

Un mois de retournement

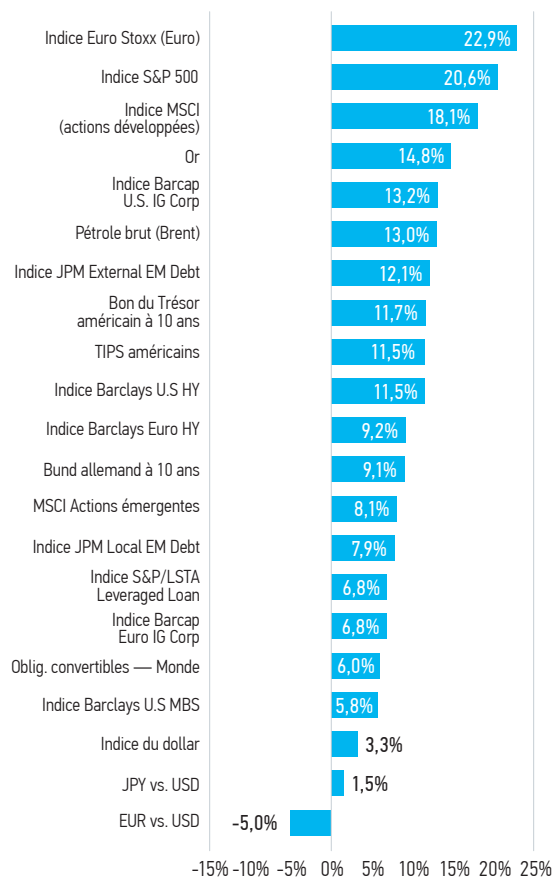
FIXED INCOME | GLOBAL FIXED INCOME TEAM | MACRO INSIGHT | OCTOBRE 2019

Nous avons assisté en septembre à un léger regain d'optimisme et à un sérieux contre-coup. Après la performance exceptionnelle du mois d'août, septembre s'est avéré plus compliqué pour les produits de taux, les actualités s'améliorant quelque peu (sans pour autant devenir positives) et les emprunts d'État perdant de leur attractivité. Les réunions très attendues de la Banque centrale européenne (BCE) et de la Réserve fédérale (Fed) se sont enfin tenues. Même si les discours n'étaient en aucun cas restrictifs, les banques centrales ont déçu par rapport aux attentes élevées du marché (la BCE a réduit ses taux de seulement 10 points de base [pb], et la Fed s'est limitée à anticiper de possibles futures baisses de taux). Bien que leurs commentaires n'aient pas remis en cause la possibilité de futurs assouplissements monétaires, nous avons décelé chez les deux instituts un élément de prudence à l'égard de nouvelles mesures de relance, ce qui a quelque peu déstabilisé les marchés obligataires. Il est, dans ce contexte, un peu surprenant que les obligations d'entreprises aient bien résisté (le crédit américain surperformant son homologue européen). Peut-être que l'espoir d'une meilleure performance économique et les nouveaux achats d'obligations d'entreprises par la BCE ont permis de surmonter d'autres déceptions. Nous considérons le mouvement de vente des principaux marchés obligataires développés comme une simple correction plutôt que le début d'un long marché baissier. Il semble que les rendements des emprunts d'État soient en train de se stabiliser au sein d'une fourchette alors que les investisseurs dont nous faisons partie attendent l'issue des négociations commerciales sino-américaines et davantage d'informations sur la direction de l'économie mondiale.

Notre meilleur conseil consiste à rester neutre avec un léger biais optimiste. Pas de récession mondiale. Les rendements et le crédit représentent des opportunités d'achat lors des phases de correction. Les expositions devraient se concentrer sur des actifs présentant des fondamentaux solides et des valorisations raisonnables. S'agissant des emprunts d'État des pays développés, nous privilégions l'Australie, l'Espagne, la Nouvelle-Zélande et les États-Unis (ces derniers étant probablement les plus vulnérables à d'autres mauvaises nouvelles) ; et dans les marchés émergents, nous apprécions le Brésil, l'Indonésie, le Mexique et le Pérou.

GRAPHIQUE 1

Performance des actifs sur l'année en cours



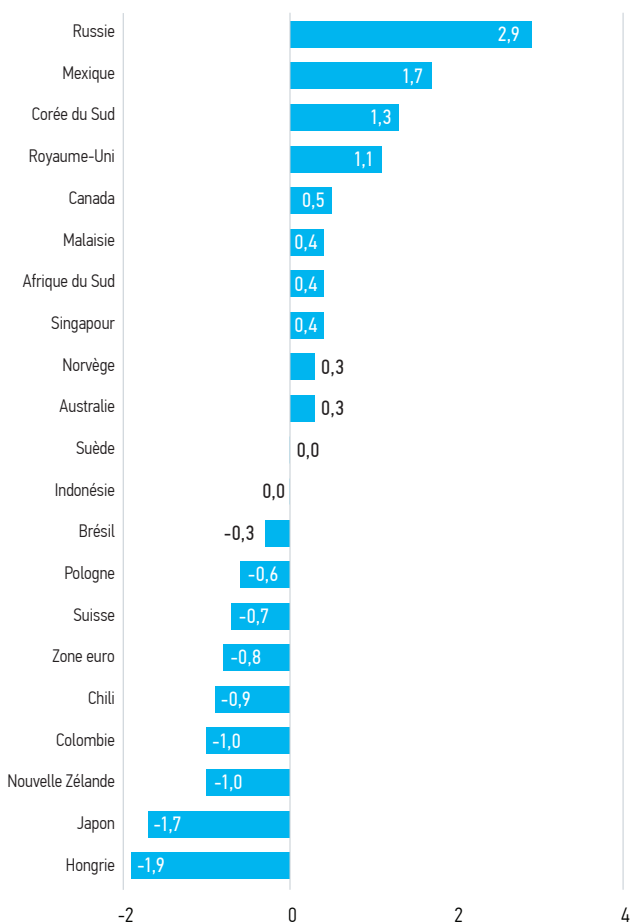
Remarque : performances en dollar US. Source : Thomson Reuters Datastream. Données au 30 septembre 2019. Les performances des indices sont fournies à titre indicatif uniquement et n'ont pas vocation à illustrer la performance d'un investissement en particulier. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.** Voir les pages 9, 10 et 11 pour les définitions des indices.

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

GRAPHIQUE 2

Variations mensuelles des devises par rapport au dollar US

(+ = appréciation)



Source : Bloomberg. Données au 30 septembre 2019. 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	RENDEMENT À 10 ANS (%)	VARIATION MENSUELLE (PB)	SPREAD DES OBLIGATIONS	
			À 10 ANS (PB)	VARIATION MENSUELLE (PB)
(Spread vs BDT US)				
États-Unis	1,66	+17		
Royaume-Uni	0,49	+1	-118	-16
Allemagne	-0,57	+13	-224	-4
Japon	-0,21	+6	-188	-11
Australie	1,02	+13	-65	-4
Canada	1,36	+20	-30	+3
Nouvelle Zélande	1,09	+2	-58	-15
EUROPE			(spread vs Bunds)	
France	-0,27	+13	30	0
Grèce	1,35	-28	192	-41
Italie	0,82	-18	139	-31
Portugal	0,16	+4	73	-9
Espagne	0,15	+4	72	-9
MARCHÉS ÉMERGENTS	RENDEMENT INDICE LOCAL (%)	VARIATION MENSUELLE (PB)	SPREAD EN USD (PB)	VARIATION MENSUELLE (PB)
Spreads dette extérieure émergente			335	-24
Rendements dette locale émergente				
Spreads obligations d'entreprise émergentes			307	-24
Brésil	6,35	-46	239	-2
Colombie	5,66	-7	183	+4
Hongrie	1,08	+5	100	-7
Indonésie	7,38	-8	185	0
Malaisie	3,40	+6	124	0
Mexique	7,00	-13	317	-17
Pérou	4,39	0	131	+9
Philippines	4,35	-3	78	-4
Pologne	1,80	+11	34	-5
Russie	6,86	-8	193	-16
Afrique du Sud	9,41	+3	330	+9
Turquie	13,23	-258	464	-64
Venezuela	–	–	18473	7294
CRÉDIT			SPREAD (PB)	VARIATION MENSUELLE (PB)
Oblig. IG États-Unis			115	-5
Oblig. IG zone euro			111	+2
Oblig. HY États-Unis			373	-20
Oblig. HY zone euro			350	+14
TITRISATION				
MBS d'agence			82	-15
CMBS américains BBB			243	-9

Positive Neutral Negative

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

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

Perspectives des marchés obligataires

Les rendements obligataires ont retracé en septembre une bonne partie de leur détente du mois août, les principaux marchés de la zone Euro étant particulièrement touchés par ce mouvement de tension. Nous voyons trois principales raisons à la correction de septembre :

1. Déception suscitée par les annonces monétaires de la Fed et de la BCE, en particulier par la façon dont elles ont décrit leurs probables futures actions ; une révision à la hausse des baisses des taux attendues s'est produite.
2. Les valorisations se sont tendues, rendant le marché vulnérable à une correction. Les rendements étaient tombés à des niveaux normalement associés à des récessions, et en dessous de ce qui est conforme aux conditions économiques actuelles.
3. Les statistiques économiques ne se sont pas effondrées. Même si une amélioration durable semble encore lointaine, le fait que les choses ne se dégradent pas plus a constitué un facteur positif.

Alors que la BCE a annoncé une série complète de mesures d'assouplissement portant sur l'ensemble des taux, y compris une baisse des taux directeurs, un système de paliers pour le taux de facilité de dépôts, une orientation des anticipations (« forward guidance ») et un assouplissement quantitatif (QE) illimité, les commentaires de la BCE diffusés après l'annonce des décisions sont apparus moins conciliants dans la mesure où la banque centrale semble avoir atteint les limites de son pouvoir d'assouplissement. De nouvelles mesures accommodantes, si nécessaires, seraient du ressort des pouvoirs publics en charge des politiques budgétaires. Le fait qu'il s'agissait de la dernière réunion de Mario Draghi en tant que président de l'institution avant qu'il ne cède les rênes à Christine Lagarde n'a pas non plus aidé. Les marchés et nous-mêmes nous interrogeons sur la façon dont la « nouvelle » direction de la BCE fonctionnera. Il se peut que le biais restrictif latent, réprimé sous la direction de M. Draghi, réapparaisse dorénavant.

Aucun chiffre économique suffisamment différent des anticipations de marché ne justifie un changement de nos vues. La faiblesse des dépenses d'investissement (Capex) par les entreprises, leur manque de confiance, la dégradation de leurs marges et le ralentissement du commerce mondial n'ont pas disparu. Bien que ce ralentissement soit surtout évident dans les secteurs manufacturiers / industriels de l'économie mondiale (ces secteurs sont probablement déjà entrés en récession technique), nous craignons que sa poursuite vienne fragiliser le dernier moteur de l'économie mondiale : les ménages américains et européens. Les chiffres de l'emploi et les dépenses de consommation sont sous étroite surveillance.

Nous pensons toujours qu'une réelle récession à l'échelle de l'économie est peu probable. Selon nous, ce ralentissement se rapproche davantage de la situation de 2015-2016, époque à laquelle l'activité manufacturière s'était contractée temporairement, mais où le secteur des services avait permis à l'économie dans son ensemble de continuer à croître. Le chômage américain a atteint des points bas sur dix ans, et il en est de même en Europe. En outre, la croissance des salaires est positive en termes réels même si elle reste faible d'un point de vue historique. Mais nous ne pouvons pas relâcher notre vigilance sur les risques. Les marchés du travail ne peuvent pas indéfiniment lutter contre la poursuite du ralentissement économique, et il existe des signes de contraction manufacturière qui conduisent à des pertes d'emplois.

En outre, la Chine ne joue plus le rôle de locomotive mondiale qu'elle a eu au cours des 10 années qui ont suivi la crise financière mondiale. Les politiques budgétaires et monétaires expansionnistes ont été plus limitées que dans le passé. Les autorités chinoises tentent en effet de concilier les efforts de désendettement et la lutte contre les effets de la guerre commerciale avec les États-Unis. Il semble

que les autorités chinoises soient disposées à stopper ou ralentir la nouvelle dégradation de l'économie plutôt que de tenter de retrouver les niveaux de croissance des années précédentes. La politique macroéconomique chinoise mérite d'être surveillée.

De fait, les statistiques économiques ne s'améliorent pas vraiment. Les guerres commerciales, le brexit et la détérioration de la confiance des entreprises n'ont pas disparu. Même si les économies américaine et mondiale échappent à une récession, elles sont vulnérables à des événements imprévus. Par exemple, l'impact sur le prix du baril et sur l'économie mondiale de la frappe militaire ayant touché des infrastructures pétrolières saoudiennes aurait pu être bien pire. Cela signifie que les banques centrales resteront extrêmement vigilantes à maintenir un biais accommodant. Plus de 15 banques centrales ont réduit leurs taux d'intérêt cette année. Seule la Norvège a résisté à la tendance et a au contraire relevé ses taux. Mais il s'agit d'un pays qui présente une structure économique atypique et cette décision ne révèle rien sur ce qui est susceptible de se produire ailleurs.

L'idée selon laquelle l'efficacité des politiques monétaires a atteint ses limites constitue la grande inquiétude du moment. Des taux faibles et toujours en baisse permettent de réduire les coûts d'emprunt et d'aider les débiteurs. Mais compte tenu de la forte incertitude pesant sur l'économie mondiale et des tractations sino-américaines qui ne débouchent sur rien (du moins au moment où nous rédigeons ces lignes), il est difficile de convaincre les ménages/entreprises d'emprunter de l'argent en faisant miroiter un avenir meilleur. Même si les effets des politiques monétaires à des niveaux aussi bas de taux d'intérêt peuvent prêter à caution, ce que nous pensons n'est en revanche pas sujet à débat : les banques centrales continueront d'essayer de soutenir l'activité, ce qui signifie que les taux baisseront encore si les chiffres économiques se détériorent davantage.

Dans cette période de profonde incertitude, nous sommes à l'affût de signes/d'indicateurs qui nous éclaireraient sur les perspectives d'évolution de la conjoncture. Nous restons persuadés que la courbe des taux est le meilleur baromètre de la confiance des marchés. Selon nous, l'un des signes de succès, du scénario de reflation par exemple, serait la pentification des courbes de taux. Si la magie de la relance monétaire se produisait, les courbes des taux devraient se pentifier.

À court terme, nous entrons, semble-t-il, dans une période d'accalmie. Apparemment, les États-Unis et la Chine vont reprendre les négociations commerciales ; la situation politique italienne s'est stabilisée ; la perspective d'un brexit dur fin octobre semble peu probable ; enfin, les banques centrales vont prendre de nouvelles mesures d'assouplissement en novembre. Si les tendances actuelles nous préoccupent toujours (tant sur le plan des statistiques que des politiques économiques), les marchés pourraient connaître une accalmie, les rendements souverains évoluant désormais dans des fourchettes étroites et les marchés de crédit et des pays émergents se stabilisant. Pour le moment, nous ne recommandons pas de réduire les niveaux d'exposition ni d'accroître la duration sur les marchés obligataires souverains.

Notre meilleur conseil consiste à être proche de la neutralité tout en adoptant un léger biais optimiste. Pas de récession mondiale. Les rendements et le crédit représentent des opportunités d'achat lors des phases de repli des valorisations. Les expositions devraient se concentrer sur des actifs présentant des fondamentaux solides et des valorisations raisonnables. S'agissant des emprunts d'État des pays développés, nous privilégions l'Australie, l'Espagne, la Nouvelle-Zélande et les États-Unis (ces derniers étant probablement les plus vulnérables à d'autres mauvaises nouvelles) ; et dans les marchés émergents, nous apprécions le Brésil, l'Indonésie, le Mexique et le Pérou.

ANALYSE MENSUELLE

PERSPECTIVES

Taux et devises (FX) des marchés émergents (MD)

Les emprunts d'État des pays développés ont subi une correction en septembre, annulant ainsi une partie de la performance du mois d'août. L'écart de taux entre les bons du Trésor américains à 10 et 2 ans s'est accentué de 5 pb, le marché réagissant positivement aux pourparlers plus constructifs entre la Chine et les États-Unis et à l'évolution du dossier relatif au brexit.¹ Même si les banques centrales ont conservé en septembre leur biais en faveur d'un assouplissement, le ton employé dans leurs allocutions n'était pas aussi accommodant qu'escompté. Après un vote loin d'être unanime, le Federal Open Market Committee (FOMC) a décidé de réduire la cible des fonds fédéraux de 25 pb et le taux d'intérêt sur les réserves excédentaires (IOER) de 5 pb (désormais à 1,80 %). Le comité a semblé gêné dans ses choix entre l'incertitude pesant sur la croissance mondiale d'un côté et une économie domestique qui résiste bien de l'autre.² Lors de la réunion mensuelle de la BCE, son président Mario Draghi a présenté un vaste train de mesures de relance : réduction du taux de dépôt, annonce d'un assouplissement quantitatif illimité, renforcement des orientations des anticipations (« forward guidance ») sur les taux d'intérêt, assouplissement des conditions des TLTRO, et introduction d'un système par paliers pour les réserves excédentaires des banques. Cependant, les marchés ont été déçus, en particulier par la réticence à réduire davantage les taux directeurs et par les vues divergentes de certains des membres les moins conciliants du Conseil des Gouverneurs.

La croissance mondiale devrait continuer de ralentir d'ici la fin de l'année 2019. Les banques centrales sont devenues plus accommodantes, bien que divisées, en particulier aux États-Unis et en zone euro. Nous pensons que cela devrait perdurer étant donné l'incertitude qui pèse sur le contexte géopolitique et économique. Les trois grands risques que nous identifions pour l'avenir sont les suivants : le brexit, le conflit sur les échanges entre les États-Unis et la Chine, ainsi que la faiblesse des secteurs manufacturiers et commerciaux qui mine la confiance du consommateur. Dans ce contexte, nous pensons que le rendement à 10 ans des bons du Trésor américains devrait rester bien inférieur au seuil de 2 %.

Taux et devises des marchés émergents (ME)

Les dettes des marchés émergents ont signé des performances contrastées sur le mois, la tension des rendements souverains américains ayant fragilisé les actifs libellés en dollars. Au sein des titres émis en dollars, le segment des obligations d'entreprises de durée courte a surperformé les emprunts d'État, tandis que les titres à haut rendement ont obtenu de meilleurs résultats que les émissions « investment grade » (IG) de maturité longue. La performance de la dette émergente en devises locales s'est également redressée le mois dernier, avec une contribution légèrement positive des taux de change.³ Au cours de la période, les prix du pétrole ont reculé, ceux des métaux ont évolué en ordre dispersé, et les matières premières agricoles se sont globalement appréciées. Le niveau global d'appétit pour le risque a été stimulé sur le mois par l'atténuation des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, les deux parties faisant preuve de bonne volonté : les États-Unis ont repoussé la mise en œuvre de nouveaux droits de douane tandis que la Chine a exempté certains produits précédemment menacés de taxes et a acheté des produits agricoles américains. Le ralentissement du secteur manufacturier et les indicateurs de croissance ont déclenché une réponse généralisée sous forme d'assouplissement de la part des banques centrales et des gouvernements.

Nous restons prudents à l'égard de la dette des marchés émergents. Les pourparlers sur les échanges commerciaux entre les États-Unis et la Chine, prévus les 11 et 12 octobre, auront vraisemblablement un effet sur le sentiment de marché qui s'est récemment dégradé en raison des menaces américaines de limiter les flux de capitaux vers la Chine. L'issue de ces négociations d'octobre est difficile à prévoir. Certains observateurs penchent pour un scénario d'escalade à court terme (à savoir une décision des États-Unis le 15 octobre d'imposer des droits de douane sur les importations en provenance de Chine), suivie d'une potentielle trêve lors d'un sommet des dirigeants organisé à l'occasion de la conférence de la Coopération économique pour l'Asie-Pacifique (Apec) prévue en novembre. La situation politique américaine vient également renforcer la volatilité, la procédure de destitution lancée par le Parti Démocrate à la Chambre des Représentants pouvant avoir un impact sur la stratégie de Trump vis-à-vis de la Chine, et rendre plus difficile la ratification de l'accord États-Unis/Mexique/Canada (USMCA). Cet environnement compliqué pour le commerce pèse sur la croissance mondiale, les derniers indicateurs avancés d'activité étant pour la plupart orientés à la baisse, ce qui a incité les banques centrales des pays tant développés qu'émergents à accentuer leurs efforts en faveur de conditions monétaires accommodantes (comme mentionné précédemment). Une politique monétaire accommodante devrait être favorable aux positions à durée longue. Nous sommes en revanche moins optimistes sur la performance des devises émergentes. Nous anticipons en effet une appréciation du dollar américain à court terme qui devrait être soutenu par une politique monétaire de la Fed moins accommodante (en comparaison à d'autres banques centrales), et par une plus grande aversion au risque.

¹ Source : Bloomberg, au 30 septembre 2019.

² Source : Bloomberg, au 30 septembre 2019.

³ Source : JP Morgan, au 30 septembre 2019.

ANALYSE MENSUELLE

PERSPECTIVES

Crédit

En septembre, les spreads des obligations d'entreprises se sont dans l'ensemble légèrement resserrés, traduisant l'absence de conviction du marché quant à leur direction future. Septembre a également été marqué par un retournement partiel des emprunts d'État allemands sans risque : ces derniers ont subi une performance absolue négative sur le mois alors qu'ils avaient fortement progressé en août. Les principaux facteurs qui ont influé sur les marchés au cours du mois ont été les suivants : (1) L'annonce par la BCE d'un nouveau QE qui démarrera le 1er novembre avec des achats de titres à hauteur de 20 milliards d'euros par mois, plus une baisse des taux directeurs et un système par paliers pour les dépôts qui devraient bénéficier aux banques. (2) Des statistiques économiques mondiales qui sont ressorties légèrement meilleures qu'attendu par rapport aux mois précédents. Même si l'on peut penser que cela n'a été qu'une réponse à des attentes moins fortes, les indices de surprises se sont améliorés en septembre. (3) Plusieurs événements sur le front politique (notamment l'attaque d'une raffinerie saoudienne, l'évolution sur le brexit, la politique italienne et le conflit sino-américain sur le commerce) ont ponctuellement fragilisé le sentiment de marché, mais l'impact net sur l'ensemble du mois a été limité. Le spread de l'indice Bloomberg Barclays U.S. Corporate s'est resserré de 6 pb en septembre pour terminer le mois à 114 pb au-dessus des obligations gouvernementales. Les valeurs financières ont sous-performé les non-financières au cours du mois. Concernant l'excédent de rendement par rapport aux obligations souveraines, l'indice Bloomberg Barclays U.S. Corporate a généré une surperformance de +0,42 % en septembre. Le crédit américain « investment grade » a surperformé son homologue européen. Tel que mesuré par l'indice Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Corporate, le spread des obligations d'entreprises IG en euro s'est écarté de 1 pb pour atteindre 109 pb fin septembre. Contrairement au crédit américain, les émissions financières ont clôturé le mois sur des niveaux globalement inchangés et ont surperformé le secteur non financier dont le spread moyen s'est écarté de 1 pb. La performance du crédit IG depuis le début de l'année reste positive, le spread du segment IG en euro se resserrant de 42 pb, soit une surperformance par rapport à la détente moyenne de 39 pb des obligations d'entreprises IG américaines. Par rapport aux emprunts d'État de même durée, l'indice de crédit IG américain a progressé de +4,07 % depuis le début de l'année, tandis que celui des obligations d'entreprises européennes IG s'est adjugé +3,87%.^{4,5}

Si les valorisations se sont tendues au cours d'une année 2019 qui a jusqu'ici affiché de solides performances, nous notons un certain nombre de signaux attestant de la montée des risques macroéconomiques. Parmi eux, citons en particulier le risque d'un brexit dur, l'enlisement des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine et les mauvais chiffres de la production manufacturière mondiale (PMI). Cependant, notre scénario central ne table pas sur une récession. Nous anticipons plutôt une croissance mondiale timorée et une faible inflation, alimentées par des taux réels bas et des conditions financières favorables.

Titrisation

Même si les événements géopolitiques et les statistiques de l'activité mondiale demeurent préoccupants, les chiffres de l'économie américaine continuent de résister grâce à un taux de chômage historiquement bas, des hausses de salaires, et de solides dépenses de consommation. En outre, les ventes croissantes de maisons continuent d'être soutenues par des taux d'emprunts immobiliers toujours plus faibles. Le spread nominal des titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) garantis par des agences s'est en septembre creusé de 4 pb, à 101 pb au-dessus de la courbe interpolée des bons du Trésor américain.⁶ Les taux se tendant légèrement au cours du mois, la duration de l'indice Barclays Bloomberg US MBS a augmenté de quatre mois pour s'établir à 2,73 ans en septembre. Cependant, sous l'effet des points bas récemment atteints par les taux des emprunts immobiliers, les remboursements anticipés de créances hypothécaires continuent d'accélérer.⁷ Les taux hypothécaires à l'échelle nationale ont augmenté de 3 pb en septembre pour atteindre 3,72 %. Ils restent cependant très bas d'un point de vue historique. Les taux hypothécaires ont baissé de 36 pb en 2019 et de 110 pb par rapport au récent sommet atteint en novembre de l'année dernière.⁸ Les flux de remboursements restent importants sur certains paniers d'actifs, les investisseurs cherchant à s'orienter vers d'autres paniers assortis de risques de prépaiement moins prononcés. Le portefeuille de MBS de la Fed a diminué de 22 milliards de dollars en septembre pour s'établir à 1 467 milliards de dollars et enregistre désormais une réduction de 170 milliards de dollars depuis le début de l'année.⁹ Les fonds communs de créances hypothécaires ont enregistré un afflux net de capitaux de 580 millions de dollars en septembre. Leur collecte nette depuis le début de l'année s'élève désormais à 12,7 milliards de dollars.¹⁰ Les entrées de capitaux dans les fonds de créances hypothécaires en 2019 ont dépassé le montant total des sorties enregistrées en 2018 (7,6 milliards de dollars) et ont contribué à compenser partiellement la baisse des positions détenues par la Fed en MBS. Mais dans l'ensemble, les allègements des positions en MBS inscrites au bilan de la Fed, allègements qui ont été portés à environ 20 milliards de dollars par mois au cours des derniers mois, l'emportent nettement sur les entrées dans les fonds collectifs et représentent en 2019 un facteur défavorable à la valorisation des MBS d'agence.

Nos perspectives demeurent globalement inchangées. Elles restent positives sur les fondamentaux du marché de crédit concernant les conditions de crédit à la consommation et résidentiel, tant aux États-Unis qu'en Europe. Nous avons toutefois commencé à diminuer certaines de nos expositions au crédit titrisé, les craintes d'un éventuel retournement de l'économie s'accroissant. Notre point de vue sur les MBS d'agence reste légèrement négatif, mais nous avons réduit leur sous-pondération au cours des derniers mois. Ces derniers subissent l'augmentation des risques de remboursement anticipé induits par la baisse des taux hypothécaires, mais aussi la poursuite de la dynamique vendeuse alimentée par les allègements réguliers de la Fed sur ses positions en MBS conduisant à une augmentation du flottant de marché à hauteur d'environ 20 milliards de dollars par mois. Toutefois, les spreads des MBS d'agence se sont sensiblement écartés au cours des derniers mois en raison de ces risques, et offrent désormais davantage de valeur relative comparable. À ce stade, les facteurs défavorables aux MBS d'agence ont pour la plupart déjà été pris en compte dans les prix.

⁴ Source: Bloomberg Barclays, données au 30 septembre 2019.

⁵ Source: Bloomberg Barclays, données au 30 septembre 2019.

⁶ Source: JP Morgan, au 30 septembre 2019.

⁷ Source: Bloomberg, au 30 septembre 2019.

⁸ Source: Bankrate.com, données au 30 septembre 2019.

⁹ Source: Réserve fédérale de New York, au 30 septembre 2019.

¹⁰ Source: Lipper (flux des fonds américains), au 30 septembre 2019.

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

CONSIDÉRATIONS SUR LES RISQUES

Les **placements obligataires** comportent un risque de défaillance de la part d'un émetteur qui manquerait à ses obligations de remboursement du principal et des intérêts aux échéances prévues (risque de crédit), de fluctuation des taux d'intérêt (risque de taux d'intérêt), de solvabilité de l'émetteur et de liquidité générale du marché (risque de marché). Dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, les prix des obligations pourraient chuter et entraîner des périodes de volatilité et des rachats plus importants. Dans un environnement de taux d'intérêt en baisse, le portefeuille peut générer des revenus moindres. Les **titres à plus long terme** peuvent être plus sensibles aux variations des taux d'intérêt. 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 ne disposent pas des 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 de qualité « investment grade » en euros.

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

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

L'indice **Bloomberg Barclays U.S. Mortgage Backed Securities (MBS)** réplique les performances des titres pass-through adossés à des créances hypothécaires (ARM à taux fixe et hybride) garantis par Ginnie Mae (GNMA), Fannie Mae (FNMA) et Freddie Mac (FHLMC). L'indice est construit en regroupant les blocs de MBS livrables à venir en lots ou génériques suivant le programme, le coupon et le millésime. Introduits en 1985, les indices à taux fixe GNMA, FHLMC et FNMA pour les titres à 30 et 15 ans ont été 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 **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 (or)** 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 — Indice Germany Benchmark 10 — Year Datastream Government ; **Emprunts d'État japonais à 10 ans** — Indice Japan Benchmark 10-Year Datastream Government ; et **Bons du Trésor américain à 10 ans** — Indice U.S. Benchmark 10 — Year Datastream Government.

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 Brent (pétrole brut Brent)** est un contrat livrable basé sur une livraison physique (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 « pass-through » 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 « payment -in-kind ». Ses titres ont des échéances d'un an ou plus et une note de crédit inférieure à BBB-/Baa3, mais ne sont pas en défaut.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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, pondérée en fonction de la production mondiale. En 2012, l'indice S&P GSCI Softs comprenait les matières premières suivantes : café, sucre, cacao et coton.

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

L'indice **Thomson Reuters Convertible Global Focus USD Hedged** est un indice pondéré par le marché qui inclut des obligations convertibles en actions d'une taille unitaire minimale de 500 millions de dollars (États-Unis), 200 millions d'euros (Europe), 22 milliards de yens, et 275 millions de dollars (autres pays).

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

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

DISTRIBUTION

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

Royaume-Uni : Morgan Stanley Investment Management Limited est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre. Numéro d'enregistrement : 1981121. Siège social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA, autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. **Dubaï** : Morgan Stanley Investment Management Limited (Bureau de représentation, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubaï, 506501, Émirats arabes unis. Téléphone : +97 (0)14 709 7158). **Allemagne** : Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Frankfurt Allemagne (Catégorie : Branch Office (FDI) selon § 53b KWG). **Irlande** : Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Siège social : The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's, Quay, Dublin 2, Irlande. Société enregistrée en Irlande sous le numéro 616662, et réglementée par la Banque Centrale d'Irlande. **Italie** : Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) est une succursale de Morgan Stanley Investment Management Limited, société enregistrée au Royaume-Uni, agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority (FCA) et dont le siège social est situé au 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited succursale de Milan (Sede Secondaria di Milano) dont le siège est situé à Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Milano, Italie, est enregistré en Italie avec le numéro d'entreprise et le numéro de TVA 08829360968. **Pays-Bas** : Morgan Stanley Investment Management, Tour Rembrandt, 11e étage Amstelplein 11096HA, Pays-Bas. Téléphone : 31 2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management est une succursale de Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni. **Suisse** : Morgan Stanley & Co. International plc, succursale de Londres, Zurich. Agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (« FINMA »). Enregistrée au registre du commerce de Zurich sous le numéro CHE-115.415.770. Siège social : Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Suisse, Téléphone : +41 (0) 44 588 1000. Fax : +41(0) 44 588 1074.

Japon : Pour les investisseurs professionnels, ce document est distribué à titre informatif seulement. Pour ceux qui ne sont pas des investisseurs professionnels, ce document est fourni par Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. (« MSIMJ ») dans le cadre de conventions de gestion de placements discrétionnaires (« IMA ») et de conventions de conseils en placement (« AAI »). Il ne s'agit pas d'une recommandation ni d'une sollicitation de transactions ou offre d'instruments financiers particuliers. En vertu d'une convention IMA, en ce qui concerne la gestion des actifs d'un client, le client prescrit à l'avance les politiques de gestion de base et charge MSIMJ de prendre toutes les décisions d'investissement en fonction de l'analyse de la valeur des titres et MSIMJ accepte cette mission. Le client doit déléguer à MSIMJ les pouvoirs nécessaires à l'investissement. MSIMJ exerce les pouvoirs délégués en fonction des

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

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 (AMIMA), 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, MSIMJ ne peut pas préciser les taux, les limites supérieures, etc. à l'avance. Tous les clients doivent lire attentivement les documents fournis avant la conclusion et l'exécution d'un contrat. Ce document est diffusé au Japon par MSIMJ, société enregistrée sous le n° 410 (Directeur du Bureau des Finances Locales Kanto (Sociétés d'Instruments Financiers)), membre de la Japan Securities Dealers Association, de l'Investment Trusts Association, Japan, de la Japan Investment Advisers Association, et de la Type II Financial Instruments Firms Association.

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

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

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

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

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

INFORMATION IMPORTANTE

EMOA: Cette communication a été publiée par Morgan Stanley Investment Management Limited (« MSIM »). 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 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, analysés, vendus ou promus par le fournisseur concerné, qui se dégage de toute responsabilité à leur égard.

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

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

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

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

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

Visitez notre site sur www.morganstanley.com/im