

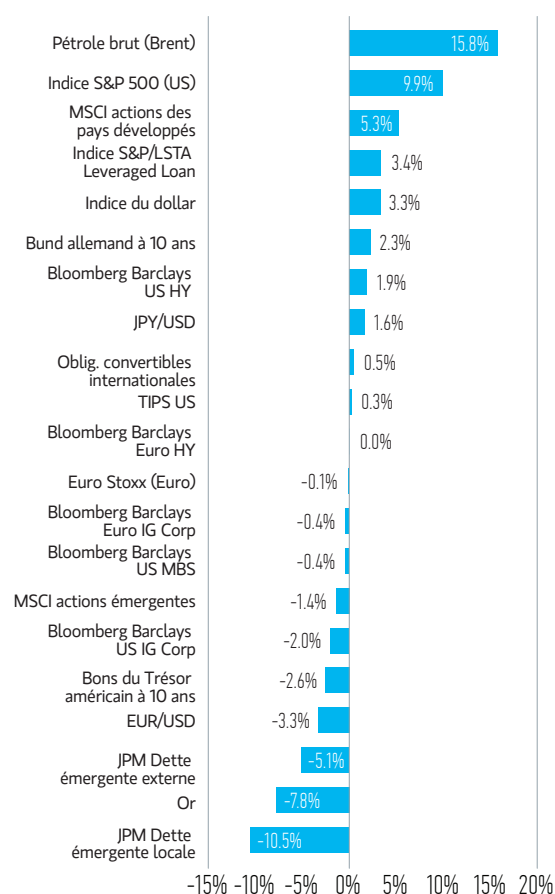
# Les tensions sont-elles systémiques ou idiosyncratiques ?

**FIXED INCOME** | GLOBAL FIXED INCOME TEAM | MACRO INSIGHT | SEPTEMBER 2018

L'une des principales questions sur lesquelles les investisseurs vont devoir se pencher est de savoir si les tensions qui ont agité les marchés en août étaient principalement de nature idiosyncratique ou si elles sont imputables à des problématiques plus systémiques. Dans le premier cas, elles ont peu de chances d'affecter un environnement économique mondial par ailleurs positif, favorable aux actifs risqués et exerçant des pressions à la hausse accrues sur les rendements des emprunts d'État. Toutefois, si elles sont révélatrices de tensions sous-jacentes plus profondes qui pèsent sur l'économie mondiale (endettement excessif, conditions financières tendues, détérioration des marchés émergents), les perspectives risquent d'être beaucoup plus difficiles et de nombreux actifs « bon marché » pourraient se révéler être des pièges « value » (*value traps*).

## GRAPHIQUE 1

### Performance des actifs sur l'année en cours



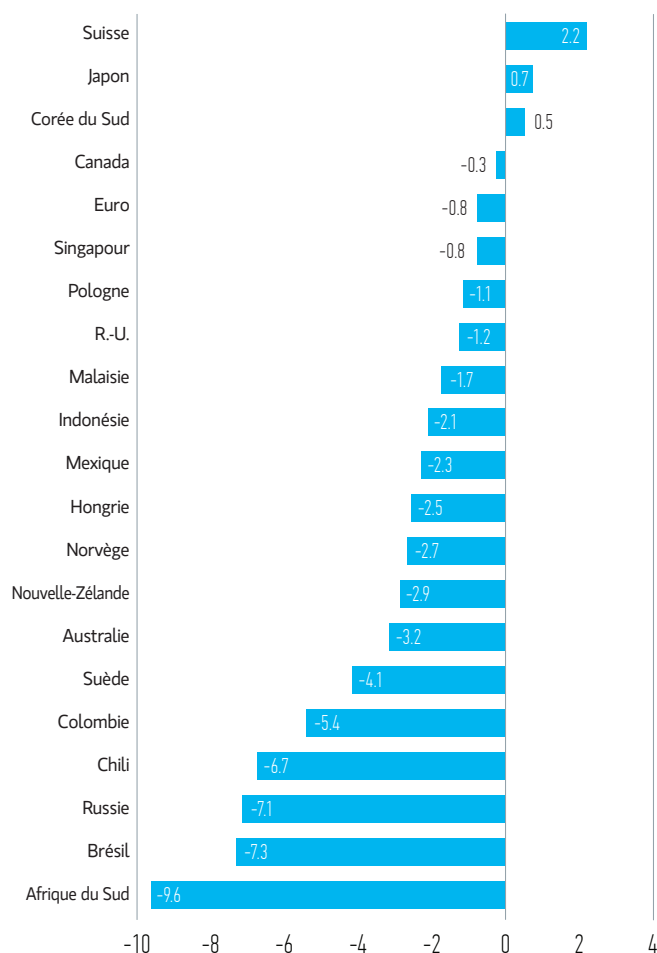
Remarque : Performance en dollar US. Source : Thomson Reuters Datastream. Données au 31 août 2018. Les performances des indices sont fournies à titre indicatif uniquement et n'ont pas vocation à illustrer la performance d'un investissement spécifique. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.** Voir les pages 6 et 7 pour les définitions des indices.

Les points de vue et les opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille en août 2018 et sont appelées à évoluer 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.

(+ = appreciation)



Source : Bloomberg. Données au 31 août 2018. Remarque : 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                                       | NIVEAU DU TAUX À 10 ANS (%) | ÉVOLUTION MENSUELLE (PB)               | SPREAD À 10 ANS (PB) | ÉVOLUTION MENSUELLE (PB)               |
|--|-----------------------------|--|----------------------|--|
| (Spread par rapport aux bons du Trésor US) |                             |  |                      |  |
| États-Unis                                 | 2.86                        | -10                                    |                      |  |
| Royaume-Uni                                | 1.43                        | +10                                    | -143                 | +20                                    |
| Allemagne                                  | 0.33                        | -12                                    | -253                 | -2                                     |
| Japon                                      | 0.11                        | +5                                     | -275                 | +14                                    |
| Australie                                  | 2.52                        | -13                                    | -34                  | -3                                     |
| Canada                                     | 2.23                        | -8                                     | -63                  | +2                                     |
| Nouvelle-Zélande                           | 2.72                        | 0                                      | -14                  | +10                                    |
| (Spread par rapport aux Bunds)             |                             |  |                      |  |
| France                                     | 0.68                        | -5                                     | 36                   | +7                                     |
| Grèce                                      | 4.40                        | +44                                    | 408                  | +56                                    |
| Italie                                     | 3.24                        | +52                                    | 291                  | +63                                    |
| Portugal                                   | 1.92                        | +18                                    | 160                  | +30                                    |
| Espagne                                    | 1.47                        | +7                                     | 115                  | +19                                    |
| ME   | INDICE DU TAUX LOCAL (%)    | ÉVOLUTION DEPUIS LE DÉBUT DU MOIS (PB) | SPREAD USD (PB)      | ÉVOLUTION DEPUIS LE DÉBUT DU MOIS (PB) |
| Spreads dette émergente externe            |                             |  | 399                  | +47                                    |
| Rendements en devise locale                |                             |  |                      |  |
| Spreads dette corporate émergente          |                             |  | 314                  | +44                                    |
| Brésil                                     | 10.41                       | +96                                    | 337                  | +74                                    |
| Colombie                                   | 6.55                        | 0                                      | 184                  | +7                                     |
| Hongrie                                    | 2.50                        | +14                                    | 124                  | +14                                    |
| Indonésie                                  | 8.23                        | +29                                    | 191                  | +9                                     |
| Malaisie                                   | 4.06                        | -3                                     | 136                  | +6                                     |
| Mexique                                    | 7.93                        | +13                                    | 282                  | +8                                     |
| Pérou                                      | 5.52                        | -1                                     | 147                  | +4                                     |
| Philippines                                | 5.92                        | 0                                      | 109                  | +7                                     |
| Pologne                                    | 2.57                        | 0                                      | 63                   | +5                                     |
| Russie                                     | 8.40                        | +87                                    | 235                  | +47                                    |
| Afrique du Sud                             | 9.55                        | +38                                    | 336                  | +63                                    |
| Turquie                                    | 23.97                       | +480                                   | 598                  | +166                                   |
| Venezuela                                  | -                           | -                                      | 5807                 | +721                                   |
| CRÉDIT                                     |                             |  | SPREAD (PB)          | ÉVOLUTION DEPUIS LE DÉBUT DU MOIS (PB) |
| US IG                                      |                             |  | 114                  | +5                                     |
| EUR IG                                     |                             |  | 119                  | +9                                     |
| US HY                                      |                             |  | 338                  | +2                                     |
| EUR HY                                     |                             |  | 348                  | +5                                     |
| DETTE TITRISÉE                             |                             |  |                      |  |
| MBS d'agences                              |                             |  | 81                   | +4                                     |
| CMBS US BBB                                |                             |  | 262                  | -13                                    |

Positive Neutral Negative

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

Les points de vue et les opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille en août 2018 et sont appelées à évoluer 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

À première vue, la plupart des tensions observées le mois dernier sur les marchés ne semblent pas liées les unes aux autres. La Turquie, l'Argentine et l'Afrique du Sud font face à des problèmes économiques structurels importants qui sont connus depuis longtemps. Mais ils sont représentatifs de la classe d'actifs des marchés émergents (ME) et conditionnent par conséquent l'attitude des investisseurs à l'égard du risque et du rendement. D'autre part, bien que ces problématiques aient un impact significatif au sein des ME, nous ne pensons pas qu'ils soient suffisamment conséquents pour présenter un risque systémique pour l'économie ou les marchés mondiaux. Un ralentissement plus marqué de la croissance chinoise constituerait un risque plus important puisqu'il aurait des répercussions plus lourdes sur l'économie mondiale, les politiques monétaires et la performance des marchés.

Les tensions liées aux ME n'ont pas été la seule source de risque et d'inquiétude. En Europe, l'orientation politique fluctuante en Italie a soulevé d'importantes questions budgétaires pour l'économie du pays et les prix des actifs, et pour la zone euro dans son ensemble. L'économie italienne est suffisamment grande et possède un marché obligataire suffisamment important pour présenter un risque systémique pour le reste de l'Union européenne (UE) et la zone euro. La posture populiste de l'actuel gouvernement de coalition italien menace de mettre à mal la relance de l'économie menée par l'UE (que la politique commerciale « America First » des États-Unis n'a pas aidée). La bonne nouvelle, c'est que les gouvernements populistes ont globalement du mal à se rebeller contre l'hégémonie de l'UE, et que les pressions exercées sur le gouvernement italien par le marché risquent de l'obliger à respecter dans une certaine mesure les règles budgétaires européennes. Le risque serait que le gouvernement de coalition ne recule que sous la contrainte du marché, ce qui générerait d'importants risques à la hausse pour les rendements. D'autre part, les primes de risque italiennes sont assez élevées et si le gouvernement devait reculer et poursuivre une politique plus classique, les actifs italiens pourraient rebondir.

Les optimistes souligneraient que l'économie mondiale demeure en bonne santé, étant donné non seulement que le ralentissement de l'activité économique du début d'année s'est atténué, mais aussi que l'économie américaine a retrouvé sa vigueur. Les bénéfices des sociétés demeurent élevés, surtout aux États-Unis, l'inflation est faible, ce qui permet de contenir l'action des banques centrales (oui, même la Réserve fédérale américaine (Fed) a relevé ses taux d'intérêt de façon très progressive, ignorant ainsi le niveau du produit intérieur brut (PIB) nominal et le faible taux de chômage), et permettant ainsi de contenir la volatilité des actions

et des taux d'intérêt. Même si la volatilité des devises s'est accélérée en raison des tensions dans les marchés émergents, elle demeure faible par rapport à sa moyenne sur plusieurs années et aux pays du G10.

Mais malheureusement ce n'est pas tout. Les pessimistes considèrent les tensions observées sur les ME comme une conséquence inévitable du resserrement des conditions de liquidité à l'échelle mondiale, en particulier en ce qui concerne le financement en dollars américains (USD), lequel devrait se poursuivre en raison de la bonne tenue de l'économie américaine. L'écart entre l'économie américaine et le reste du monde depuis le début de l'année a surpris les marchés et comporte des risques. Premièrement, la Fed pourrait resserrer sa politique monétaire à un degré insupportable pour les autres économies, ce qui provoquerait un ralentissement pénalisant pour les prix des actifs, même les actifs américains, à mesure que ce cercle vicieux prendrait de l'ampleur. Bien que les États-Unis ne soient pas isolés du reste du monde, leur économie est suffisamment dynamique actuellement pour atténuer, sinon annihiler, les pressions négatives qui s'exercent hors de leurs frontières. Deuxièmement, le dollar pourrait continuer de s'apprécier, exacerbant les craintes inflationnistes sur les ME et provoquant un resserrement monétaire alors que les conditions économiques dans de nombreux pays suggèrent au contraire qu'une stabilité ou une baisse des taux seraient plus appropriées. Tôt ou tard, ce cercle vicieux inciterait la Fed à atténuer ses mesures de resserrement, mais cela pourrait intervenir trop tard, après de nombreux dégâts.

À court terme (c'est-à-dire à un horizon d'un ou deux mois), le sentiment et la dynamique négatifs envoient un signal baissier, que les tensions soient fondamentalement justifiées ou non. Nos indicateurs tactiques nous incitent à la prudence, car le genre de sous-performance que nous avons pu observer récemment sur les marchés émergents a toujours été un indicateur avancé fiable de la baisse des rendements des emprunts d'État des pays développés et de l'élargissement des spreads de crédit (toutes choses étant égales par ailleurs). Toutefois, si les données économiques mondiales restent robustes et si la réduction des injections de liquidité de la part des banques centrales est moins préjudiciable qu'on ne le craignait, les titres de crédit sur les marchés émergents et ailleurs pourraient commencer à présenter des valorisations intéressantes. Bien qu'à ce stade il soit sans doute prématuré de se précipiter, la correction intervenue durant l'été pourrait offrir des opportunités d'achat intéressantes avant la fin de l'année.

Les points de vue et les opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille en août 2018 et sont appelées à évoluer en fonction des conditions de marché, économiques ou autres. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.**

## ANALYSE MENSUELLE

## PERSPECTIVES

## Taux et devises des marchés développés

En août, le sentiment d'aversion au risque a pesé sur les marchés mondiaux suite à une actualité volatile, allant de la situation politique en Italie aux négociations sur le Brexit. Le mouvement de fuite des investisseurs vers la qualité a entraîné une baisse des bons du Trésor américain et du Bund allemand à 10 ans de 10 et 12 points de base, respectivement. D'autre part, le spread des emprunts d'État italiens a continué de s'élargir, progressant de 52 points de base supplémentaires ce mois-ci en raison des incertitudes liées à la proposition budgétaire du gouvernement de Giuseppe Conte vers la fin du mois de septembre. D'autres marchés périphériques, de la Grèce au Portugal, ont corrigé en réponse à une baisse généralisée de l'appétit pour le risque. Au Royaume-Uni, le rendement des Gilt à 10 ans a gagné 10 points de base malgré l'actualité chargée concernant les négociations liées au Brexit. Le segment 2-10 ans de la courbe des taux américaine a continué de s'aplatir, évoluant de 6 pb supplémentaires pour atteindre un nouveau point bas de 23 pb.<sup>1</sup>

Nous pensons que la Fed va tolérer un taux d'inflation légèrement supérieur à son objectif, et il va donc falloir faire preuve de patience avant de pouvoir observer un raffermissement des chiffres. Le marché semble se rallier à l'opinion selon laquelle la Fed ne devrait pas relever ses taux de façon agressive en 2019 après le discours de Jay Powell à Jackson Hole, même si les récentes pressions à la hausse sur les salaires et l'amélioration de la confiance des entreprises font monter les enchères concernant le taux définitif approprié. S'agissant du rendement du bon du Trésor américain à 10 ans, nous restons convaincus qu'un niveau d'équilibre de 3 % constitue une hypothèse raisonnable. Comme nous l'avons déjà signalé, les emprunts d'État japonais (JGB) ont servi d'ancrage aux rendements à travers le monde. Alors que la Banque du Japon (BoJ) ajuste sa politique de contrôle de la courbe des taux, une fourchette de fluctuation plus large du JGB pourrait entraîner un regain de volatilité et exercer des pressions à la hausse sur le taux sans risque. Cela étant, la BoJ ne semble pas vouloir se précipiter pour l'instant. Il est très possible que le rendement des bons du Trésor américain teste à nouveau la barre des 3 %, et nous considérerions tout dépassement comme une opportunité d'achat.

## Taux/devises pays émergents

Les obligations émergentes ont affiché une performance médiocre dans un contexte où le sentiment des investisseurs a été affecté par les menaces pesant sur le commerce mondial et le faible niveau de liquidité durant l'été. La réduction du niveau de liquidité à l'échelle mondiale (relèvement des taux directeurs et réduction du bilan de la Fed) a contraint le marché à se concentrer sur les pays présentant des vulnérabilités externes, en particulier ceux qui souffrent de « déficits jumeaux » (celui de la balance des opérations courantes et celui du budget). En conséquence, les actifs, et en particulier les devises, turcs, argentins et sud-africains ont été mis sous pression. Bien que l'évolution des politiques monétaires ait affecté la confiance des investisseurs, la plupart de ces pays ont été confrontés à des problèmes spécifiques qui les ont rendus vulnérables aux fluctuations de l'appétit pour le risque. Alors que les mouvements des prix des actifs de ces pays sont tombés à des niveaux inquiétants enregistrés lors des précédents épisodes de crise sur les ME, la contagion a pu être limitée, peut-être en raison de l'absence cette fois-ci d'une hausse notable des défauts réels ou attendus. Au cours du mois, sur le segment des émissions libellées en dollar, les obligations d'entreprises ont surperformé les obligations souveraines et, dans l'ensemble, la dette libellée en dollar a surperformé la dette libellée en devise locale. Les investisseurs (et notamment les particuliers) sont sortis des stratégies libellées en devise locale (-0,4 milliard de dollars) ainsi que des stratégies libellées en devise forte (-0,7 milliard de dollars) sur la période.<sup>2</sup> Les prix de l'énergie et du palladium ont augmenté pendant le mois, tandis que les prix des autres métaux industriels et des produits agricoles comme le blé, le maïs, le soja et le coton ont baissé.

Nous restons prudents à l'égard de la dette émergente, car un ensemble de risques pourrait avoir des répercussions défavorables à court terme sur le rendement des actifs. À l'échelle mondiale, les tensions commerciales semblent être en tête de la liste, et notamment la mise à exécution par le gouvernement américain de sa menace de taxer de nouvelles importations chinoises, qui sera probablement suivie par des mesures de rétorsion de la part de Pékin. En outre, les litiges commerciaux toujours non résolus entre le Canada et les États-Unis dans le cadre de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) contribueront à accroître la volatilité, et ce malgré un accord de principe signé entre les États-Unis et le Mexique. L'aplatissement de la courbe des taux américains, que certains considèrent comme un indicateur fiable de l'imminence d'une récession, pourrait commencer à affecter les actions américaines, suscitant ainsi des craintes sur la croissance mondiale et impactant les actifs émergents. En revanche, les derniers indicateurs de haute fréquence en provenance d'Europe ont rebondi plus que prévu, ce qui a contribué à atténuer les inquiétudes concernant la croissance mondiale. Nous restons également attentifs au marché chinois, car les autorités de Pékin s'appuient sur de nombreux outils stratégiques afin de faire face à des objectifs contradictoires comme le désendettement, un léger ralentissement de l'activité et la stabilité du marché des changes, dans un contexte de diminution de l'excédent de la balance des opérations courantes et de tensions commerciales avec les États-Unis.

<sup>1</sup> Source : Bloomberg. Données au 31 août 2018. <sup>2</sup> Source : JP Morgan. Données au 31 août 2018.

Les points de vue et les opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille en août 2018 et sont appelées à évoluer 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 marchés mondiaux du crédit se sont repliés en août, après avoir nettement rebondi en juillet. Le spread de l'indice Bloomberg Barclays U.S. Investment-Grade Corporate Bond s'est élargi de 5 pb en août pour clôturer le mois à 114 pb, les titres notés BBB et les émissions du secteur industriel ayant le plus pesé sur le marché.<sup>3</sup> En Europe, le spread de l'indice Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Corporate s'est élargi de 9 pb pour clôturer le mois à 119 pb.<sup>4</sup> Depuis le début de l'année, les spreads des obligations d'entreprises américaines et européennes Investment Grade se sont élargis respectivement de 21 pb et 33 pb.

Avec des spreads autour de 100 pb pour les titres de crédit américains et européens, nous pensons que les valorisations demeurent intéressantes dans un contexte non récessif et qu'elles peuvent potentiellement bien performer durant les derniers mois de 2018. Même si les ME continueront sans doute d'afficher de la volatilité et que les tensions commerciales vont se poursuivre, le contexte fondamental semble plutôt favorable aux États-Unis et en Europe. Les facteurs techniques auront leur importance désormais, et nous allons surveiller de près la façon dont les futures émissions, ainsi que la demande et les flux de capitaux correspondants influenceront le marché. En termes de positionnement, nous continuons de surpondérer légèrement le risque de crédit au sein des portefeuilles. Sur le segment Investment Grade, nous privilégions toujours les émetteurs financiers compte tenu de la solidité de leurs fondamentaux et de la surveillance réglementaire rigoureuse dont ils font l'objet. Nous restons en revanche prudents à l'égard de nombreux segments non-financiers du marché en raison de fondamentaux fragilisés, des risques liés aux activités de fusions-acquisitions et du risque généralisé de perturbations et d'incidents technologiques.

## Titrisation

En août, l'activité sur les marchés des prêts hypothécaires et des actifs titrisés a été relativement calme, mais la performance globalement satisfaisante. La faiblesse de l'économie mondiale semble prendre le pas sur la vigueur relative de l'économie américaine, ce qui entraîne une baisse des taux d'intérêt ; mais les attentes permanentes à l'égard de nouveaux relèvements de taux de la part de la Fed provoquent un nouvel aplatissement de la courbe. Les actifs titrisés sensibles aux taux d'intérêt ont affiché une bonne performance en août, tandis que, dans l'ensemble, les actifs titrisés sensibles au crédit ont continué de générer des performances positives, principalement grâce au portage des flux de trésorerie.

Notre thèse d'investissement demeure en grande partie inchangée en septembre : nous restons globalement optimistes au sujet des opportunités sur le segment du crédit titrisé, et prudents à l'égard des titres adossés à des créances hypothécaires d'agences américaines (MBS). Malgré certains des risques et des incertitudes économiques découlant du protectionnisme croissant à l'échelle mondiale, nous estimons que l'économie américaine demeure vigoureuse et que les fondamentaux du crédit à la consommation et du crédit immobilier continuent de s'améliorer. Nous continuons de sous-pondérer les MBS d'agences étant donné que la Fed continue de réduire ses achats sur ce segment et que, par conséquent, l'offre du marché secondaire augmente. Les MBS d'agences nous semblent surévalués par rapport à leurs niveaux de spread historiques, et nous pensons donc que les spreads devront sans doute s'élargir pour attirer de nouveaux investisseurs et compenser ainsi la réduction des achats de la Fed. Nous nous attendons à ce que la volatilité des taux d'intérêt reste modérée jusqu'à la fin de l'année, et que cette volatilité réduite permette aux MBS d'agences de surperformer les autres actifs garantis par le gouvernement. Mais dans l'ensemble, nous pensons que les MBS d'agences vont continuer de sous-performer l'univers élargi des actifs titrisés étant donné la baisse du niveau de portage et nos préoccupations concernant la hausse de l'offre sur le marché secondaire.

<sup>3</sup> Source : Bloomberg Barclays. Données au 31 août 2018.

<sup>4</sup> Source : Bloomberg Barclays. Données au 31 août 2018.

Les points de vue et les opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille en août 2018 et sont appelées à évoluer en fonction des conditions de marché, économiques ou autres. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.**



## 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 soumises 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 se produirait 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 au logement (*Home Affordability Index*) de la **National Association of Realtors** compare le revenu médian au coût médian d'un logement.

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 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 antdatés 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 Bloomberg 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 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

Les points de vue et les opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille en août 2018 et sont appelées à évoluer en fonction des conditions de marché, économiques ou autres. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.**

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 IG (Investissement) 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**- Rendement total en euro par rapport au dollar américain.

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

L'indice **MSCI AC Asia ex Japon (MSCI Asia hors Japon)** réplique la performance des grandes et moyennes capitalisations dans deux des trois pays développés (à l'exclusion du Japon) et dans 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 la performance des investissements sur le marché du cuivre.

## 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 autorisée 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, Dubaï, 506501, United Arab Emirates. Téléphone : +97 (0)14 709 7158). 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). Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **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 Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) avec siège 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, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, 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 autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni. Suisse : Morgan Stanley & Co. International plc, succursale de Londres, Zurich Autorisée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers ("FINMA"). Inscrit au registre du commerce de Zurich CHE-115.415.770. Siège Social : Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Suisse, Téléphone +41 (0) 44 588 1000. Fax Télécopieur: +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% 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, enregistré sous le n°410 (Directeur du Bureau des Finances Locales de Kanto (Entreprises d'Instruments Financiers)), Membres : de la Investment Trusts Association, au Japon, de la Japan Investment Advisers

Les points de vue et les opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille en août 2018 et sont appelées à évoluer en fonction des conditions de marché, économiques ou autres. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.**

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](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 prévoient 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, chapitre 289 de Singapour (« SFA »); (ii) à une « personne concernée » (qui comprend un investisseur qualifié) en vertu de l'article 305 de la LFT; et cette distribution est conforme aux conditions précisées à l'article 305 de la LFT; ou (iii) conformément aux conditions de toute autre disposition applicable de la SFA. **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

**EMEA :** Cette communication promotionnelle a été publiée par Morgan Stanley Investment Management Limited (« MSIM »). Autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. 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 ici sont sujettes à changement et peuvent ne pas se concrétiser. 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, évalués, 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)