

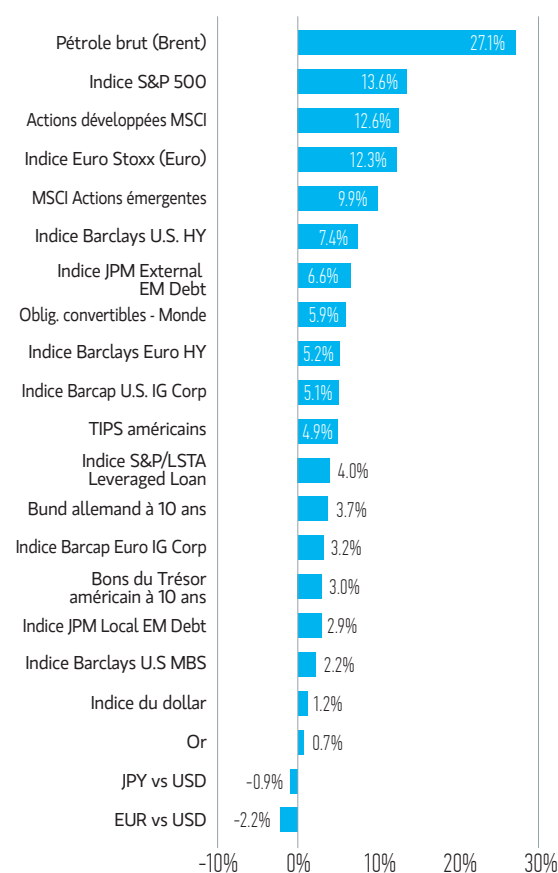
Le retour d'un scénario idéal ?

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

Nos craintes que le rallie des actifs risqués ne se heurte à des difficultés sans une amélioration concrète des fondamentaux économiques se sont avérées en partie fondées. Les obligations d'État sont massivement reparties en hausse à mesure que le nombre de banques centrales se ralliant à une vision accommodante augmentait et que les données économiques décevaient. Toutefois, malgré le vent contraire que représente la baisse des rendements des obligations d'État qui laisse entrevoir des inquiétudes quant à l'avenir économique, les actifs risqués ont bien résisté : les spreads des titres IG se sont resserrés alors que les hauts rendements ont légèrement sous-performé. Le sentiment d'optimisme selon lequel une politique monétaire plus accommodante en 2019 et des rendements réels à court et à long terme plus faibles soutiendront les économies et allongeront le cycle économique, malgré la persistance de données généralement décevantes, est actuellement dominant. Plutôt à raison, d'après nous !

GRAPHIQUE 1

Performance des actifs sur l'année en cours



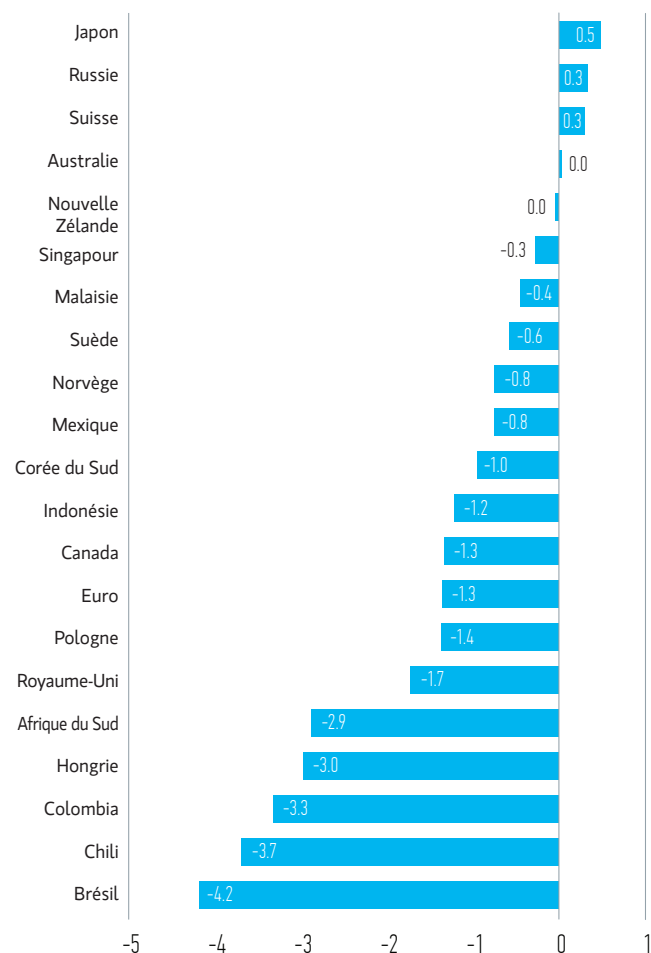
Note : Performance en dollar US. Source : Thomson Reuters Datastream. Données au 31 mars 2019. Les performances des indices sont fournies à titre indicatif uniquement et n'ont pas vocation à illustrer la performance d'un investissement spécifique. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.** Voir les pages 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 mars 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 mars 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	MOIS VARIATION (PB)	SPREAD 10 ANS (PB)	MOIS VARIATION (PB)
(Spread vs UST)				
États-Unis	2.41	-31		
Royaume-Uni	1.00	-30	-141	+1
Allemagne	-0.07	-25	-248	+6
Japon	-0.08	-6	-249	+25
Australie	1.78	-33	-63	-2
Canada	1.62	-33	-79	-2
Nouvelle Zélande	1.81	-36	-60	-5
EUROPE (spread vs Bunds)				
France	0.32	-25	39	0
Grèce	3.74	+7	381	+32
Italie	2.49	-26	256	-1
Portugal	1.25	-22	132	+3
Espagne	1.10	-8	117	+18
MARCHÉS ÉMERGENTS	INDICE RENDEMENT (%)	VARIATION MENSUELLE (PB)	SPREAD US (PB)	VARIATION MENSUELLE (PB)
Spreads dette extérieure émergente			371	+12
Rendements dette locale émergente	6.15	-9		
Spreads obligations d'entreprise émergentes			298	+12
Brésil	8.20	+4	248	+18
Colombie	6.16	-25	184	-2
Hongrie	1.82	-28	116	+9
Indonésie	7.74	-18	196	+3
Malaisie	3.80	-18	131	+5
Mexico	8.13	-20	308	-8
Pérou	5.36	-24	130	-1
Philippines	5.34	-23	90	+4
Pologne	2.28	-9	57	+8
Russie	8.07	-2	227	+19
Afrique du Sud	9.40	-9	315	+31
Turquie	19.55	+404	495	+95
Venezuela	-	-	5224	-79
CRÉDIT			SPREAD (PB)	VARIATION MENSUELLE (PB)
Oblig. IG États-Unis			119	-2
Oblig. IG zone euro			123	-5
Oblig. HY États-Unis			391	+12
Oblig. HY zone euro			376	+1
TITRISATION				
MBS d'agences			77	-9
CMBS américains BBB			268	+2

Positive Neutral Negative

Source : Bloomberg, JP Morgan. Données au 31 mars 2019.

Les points de vue et les opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille en date de mars 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 des marchés obligataires

Les craintes d'un resserrement trop agressif de la Réserve fédérale américaine (Fed) et d'un retrait des mesures de relance des autres banques centrales font nettement moins consensus que d'habitude. Pour être juste, seule la Fed a clairement dit qu'elle n'avait pas l'intention d'assouplir ses positions - elle se considère elle-même comme étant vraiment en attente. Pour nous, c'est là le paradoxe. Les prix du marché selon la Fed semblent un peu optimistes (ou pessimistes si vous pensez à l'économie), ce qui signifie que la probabilité induite que la Fed réduise ses taux est actuellement trop élevée. Cela nous rend prudents quant à la tendance des rendements et nous craignons qu'un certain ajustement à la hausse ne se produise. D'autre part, l'inquiétude manifeste des banques centrales mondiales face à la faiblesse de l'économie et au comportement incohérent de l'inflation laisse présager avec optimisme que les taux resteront bas indéfiniment, ce qui implique une baisse des rendements à long terme. Ce qui est clair, c'est que cette combinaison est bonne pour les actifs risqués. Nous sommes positifs sur le crédit, les marchés émergents et la dette titrisée, mais pas aussi optimistes que nous ne l'étions au début de l'année.

En revanche, nous pensons que les perspectives pour les obligations d'État des économies développées sont plus difficiles et nous sommes légèrement sous-pondérés en termes de duration, même si les banques centrales ont adopté une position plus accommodante. Ces paradoxes s'expliquent en partie par ce que les marchés financiers ont déjà inclus dans les prix, et par nos attentes pour l'avenir de l'économie mondiale.

S'il ne fait aucun doute que les banques centrales, préoccupées par le ralentissement de l'économie mondiale et peu incitées à durcir leur politique en raison de faibles pressions inflationnistes, sont devenues plus souples, nous pensons que cela est déjà globalement intégré dans les prix, parfois même avec excès. Bien que nous soyons d'accord pour dire que la Fed pourrait ne pas relever davantage les taux d'intérêt en 2019, le marché, lui, anticipe des baisses. En Europe, la Banque centrale européenne (BCE) a reporté à l'année prochaine ses réflexions sur les hausses de taux, mais le marché

n'en anticipe aucune avant 2021. Les valorisations étant déjà élevées et les rendements étant à la baisse en raison de l'aplatissement des courbes des taux, les perspectives de rendement des obligations d'État IG sont devenues relativement peu intéressantes, à moins de croire à des baisses de taux à venir.

Toutefois, la réorientation accommodante des politiques monétaires continuera d'offrir un environnement favorable aux marchés émergents et au crédit. Outre cela, les mesures de relance budgétaire et autres mesures de relance de l'économie chinoise devraient contribuer à dynamiser l'économie mondiale, compte tenu de l'importance de la Chine comme source de demande extérieure dans de nombreuses économies européennes et en développement. D'un point de vue technique, l'absence persistante de volatilité des marchés rend intéressantes les opérations de portage. Une autre source de reprise pourrait être le règlement du différend commercial entre les États-Unis et la Chine. Bien que les données économiques actuelles ne soient pas encore bien solides, la tendance est positive.

Nous restons également positifs sur les produits titrisés, compte tenu de la santé du secteur des ménages dans les économies développées et de la politique monétaire accommodante. Bien que l'inversion temporaire de la courbe des taux américaine ait ravivé la discussion sur l'approche d'une récession aux États-Unis, la courbe s'est depuis pentifiée et il a également été souligné que le délai entre inversion de la courbe et récession peut-être long et variable.

D'importants risques subsistent encore, notamment en ce qui concerne les échanges ecommerciaux et le Brexit, et bon nombre des risques de l'an dernier propres aux marchés émergents n'ont pas non plus disparu. Toutefois, la principale raison pour laquelle nous sommes aujourd'hui moins optimistes sur les actifs risqués qu'il y a quelques mois provient du fait que les valorisations sont moins intéressantes après la forte performance du premier trimestre de cette année. Nous avons donc pris des mesures pour réduire le risque des portefeuilles, en tirant parti des bonnes conditions de marché qui sont favorables à l'investissement dans les produits de crédit.

ANALYSE MENSUELLE

PERSPECTIVES

Taux et devises des marchés développés

En mars, la performance des actifs risqués s'est essouffée sous l'effet de la reprise des obligations d'État, mais, à notre avis, elle s'est mieux comportée que prévu en raison de la confiance accrue des marchés dans le changement de position de la banque centrale vers une politique plus accommodante. Les rendements des obligations souveraines sur les marchés développés ont connu des baisses importantes au cours du mois, atteignant des plus bas de plusieurs années. Les banques centrales sont devenues progressivement moins rigides à mesure qu'elles constataient la faiblesse persistante de l'économie mondiale, en plus des faibles pressions inflationnistes. La Fed a adopté une position beaucoup plus souple, ne prévoyant aucune hausse des taux d'intérêt pour le reste de l'année 2019. Le dollar s'est légèrement affaibli en mars, en particulier contre l'euro, le yen et la livre sterling. La BCE a annoncé de nouvelles mesures de relance sous la forme d'un programme de prêts à long terme pour les banques, ce qui a supprimé le risque de refinancement à l'expiration des programmes actuels.

Les récents discours des responsables de la politique monétaire de la Fed nous confirment encore plus que celle-ci s'est engagée à être « patiente » et « flexible » en matière de hausses des taux futures. Pour le moment, il est peu probable que la Fed les augmente de nouveau en 2019, mais il se pourrait aussi qu'elle ne les baisse pas au niveau actuellement anticipé par le marché. Nous nous attendons à ce que la politique de la Banque du Japon (BoJ) reste accommodante, tout comme celle d'autres grandes banques centrales, mais la BoJ pourrait ne pas apprécier que les rendements du JGB à 10 ans passent sous les -0,10%. En termes de devises, nous anticipons un léger affaiblissement du dollar en 2019.

Taux/devises pays émergents

Au cours du mois, les obligations émergentes ont enregistré des performances variables alors que les devises émergentes perdaient du terrain face au billet vert pendant que les titres en devise locale et la dette extérieure ont terminé le mois en territoire positif. Quant aux devises fortes, la catégorie investment grade a surperformé le haut rendement, les rendements des obligations du Trésor américain ayant chuté au cours de la période et les obligations souveraines ayant surperformé le crédit.¹ Les prix des produits de base ont également été contrastées au cours de la période, les prix du pétrole demeurant élevés, tandis que les prix des métaux précieux et des produits de base agricoles ont baissé.² Les flux d'investissement ont continué sur leur lancée positive avec 16 milliards de dollars investis dans les fonds obligataires EM au cours du mois, selon JP Morgan. Les flux entrants ont été également répartis en gros entre les flux institutionnels et les flux de détail, principalement en faveur de stratégies en devises fortes, suivis par les devises locales, puis diversifiées.

Malgré le ralentissement récent de la croissance mondiale et les événements susceptibles de perturber le marché (à court terme a priori le Brexit), nos perspectives en matière de dette des marchés émergents restent positives en raison de plusieurs facteurs. Premièrement, la politique monétaire mondiale est devenue résolument accommodante, comme l'ont souligné le récent virage de la Fed et la position d'assouplissement de la BCE. En outre, la Chine continue d'aligner des mesures de relance importantes par le biais de l'assouplissement monétaire (par la réduction du ratio de réserves obligatoires (RRR) et l'augmentation des facilités de liquidité) et de l'expansion budgétaire (par des réductions fiscales et une augmentation des dépenses d'infrastructure des administrations locales). Troisièmement, le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine, qui a largement contribué aux incertitudes l'année dernière, semble proche d'une résolution temporaire dans les prochains mois, ce qui renforce la confiance dans les actifs risqués à court terme.

¹ JP Morgan, données au 31 mars 2019.² JP Morgan, Bloomberg, au 31 mars 2019.

Les points de vue et les opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille en date de mars 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.**

ANALYSE MENSUELLE

PERSPECTIVES

Crédit

Malgré la chute abrupte des rendements des obligations d'État et les données économiques contrastées, la reprise du crédit n'a fait qu'une brève pause, ce qui n'a pas entamé le rallie en cours depuis le début de l'année. L'indice Bloomberg Barclays U.S. Corporate Index a reculé de 1 point de base en mars pour terminer le mois à 119 points de base au-dessus des obligations gouvernementales. Les titres européens IG ont encore mieux performé en mars, comblant l'écart par rapport aux spreads US depuis le début de l'année, l'indice Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Corporate se resserrant de 6 points de base pour atteindre 121 points de base à la fin mars comparativement aux obligations gouvernementales. Le marché américain des titres à haut rendement a poursuivi son redressement en mars, et l'indice Bloomberg Barclays U.S. High Yield Index a généré une performance totale de +0,94 %.³ Les spreads se sont écartés de 14 points de base pour s'établir à 414 points de base à la fin du mois, tandis que les rendements ont diminué de 11 points de base à 6,43 %.⁴

Les marchés du crédit ont eu un mois de mars chahuté. Les données économiques ont continué d'être contrastées, surtout à l'extérieur des États-Unis, mais elles semblent indiquer que le pire du ralentissement est maintenant derrière nous. Notre choix de position longues en risque dans les portefeuilles courant 2019 a été, et devrait continuer d'être, récompensé.

Titrisation

Les marchés des prêts hypothécaires et des titres titrisés ont pris un bon départ en 2019, profitant à la fois de la remontée des taux d'intérêt et du resserrement des spreads. Nous croyons que les conditions fondamentales du crédit demeureront positives et que les prêts hypothécaires et les actifs titrisés sensibles au crédit continueront de bien performer. Du point de vue fondamental, l'économie américaine nous semble toujours aussi solide (en particulier la consommation et l'immobilier), et nous continuons à surpondérer les titrisations orientées crédit. Nous sous-pondérons toujours les MBS d'agences du fait des craintes sur l'équilibre entre l'offre et la demande liées à l'arrêt du programme d'achat de MBS de la Fed, et la réduction potentielle du stock de MBS d'agences détenus par les banques américaines en cas d'assouplissement des exigences de fonds propres.

Nous continuons à penser que la volatilité des taux restera favorable en 2019, ce qui soutiendra les MBS d'agences, mais ce facteur pourrait être compensé par les pressions pesant sur l'offre liées à la réduction du bilan de la Fed. Dans l'ensemble, les MBS d'agences devraient selon nous continuer à surperformer les bons du Trésor mais à sous-performer les actifs de crédit titrisés. Compte tenu de cette solide performance et comme nous l'avons mentionné pour la première fois le mois dernier, nous continuons de prendre des mesures pour réduire le risque de la plupart des portefeuilles en réduisant le nombre de titres financiers subordonnés, de titres non financiers BBB, d'obligations à haut rendement et d'obligations convertibles. Nous trouvons toujours le crédit intéressant à ces niveaux, mais nous croyons que l'essentiel des gains en capital pour l'année est probablement derrière nous.

³ Bloomberg Barclays, données au 31 mars 2019. ⁴ Bloomberg Barclays, données au 31 mars 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 Bloomberg 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 impossibles.

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

Les points de vue et les opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille en date de mars 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.**

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.

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 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 des 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.

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. **Dubai** : 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, Dubai, 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, 11e 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. (« MSIM ») 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 MSIM de prendre toutes les décisions d'investissement en fonction de l'analyse de la valeur des titres et MSIM accepte cette mission. Le client doit déléguer à MSIM les pouvoirs nécessaires à l'investissement. MSIM exerce les pouvoirs délégués en fonction des décisions d'investissement de MSIM, 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 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

Les points de vue et les opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille en date de mars 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.**

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 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'auprès 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'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'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, avalisés, 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