.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis aux Émirats arabes unis

Certains Fonds mentionnés dans le présent document ont été enregistrés auprès de l'autorité fédérale de supervision des marchés financiers des Émirats arabes unis (l'Autorité). Pour plus d'informations sur l'ensemble des Fonds enregistrés, consultez le site web de l'Autorité. L'Autorité décline toute responsabilité quant à l'exactitude des informations contenues dans le présent document, ainsi que pour tout manquement éventuel à exercer ses devoirs et assumer ses responsabilités par toute personne impliquée dans le Fonds d'investissement.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis au Royaume-Uni

Robeco Institutional Asset Management B.V. (FRN: 977582) est enregistré et réglementé par la Financial Conduct Authority.

Informations supplémentaires à l'attention des investisseurs résidents ou établis en Uruguay

La vente du Fonds remplit les conditions relatives à un placement privé conformément à la section 2 de la loi uruguayenne n° 18.627. Le Fonds ne doit pas être proposé ni vendu au public en Uruguay, sauf dans les circonstances qui ne constituent pas une offre ni une distribution au public en vertu des lois et réglementations uruguayennes. Le Fonds n'est et ne sera pas enregistré auprès de la Financial Services Superintendency de la Banque centrale d'Uruguay. Le Fonds correspond aux fonds d'investissement qui ne sont pas des fonds d'investissement réglementés par la loi uruguayenne n° 16.774 datée du 27 septembre 1996, dans sa version modifiée.