

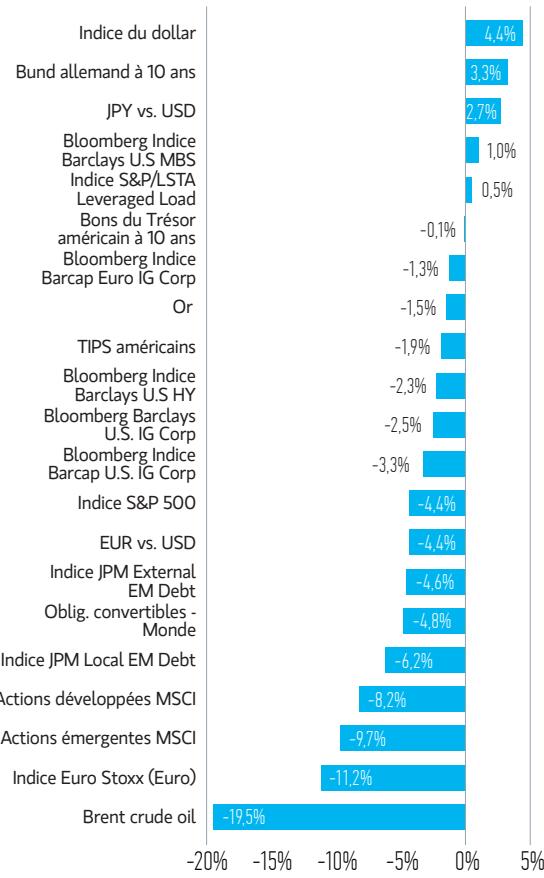
MSIM Janvier 2019 bulletin obligataire international

Une nouvelle année pour les cœurs bien accrochés

FIXED INCOME | GLOBAL FIXED INCOME TEAM | MACRO INSIGHT | JANVIER 2019

Ce fut une fin d'année palpitante, la plupart des marchés évoluant dans des directions diamétralement opposées à celles observées plus tôt dans l'année. La chute spectaculaire en décembre du rendement à 10 ans du bon du Trésor américain et l'absence désormais anticipée de tout autre relèvement de taux directeurs aux États-Unis en 2019 s'expliquent en grande partie par la mauvaise performance des actifs risqués : en particulier le segment des titres à haut rendement et les prêts à effet de levier, qui étaient auparavant adulés par le marché obligataire ; ainsi que les actions qui ont subi leur plus forte baisse mensuelle depuis de nombreuses années. Cette correction n'a pas été déclenchée par un événement particulier mais plutôt par tout un ensemble de problèmes : des chiffres macroéconomiques décevants dans l'ensemble des pays développés ; des troubles politiques (conflit commercial États-Unis/Chine, « shutdown » américain) ; sentiment de marché dégradé ; mauvais positionnement de marché, et bien sûr faible liquidité aggravée par les contraintes bilantielles de fin d'année. Il n'est pas évident dans ce contexte de dénicher de bonne nouvelle, ce qui pourrait vouloir dire que la situation ne peut être pire ! Nous verrons bien. Nous savons que malgré les huit relèvements de taux de la Réserve fédérale américaine (Fed) au cours des deux dernières années, le rendement à 10 ans du bon du Trésor américain ne s'est tendu que de 24 points de base (pb) (après la forte détente du 4ème trimestre). Un aplatissement de la courbe des taux d'une ampleur historique vient sans aucun doute contredire l'idée selon laquelle l'économie américaine peut conserver sa croissance bien au-dessus des niveaux qui prévalaient après la crise financière mondiale. Le risque d'un ralentissement économique encore plus prononcé à cause d'un resserrement monétaire qui serait trop rapide demeure selon nous limité. Nous pensons qu'une croissance modérée associée à une inflation stable et à une Fed patiente constitue une excellente combinaison pour un atterrissage en douceur des économies américaine et mondiale, et que ces conditions sont de nature à soutenir la bonne performance des actifs risqués.

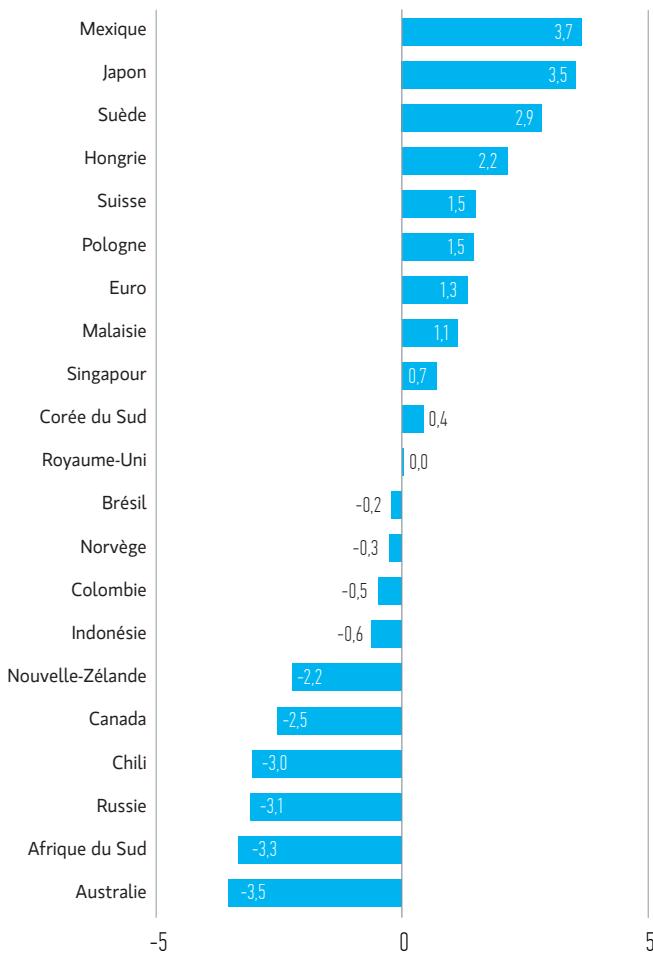
GRAPHIQUE 1 Performance des actifs sur l'année 2018



Note : Performance en dollar US. Source : Thomson Reuters Datastream. Données au 31 décembre 2018. Les indices sont fournis à titre uniquement indicatif 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 14 et 15 pour les définitions des indices.

Les points de vue et les opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille en date de janvier 2019 et sont sujets à changement 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. Données au 31 décembre 2018. 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	VARIATION	VARIATION
	À 10 ANS (%)	MENSUELLE (BP)	
(Spread vs UST)			
États-Unis	2,68	-30	
Royaume-Uni	1,28	-9	-141 +22
Allemagne	0,24	-7	-244 +23
Japon	0,00	-9	-268 +21
Australie	2,32	-27	-37 +3
Canada	1,97	-30	-72 0
Nouvelle-Zélande	2,37	-19	-32 +11
(Spread vs Bunds)			
France	0,71	+3	47 +10
Grèce	4,40	+13	416 +20
Italie	2,74	-47	250 -40
Portugal	1,72	-11	148 -3
Espagne	1,42	-9	117 -2
ME	RENDEMENT	VARIATION	VARIATION
	INDICE LOCAL (EN %)	SUR UN MOIS (BP)	SPREAD USD (PB)
Spreads dette extérieure ME			433 +15
Rendement dette ME en devise locale	6,38	-18	
Spreads dette d'entreprise ME			352 +25
Brésil	8,15	-40	273 +8
Colombie	6,51	-21	228 +18
Hongrie	2,21	-11	148 +6
Indonésie	8,16	+6	237 +15
Malaisie	4,09	-7	161 +14
Mexique	8,72	-53	357 +10
Pérou	5,73	-2	168 +6
Philippines	6,30	-3	120 +10
Pologne	2,27	-19	81 +9
Russie	8,41	0	254 +15
Afrique du Sud	9,59	+3	361 +8
Turquie	16,88	-10	429 -34
Venezuela	-	-	6845 +590
CRÉDIT	SPREAD (PB)	VARIATION	VARIATION
		SUR UN MOIS (BP)	
Oblig. IG États-Unis	153	+16	
Oblig. IG zone euro	152	+3	
Oblig. HY États-Unis	526	+108	
Oblig. HY zone euro	494	+25	
TITRISATION			
MSB d'agences	89	-6	
CMBS américains notés BBB	301	+33	

Positive Neutral Negative

Source : Bloomberg, JP Morgan. Données au 31 décembre 2018.

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

Perspectives sur les taux

Les investisseurs qui espéraient en décembre un « rebond de Noël » ont été déçus. Les actions des marchés développés ont connu leur pire mois depuis septembre 2011, tandis que les spreads des crédits investment grade se sont écartés pour atteindre leurs niveaux les plus élevés depuis le premier semestre 2016. À première vue, on pourrait penser que les investisseurs orientés value seraient tentés de profiter de cette correction pour acheter des actions sur des multiples de valorisation plus faibles, et ainsi capter une meilleure rémunération en contrepartie du risque de défaut des entreprises. Mais la situation est plus complexe que cela. Les chiffres économiques, en particulier dans les économies développées, ont globalement surpris négativement au cours du quatrième trimestre 2018, alors que les bénéfices des entreprises s'étaient plutôt bien tenus tout au long de l'année. En conséquence, les anticipations pour 2019 ont été révisées à la baisse de façon régulière. En outre, bon nombre des principaux risques macroéconomiques (tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, montée en puissance des formations populistes en Europe, préoccupations suscitées par le ralentissement de l'économie chinoise) sont toujours présents.

Cependant, l'autre évolution importante au cours du dernier mois a été la réponse monétaire à l'affaiblissement des chiffres de croissance et des performances des marchés financiers. La tendance à la normalisation de la politique monétaire, qui était fermement engagée au cours du premier semestre de l'année, semble désormais enrayer, et même dans certains cas s'inverser. Partout l'inflation reste timorée, de sorte que les banques centrales disposent de temps pour normaliser leur politique, réduisant ainsi les risques d'un accident monétaire qui résulterait d'un resserrement trop prononcé ou trop précoce.

La Fed a procédé en 2018 à davantage de relèvements de taux que ce qu'anticipait le marché initialement (quatre hausses au lieu de trois), mais se trouve maintenant dans une situation où les taux directeurs se rapprochent de la neutralité. Ainsi, les risques liés à une poursuite du resserrement semblent plus élevés, et la nécessité de continuer dans cette voie-là n'apparaît pas clairement. Les pressions inflationnistes sont réapparues au cours de l'année 2018, mais l'inflation sous-jacente aux États-Unis est au mieux retournée à son niveau cible, sans jamais devenir hors contrôle. Les créations d'emplois aux États-Unis sont ressorties en décembre bien supérieures aux prévisions, mais le taux de chômage a dans le même temps augmenté. En effet, les chômeurs jusque-là découragés se sont réinscrits sur les listes de demandeurs d'emplois. Cela laisse penser qu'il existe encore un potentiel d'absorption par le marché du travail américain, ce qui est de nature à atténuer les pressions inflationnistes.

En Europe, la Banque Centrale Européenne (BCE) a mis fin à son assouplissement quantitatif (QE), mais la trajectoire et le rythme de remontée des taux d'intérêt devraient être extrêmement lents et progressifs. La BCE s'en tient à son opinion selon laquelle la faiblesse de l'économie de la zone euro est transitoire et que des marchés du travail plus tendus et plus rigides conduiraient à une augmentation des pressions

inflationnistes sous-jacentes. Les preuves qui montreraient que la conséquence est une hausse des prix à la consommation sont pourtant rares. L'inflation sous-jacente est d'ailleurs restée inchangée en décembre, à 1% sur douze mois. Comme dans le passé, la BCE devra peut-être repousser le calendrier de sa politique de normalisation.

Le changement le plus important en matière de politique monétaire est probablement venu de la Banque populaire de Chine (PBoC) qui a réduit ses ratios de réserves obligatoires (RRO) afin de soutenir une économie chinoise en phase de décélération. Fait intéressant cependant, tandis que les marchés émergents ont été une source importante de volatilité au cours du premier semestre de 2018, ils ont réussi à surperformer leurs homologues développés sur la deuxième moitié de l'année. Cette meilleure résistance est selon nous logique car la plupart des économies émergentes sont dans une meilleure situation que ce que redoutaient de nombreux investisseurs. Les pays qui souffraient de déséquilibres ont pris des mesures correctives pour y faire face, et comme les valorisations ne sont pas excessives, cela crée de belles opportunités d'investissement. Un ralentissement du rythme de hausse des taux de la Fed (qui est de nature à entraîner un affaiblissement du dollar US) pourrait apporter un soutien supplémentaire à la classe d'actifs.

Malgré ces assez fortes variations dans les prix des actifs, les prévisions tant macroéconomiques que bénéficiaires des analystes (y compris les nôtres) pour 2019 n'ont pas changé de façon aussi spectaculaire. Oui, la croissance sera modérée en 2019. Mais va-t-elle s'effondrer ? Notre réponse est non. Et c'est une bonne chose, en particulier pour les États-Unis. Si la croissance américaine se poursuit au rythme du troisième trimestre, il n'y a aucun doute dans notre esprit que cela conduira à une hausse de l'inflation, à des relèvements de taux potentiellement plus agressifs de la Fed, et à une plus forte probabilité de récession en 2020 et au-delà. Ainsi, le bon côté de la révision par le marché américain de la croissance mondiale et américaine ainsi que de la dynamique de l'inflation est le suivant : les pressions sont désormais beaucoup moins fortes sur les banques centrales, qu'il s'agisse pour les unes de normaliser leur politique monétaire (zone euro, Japon, Chine), ou pour les autres de continuer à relever leurs taux (États-Unis). Les risques relatifs à un ralentissement économique plus prononcé issu d'un rythme trop rapide de resserrement monétaire, ou à un effondrement de la confiance des entreprises / des ménages restent selon nous limités. Nous pensons qu'une croissance modérée associée à une inflation stable et à une Fed patiente constitue une excellente combinaison pour un atterrissage en douceur des économies américaine et mondiale. Ces conditions sont de nature à soutenir la bonne performance des actifs risqués. La résistance notable des marchés émergents au cours de la deuxième moitié de l'année (particulièrement en décembre) constitue un soutien complémentaire pour l'économie mondiale et la classe d'actifs émergente dans son ensemble. Les prix des actifs risqués ont dépassé leurs valeurs fondamentales.

	ANALYSE MENSUELLE	PERSPECTIVES
Taux et devises des marchés développés	<p>Les rendements des actifs « refuges » ont chuté en décembre. Cette détente est à mettre sur le compte de l'euphorie initiale qui a suivi la réunion du G20 à Buenos Aires, de la baisse des anticipations d'inflation, et de la recherche continue de sécurité observée depuis mi-novembre. Au cours du mois, les États-Unis et la Chine ont convenu d'une trêve pour les trois prochains mois. Durant cette trêve, les États-Unis vont suspendre la hausse des droits de douane de 10 à 25 pourcents qui avait été prévue en janvier sur plus de 200 milliards de dollars de produits chinois. De son côté, la Chine s'est engagée à acheter une quantité « très importante » de produits agricoles, énergétiques et de biens industriels afin de réduire le solde commercial existant avec les États-Unis. La réaction du marché n'a cependant été que de courte durée. On a en effet appris peu de temps après que la directrice financière de Huawei avait été arrêtée au Canada. Cette arrestation fait suite à la demande du gouvernement américain pour des allégations de violations des sanctions imposées à l'Iran.</p>	<p>La croissance américaine devrait ressortir plus faible en 2019 car les effets des mesures de relance budgétaire s'essoufflent et l'impact décalé des relèvements de taux commencent à se faire sentir. Mais cette croissance ne s'effondrera pas. Les récents discours des dirigeants de la Fed nous confortent dans l'idée qu'ils sont conscients du risque qu'induirait un resserrement excessif et du besoin d'évoluer (à un certain moment dans un avenir proche) vers une politique davantage sensible aux statistiques (« data dependent »). La Fed cherche à juguler le risque inflationniste sans entraîner un atterrissage forcé/une récession. À court terme, malgré la détente marquée intervenue vers la fin du mois de décembre, nous pensons que le rendement à 10 ans du bon du Trésor américain devrait au cours des prochains mois évoluer majoritairement dans une fourchette comprise entre 2,75 et 3,25 %. Le resserrement de la Fed est mis sur pause.</p>
Taux/devises pays émergents	<p>Les obligations des marchés émergents ont signé une performance positive sur le dernier mois de l'année, compensant en partie les pertes subies sur l'ensemble de l'année. Au cours du mois de décembre, la baisse des rendements des bons du Trésor américain a soutenu les obligations long terme de bonne qualité issues des segments souverains et crédit libellés en dollar, tandis que la performance de la dette domestique a directement résulté de l'évolution des taux nationaux. Au cours du mois, les prix de l'énergie et des métaux de base ont continué de chuter. Le cours du pétrole Brent a ainsi clôturé l'année proche de 54 USD le baril tandis que le cuivre et l'aluminium ont vu leurs cours reculer de plus de 3 %. Les matières premières périssables ont signé des performances contrastées : si les cours du maïs et du blé ont progressé, le café, le sucre et le coton ont de leur côté subi des pertes. Alors que les prix des métaux de base ont chuté, ceux de l'or, de l'argent et du palladium ont rebondi au cours de la période. Les investisseurs ont continué de se désengager de la dette émergente en décembre, principalement des stratégies en devises fortes. Sur l'ensemble de l'année, les investisseurs institutionnels ont cependant injecté près de 20 milliards de dollars dans la classe d'actifs,¹ tandis que les investissements provenant des investisseurs privés sont restés à peu près stables.</p>	<p>Après une année difficile pour la dette émergente, nous portons un regard positif sur 2019 du fait des éléments suivants : des valorisations attractives, un contexte mondial plutôt favorable marqué par une croissance modérée et une inflation contenue, et une Fed qui devrait mettre fin à son cycle de resserrement monétaire. Nous pensons que ces facteurs et le creusement des « déficits jumeaux » aux États-Unis viennent réduire le risque d'une appréciation significative du dollar US, ce qui est de nature à profiter aux pays émergents emprunteurs. Notre analyse historique montre que la dette émergente a tendance à surperformer quand les économies en voie de développement comblent leurs écarts négatifs de production et convergent vers leur croissance potentielle, ce qu'elles sont en train de faire actuellement.</p>

¹ Source: JP Morgan. Données au 31 décembre 2018.

ANALYSE MENSUELLE

PERSPECTIVES

Crédit

Les spreads investment grade à l'échelle mondiale se sont écartés en décembre, clôturant ainsi leur pire année depuis la crise des dettes souveraines européennes survenue en 2011. Le spread de l'Indice Bloomberg Barclays U.S. Corporate s'est écarté de 16 pb en décembre pour terminer l'année à 153 pb au-dessus des emprunts d'État, les crédits notés BBB entraînant le marché dans leur baisse. Sur l'ensemble de l'année 2018, les spreads se sont écartés de 60 pb. Les crédits de moins bonne qualité comme les financières subordonnées et les titres BBB non financiers ont subi les plus fortes pertes. Si l'on considère l'écart de performance, l'indice Bloomberg Barclays U.S. Investment Grade d'index a reculé de 3,34 % en 2018, signant là sa deuxième plus mauvaise année depuis 2008. Comme au cours des mois précédents, les facteurs qui ont pesé sur les marchés du crédit sont restés les mêmes, à savoir les préoccupations macro-économiques et les inquiétudes suscitées par l'impact du ralentissement de la croissance économique sur les fondamentaux des entreprises (en particulier sur l'endettement des entreprises émettrices au sein du segment BBB). À ces inquiétudes se sont ajoutés en fin d'année des facteurs technique défavorables, le symptôme le plus notable étant l'appétit limité pour le risque dont a fait preuve la communauté des négociateurs de titres.

Titrisation

L'écartement des spreads des crédits titrisés et la baisse des taux d'intérêt se sont poursuivis en décembre. Les spreads des crédits titrisés se sont élargis pour le 3ème mois consécutif et ont clôturé l'année 2018 en hausse dans la plupart des secteurs. Les fondamentaux des crédits titrisés demeurent solides : les taux de défaut sont faibles, les consommateurs en bonne santé financière, et les marchés immobiliers stables. Cependant, le regain de volatilité, les préoccupations croissantes concernant la santé future de l'économie américaine, et l'élargissement des spreads dans d'autres segments obligataires sont autant de facteurs qui exercent une pression sur les spreads des crédits titrisés. Les titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) d'agences se sont une nouvelle fois bien comportés en décembre : leurs spreads se sont resserrés et leurs taux ont baissé. Ainsi, les performances des MBS d'agences sont revenus en territoire positif pour la première fois de l'année 2018.

Alors que nous sommes entrés dans une nouvelle année, nos perspectives restent globalement inchangées. Avec l'écartement supplémentaire qui a eu lieu en décembre, les spreads sont revenus à leurs niveaux de mi-2016 et intègrent désormais un risque élevé de ralentissement économique, voire même de récession. Nous pensons que ces niveaux de valorisation reflètent un scénario très pessimiste, et nous décelons donc de la valeur dans les spreads de crédit aussi bien du côté de l'investment grade que du haut rendement. Même si la sous-performance de décembre apporte de l'eau au moulin des commentateurs qui considèrent que les marchés de crédit sont « en crise », nous pensons que les dangers bien identifiés sont déjà largement pris en compte par le marché. Nous pensons qu'un positionnement actif peut permettre de profiter de d'opportunités de portage et de gains en capital (certes limités).

Nous entrons en 2019 avec une vue positive sur les marchés de titrisations. Compte tenu de taux LIBOR et de rendements des bons du Trésor américain plus élevés sur l'ensemble de la courbe en 2018, ainsi que de l'écartement des spreads des titrisations (qu'il s'agisse de MBS d'agences ou des titres adossés à des actifs (ABS) sensibles au risque de crédit), nous entamons l'année 2019 sur des rendements de titrisations sensiblement plus élevés et dans un contexte de crédit aux fondamentaux toujours solides. La volatilité de marché a augmenté et pourrait encore s'exacerber, mais nous pensons au final que la valeur fondamentale devrait de nouveau jouer son rôle et que la performance du crédit sera au rendez-vous en 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 de portefeuille 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 d'accessibilité financière (Home Affordability Index) de la National Association of Realtors compare le revenu médian au coût de la maison médiane.

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

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 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 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 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.

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.

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

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.

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

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

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

L'indice ICE BofAML European Currency High-Yield Constrained (ICE BofAML Euro HY constrained) a vocation à répliquer la performance en

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

euro et en livre sterling de la dette d'entreprise non IG (spéculative) émise par des émetteurs du monde entier sur les marchés des eurobonds, les marchés domestiques en livre sterling ou les marchés domestiques en euro.

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 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).

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.

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 **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 **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 **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 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 **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.

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

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

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

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 **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.

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.

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).

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 **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 **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).

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 publiée en dollar US et implique le réinvestissement des dividendes nets.

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 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, United Arab Emirates. Téléphone : +97 (0)14 709 7158). **Allemagne:** Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Francfort Allemagne (Catégorie : Branch Office (FDI) selon § 53b KWG). **Irlande:** Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Siège Social : The Observatory, 711 Sir John Rogerson's, Quay, Dublin 2, Irlande. Société enregistrée en Irlande sous le numéro 616662, Autorisée 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, 11e étage Amstelplein 11096HA, Pays-Bas. Téléphone : 31 2-0462-1300. 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, London, succursale de Zurich, autorisée 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

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

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 (AMIMMA), le montant des biens assujettis au contrat multiplié par un certain taux (la limite supérieure est de 2,16% par année (taxes comprises)) sera engagé proportionnellement à 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, MSIMJ 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 MSIMJ, 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, et plus, sur les fonds. Pour obtenir un prospectus, téléchargez-en un sur morganstanley.com/im ouappelez 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'àuprès 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 prévoie 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'acception de ce terme dans la loi sur les sociétés en vigueur en Australie.

INFORMATION IMPORTANTE

EMEA: Cette communication promotionnelle a été publiée par Morgan Stanley Investment Management Ireland Limited (« MSIM Ireland »). Autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre sous le n°1981121. Siège Social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

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 placement, 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'appuient 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 Ireland 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 Ireland 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 existe des divergences entre la version anglaise et une version de ce document traduite 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 Ireland.

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