



Ne revoyez pas vos objectifs à la baisse

Comment gérer la hausse des prévisions d'inflation grâce aux marchés privés

fr.allianzgi.com

Août 2021



Emmanuel Deblanc
Responsable
des marchés privés

De nombreux observateurs estiment que la récente hausse de l'inflation n'est que transitoire, mais qu'une tendance reflationniste sur le long terme, ou une hausse des prévisions d'inflation, n'est pas à exclure. Dans ce contexte, les actifs des marchés privés présentent plusieurs caractéristiques qui peuvent aider les investisseurs à se prémunir contre tout retour durable de l'inflation, et même à en profiter.

Le retour de l'inflation pose problème aux investisseurs. La quête de rendement s'accompagne désormais du besoin de se protéger contre les tendances inflationnistes. Plusieurs stratégies misant sur les marchés privés semblent bien positionnées pour fournir cette protection et pourraient même prospérer si la hausse de l'inflation persiste. Par ailleurs, la répartition géographique des stratégies de marchés privés peut aider les investisseurs à se diversifier sur plusieurs économies se situant à différents stades du cycle inflationniste et affichant différentes politiques monétaires. Si certaines stratégies de marchés privés sont caractérisées par des taux fixes et des durations longues, elles ne sous-performent pas nécessairement dans des contextes inflationnistes si le taux d'inflation effectif ne dépasse pas les prévisions du marché.

Les marchés privés sont bien positionnés pour faire face à différents environnements inflationnistes

Après la crise financière de 2007-2008, l'économie a été caractérisée par une longue période de faible inflation et de faible croissance.

Points à retenir

- Les actifs relevant de la catégorie des marchés privés intègrent plusieurs éléments de couverture au cas où la récente hausse de l'inflation devait se prolonger sur le long terme.
- Une inflation comprise entre 2 % et 3 %, selon la fourchette des prévisions, devrait être facilement absorbée par un grand nombre de stratégies de marchés privés car ces niveaux sont déjà intégrés aux hypothèses de prix, et elle pourrait même présenter des opportunités.
- Les structures au sein desquelles les stratégies de marchés privés investissent sont souvent moins affectées par l'inflation et peuvent même prospérer dans un environnement inflationniste.
- Une approche sectorielle axée sur les émetteurs et les organisations qui ont prouvé par le passé leur capacité à faire face à des périodes d'inflation devrait profiter aux investisseurs.

Mais récemment, les mesures de relance monétaires et budgétaires prises par les gouvernements en réponse à la pandémie de Covid-19 ont redynamisé l'économie. Le déblocage de l'épargne accumulée a coïncidé avec des problèmes d'offre et une pénurie de main-d'œuvre, ce qui a remis l'inflation à l'ordre du jour. Mais cet environnement va-t-il durer ? Il existe deux points de vue :

- Selon le consensus du marché, cette flambée de l'inflation n'est que temporaire et le risque qu'elle s'inscrive dans la durée est faible. Les causes sous-jacentes du dernier rebond de l'inflation devraient s'atténuer à mesure que les économies mondiales redémarrent, que les gens retournent au travail et que les problèmes de la chaîne d'approvisionnement sont résolus.
- L'opinion à contre-courant est que le risque d'inflation à moyen terme est sous-estimé par les marchés. L'inflation pourrait être supérieure aux attentes pendant longtemps, même si le taux d'inflation en glissement annuel atteint un pic cette année. Certains facteurs structurels pourraient maintenir l'inflation à un niveau élevé, notamment un changement radical de politique monétaire par les banques centrales, l'évolution de la main-d'œuvre et la poursuite du processus de démondialisation.

Quel que soit le point de vue qui prévaut, les stratégies de l'univers des marchés privés sont bien positionnées pour faire face aux fluctuations, et une tendance reflationniste pourrait offrir des opportunités à ces classes d'actifs. Le présent document examine de plus près la manière dont divers marchés privés pourraient tirer parti de différents environnements inflationnistes.

Les environnements inflationnistes sont généralement favorables au crédit et aux actions dans un premier temps, mais si les hausses de taux persistent, les taux de défaut peuvent eux aussi augmenter. Les secteurs assimilables aux infrastructures, qui sont souvent accessibles sur les marchés privés, présentent souvent un risque de défaut plus faible. En outre, l'un des principaux atouts de la dette privée est qu'elle bénéficie généralement d'un traitement préférentiel en cas de défaut et de taux de recouvrement supérieurs à ceux de la dette publique. Il convient toutefois de noter que nous ne tablons pas sur une forte hausse des défauts dès lors que de nombreuses entreprises à risque ont profité des taux d'intérêt historiquement bas pour allonger le profil de remboursement de leur dette.

Analyse approfondie de la façon dont les stratégies de marchés privés peuvent transformer l'inflation en opportunité

L'univers des marchés privés est vaste et chaque composante possède ses qualités propres qui réagissent différemment à l'inflation. Voici une analyse approfondie de quelques domaines clés :

- Private equity,
- dette privée européenne,
- dette privée américaine,
- dette privée asiatique,
- financement du commerce international (Trade Finance),
- dette du secteur des infrastructures,
- capital d'infrastructures.

Private equity : le choix des entreprises sous-jacentes est essentiel

Une inflation comprise dans la fourchette de prévisions de 2 % à 3 % (un niveau qui reste faible d'un point de vue historique) ne devrait pas avoir beaucoup d'impact sur les stratégies de private equity (PE). Toute hausse de l'inflation devrait faire progressivement augmenter les coûts de financement et entraîner une baisse des multiples de transaction. Tant que l'inflation reste dans la fourchette de prévisions, cependant, l'impact sur les prix devrait rester négligeable.

La menace d'un retour de l'inflation a déjà entraîné une hausse de la volatilité des valorisations boursières. Si la réduction du coût des transactions mentionnée ci-dessus se concrétise, les investissements en private equity effectués lorsque les multiples étaient plus élevés seraient affectés par une contraction au moment de céder la position. Dans la mesure où les gérants de fonds PE peuvent gérer activement les investissements de leurs portefeuilles afin de créer de la valeur grâce à une meilleure gestion, des fusions-acquisitions et des expansions géographiques ou autres, ainsi qu'au timing des cessions, ils disposent d'outils pour atténuer tout éventuel impact négatif.

La question clé est de savoir si la hausse de l'inflation entraînerait une récession plus généralisée. Ceci pourrait avoir un impact sur le prix des transactions car la souscription deviendrait plus difficile face au risque de financement limité des opérations. Par ailleurs, si les entreprises restent en portefeuille plus longtemps que prévu parce que les gérants repoussent la cession, cela pourrait limiter la capacité de ces derniers à lever de nouveaux capitaux. Ces deux scénarios pourraient se traduire par un ralentissement du déploiement pour le private equity. L'impact devrait toutefois être limité si l'inflation reste dans la fourchette de prévisions.

- L'industrie et le secteur manufacturier figurent parmi les secteurs qui pourraient être pénalisés par une hausse de l'inflation, sous l'effet de la hausse du prix des intrants. Toutefois, privilégier les leaders dans chaque secteur peut contribuer à réduire l'impact de l'inflation sur la performance opérationnelle.
- Parmi les secteurs qui pourraient bénéficier d'une hausse de l'inflation, citons la technologie et les soins de santé. Par exemple, les éditeurs de logiciels seraient en mesure de relever leurs prix plus facilement. De même, des secteurs comme l'éducation et les soins de santé sur les marchés émergents devraient bénéficier de solides avantages à long terme.

Quel que soit le secteur, le modèle économique de l'entreprise sous-jacente est essentiel et la meilleure approche consiste à privilégier les organisations bien gérées dont les dirigeants ont prouvé par le passé leur capacité à faire face à des périodes d'inflation et de récession.

Dette privée européenne : la structure à taux variable offre un élément de couverture

Dans le segment de la dette privée, qui comprend les prêts aux entreprises non bancaires et qui n'est pas accessible par le biais des marchés cotés, toute évolution vers un environnement plus inflationniste pourrait représenter une opportunité pour les gérants qui ont misé sur des entreprises solides dont les structures de capital ne sont pas sous pression.

Les investissements en dette d'entreprise privée offrent également plusieurs éléments de couverture par rapport aux instruments de dette d'entreprises cotées. Ils sont généralement structurés autour d'obligations à taux d'intérêt variable. Ils offrent donc une protection en cas de hausse des taux d'intérêt et de l'inflation. Par ailleurs, la durée de chaque investissement est généralement plus courte que celle des instruments équivalents sur les marchés cotés, et les gérants peuvent par conséquent réagir à l'inflation de manière plus proactive. Enfin, les rendements absolus sont généralement supérieurs, offrant une protection supplémentaire.

Au niveau micro-économique, les charges d'intérêts sont généralement couvertes par l'entreprise/l'emprunteur dès le début de l'opération, de sorte que les éventuels frais d'intérêts restent raisonnables. Une flambée des salaires et du prix des matières premières pourrait exercer une pression sur les bénéfices à court terme, en particulier pour les entreprises qui éprouvent déjà des difficultés financières. Si l'inflation persiste, les entreprises bénéficiant d'une solide position sur le marché devraient être en mesure de répercuter la hausse des coûts sur leurs clients. De ce

point de vue, l'inflation pourrait entraîner une plus grande différenciation entre les entreprises bien positionnées et celles qui le sont moins.

Enfin, le fait que les actifs de la dette privée soient généralement conservés sur le long terme rend leurs valorisations moins volatiles. En cas, par exemple, de hausse des taux d'intérêt, il y aurait probablement moins de ventes forcées sur le marché de la dette privée que sur les marchés cotés.

Dette privée américaine : privilégier le segment des obligations d'entreprises high yield à durée plus courte

Selon nous, les prêts aux entreprises high yield octroyés à des emprunteurs américains devraient évoluer globalement de la même manière que leurs équivalents cotés en réaction à l'inflation.

La hausse actuelle de l'inflation est largement attribuable aux pénuries de main-d'œuvre et à des goulets d'étranglement au niveau de l'offre. Ces problèmes devraient s'atténuer au cours des 12 prochains mois, mais nous pensons que l'inflation devrait persister au-delà de la phase de reprise actuelle car la disponibilité de capitaux privés devrait faire augmenter les prix de la plupart des intrants et des actifs. Ces pressions inflationnistes devraient être plus prononcées aux États-Unis qu'en Europe, où elles ont été compensées par des mesures de relance budgétaires plus importantes.

En ce qui concerne le crédit investment grade, la hausse de l'inflation et des taux d'intérêt entraînera, à terme, une baisse du prix des obligations à durée longue. Les prêts high yield bénéficieront entre-temps de leur durée plus courte, mais il existe un risque que les entreprises très endettées soient confrontées à une hausse des coûts des intrants qu'elles auront du mal à répercuter assez rapidement sur leurs clients. Les investissements à durée plus courte semblent donc globalement plus intéressants tant que l'inflation reste élevée. Lorsque des flux de trésorerie à plus long terme sont nécessaires, les secteurs les mieux placés sont ceux qui peuvent le mieux contrôler le coût des intrants, ou les entreprises à marges élevées plus à même d'absorber les pressions inflationnistes.

Dette privée asiatique : les économies hors Chine pourraient se renforcer

La Chine a été le premier pays à rouvrir après la pandémie de Covid-19 et la hausse du coût des matières premières importées a fait grimper les prix départ-usine à leur plus haut niveau depuis 2008. La Chine a eu une influence déflationniste sur les prix à la consommation mondiaux depuis les années 1990. Mais les faibles marges, associées à la hausse des coûts et à une demande croissante pour les exportations, pourraient pousser les prix à la hausse

alors que l'inflation commence à remonter aux États-Unis et dans d'autres économies en cours de réouverture grâce à la progression de leurs programmes de vaccination. Cette tendance est exacerbée par les goulets d'étranglement au niveau de l'offre dans d'autres marchés émergents, ce qui devrait alimenter l'inflation à court terme.

Si les tendances au niveau de l'offre et des échanges pourraient entraîner une hausse des pressions inflationnistes dans certains secteurs, les économies asiatiques hors Chine comme l'Inde, le Vietnam, le Bangladesh et les Philippines devraient profiter du transfert des chaînes d'approvisionnement par les entreprises. Cela devrait alimenter la croissance économique dans ces pays à mesure qu'ils développent l'écosystème nécessaire à ces chaînes d'approvisionnement. Par conséquent, en Asie, les secteurs qui sont au cœur de cette évolution devraient être bien positionnés. Il s'agit notamment des télécommunications, de l'énergie propre, de la logistique et des emballages.

Les entreprises dont les activités reposent sur les tendances qui devraient accompagner la croissance économique de ces pays, comme l'urbanisation et l'adoption de nouvelles technologies, devraient elles aussi présenter des opportunités en Asie, notamment dans les secteurs des biens de consommation, de la santé et des produits pharmaceutiques.

Financement du commerce international (Trade Finance) : les instruments à durée courte seront favorisés

Un accès facile aux fonds de roulement est essentiel au libre-échange. Le domaine du financement du commerce international repose sur des instruments financiers structurés autour de prêts qui apportent les fonds de roulement pour faciliter ces échanges. Il y a déjà un manque structurel de financements du commerce international à l'échelle mondiale et la situation est encore plus difficile pour les économies à forte croissance, où les rendements potentiels pour les investisseurs sont plus élevés. Dans la mesure où les instruments de financement du commerce international affichent généralement des durées très courtes (environ 90 à 180 jours), l'impact d'une hausse des taux devrait être limité. Par ailleurs, au fur et à mesure de la liquidation des passifs, de nouvelles transactions peuvent être financées à des taux plus élevés. Ainsi, il ne devrait y avoir qu'un court délai entre la hausse des taux et le moment où les investisseurs peuvent obtenir des rendements supérieurs.

Si l'inflation découle d'une tendance reflationniste mondiale plus généralisée, elle aura un effet favorable sur les fondamentaux du risque de crédit sous-jacent, ce qui devrait par ailleurs augmenter l'offre d'opérations

de financement du commerce international disponibles. La durée courte permet également de réduire la volatilité par rapport aux actifs à plus long terme.

Dettes d'infrastructure : la réglementation stricte ajoute un élément de couverture

La dette d'infrastructure se compose d'instruments de dette qui fournissent l'essentiel du financement pour la plupart des projets d'infrastructure.

Ils s'accompagnent généralement de plusieurs garanties qui contribuent à rassurer davantage pendant les périodes d'inflation. Comparée aux autres types d'obligations d'entreprises, la dette d'infrastructure est un actif investment grade qui comporte un niveau de risque relativement faible avec une durée longue qui donne aux investisseurs un certain degré de certitude quant au respect des engagements à long terme. Par ailleurs, la dette d'infrastructure n'est pas exposée aux mêmes risques de marché que les autres secteurs de titres d'entreprises cotés et elle est donc moins volatile.

En raison de la nature des projets à financer, les organisations chargées des transactions dans les infrastructures sont généralement soumises à une réglementation stricte, ce qui ajoute un élément de protection. Les projets d'infrastructure s'inscrivent souvent dans le cadre d'un dispositif de monopole ou de semi-monopole, et la réglementation impose des barrières à l'entrée élevées.

Les prévisions d'inflation sont l'un des principaux moteurs de valorisation pour les actifs dont l'EBITDA (résultat avant intérêts, impôts et amortissements) est fortement corrélé à l'inflation. Cette tendance concerne une grande partie de l'univers de la dette d'infrastructure mais l'impact de l'inflation varie en fonction des projets d'infrastructure :

- Par exemple, certains projets sont indexés afin de conserver des structures prudentes. L'impact de l'inflation sur ces projets est généralement limité.
- Certains projets sont à taux fixe, ce qui peut donner lieu à des tensions lorsque les opérations doivent être refinancées à des niveaux plus élevés. Ces tensions peuvent toutefois être atténuées en amortissant des structures qui permettent à la fois de réduire la durée et le montant du refinancement.
- Certaines opérations à taux fixe financent des actifs qui sont favorisés par l'inflation, ce qui leur permet de réduire leur endettement plus rapidement que prévu.

Dans un contexte de forte inflation prolongée, l'écart entre les titres les plus performants et les moins performants se creuse. En général, les plus performants sont les actifs qui affichent des marges élevées, une base

de coûts relativement fixe avec une croissance inférieure à l'inflation ainsi que la capacité d'augmenter leurs tarifs. Les infrastructures numériques sont un bon exemple de ce type d'actifs. À l'inverse, certains actifs d'infrastructure, comme les ports, sont fortement exposés à la tendance à la démondialisation.

Capital d'infrastructures : une corrélation étroite fait de la hausse de l'inflation une opportunité

Investir dans le capital d'entreprises participant à des projets d'infrastructure comporte généralement une forte corrélation avec l'inflation, à différents degrés. Les portefeuilles peuvent généralement être répartis entre les catégories suivantes selon la façon dont l'inflation les influence :

- **Réglementation des rendements réels.** Elle détermine le rendement réel sur les dépenses d'investissement avant d'intégrer la rémunération supplémentaire liée à l'évolution de l'inflation.
- **Réglementation des rendements nominaux.** Elle détermine un taux de rendement nominal sur les dépenses d'investissement. Elle n'est pas directement liée à l'inflation mais offre en général un certain degré

de protection contre l'inflation, par exemple en répercutant les charges opérationnelles sur les clients.

- **Fonction du volume.** Il s'agit d'actifs qui sont généralement capables de répercuter l'inflation sur les tarifs appliqués à la clientèle à court et moyen terme.
- **Réglementation des tarifs et contrats à long terme.** Les revenus à long terme sont déterminés dès le début. Ils ne sont pas toujours corrigés de l'inflation jusqu'à ce que la réglementation soit modifiée ou que le contrat expire.

Parmi ces catégories, les actifs dont les rendements réels sont réglementés offrent généralement la meilleure couverture contre une hausse de l'inflation. En fait, grâce à la corrélation positive entre les deux, toute hausse de l'inflation représente une opportunité d'augmenter les rendements sur investissement. En ce qui concerne les actifs assortis de tarifs réglementés et de contrats à long terme, la corrélation est nettement moindre, mais reste positive.

Pour les obligations en général, les actifs sous-jacents sont à échéance fixe et souvent à long terme, de sorte que les flux de trésorerie peuvent générer un effet de levier sur l'inflation.

Au-delà de l'inflation : profiter du potentiel des marchés privés en termes de taux et de rendement

Dès lors que de nombreux investissements sur les marchés privés sont conservés sur le long terme et qu'ils permettent d'absorber ou de répercuter les hausses de coûts, ces stratégies peuvent, dans une certaine mesure, offrir aux investisseurs une protection contre l'inflation, à la fois au niveau de la valeur mark-to-market et des fondamentaux.

Mais les stratégies misant sur les marchés privés peuvent offrir encore plus. Elles peuvent aider les investisseurs à trouver des taux intéressants et à générer des rendements, que ce soit en identifiant les secteurs et les entreprises positionnés pour profiter d'un environnement inflationniste, ou grâce à une structure qui offre une corrélation étroite avec l'inflation. Pour de nombreux investisseurs, le retour de l'inflation n'est pas une source d'inquiétude. Dans le contexte de ces stratégies, il pourrait même être bien accueilli.

Investir comporte des risques. La valeur d'un investissement et les revenus qu'il génère fluctuent et les investisseurs peuvent ne pas récupérer le capital investi. En outre, ces informations ne sont pas destinées à fournir des conseils comptables, juridiques, fiscaux ou autres, et ne doivent pas être invoquées à cet effet. Vous devez consulter vos conseillers à ce sujet. Les marchés privés impliquent un degré élevé de risque et les investisseurs potentiels sont informés que ces investissements ne conviennent qu'aux personnes disposant de moyens financiers adéquats, n'ayant aucun besoin de liquidité concernant leur investissement et pouvant supporter le risque économique, y compris la perte totale possible, de leur investissement. Les marchés privés ne seront pas soumis aux mêmes exigences réglementaires que les véhicules d'investissement enregistrés. Les investissements peuvent avoir un effet de levier et peuvent s'engager dans des pratiques d'investissement spéculatives qui peuvent augmenter le risque de perte de l'investissement. Ces investissements ne sont pas censés suivre un indice de référence particulier. Les frais et les dépenses peuvent annuler les bénéfices de négociation. Les gestionnaires de portefeuille sont censés avoir un large pouvoir de négociation. Les investissements impliquent généralement des structures fiscales complexes et il peut y avoir des retards dans la distribution d'informations fiscales importantes. Certains investissements peuvent porter sur des titres non négociés publiquement, qui peuvent être soumis à un risque d'illiquidité. Les performances peuvent être volatiles ; un investisseur peut perdre la totalité ou une partie importante de son investissement. Les performances passées ne sont pas indicatives des performances futures. Ce document est une communication marketing. Il est uniquement destiné à des fins d'information. Ce document ne constitue pas un conseil en investissement ni une recommandation d'achat, de vente ou de détention d'un quelconque titre et ne doit pas être considéré comme une offre de vente ou une sollicitation d'une offre d'achat d'un quelconque titre.

Les points de vue et opinions exprimés dans ce document, qui peuvent être modifiés sans préavis, sont ceux de l'émetteur ou de ses sociétés affiliées au moment de la publication. Certaines données utilisées proviennent de diverses sources jugées fiables, mais l'exactitude ou l'exhaustivité des données n'est pas garantie et aucune responsabilité n'est assumée pour toute perte directe ou indirecte résultant de leur utilisation. La duplication, la publication, l'extraction ou la transmission du contenu, quelle qu'en soit la forme, ne sont pas autorisées.

Ce matériel n'a pas été examiné par les autorités réglementaires. En Chine continentale, il est utilisé uniquement comme support aux produits d'investissement offshore proposés par les banques commerciales dans le cadre du programme "Qualified Domestic Institutional Investors", conformément aux règles et réglementations applicables. Ce document ne constitue pas une offre publique en vertu de la loi n° 26.831 de la République argentine et de la résolution générale n° 622/2013 de la NSC. Le seul objectif de cette communication est d'informer et ne constitue en aucun cas une promotion ou une publicité des produits et/ou services d'Allianz Global Investors en Colombie ou auprès des résidents colombiens, conformément à la partie 4 du décret 2555 de 2010. Cette communication ne vise en aucun cas à inciter directement ou indirectement à l'achat d'un produit ou à la fourniture d'un service proposé par Allianz Global Investors. Par la réception de son document, chaque résident colombien reconnaît et accepte avoir contacté Allianz Global Investors de sa propre initiative et que la communication ne découle en aucun cas d'une quelconque activité promotionnelle ou marketing menée par Allianz Global Investors. Les résidents colombiens acceptent que l'accès à tout type de page de réseau social d'Allianz Global Investors se fasse sous leur propre responsabilité et initiative et sont conscients qu'ils peuvent accéder à des informations spécifiques sur les produits et services d'Allianz Global Investors. Cette communication est strictement privée et confidentielle et ne peut être reproduite. Cette communication ne constitue pas une offre publique de titres en Colombie conformément à la réglementation sur les offres publiques énoncée dans le décret 2555 de 2010. Cette communication et les informations qu'elle contient ne doivent pas être considérées comme une sollicitation ou une offre de la part d'Allianz Global Investors ou de ses affiliés pour fournir des produits financiers au Brésil, au Panama, au Pérou et en Uruguay. En Australie, ces informations sont présentées par Allianz Global Investors Asia Pacific Limited ("AllianzGI AP") et sont destinées aux conseillers en investissement et autres investisseurs institutionnels/professionnels uniquement, et ne sont pas destinées au public ou aux investisseurs particuliers. AllianzGI AP n'est pas autorisée à fournir des services financiers aux clients particuliers en Australie. AllianzGI AP (numéro d'immatriculation australien 160 464 200) est exemptée de l'obligation de détenir une licence australienne de services financiers étrangers en vertu de la loi sur les sociétés de 2001 (Cth) conformément à l'ordonnance de classe ASIC (CO 03/1103) en ce qui concerne la fourniture de services financiers aux clients de gros uniquement. AllianzGI AP est autorisé et réglementé par la Hong Kong Securities and Futures Commission en vertu des lois de Hong Kong, qui diffèrent des lois australiennes.

Ce document est distribué par les sociétés Allianz Global Investors suivantes : Allianz Global Investors U.S. LLC, un conseiller en investissement enregistré auprès de la U.S. Securities and Exchange Commission ; Allianz Global Investors Distributors LLC, distributeur enregistré auprès de la FINRA, est affilié à Allianz Global Investors U.S. LLC ; Allianz Global Investors GmbH, une société d'investissement en Allemagne, autorisée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ; Allianz Global Investors (Schweiz) AG ; Allianz Global Investors Asia Pacific Ltd, autorisée par la Hong Kong Securities and Futures Commission ; Allianz Global Investors Singapore Ltd, réglementée par la Monetary Authority of Singapore [Company Registration No. 199907169Z] ; Allianz Global Investors Japan Co., Ltd. enregistrée au Japon en tant que Financial Instruments Business Operator [Registered No. Le directeur du Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Business Operator), No. 424, membre de la Japan Investment Advisers Association and Investment Trust Association, Japon] ; et Allianz Global Investors Taiwan Ltd. autorisée par la Financial Supervisory Commission à Taiwan.