

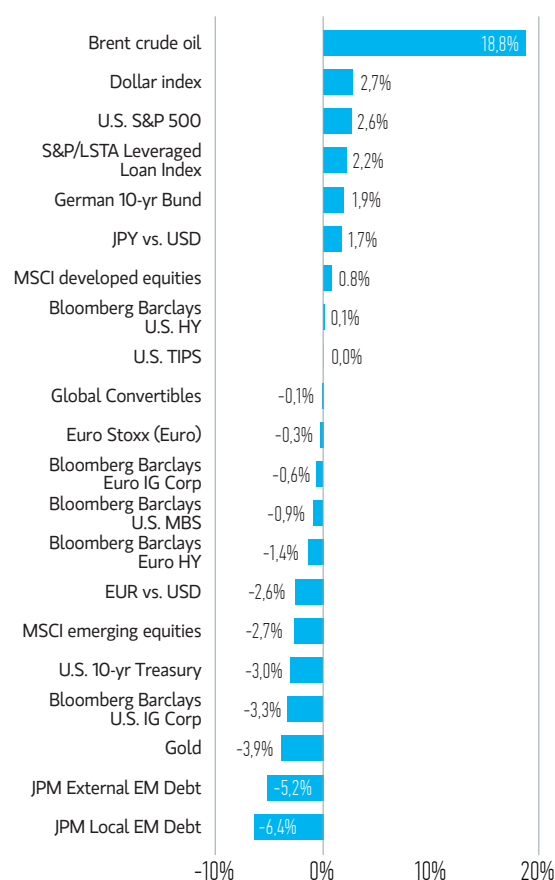
# Les macro-tendances qui comptent

FIXED INCOME | GLOBAL FIXED INCOME TEAM | MACRO INSIGHT | JUILLET 2018

En matière de performance des actifs depuis le début de l'année, les principales tendances ont été les suivantes : faibles performances des actifs risqués, surperformance des actifs américains et du dollar, recul des marchés émergents et augmentation du prix du pétrole. La plupart de ces évolutions sont attribuables à plusieurs tendances macro-économiques (a) déception suscitée par le ralentissement de certains chiffres économiques et préoccupations quant à une possible guerre commerciale, (b) divergence des politiques économiques et monétaires entre les États-Unis et le reste du monde, et (c) augmentation des risques au sein des marchés émergents. Nous pensons que la prise en compte de ces tendances sera essentielle pour comprendre l'évolution des prix des actifs sur le reste de l'année.

## GRAPHIQUE 1

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



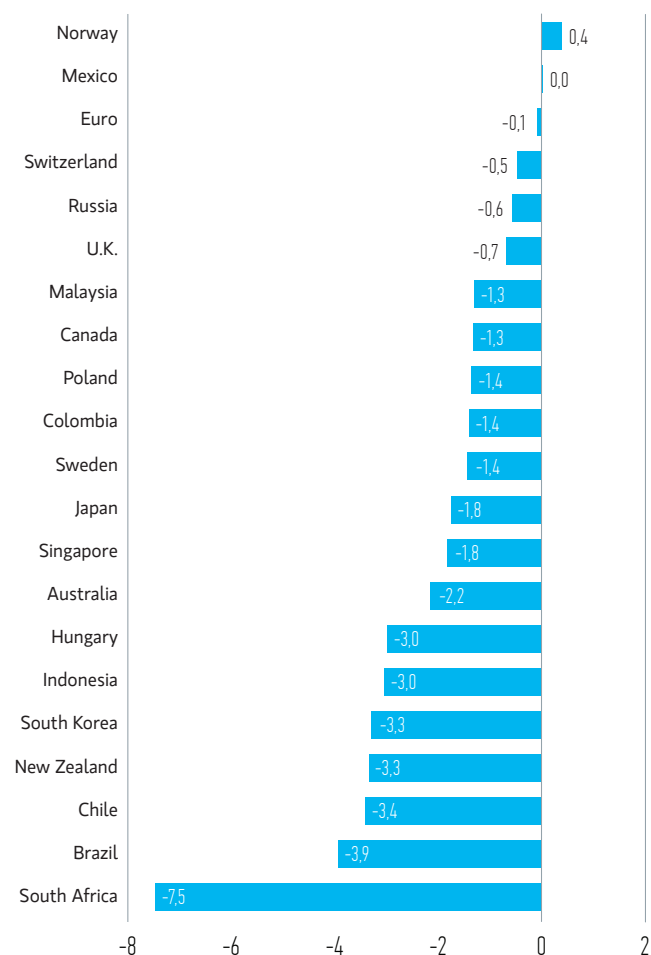
Note: Performance en dollar US. Source : Thomson Reuters Datastream. Données au 30 juin 2018. Les performances des indices sont fournies à titre indicatif uniquement et n'ont pas vocation à illustrer la performance d'un investissement spécifique. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.** Voir les pages 8 et 9 pour les définitions des indices.

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

## GRAPHIQUE 2

## Variations mensuelles des devises par rapport au dollar US.

(+ = appreciation)



Source: Bloomberg. Données au 30 juin 2018. Note : Un changement positif signifie une appréciation de la devise par rapport au dollar américain.

## GRAPHIQUE 3

## Principales variations mensuelles des rendements à 10 ans et des spreads

COUNTRY	10-YR YIELD LEVEL (%)	MONTH CHANGE (BPS)	10-YR SPREAD (BPS)	MONTH CHANGE (BPS)
(Spread over USTs)				
United States	2,86	0		
United Kingdom	1,28	+5	-158	+5
Germany	0,30	-4	-256	-4
Japan	0,04	0	-282	-1
Australia	2,63	-4	-23	-4
Canada	2,17	-8	-69	-8
New Zealand	2,72	0	-14	0
(Spread over Bunds)				
France	0,67	0	36	+4
Greece	3,96	-63	366	-59
Italy	2,68	-11	238	-7
Portugal	1,79	-19	149	-16
Spain	1,32	-18	102	-14
	INDEX LOCAL YIELD (%)	MTD CHANGE (BPS)	USD SPREAD (BPS)	MTD CHANGE (BPS)
EM				
EM External Spreads			387	+22
EM Local Yields			6,64	+15
EM Corporate Spreads			302	+18
Brazil	9,84	+34	326	+27
Colombia	6,41	+6	197	-8
Hungary	2,64	+60	145	+7
Indonesia	8,03	+73	218	+18
Malaysia	4,23	+1	166	+22
Mexico	7,65	-16	281	-7
Peru	5,65	-7	166	-2
Philippines	5,92	+44	132	+9
Poland	2,60	+1	76	-7
Russia	7,49	+36	217	-4
South Africa	9,39	+21	312	+35
Turkey	17,00	+216	415	+25
Venezuela	—	—	5011	+446
			SPREAD (BPS)	MTD CHANGE (BPS)
CREDIT				
U.S. IG			123	+8
EUR IG			122	+4
U.S. HY			363	+1
EUR HY			391	+24
SECURITIZED				
Agency MBS			79	+1
U.S. BBB CMBS			293	-8

Positive Neutral Negative

Source: Bloomberg, JP Morgan. Données au 30 juin 2018.

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

# Perspectives sur les taux

Le ralentissement des chiffres de croissance a concerné avant tout le secteur manufacturier. Une grande partie de ce ralentissement s'est reflétée dans les indices manufacturiers des directeurs d'achat (PMI) et a touché la plupart des pays. Cette croissance plus faible résulte également des niveaux très élevés atteints en début d'année 2018. Les statistiques pour l'ensemble des pays se sont généralement avérées plus robustes, et les prévisions du consensus en matière de produit intérieur brut (PIB) continuent d'être révisées à la hausse. La plupart des prévisionnistes économiques anticipent une croissance conforme ou supérieure au potentiel en 2018 et 2019, ce qui est compatibles avec les niveaux actuels des PMI. Les marchés restent cependant préoccupés quant à la soutenabilité de cette croissance. Malgré les signes d'une stabilisation des PMI en dehors des États-Unis, les marchés s'inquiètent du fait que l'économie mondiale ait atteint un point d'inflexion et ne devrait pas faire aussi bien qu'en 2017. Conflit commercial, populisme politique, resserrement de la politique monétaire et fin de l'assouplissement quantitatif (QE) aux États-Unis sont autant de facteurs ayant eu des effets néfastes sur la confiance des entreprises et des investisseurs. Cela dit, si l'imposition de droits de douane punitifs coercitifs minant la croissance demeure un risque, les chiffres d'activité les plus récents ont commencé à surprendre à la hausse. Notre scénario central correspond à une économie mondiale qui demeure robuste et à des risques de dégradation limités. Cela devrait fournir un contexte favorable à une reprise des entreprises et des marchés émergents.

Cependant, nous savons également qu'une croissance trop forte engendre ses propres problèmes. Le principal à l'heure actuelle réside dans les tensions que provoque la surperformance économique aux États-Unis, en particulier pour les marchés émergents. Jamais depuis 30 ans les devises des marchés émergents n'avaient connu un aussi mauvais premier semestre. Les investisseurs craignent que la combinaison de devises dépréciées, de politiques mal conçues, de taux américains en hausse et de conflit relatif aux droits de douane puisse conduire à un choc systémique généralisé. Alors que les flux de capitaux vers les marchés émergents sont encore positifs sur l'ensemble de l'année, on a assisté à des sorties massives en juin, en particulier de la part des investisseurs privés. Compte tenu de la taille et de l'importance de la Chine dans l'économie mondiale, les signes tangibles de ralentissement dans l'Empire du milieu constituent un autre sujet de préoccupation. Selon notre dernière évaluation, les fondamentaux des économies émergentes apparaissent

néanmoins bien plus solides qu'ils ne l'étaient en 2013 (et qu'en 2015, année au cours de laquelle le secteur industriel à l'échelle mondiale avait ralenti de façon significative), de sorte que l'impact potentiel de la hausse des taux américains devrait être limité. Nous sommes également encouragés par les réponses monétaires proactives dans de nombreuses économies émergentes qui ont été mises sous pression par les marchés (hausse des taux directeurs en Indonésie et au Mexique). Néanmoins, une accentuation du conflit relatif aux barrières douanières et un ralentissement chinois désordonné demeurent les principaux risques qui pèsent sur nos perspectives, qui restent au demeurant positives.

Les oscillations des marchés développés d'emprunts d'État dissimulent des évolutions importantes de politique monétaire en juin. La Banque Centrale Européenne (BCE) a confirmé la fin de son QE en 2018 mais s'est également engagée à ne pas relever ses taux directeurs avant septembre 2019, annonce jugée plus conciliante que prévu. D'autre part, le Federal Open Market Committee (FOMC) a relevé ses taux comme prévu, mais a aussi délivré un message teinté de commentaires légèrement moins accommodants. Alors que la trajectoire progressive de resserrement adoptée par la Réserve fédérale américaine (Fed) a entraîné une lente hausse des rendements des bons du Trésor américain, les divergences monétaires entre les États-Unis et les autres économies se sont accentuées, ce qui a été le principal facteur d'appréciation du dollar US.

Les marchés de crédit (en particulier le marché euro) ont continué de souffrir, alors que les marchés d'emprunts d'État ont retrouvé un semblant de calme. Les risques politiques italiens n'ont pas été écartés, et donc la volatilité devrait perdurer. Mais il semble que le gouvernement italien a renoncé à sa posture la plus hostile à l'Union européenne (UE) ainsi qu'à sa rhétorique d'expansion du déficit budgétaire. En outre, les opérations de fusions-acquisitions (M&A) ont pesé sur les marchés de crédit, en générant un surcroît de nouvelles émissions et en augmentant l'effet de levier. Mais compte tenu d'un risque de récession qui reste éloigné et de valorisations plus attractives, nous conservons une vue positive, en particulier sur les émetteurs financiers.

Étant donné les craintes de guerre commerciale et les risques idiosyncratiques, les marchés émergents sont susceptibles de rester sous pression. Cependant, la fermeté des réponses monétaires apportées par de nombreux pays et des valorisations moins tendues rendent de nombreux marchés intéressants.

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

## ANALYSE MENSUELLE

## PERSPECTIVES

### Taux et devises des marchés développés

Alors que qu'un mouvement systémique de ventes avait fragilisé l'ensemble des actifs risqués en mai, les marchés ont commencé en juin à faire la distinction entre les différents risques spécifiques. Les craintes de contagion des risques aux pays périphériques de la zone euro ont commencé à s'estomper, et les spreads tant espagnols que portugais se sont resserrés d'environ 20 points de base. Le rendement du bon du Trésor américain à 10 ans a clôturé le mois au même niveau qu'il l'avait entamé, bénéficiant d'une détente en seconde partie de mois sous l'effet de rumeurs de plus en plus pressantes de guerre commerciale. La partie 2-10 ans de la courbe américaine s'est aplatie de 10 points de base.<sup>1</sup>

Étant donné l'amélioration des chiffres de croissance économique et d'inflation, les prix de marché et les propres anticipations de la Fed en matière de relèvement de taux en 2018 sont en train de se raffermir. S'agissant du rendement du bon du Trésor américain à 10 ans, nous pensons toujours qu'un niveau de 3 % constitue une hypothèse raisonnable de « Fair Value ». Nous sommes relativement neutres vis-à-vis du dollar US. Nous sommes en position d'attente et privilégions les stratégies de parités neutres contre dollar. Nous pensons que la volatilité du marché italien va persister. Elle devrait en particulier reprendre cet automne, période où le programme du gouvernement italien d'expansion budgétaire devrait conduire à de nouvelles tensions avec les institutions italiennes et l'UE.

### Taux/devises pays émergents

Les actifs des marchés émergents ont connu un deuxième trimestre compliqué, sous l'effet d'une montée en puissance des risques extrêmes liés aux guerres commerciales, du renforcement du dollar US, et d'une posture légèrement moins accommodante de la Fed. La volatilité des marchés émergents a augmenté, notamment au Brésil, en Argentine et en Turquie. La forte dépréciation du renminbi en juin a également pesé sur le sentiment de marché. Les investisseurs privés (principalement) sont sortis des stratégies en devises dures (-0,5 milliard de dollars US), tandis que les actifs en devises locales sont restés globalement stables sur le mois.<sup>2</sup> En Argentine, le gouvernement et le Fonds Monétaire International (FMI) ont conclu un accord portant sur 50 milliards de dollars US et une durée de 36 mois, auxquels s'ajoutent 5,6 milliards de dollars US de financements multilatéraux, montant supérieur à ce qui était anticipé par le marché.<sup>3</sup> Le relèvement par la Turquie de son taux directeur (+125 points de base pour atteindre 17,75 %) a surpris le marché qui s'attendait à un statu quo (une hausse de 100 points de base était l'estimation la plus haute des analystes).<sup>4</sup> Étonnamment, les actifs mexicains se sont bien comportés malgré l'environnement extérieur et l'élection présidentielle.

Nous pensons que de nombreuses mesures portant sur les échanges mondiaux vont probablement entrer en vigueur avant toute avancée en matière de négociations commerciales. Cela devrait produire en toute logique un effet négatif (même si de faible ampleur) sur la croissance économique et les flux commerciaux pour les pays concernés. En revanche, cela devrait se traduire par une détérioration de la confiance des entreprises et des consommateurs. Côté positif, les réponses monétaires des pays émergents se sont récemment révélées plus proactives, de nombreuses économies considérées comme vulnérables réagissant plus énergiquement face aux turbulences des marchés. En outre, les ventes massives auxquelles nous avons assisté au cours du T2 2018 ont semblé-t-il être exagérées dans les pays dotés de fondamentaux en amélioration (comme l'Afrique du Sud ou l'Indonésie). Cette correction offre ainsi des points d'entrée intéressants en cas de désescalade dans la rhétorique de guerre commerciale.

<sup>1</sup> Source: Bloomberg. Données au 30 juin 2018.

<sup>3</sup> Source: FMI. Données au 30 juin 2018.

<sup>2</sup> Source: JP Morgan. Données au 30 juin 2018.

<sup>4</sup> Source: Bloomberg. Données au 30 juin 2018.

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

## ANALYSE MENSUELLE

## PERSPECTIVES

## Crédit

Les spreads de crédit américains et européens ont atteint en juin de nouveaux points hauts sur l'année en cours, ces deux marchés terminant le mois sur des baisses marquées. Le volume de nouvelles émissions est resté élevé en juin, comme cela a été le cas depuis le début de l'année. Cette forte activité du marché primaire est principalement attribuable à des émissions significatives de Walmart et Bayer, chacun de ces deux groupes cherchant à financer leurs récentes opérations de fusions-acquisitions. Avec l'acquisition en juin de la pharmacie en ligne PillPack pour 1 milliard de dollars US, Amazon continue de bousculer les modèles économiques traditionnels. Les spreads des chaînes de pharmacies plus traditionnelles disposant de magasins physiques, comme CVS et Walgreens, se sont écartés à cette annonce. Cependant, il faudra un certain temps pour comprendre comment la présence d'Amazon va perturber ces modèles économiques historiques.

Nous voici maintenant en milieu d'année. A ce stade, on peut dire que les marchés de crédit ne se sont pas comportés comme prévu jusqu'ici. Cependant, les spreads se situent désormais à des niveaux qui sont très intéressants si l'on se place dans un contexte non-récessif (ce qui est notre scénario de base). Nous continuons d'avoir une nette préférence pour les financières compte tenu de leurs solides fondamentaux et des stricts dispositifs de surveillance réglementaire. Nous restons en revanche prudents à l'égard de nombreux segments de marchés (hors financières) en raison de fondamentaux fragilisés, d'un volume de nouvelles émissions élevé, et du risque généralisé de disruption technologique.

## Titrisation

Les actifs titrisés sensibles aux taux sont restés globalement stables au cours du mois. De leur côté les titrisations sensibles au risque de crédit ont dans l'ensemble continué de générer des performances positives, principalement du fait de la composante revenus. Les prix des logements ont continué de progresser, mais la capacité à acquérir un logement se réduit car les prix immobiliers augmentent et les taux d'emprunts également. Les spreads des titres adossés à des créances hypothécaires commerciales (CMBS) se sont écartés de 5 à 10 points de base en juin. Cependant, les CMBS, qui avaient sensiblement sous-performé au cours des deux dernières années, se sont largement mieux comportés depuis le début de l'année 2018.

La hausse des prix de l'immobilier devrait être positive pour les prêts anciens, mais pourrait s'avérer plus problématique pour les prêts récemment accordés. Nous décelons encore de la valeur dans les titres adossés à des prêts hypothécaires résidentiels non garantis par une agence (RMBS), mais nous commençons à devenir plus prudents compte tenu du resserrement des spreads au cours des dernières années. Nous restons très prudents vis-à-vis des CMBS collatéralisés par de l'immobilier de commerce, mais demeurons positifs sur les CMBS garantis par de l'immobilier résidentiel, des immeubles de bureaux, des biens industriels et des centres commerciaux. S'agissant des titres européens adossés à des prêts hypothécaires (MBS), nous considérons que le récent écartement des spreads constitue une opportunité d'investissement. Nous restons négatifs sur l'Italie, mais pensons que l'Espagne, le Portugal, les Pays-Bas, l'Allemagne et le Royaume-Uni continuent d'offrir des opportunités dans le domaine des MBS.



## 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 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 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 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.

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

**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 Branch Office Allemagne Jungthofstrasse 13-15 60311 Francfort Allemagne (Catégorie : Branch Office (FDI) selon § 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 : 312-0462-1300. 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 : +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 : La Investment Trusts Association, au Japon, la Japan Investment Advisers Association et la Type II Financial Instruments Firms Association.

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

## 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'auprès d'« investisseurs professionnels » au sens du Securities and Futures Ordinance (décret sur les valeurs mobilières et les contrats à terme) de Hong Kong (Cap 571). Le contenu du présent document n'a été révisé ni approuvé par aucune autorité de réglementation, y compris la Securities and Futures Commission de Hong Kong. En conséquence, à moins que la loi en vigueur ne 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 No 314182, qui accepte la responsabilité de son contenu. La présente publication, ainsi que l'accès à celle-ci, est réservée aux « wholesale clients » 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)