

# Et le rythme continue...

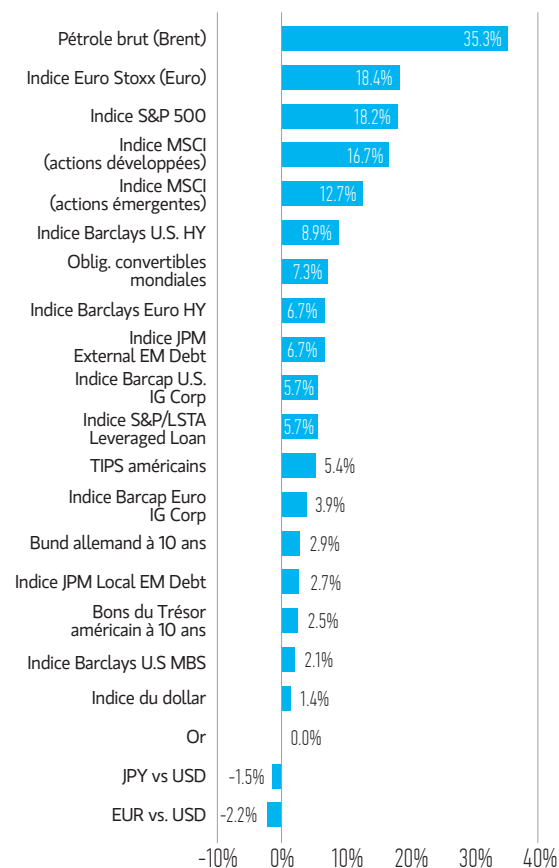
**FIXED INCOME** | GLOBAL FIXED INCOME TEAM | MACRO INSIGHT | MAY 2019

Les obligations ont connu un mois contrasté. Les emprunts d'État, tant sur les marchés développés que sur les marchés émergents en devise locale, ont vu leurs rendements augmenter. Cette situation n'est guère surprenante compte tenu de leur forte progression en mars. Toutefois, les obligations d'entreprises « investment grade », les obligations à haut rendement et la dette émergente en devise forte ont quant à elles signé de solides gains : les rendements ont baissé et les spreads se sont contractés. Qu'est-ce qui explique ces évolutions ? Les statistiques économiques se sont révélées meilleures que prévu, en premier lieu en Chine et aux États-Unis, ce qui a ainsi laissé entrevoir la possible fin du ralentissement mondial qui était si manifeste au second semestre 2018 et au premier trimestre de cette année. Le produit intérieur brut (PIB) des États-Unis est ressorti bien plus vigoureux que prévu au premier trimestre, même si une partie de la croissance a été « empruntée » au deuxième trimestre en termes de constitution des stocks. Les banques centrales ont continué de jouer leur rôle de soutien en ne faisant rien qui tendrait à indiquer une politique monétaire défavorable au cours des prochains trimestres.

L'économie américaine ayant désormais renoué avec un rythme ni trop élevé ni trop faible, la Réserve fédérale américaine (Fed) étant en mode attentiste, les autres banques centrales des pays du G10 privilégiant un biais accommodant et la croissance chinoise se stabilisant, les perspectives des actifs risqués apparaissent raisonnables. Les valorisations sur la plupart des marchés développés des emprunts d'État sont quelque peu élevées compte tenu d'un potentiel légèrement plus haussier que baissier des rendements, ce qui témoigne d'un parti pris des marchés en faveur d'une politique monétaire plus accommodante qui pourrait ne pas se concrétiser. Quoi qu'il en soit, la plupart des économies et des politiques cherchant à être peu ou prou sur un pied d'égalité, l'on peut s'attendre à ce que la volatilité demeure peu élevée et que les actifs risqués (haut rendement, marchés émergents) soient bien soutenus, tout au moins indépendamment des facteurs idiosyncratiques propres aux entreprises et aux pays. En d'autres termes, les risques d'un accès de faiblesse de l'économie sont plus limités, mais pas suffisamment pour que les banques centrales s'inquiètent d'une croissance trop vigoureuse. Et le rythme continue... si seulement ces fâcheuses questions commerciales pouvaient être réglées !

#### GRAPHIQUE 1

#### Performances des actifs depuis le début de l'année

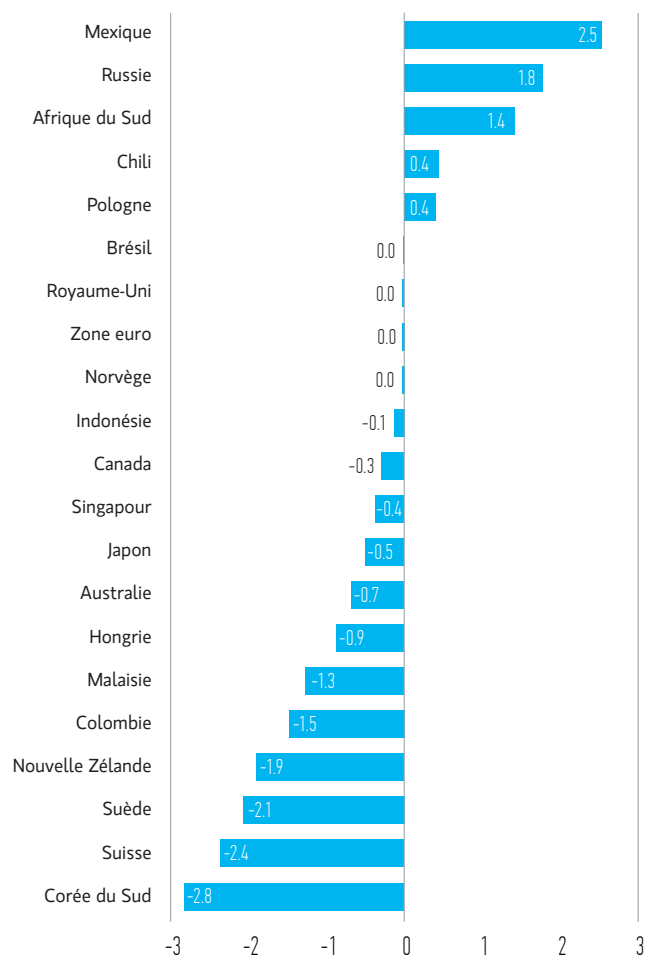


Note : performances en dollar US. Source : Thomson Reuters Datastream. Données au 30 avril 2019. Les performances des indices sont fournies à titre indicatif uniquement et n'ont pas vocation à illustrer la performance d'un investissement spécifique. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.** Voir les pages 6 et 7 pour les définitions des indices.

Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille en date du mois de Mai 2019 et sont sujets à modification en fonction des conditions de marché, économiques ou autres. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.**

**GRAPHIQUE 2****Variations mensuelles des devises par rapport au dollar US**

(+ = appréciation)



Source : Bloomberg. Au 30 avril 2019.

Note : Un changement positif signifie une appréciation de la devise par rapport au dollar américain.

**GRAPHIQUE 3****Principales variations mensuelles des rendements à 10 ans et des spreads**

PAYS	RENDEMENT À 10 ANS (%)	VARIATION MENSUELLE (PB)	SPREAD		
			TITRES À 10 ANS (PB)	VARIATION MENSUELLE (PB)	
(Spread vs UST)					
États-Unis	2.50	+10			
Royaume-Uni	1.19	+19	-132	+9	
Allemagne	0.01	+8	-249	-1	
Japon	-0.04	+4	-254	-6	
Australie	1.79	+1	-71	-8	
Canada	1.71	+10	-79	0	
Nouvelle Zélande	1.90	+10	-60	0	
EUROPE (Spread vs Bunds)					
France	0.37	+5	36	-3	
Grèce	3.37	-37	336	-45	
Italie	2.56	+7	254	-2	
Portugal	1.12	-14	110	-22	
Espagne	1.00	-10	99	-18	
MARCHÉS ÉMERGENTS		RENDEMENT LOCAL (%)	VARIATION MENSUELLE (PB)	SPREAD EN USD (PB)	VARIATION MENSUELLE (PB)
Spreads dette extérieure émergente				363	-8
Rendements dette locale émergente		6.24	+10		
Spreads obligations d'entreprise émergentes				286	-12
Brésil	8.23	+3	245	-3	
Colombie	6.35	+19	176	-8	
Hongrie	2.12	+29	100	-16	
Indonésie	7.92	+19	180	-16	
Malaisie	3.83	+4	126	-5	
Mexique	8.20	+7	292	-16	
Pérou	5.30	-5	126	-4	
Philippines	5.20	-14	79	-11	
Pologne	2.42	+14	44	-13	
Russie	7.92	-15	199	-28	
Afrique du Sud	9.39	-1	306	-9	
Turquie	21.17	+162	502	+7	
Venezuela	-	-	5546	+322	
CRÉDIT				SPREAD (PB)	VARIATION MENSUELLE (PB)
Oblig. IG États-Unis				111	-8
Oblig. IG zone euro				107	-16
Oblig. HY États-Unis				358	-33
Oblig. HY zone euro				347	-29
TITRISATION					
MBS d'agences				84	+7
CMBS américains BBB				255	-13

Positive Neutral Negative

Source : Bloomberg, JP Morgan. Données au 30 avril 2019.

Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille en date du mois d'Avril 2019 et sont sujets à modification en fonction des conditions de marché, économiques ou autres. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.

# Perspectives des marchés obligataires

Les statistiques publiées, ainsi que les inflexions et les déclarations sur le front de la politique monétaire, vont toutes dans le sens de la continuité : reprise économique, inflation stable/faible, politiques monétaires stables à accommodantes. Selon nous, le principal obstacle à une poursuite des bonnes performances des obligations d'entreprises, du crédit titrisé et de la dette émergente est les valorisations. Les marchés ne peuvent pas continuer à progresser au même rythme qui est le leur depuis le début de l'année. Notre stratégie a consisté à rechercher des opportunités permettant d'alléger les expositions là où nous avons estimé que les actifs avaient atteint leur juste valeur et à privilégier les marchés/secteurs/entreprises présentant encore un potentiel d'appréciation. Par exemple, dans des pays comme l'Australie et la Nouvelle-Zélande, il existe toujours une probabilité raisonnable d'une réduction des taux par les banques centrales cette année. Cela contraste avec la situation aux États-Unis, au Canada et dans la zone euro où la probabilité d'une baisse des taux est beaucoup plus faible. En conséquence, nous pensons qu'il est plus intéressant de conserver un risque de taux d'intérêt au-dessus de la moyenne en Australie et en Nouvelle-Zélande qu'aux États-Unis. En effet, nous estimons que de telles opportunités relatives sont un meilleur moyen de positionner les portefeuilles qu'en prenant un risque de taux d'intérêt absolu élevé.

Pour autant, notre argument ne revient pas à être pessimiste à l'égard des taux. Notre opinion est plus nuancée et nous pensons que les marchés se montrent trop optimistes (pessimistes ?) quant à la volonté d'assouplissement des banques centrales. Si nous avons raison et que les conditions économiques mondiales s'avèrent être à la bonne température, les pressions en faveur de mesures d'assouplissement s'atténueront, ce qui favorisera une hausse des rendements des emprunts d'État. Toutefois, dans la mesure où les investisseurs pourraient continuer de s'inquiéter des risques futurs, nous ne prévoyons pas une sensible augmentation des rendements et ne considérons pas la gestion des taux d'intérêt comme la clé de la réussite des investissements au cours des mois à venir.

Le déterminant clé des performances est plus susceptible d'être la gestion de l'exposition au crédit et à d'autres secteurs non gouvernementaux. Au sein de ces segments, l'environnement macroéconomique devrait continuer d'être favorable et si les valorisations étaient plus attractives, nous serions beaucoup plus optimistes et nos portefeuilles présenteraient un niveau de risque bien plus élevé. Toutefois, les valorisations apparaissent moyennement à modestement chères dans de nombreux secteurs. Nous avons donc ajusté les portefeuilles de manière à bénéficier d'un rendement plus intéressant sans pour autant prendre un risque systématique excessif. En d'autres termes, notre profil de risque est modérément agressif et axé sur des situations, comme celles de l'Australie et de la Nouvelle-Zélande mentionnées ci-dessus, où des facteurs idiosyncratiques particuliers peuvent justifier une sensible surpondération. Nos positions au sein du crédit titrisé, de la dette émergente, des obligations notées BBB et des titres à haut rendement sont gérées de façon similaire. Le portage est notre ami, mais il convient de ne pas confondre le portage avec les plus-values dont la majeure partie est probablement derrière nous.

Nous ne pouvons éviter de parler des nombreux risques qui subsistent, même s'ils semblent quelque peu atténués. La liste est longue : les négociations commerciales non résolues entre les États-Unis et la Chine, les négociations commerciales à venir entre les États-Unis, l'Union européenne (UE) et le Japon, le Brexit, le pétrole, une série d'élections européennes et, bien sûr, la reprise économique prévue au second semestre de l'année qui demeure une prévision plutôt qu'un fait. En effet, l'indice mondial des directeurs d'achats (PMI) continue de baisser et n'a cessé de se détériorer depuis plusieurs trimestres. Les indices de surprise économique pourraient rebondir, mais en moyenne, les statistiques économiques demeurent inférieures aux prévisions du consensus. Une stabilisation n'est pas la même chose qu'un vent porteur, raison pour laquelle nous voulons être en mesure de tirer parti de tout inversement de tendance de l'appétit pour le risque et de la sous-performance des actifs risqués.

## ANALYSE MENSUELLE

## PERSPECTIVES

### Taux et devises des marchés développés

en avril, la confiance des investisseurs a continué de s'améliorer, les marchés s'étant à nouveau bien comportés et la volatilité ayant diminué. Les rendements des emprunts d'État américains ont augmenté sur l'ensemble de la courbe et les investisseurs ont pris davantage de risque, en particulier suite à la publication d'un PIB américain supérieur aux anticipations au premier trimestre. Au niveau mondial, les statistiques économiques se sont avérées satisfaisantes avec le retour de conditions dites « idéales ». Les rendements des emprunts d'État ont également augmenté dans les autres pays développés, tandis que le dollar américain (USD) s'est légèrement apprécié face aux devises des principales économies développées.

après avoir surpris par sa vigueur au premier trimestre, la croissance aux États-Unis va probablement ralentir en 2019, mais sans pour autant s'effondrer, sous l'effet de la dissipation des répercussions des mesures de relance budgétaires et de l'impact décalé de la hausse des taux. Les banques centrales sont devenues plus accommodantes et nous nous attendons à ce que l'absence de tensions inflationnistes se poursuive, même si des baisses et des hausses de taux de la part des principales banques centrales semblent peu probables pour le moment. Les récents discours de responsables de la Fed renforcent encore un peu plus notre conviction selon laquelle le Federal Open Market Committee est déterminé à se montrer « patient » et « flexible » dans le cadre de ses futurs relèvements de taux. Pour le moment, nous ne croyons pas en la probabilité d'une hausse ou d'une baisse des taux par la Fed en 2019. La Banque centrale européenne (BCE) a également pris ses distances par rapport aux spéculations selon lesquelles elle allait instaurer la possibilité de moduler par paliers le niveau du taux de dépôt, ce qui ouvrirait la voie à de nouvelles baisses de taux, mais elle a également indiqué très clairement au marché qu'aucune hausse des taux n'est probable avant l'année 2020. De même, au Royaume-Uni, le Comité de politique monétaire va probablement continuer d'opter pour le statu quo tant que le Brexit ne sera pas résolu, même si les données relatives au marché du travail plaident en faveur d'un relèvement des taux.

### Taux et devises des marchés émergents

une nouvelle fois, les actifs obligataires émergents ont connu un mois contrasté. A quelques exceptions près, les devises émergentes ont continué de se déprécier face au dollar américain, tandis que les obligations en devises locales et fortes ont enregistré des performances positives. Sur le segment de la dette en devise forte, les obligations « investment grade » ont surperformé leurs équivalentes à haut rendement et les obligations d'entreprises ont fait mieux que les émissions souveraines. Les prix des matières premières ont également connu des fortunes diverses au cours de la période ; les prix de l'énergie ont augmenté, tandis que les prix des métaux précieux et des matières premières agricoles ont baissé. L'Institute of International Finance (IIF) a estimé que les flux de portefeuille à destination des marchés émergents s'étaient élevés à 38 milliards de dollars durant le mois : 14 milliards dans les actions et 24 milliards dans les obligations.

le caractère positif de nos perspectives à l'égard des actifs émergents est étayé par les facteurs suivants : Premièrement, les chiffres du PIB réel du premier trimestre publiés aux États-Unis et en Chine tendent à indiquer une stabilisation de la croissance mondiale ; cette embellie pourrait gagner d'autres pays et offrir ainsi un coup de pouce aux actifs risqués en général. En outre, cette reprise naissante de la croissance mondiale s'inscrit dans un contexte de faibles tensions inflationnistes, d'où la non urgence pour les principales banques centrales de resserrer leurs politiques accommodantes ; cette situation permet ainsi de rendre les rendements des marchés émergents plus attractifs que ceux des marchés développés. En outre, l'incertitude liée aux différends commerciaux pourrait sensiblement s'atténuer en mai, à condition que les négociations commerciales en cours entre les États-Unis et la Chine aboutissent, et même si d'autres points demeurent en suspens (notamment les possibles droits de douane américains sur les voitures/avions en provenance de l'UE et les obstacles à la ratification par les Congrès nationaux de l'Accord États-Unis-Mexique-Canada (USMCA). De plus, notre thèse sur la faiblesse du dollar américain, qui ne s'est pas concrétisée depuis le début de l'année, pourrait finir par se révéler correcte compte tenu de l'inflexion accommodante de la Fed et à condition que le timide rebond de la croissance chinoise puisse gagner l'Europe et les économies émergentes. Enfin, la stabilisation puis accélération de la croissance devrait être de bon augure pour le crédit émergent, en particulier pour celui à haut rendement qui a sous-performé le crédit « investment grade » en 2018.

Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille en date du mois de Mai 2019 et sont sujets à modification en fonction des conditions de marché, économiques ou autres. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.**

## ANALYSE MENSUELLE

## PERSPECTIVES

## Crédit

les statistiques économiques favorables, la solidité des bénéfiques et les facteurs techniques positifs ont tous contribué à une contraction des spreads en avril. Le spread de l'indice Bloomberg Barclays U.S. Corporate s'est contracté de 8 points de base en avril pour clôturer le mois à 110 points de base au-dessus des emprunts d'État et la dette financière et les obligations d'entreprises non financières notées BBB ont surperformé.<sup>1</sup> Sur la base de l'indice Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Corporate, le marché « investment grade » européen a de nouveau surperformé le marché américain suite à une contraction de 14 points de base du spread en avril, lequel s'est ainsi établi à 107 points de base.<sup>2</sup> Les cours des obligations à haut rendement ont continué de légèrement progresser en avril, dans le sillage de ceux des actions, grâce à une saison des annonces de bénéfiques meilleure que prévu et à une Fed accommodante. Le spread s'est contracté de 14 points de base pour clôturer le mois à 414 points de base, tandis que le rendement a baissé de 31 points de base à 6,12 %.<sup>3</sup>

des politiques monétaires accommodantes, des statistiques économiques ni trop vigoureuses ni trop faibles, des bénéfiques des entreprises satisfaisants et une forte demande d'obligations d'entreprises sont autant de facteurs favorables aux marchés à l'avenir. Toutefois, même si l'environnement est globalement porteur, les valorisations ne sont plus aussi bon marché dans la mesure où les spreads se situent désormais en dessous des moyennes à long terme. En conséquence, nous continuons de réduire le niveau de risque de la plupart des portefeuilles en allégeant les expositions aux titres à bêta plus élevé tels que les obligations notées BBB, à haut rendement et convertibles. Nous trouvons toujours le crédit intéressant compte tenu du caractère plutôt favorable de l'environnement macroéconomique, mais nous pensons que l'essentiel des plus-values pour l'année est probablement désormais derrière nous.

## Titrisation

les actifs de crédit titrisés se sont bien comportés en avril, tandis que les titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) garantis par des agences ont légèrement sous-performé. L'indice Bloomberg Barclays U.S. MBS a reculé de 0,06 % en avril, mais a toutefois surperformé de 22 points de base l'indice Bloomberg Barclays U.S. Treasury.<sup>4</sup> La durée de l'indice Bloomberg Barclays U.S. MBS a augmenté de 0,33 an à 4,36 ans en avril.<sup>5</sup> Le portefeuille de MBS de la Fed a diminué de 10 milliards de dollars au cours du mois pour s'établir à 1 583 milliards de dollars et enregistre désormais une réduction de 54 milliards de dollars depuis le début de l'année.<sup>6</sup> Les spreads des titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles (RMBS) non garantis par des agences, les MBS européens et les titres adossés à des actifs (ABS) américains se sont à nouveau resserrés en avril.

les marchés hypothécaires et titrisés enregistrent un bon début d'année à la faveur de la baisse des taux d'intérêt et de la contraction des spreads. A l'avenir, nous nous attendons à ce que les performances dépendent davantage du portage que de l'évolution des taux ou des spreads dans la mesure où, selon nous, les taux d'intérêt ne vont globalement que peu évoluer durant le reste de 2019 et que les spreads vont se stabiliser aux niveaux actuels. Du point de vue fondamental, l'économie américaine nous semble toujours aussi solide (en particulier la consommation et l'immobilier) et nous continuons de surpondérer les instruments de crédit titrisés et de sous-pondérer les MBS garantis par des agences. Selon nous, les MBS garantis par des agences devraient continuer de surperformer les emprunts d'État américains, mais de sous-performer les actifs de crédit titrisés.

<sup>1</sup> Source : Bloomberg Barclays, données au 30 avril 2019.

<sup>2</sup> Source : Bloomberg Barclays, données au 30 avril 2019.

<sup>3</sup> Source : Bloomberg Barclays, données au 30 avril 2019.

<sup>4</sup> Source : Bloomberg, au 30 avril 2019.

<sup>5</sup> Source : Bloomberg, au 30 avril 2019.

<sup>6</sup> Source : Réserve fédérale de New York, au 30 avril 2019.

## Considérations sur les risques

Les **titres obligataires** sont soumis à la capacité d'un émetteur de rembourser le principal et les intérêts (risque de crédit), aux fluctuations des taux d'intérêt, à la solvabilité de l'émetteur et la liquidité générale du marché (risque de marché). Dans le contexte actuel de hausse des taux d'intérêt, les prix des obligations pourraient chuter et entraîner des périodes de volatilité et des rachats plus importants. Les **titres à plus long terme** peuvent être plus sensibles aux variations des taux d'intérêt. Dans un environnement de taux d'intérêt en baisse, le portefeuille peut générer moins de revenus. Certains **titres du gouvernement américain** achetés dans cette stratégie, tels que ceux émis par Fannie Mae et Freddie Mac, ne sont pas adossés pleinement à une garantie de l'État. Il est possible que ces émetteurs n'aient pas les fonds nécessaires pour rembourser leurs obligations à l'avenir. Les emprunts bancaires publics sont soumis au risque de liquidité et aux risques de crédit des

titres moins bien notés. Les **titres à haut rendement (obligations spéculatives)** sont des titres moins bien notés qui peuvent présenter un risque de crédit et de liquidité plus élevé. Les **titres de créance souverains** sont soumis au risque de défaillance. Les **titres adossés à des créances hypothécaires et à des actifs** sont sensibles au risque de remboursement anticipé et présentent un risque de défaut plus élevé, et peuvent être difficiles à évaluer et difficiles à vendre (**risque de liquidité**). Ils sont également soumis aux risques de crédit, de marché et de taux d'intérêt. Le **marché des changes** est très volatile. Les prix sur ces marchés sont influencés, entre autres, par l'évolution de l'offre et de la demande d'une devise particulière, les échanges commerciaux, les programmes et les politiques budgétaires, financières et de contrôle des changes ou des devises nationales ou étrangères, et les variations des taux d'intérêt domestiques et étrangers. Les investissements sur les **marchés étrangers** s'accompagnent de risques

particuliers, notamment les risques de change, politiques, et économiques. Les risques associés aux investissements dans les **pays émergents** sont plus élevés que ceux associés aux investissements étrangers. Les **instruments dérivés** peuvent augmenter les pertes de façon disproportionnée et avoir un impact significatif sur la performance. Ils peuvent également être soumis aux risques de contrepartie, de liquidité, liés à la valorisation, de corrélation et de marché. Les **titres illiquides et soumis à restrictions** peuvent être plus difficiles à vendre et à valoriser que les titres cotés en bourse (risque de liquidité). En raison de la possibilité que les remboursements anticipés modifient les flux de trésorerie des **obligations hypothécaires collatéralisées - (CMO)**, il est impossible de déterminer à l'avance leur date d'échéance finale ou leur durée de vie moyenne. En outre, si les garanties des CMOs ou les garanties de tiers sont insuffisantes pour effectuer les paiements, le portefeuille pourrait subir une perte.

### DÉFINITIONS

**R\*** est le taux d'intérêt réel à court terme qui devrait apparaître lorsque l'économie est à l'équilibre, ce qui signifie que le taux de chômage est neutre et que l'inflation est à son niveau cible.

### DÉFINITIONS DES INDICES

Les indices présentés dans ce rapport ne sont pas destinés à décrire la performance d'un investissement spécifique, et les indices présentés n'incluent pas les dépenses, frais ou coût d'acquisition, ce qui diminuerait la performance. Les indices indiqués ne sont pas gérés et ne doivent pas être considérés comme un investissement. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice.

L'indice **Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate (Bloomberg Barclays Euro IG Corporate)** est un indice conçu pour refléter la performance du marché des obligations d'entreprise Investment Grade en euros.

L'indice **Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate** est la composante entreprise de l'indice Barclays Global Aggregate. Ce dernier permet de mesurer l'évolution générale des marchés obligataires mondiaux de catégorie investment grade (Investissement).

L'indice **Bloomberg Barclays U.S. Corporate (Bloomberg Barclays U.S. IG Corp)** est un indice de référence général qui mesure la performance du marché des obligations d'entreprises notées IG, à taux fixe et imposables.

L'indice **Bloomberg Barclays U.S. Mortgage Backed Securities (MBS)** réplique les performances des titres pass-through adossés à des créances hypothécaires (ARM à taux fixe et hybride) garantis par Ginnie Mae (GNMA), Fannie Mae (FNMA) et Freddie Mac (FHLMC). L'indice est construit en regroupant les blocs de MBS livrables à venir en lots ou génériques suivant le programme, le coupon et le millésime. Introduits en 1985, les indices à taux fixe GNMA, FHLMC et FNMA pour les titres à 30 et 15 ans ont été antidisposés aux mois de janvier 1976, mai 1977 et novembre 1982, respectivement. En avril 2007, des titres hypothécaires hybrides à taux variable (ARM) ont été ajoutés à l'indice.

L'indice **des prix à la consommation (IPC)** est une mesure qui examine la moyenne pondérée des prix d'un panier de biens et services de consommation, tels que le transport, la nourriture et les soins médicaux.

L'indice **Dow Jones Commodity Index Gold (Gold)** a vocation à répliquer la performance du marché de l'or à travers des contrats à terme.

**Euro vs USD**- Performance totale de l'euro par rapport au dollar US.

**Emprunts d'État allemands à 10 ans**—Germany Benchmark 10-Year Datastream Government Index ; **Emprunts d'État japonais à 10 ans** —Japan Benchmark 10-Year Datastream Government Index ; et **Bons du Trésor américain à 10 ans**—U.S. Benchmark 10-Year Datastream Government Index.

L'indice **Hang Seng** comprend les titres les plus liquides cotés sur le principal segment de la Bourse de Hong Kong.

Le **contrat à terme de l'ICE sur le pétrole brut de qualité Brent** est un contrat livrable basé sur la livraison EFP (Exchange for Physical) avec une option de règlement en espèces.

L'indice **ICE BofAML European Currency High-Yield Constrained (ICE BofAML Euro HY constrained)** a vocation à répliquer la performance en euro et en livre sterling de la dette d'entreprise non IG (spéculative) émise sur les marchés des eurobonds.

L'indice **ICEBofAML U.S. Mortgage-Backed Securities (ICE BofAML U.S. Mortgage Master)** réplique la performance des titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles à taux fixe et hybrides libellés en dollars américains et émis publiquement par des agences américaines sur le marché domestique américain.

L'indice **ICE BofAML United States High Yield Master II Constrained (ICE BofAML U.S. High Yield)** est un indice pondéré en fonction de la valeur de marché de toutes les obligations domestiques et yankee à haut rendement, y compris les obligations à paiement différé ou en cash. Ses titres ont des échéances d'un an ou plus et une note de crédit inférieure à BBB- / Baa3, mais ne sont pas en défaut.

L'indice **ISM manufacturier** repose sur des enquêtes menées auprès de plus de 300 entreprises manufacturières par l'« Institute of Supply Management ». L'indice ISM manufacturier assure un suivi de l'emploi, des stocks de production, des nouvelles commandes et des livraisons des fournisseurs. Un indice de diffusion composite est créé pour surveiller les conditions dans le secteur manufacturier national, sur la base des données de ces enquêtes.

**Emprunts d'État italiens 10 ans** - Italy Benchmark 10-Year Datastream Government Index.

Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille en date du mois de Mai 2019 et sont sujets à modification en fonction des conditions de marché, économiques ou autres. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.**

L'indice **JP Morgan CEMBI Broad Diversified** est un indice de référence mondial des marchés émergents liquides qui réplique les performances des obligations d'entreprise libellées en dollars américains émises par des entités des marchés émergents.

L'indice **JP Morgan Government Bond Index Emerging Markets (JPM Local EM debt)** réplique la performance des obligations en devise locale émises par les gouvernements des marchés émergents. L'indice est positionné comme indice de référence investissable qui inclut uniquement les pays qui sont accessibles par la plupart des investisseurs internationaux (à l'exclusion de la Chine et de l'Inde en septembre 2013).

L'indice **JP Morgan Government Bond Index Emerging Markets (JPM External EM Debt)** réplique les performances des obligations en devise locale émises par les gouvernements des marchés émergents. L'indice est positionné comme indice de référence investissable qui inclut uniquement les pays qui sont accessibles par la plupart des investisseurs internationaux (à l'exclusion de la Chine et de l'Inde en septembre 2013).

L'indice **JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global (EMBI Global)** réplique le rendement total des instruments de dette extérieure négociés sur les marchés émergents et constitue une version élargie de l'EMBI +. Comme l'indice EMBI +, l'indice EMBI Global comprend des obligations Brady libellées en dollars américains, des prêts et des euro-obligations d'une valeur nominale en circulation d'au moins 500 millions de dollars.

L'indice **JP Morgan GBI-EM Global Diversified** est un indice de référence mondial liquide pondéré en fonction de la capitalisation boursière pour les obligations d'entreprise émergentes libellées en dollar américain représentant l'Asie, l'Amérique latine, l'Europe et le Moyen-Orient/Afrique.

**JPY vs. USD** - Rendement total en yen japonais par rapport au dollar américain.

L'indice d'**accessibilité financière (Home Affordability Index) de la National Association of Realtors** compare le revenu médian au coût de la maison médiane.

L'indice **Nikkei 225 (Japon Nikkei 225)** est un indice pondéré par les prix des 225 principales sociétés japonaises à la Bourse de Tokyo.

L'indice **MSCI AC Asia ex Japon (MSCI Asie hors Japon)** réplique la performance des grandes et moyennes capitalisations de deux pays développés sur trois (à l'exclusion du Japon) et de huit pays émergents d'Asie.

L'indice **MSCI All Country World (ACWI, MSCI actions monde)** est un indice pondéré par la capitalisation boursière ajustée du flottant, conçu pour mesurer la performance des marchés boursiers mondiaux. Le terme « flottant » représente la part des actions en circulation qui sont considérées comme disponibles à l'achat sur les marchés d'actions publics par les investisseurs. La performance de l'Indice est cotée en dollars américains et sous-entend le réinvestissement des dividendes nets.

L'indice **MSCI Emerging Markets (MSCI emerging equities)** réplique les performances des grandes et moyennes capitalisations de 23 pays émergents (EM).

L'indice **MSCI World (MSCI developed equities)** reflète les performances de grandes et moyennes capitalisations de 23 pays développés.

L'indice des **directeurs d'achat (PMI)** est un indicateur de la santé économique du secteur manufacturier.

L'indice **S&P 500® (US S&P 500)** mesure la performance du segment des grandes capitalisations du marché des actions américaines, et couvre environ 75 % de ce marché. L'indice comprend 500 entreprises de premier plan dans les principaux secteurs de l'économie américaine.

L'indice **S&P/LSTA U.S. Leveraged Loan 100 (S&P/LSTA Leveraged Loan Index)** a vocation à refléter la performance des plus grandes opérations du marché des prêts à effet de levier.

L'indice **S&P GSCI Copper (Copper)**, un sous-indice de l'indice S&P GSCI, fournit aux investisseurs un indice de référence fiable et publiquement disponible pour suivre la performance des investissements sur le marché du cuivre.

L'indice **S&P GSCI Softs (GSCI soft commodities)** est un sous-indice de l'indice S&P GSCI qui mesure la performance des seules matières premières agricoles, pondérées en fonction de la production mondiale. En 2012, l'indice S&P GSCI Softs comprenait les matières premières suivantes : café, sucre, cacao et coton.

**Emprunts d'État espagnols 10 ans** - Spain Benchmark 10-Year Datastream Government Index.

L'indice **Thomson Reuters Convertible Global Focus USD Hedged** est un indice pondéré par le marché qui inclut des obligations convertibles en actions d'une taille unitaire minimale de 500 millions de dollars (États-

Unis), 200 millions d'euros (Europe), 22 milliards de yens, et 275 millions de dollars (autres pays).

**Emprunts d'État britanniques à 10 ans** - U.K. Benchmark 10-Year Datastream Government Index. Pour les indices d'obligations gouvernementales Datastream suivants, les indices de référence sont basés sur des obligations spécifiques. L'obligation choisie pour chaque série est l'obligation la plus représentative disponible pour la fourchette d'échéances données pour chaque point. Les indices de référence sont sélectionnés en fonction des conventions acceptées dans chaque marché. Généralement, l'obligation de référence est la dernière émission dans la fourchette d'échéance donnée; il est également tenu compte du rendement, de la liquidité, de la taille de l'émission et du coupon.

L'indice **U.S. Dollar Index (DXY)** est un indice de la valeur du dollar américain par rapport à un panier de devises, souvent appelé un panier de devises des partenaires commerciaux des États-Unis.

## DISTRIBUTION

**Le présent document s'adresse et ne doit être distribué exclusivement qu'aux personnes résidant dans des pays ou territoires où une telle distribution ou mise à disposition n'est pas contraire aux lois et réglementations locales en vigueur.**

**Royaume-Uni** : Morgan Stanley Investment Management Limited est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre. Numéro d'enregistrement : 1981121. Siège social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA, autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. **Dubaï** : Morgan Stanley Investment Management Limited (Bureau de représentation, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 et 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubaï, 506501, Émirats arabes unis. Téléphone : +97 (0)14 709 7158). **Allemagne** : Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Frankfurt Allemagne (Catégorie : Branch Office (FDI) selon § 53b KWG). **Irlande** : Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Siège social : The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's, Quay, Dublin 2, Irlande. Société enregistrée en Irlande sous le numéro 616662, et réglementée par la Banque Centrale d'Irlande. **Italie** : Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) est une succursale de Morgan Stanley Investment Management Limited, société enregistrée au Royaume-Uni, agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority (FCA) et dont le siège social est situé au 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited succursale de Milan (Sede Secondaria di Milano) dont le siège est situé à Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Milano, Italie, est enregistré en Italie avec le numéro d'entreprise et le numéro de TVA 08829360968. **Pays Bas** : Morgan Stanley Investment Management, Tour Rembrandt, 11ème étage Amstelplein 11096HA, Pays-Bas. Téléphone : 312-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management est une succursale de Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni. **Suisse** : Morgan Stanley & Co. International plc, succursale de Londres, Zurich. Agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (« FINMA »). Enregistrée au registre du commerce de Zurich sous le numéro CHE-115.415.770. Siège social : Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Suisse. Téléphone : +41 (0) 44 588 1000. Fax : +41(0) 44 588 1074.

**Japon** : Pour les investisseurs professionnels, ce document est distribué à titre informatif seulement. Pour ceux qui ne sont pas des investisseurs professionnels, ce document est fourni par Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. (« MSIMJ ») dans le cadre de conventions de gestion de placements discrétionnaires (« IMA ») et de conventions de conseils en placement (« AAI »). Il ne s'agit pas d'une recommandation ni d'une sollicitation de transactions ou offre d'instruments financiers particuliers. En vertu d'une convention IMA, en ce qui concerne la gestion des actifs d'un client, le client prescrit à l'avance les politiques de gestion de base et charge MSIMJ de prendre toutes les décisions d'investissement en fonction de l'analyse de la valeur des titres et MSIMJ accepte cette mission. Le client doit déléguer à MSIMJ les pouvoirs nécessaires à l'investissement. MSIMJ exerce les pouvoirs délégués en fonction des décisions d'investissement de MSIMJ, et le client s'interdit d'émettre des instructions individuelles. Tous les profits et pertes d'investissement reviennent aux clients; le principal n'est pas garanti. Les investisseurs doivent étudier attentivement les objectifs d'investissement, la nature des risques et les frais associés à la stratégie avant d'investir. À titre de commission de conseils en investissement pour une gestion conseillée (IAA) ou une discrétionnaire (AMIIMA), le montant des biens assujettis au contrat multiplié par un certain taux (la limite supérieure est de 2,16 pourcent par année (taxes comprises)) sera engagé proportionnellement à

Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille en date du mois de Mai 2019 et sont sujets à modification en fonction des conditions de marché, économiques ou autres. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.**

la durée du contrat. Pour certaines stratégies, des honoraires conditionnels peuvent être compris en plus des frais mentionnés ci-dessus. Des frais indirects peuvent également être supportés, tels que des commissions de courtage pour des titres émis par des personnes morales. Étant donné que ces frais et dépenses sont différents selon le contrat et d'autres facteurs, MSIM ne peut pas préciser les taux, les limites supérieures, etc. à l'avance. Tous les clients doivent lire attentivement les documents fournis avant la conclusion et l'exécution d'un contrat. Ce document est diffusé au Japon par MSIM, société enregistrée sous le n° 410 (Directeur du Bureau des Finances Locales Kanto (Sociétés d'Instruments Financiers)), membre de la Japan Securities Dealers Association, de l'Investment Trusts Association, Japan, de la Japan Investment Advisers Association, et de la Type II Financial Instruments Firms Association.

#### États-Unis

Les comptes dédiés gérés séparément peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les comptes dédiés gérés conformément à la Stratégie comprennent un certain nombre de titres et ne reproduisent pas nécessairement la performance d'un indice. Les investisseurs doivent étudier attentivement les objectifs d'investissement, les risques et les frais associés à la stratégie avant d'investir. Un niveau d'investissement minimum est requis. Vous trouverez des informations importantes sur le gestionnaire financier dans la partie 2 du formulaire ADV.

**Veuillez examiner attentivement les objectifs de placement, les risques, les frais et les dépenses des fonds avant d'investir. Les prospectus contiennent cette information ainsi que d'autres renseignements sur les fonds. Pour obtenir un prospectus, téléchargez-en un sur [morganstanley.com/im](http://morganstanley.com/im) ou appelez le 1-800-548-7786. Veuillez lire attentivement le prospectus avant d'investir.**

Morgan Stanley Distribution, Inc. est le distributeur des fonds Morgan Stanley.

**NON ASSURÉ PAR LE FDIC | ABSENCE DE GARANTIE BANCAIRE | POSSIBLE PERTE DE VALEUR | NON ASSURÉ PAR DES AGENCES GOUVERNEMENTALES FÉDÉRALES | NE CONSTITUE PAS UN DÉPÔT**

**Hong Kong** : Le présent document est publié par Morgan Stanley Asia Limited aux fins d'utilisation à Hong Kong et ne peut être diffusé qu'après d'« investisseurs professionnels » au sens du Securities and Futures Ordinance (décret sur les valeurs mobilières et les contrats à terme) de Hong Kong (Cap 571). Le contenu du présent document n'a été révisé ni approuvé par aucune autorité de réglementation, y compris la Securities and Futures Commission de Hong Kong. En conséquence, à moins que la loi en vigueur ne prévoit des exceptions, ce document ne devra pas être publié, diffusé, distribué ni adressé aux particuliers résidant à Hong Kong, ni mis à leur disposition. **Singapour** : Ce document ne doit pas être considéré comme faisant l'objet d'une invitation à souscrire ou à acheter, directement ou indirectement, au public ou à tout membre du public à Singapour autre que (i) à un investisseur institutionnel en vertu de l'article 304 des Futures Act, du chapitre 289 de Singapour (« SFA »); (ii) à une « personne concernée » (notamment un investisseur qualifié) en vertu de l'article 305 de la SFA, et cette distribution est conforme aux conditions précisées à l'article 305 de la SFA; ou (iii) conformément à, et aux conditions de toute autre disposition applicable de la SFA. Ce document n'a pas été vérifié par l'Autorité monétaire de Singapour. **Australie** : La présente publication est diffusée en Australie par Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN : 122040037, licence AFS n° 314182, qui accepte la responsabilité de son contenu. La présente publication, ainsi que l'accès à celle-ci, est réservée aux « clients wholesale » selon l'acceptation de ce terme dans la loi sur les sociétés en vigueur en Australie.

#### INFORMATION IMPORTANTE

**EMOA** : Cette communication promotionnelle est publiée par Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Siège Social : The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's, Quay, Dublin 2, Irlande. Enregistrée en Irlande sous le numéro 616662. Autorisée et réglementée par la Banque Centrale d'Irlande. ("MSIM Ireland").

Il n'y a aucune garantie qu'une stratégie d'investissement fonctionnera dans toutes les conditions du marché et il incombe à chaque investisseur d'évaluer sa capacité à investir à long terme, surtout pendant les périodes de détérioration du marché. Avant de réaliser un investissement, les investisseurs sont invités à lire attentivement le document d'offre relatif à la stratégie ou au produit. Les divers supports d'investissement présentent des différences importantes dans la mise en œuvre de la stratégie.

Les comptes dédiés gérés séparément peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs.

Les comptes dédiés gérés conformément à la Stratégie comprennent un certain nombre de titres et ne reproduisent pas nécessairement la performance d'un indice. Les investisseurs doivent étudier attentivement les objectifs d'investissement, les risques et les frais associés à la stratégie avant d'investir.

Les opinions et les points de vue exprimés sont ceux de l'auteur ou de l'équipe de gestion à la date de publication : ils peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique et ne pas se concrétiser. En outre, les opinions ne seront pas mises à jour ou corrigées dans le but de refléter les informations publiées à posteriori ou des situations existantes ou des changements se produisant après la date de publication. Les opinions exprimées ne reflètent pas les opinions de toutes les équipes de gestion de portefeuille de Morgan Stanley Investment Management (MSIM) ni de celles de la société dans son ensemble. Elles peuvent ne pas être prises en compte dans toutes les stratégies et les produits proposés par la société.

Les prévisions et/ou estimations fournies dans le présent document sont susceptibles de changer et pourraient ne pas se matérialiser. Les informations concernant les rendements attendus et les perspectives de marché sont basées sur la recherche, l'analyse et les opinions des auteurs. Ces conclusions sont de nature spéculative, peuvent ne pas se concrétiser et ne visent pas à prédire le rendement futur d'un produit de Morgan Stanley Investment Management en particulier.

Certaines informations fournies dans le présent document sont fondées sur des données obtenues de sources tierces jugées fiables. Nous n'avons cependant pas vérifié ces informations et ne fournissons aucune garantie quant à leur exactitude ni à leur exhaustivité.

Cette communication n'est pas un produit du département de recherche de Morgan Stanley et ne doit pas être considérée comme une recommandation de recherche. Les informations contenues dans le présent document n'ont pas été préparées conformément aux exigences légales visant à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement et ne font l'objet d'aucune interdiction de négociation avant leur diffusion.

Ce document constitue une communication générale, qui n'est pas impartiale et a été préparé uniquement à des fins d'information et d'éducation et ne constitue pas une offre ni une recommandation d'achat ni de vente d'un titre en particulier ni d'adoption d'une stratégie de placement particulière. Tous les investissements comportent des risques, y compris une possible perte en capital. Les informations contenues dans le présent document ne s'appliquent pas sur la situation d'un client en particulier. Elles ne constituent pas un conseil d'investissement et ne doivent pas être interprétées comme constituant un conseil en matière fiscale, comptable, juridique ni réglementaire. Avant de prendre une décision d'investissement, les investisseurs doivent solliciter l'avis d'un conseiller juridique et financier indépendant, y compris s'agissant des conséquences fiscales.

Tout indice mentionné dans le présent document est la propriété intellectuelle du fournisseur concerné (y compris les marques déposées). Les produits basés sur des indices ne sont pas recommandés, analysés, vendus ou promus par le fournisseur concerné, qui se dégage de toute responsabilité à leur égard.

MSIM n'a pas autorisé les intermédiaires financiers à utiliser ni à distribuer le présent document, à moins que cette utilisation et cette distribution ne soient effectuées conformément à la législation et à la réglementation en vigueur. De plus, les intermédiaires financiers sont tenus de s'assurer que les informations contenues dans ce document conviennent aux personnes à qui ils le fournissent, à leur situation et à leur objectif. MSIM ne peut être tenu responsable et rejette toute responsabilité en cas d'utilisation abusive de ce document par tout intermédiaire financier.

Ce document peut être traduit dans d'autres langues. Lorsqu'une telle traduction est faite, seule la version anglaise fait foi. S'il y a des divergences entre la version anglaise et une version de ce document dans une autre langue, seule la version anglaise fait foi.

Tout ou partie de ce travail ne peut être reproduit, copié ou transmis, ni tout ou partie de son contenu, à des tiers sans l'autorisation écrite expresse de MSIM.

Morgan Stanley Investment Management est la division de gestion d'actifs de Morgan Stanley.

Toutes les informations contenues dans le présent document sont la propriété des auteurs et sont protégées par la loi sur les droits d'auteur.

Explore our site at [www.morganstanley.com/im](http://www.morganstanley.com/im)