

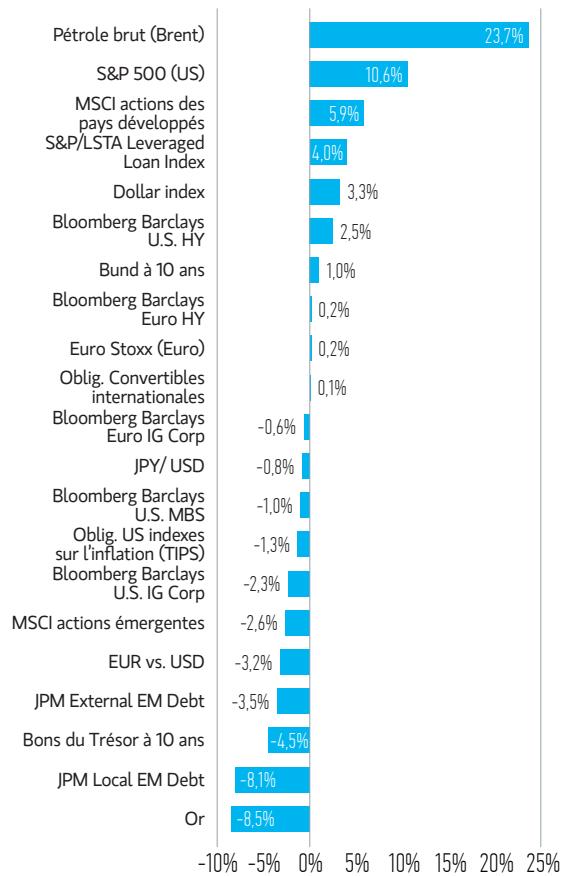
Bulletin obligations internationales

Faut-il abuser des bonnes choses ?

GESTION OBLIGATAIRE | ÉQUIPE DE GESTION OBLIGATAIRE | RECHERCHE MACRO | OCTOBRE 2018

La vigueur de l'économie américaine, les attentes accrues à l'égard d'un resserrement supplémentaire de la politique monétaire de la Réserve fédérale américaine (Fed) et les valorisations élevées ont entraîné une hausse des rendements. Heureusement, les pressions inflationnistes encore modestes supposent que la Fed va probablement continuer à relever ses taux de façon lente et régulière, ce qui ne compromettra pas la solide croissance économique aux États-Unis. En revanche, ce rythme de resserrement s'avère plus problématique pour le reste du monde, en particulier pour les marchés émergents (ME). À l'heure actuelle, nous considérons que la bonne orientation des chiffres de la croissance, qui concerne encore probablement l'économie mondiale en plus de l'économie américaine, ne constitue pas une menace pour les actifs risqués, même s'il est essentiel de continuer à se montrer sélectif sur les ME. Si certains estiment qu'une croissance américaine trop rapide n'est plus favorable à l'économie mondiale, il est parfois très plaisant d'abuser des bonnes choses. Nous verrons bien !

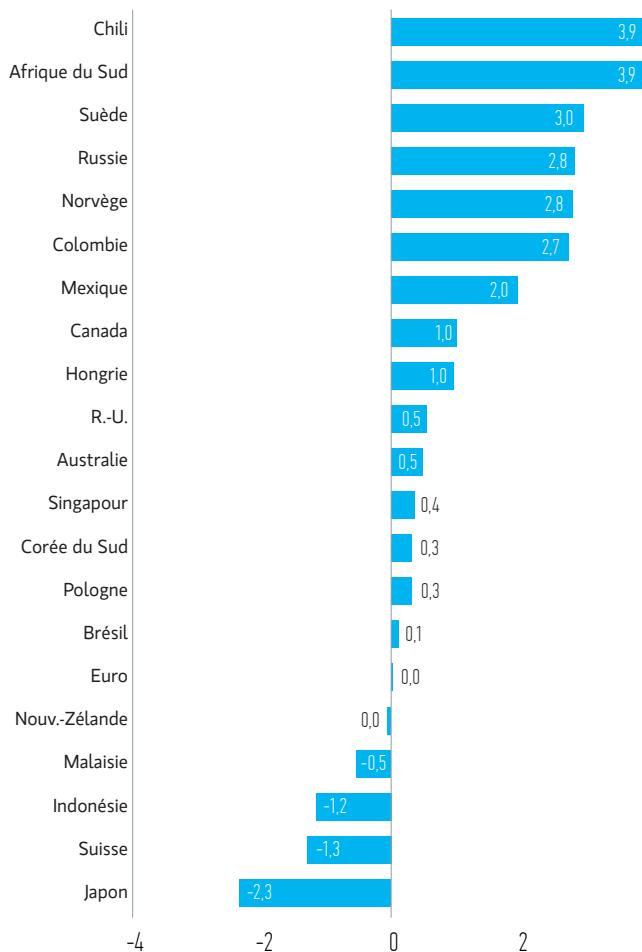
GRAPHIQUE 1
Performance des actifs sur l'année en cours



Remarque : Performance en dollar US. Source : Thomson Reuters Datastream. Données au 1er octobre 2018. Les performances des indices sont fournies à titre indicatif uniquement et n'ont pas vocation à illustrer la performance d'un investissement spécifique. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures. Voir les pages 6 et 7 pour les définitions des indices.

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

GRAPHIQUE 2
Variations mensuelles des devises par rapport au dollar US
(+ = appréciation)



Données au 30 septembre 2018. Remarque : Un changement positif signifie une appréciation de la devise par rapport au dollar américain.

GRAPHIQUE 3
Principales variations mensuelles des rendements à 10 ans et des spreads

PAYS	NIVEAU DU TAUX À 10 ANS (%)	ÉVOLUTION MENSUELLE (PB)	SPREAD À 10 ANS (PB)	ÉVOLUTION MENSUELLE (PB)
(Spread par rapport aux bons du Trésor US)				
États-Unis	3,06	+20	-149	-5
Royaume-Uni	1,57	+15	-259	-6
Allemagne	0,47	+14	-293	-18
Japon	0,13	+2	-39	-5
Australie	2,67	+15	-63	0
Canada	2,43	+20	-34	-20
Nouvelle-Zélande	2,72	0	-34	-20
(Spread par rapport aux Bunds)				
France	0,80	+12	33	-2
Grèce	4,18	-22	371	-36
Italie	3,15	-9	268	-23
Portugal	1,88	-5	141	-19
Espagne	1,50	+3	103	-12
ME	INDICE DU TAUX LOCAL (%)	ÉVOLUTION DEPUIS LE DÉBUT DU MOIS (PB)	SPREAD USD (PB)	ÉVOLUTION DEPUIS LE DÉBUT DU MOIS (PB)
Spreads dette ém. ext.			360	-39
Rend. dette ME dev.locale	6,67	+2		
Spreads dette corp. ME			286	-28
Brésil	10,07	-34	289	-48
Colombie	6,59	+4	168	-16
Hongrie	2,62	+12	109	-15
Indonésie	8,17	-6	182	-9
Malaisie	4,07	+2	123	-13
Mexique	7,94	+2	256	-26
Pérou	5,68	+17	133	-14
Philippines	6,44	+51	94	-15
Pologne	2,62	+4	47	-16
Russie	8,25	-15	210	-25
Afrique du Sud	9,61	+5	297	-39
Turquie	20,04	-394	430	-168
Venezuela	-	-	5499	-308
CRÉDIT	SPREAD (PB)	ÉVOLUTION DEPUIS LE DÉBUT DU MOIS (PB)		
U.S. IG	106	-8		
EUR IG	114	-5		
U.S. HY	316	-22		
EUR HY	329	-19		
DETTE TITRISÉE				
MBS d'agences	80	-1		
U.S. BBB CMBS	252	-10		

Positive Neutral Negative

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

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

Perspectives sur les taux

L'orientation des rendements des bons du Trésor américain (UST) restent la préoccupation principale des marchés. Leur hausse n'a rien de surprenant en fin de compte, puisque la Fed a clairement fait part de son intention de relever progressivement ses taux d'intérêt, mais le marché s'était montré réticent à l'idée d'intégrer dans ses cours un nombre trop élevé de relèvements après 2019. Toutefois, la bonne orientation récente des chiffres de la croissance plaide en faveur de nouveaux relèvements et d'un cycle de hausse plus long ; par exemple, pour la première fois au cours du cycle actuel, les anticipations du marché convergent vers les prévisions de la Fed et non l'inverse. Comme par ailleurs les estimations des primes de terme des taux d'intérêt sont encore négatives, les rendements peuvent potentiellement augmenter aussi par ce biais. Du fait de la corrélation entre les marchés obligataires mondiaux, la hausse du rendement des UST entraîne une hausse des rendements des autres actifs obligataires partout dans le monde, presque indépendamment de l'état des fondamentaux à l'échelon domestique. Nous sommes d'avis que les risques restent liés à une hausse supplémentaire des rendements, sous l'impulsion des États-Unis.

Les actifs risqués ne devraient pas nécessairement être affectés par les relèvements de taux de la Fed, qu'elle justifie par la meilleure santé de l'économie. Le risque d'un resserrement excessif de la politique monétaire de la Fed semble faible, d'autant plus que les pressions inflationnistes restent modérées ; en d'autres termes, le rythme peut toujours être ralenti, comme cela s'est déjà produit durant le cycle de resserrement actuel. Bien qu'il soit de plus en plus évident que le resserrement sur les marchés du travail provoque une hausse des salaires aux États-Unis et en Europe, la reprise plaide essentiellement en faveur d'un resserrement de la politique monétaire et non d'un accroissement des mesures. L'impact sur les actifs risqués devrait donc être limité aux États-Unis.

Toutefois, la question est de savoir si les actifs non-américains peuvent résister aussi facilement à des rendements plus élevés. Après une brève convergence, il semble que l'économie américaine surperforme à nouveau le reste du monde. L'Europe fait face à un ralentissement significatif de sa croissance par rapport à 2017, et souffre des incertitudes politiques et budgétaires en Italie. La principale inquiétude sur les ME est la résistance de l'économie chinoise, qui n'est pas facilitée par les tensions commerciales avec les États-Unis.

Dans l'ensemble, nous pensons que la hausse de la croissance et des taux aux États-Unis n'affectera pas l'économie et les marchés financiers mondiaux. Cela est dû en partie au fait que le taux de croissance élevé aux États-Unis (pour l'instant) reste favorable à l'économie mondiale, et également au fait que la Fed peut faire machine arrière si sa politique de relèvement des taux s'avère dommageable. Cela dit, nous pensons qu'il faut se montrer sélectif sur les ME, en faisant la distinction entre les pays qui affichent d'excellents fondamentaux et ceux pour qui ce n'est pas le cas. La situation en Italie risque également de devenir beaucoup plus difficile, même si rien ne laisse présager une contagion pour l'instant. Dernier point, mais non des moindres, la guerre commerciale naissante et croissante avec la Chine doit être surveillée de près pour pouvoir déceler ses effets les plus pernicieux.

Une accélération de la croissance pourrait s'avérer préjudiciable si elle entraîne un resserrement excessif de la politique monétaire et une appréciation déraisonnable du dollar. Mais, comme le fait remarquer Mae West, il est parfois très plaisant d'abuser des bonnes choses.

REVUE MENSUELLE

Taux et devises des marchés développés

En septembre, les actifs risqués ont rebondi après leur correction du mois d'août. Les rendements des bons du Trésor américain ont augmenté en moyenne de 20 points de base sur l'ensemble de la courbe des taux, tandis que les Bunds allemands ont corrigé entre 7 à 15 points de base. Les obligations d'État japonaises (JGB) ont été la seule exception puisqu'elles sont restées très stables. Les rendements japonais ont clôturé le mois inchangés. Les obligations italiennes ont effacé une partie de leurs pertes du mois dernier en progressant de plus de 40 points de base sur le segment court de la courbe ; or, il est intéressant de noter que les taux du segment long de la courbe des BTP n'ont gagné que 10 points de base. Le segment 2-10 ans de la courbe des taux américaine est demeuré stable à 24 points de base ce mois-ci.¹

**Taux/
devises pays
émergents**

Le sentiment de marché s'est amélioré en septembre, les facteurs défavorables s'étant estompé progressivement à mesure que les négociations commerciales progressaient en Amérique du Nord et que les facteurs techniques et les valorisations du marché s'amélioraient, ce qui a attiré l'attention des investisseurs. Malgré la performance médiocre depuis le début de l'année, on assiste à un effet de contagion limité et les perspectives sont restées stables en termes de défaut de paiement puisque, selon nous, la correction a été plus idiosyncratique que systémique. Au sein du segment des obligations libellées en dollars, les obligations souveraines ont surperformé les obligations d'entreprises au cours du mois, tandis que la dette en devise locale a globalement surperformé celle libellée en dollars, les devises émergentes s'étant appréciées par rapport au billet vert. Les prix des matières premières ont augmenté durant la période, et les secteurs de l'énergie, de l'agriculture et des métaux (notamment le platine et le palladium) ont signé de solides performances. Les prix de l'aluminium, de l'or et de l'argent ont toutefois chuté.

PERSPECTIVES

Nous pensons que la Fed a prévu de relever ses taux de façon progressive en 2019, ce qui ne permettra qu'une hausse modérée du taux d'inflation. Si l'on en croit les récentes réunions de la Fed, celle-ci a prévu de relever ses taux à trois reprises en 2019. Le marché est en train de se rallier à cette opinion compte tenu des récentes pressions à la hausse sur les salaires et de l'amélioration de la confiance des entreprises, lesquelles font monter les enchères concernant le taux définitif approprié. Quant au rendement des bons du Trésor américain à 10 ans, nous estimons qu'il va s'établir entre 3 et 3,5 %. Comme nous l'avons déjà signalé, les JGB ont servi d'ancrage aux rendements à travers le monde. Alors que la Banque du Japon (Bo) ajuste sa politique de contrôle de la courbe des taux, une fourchette de fluctuation plus large des JGB pourrait entraîner un regain de volatilité et exercer des pressions à la hausse sur le taux sans risque. Cela étant, la Bo ne semble pas vouloir se précipiter pour l'instant.

Bien que nous soyons d'avis que la correction des deuxième et troisième trimestres sur les marchés émergents a créé des opportunités d'accroître le niveau de risque, nous nous sommes montrés plus sélectifs à mesure que les perspectives des fondamentaux devenaient plus incertains dans ces pays. Sur le plan structurel, il semblerait que la généralisation de la croissance mondiale s'estompe et que l'on entre dans une nouvelle phase de croissance divergente, comme en témoignent la croissance toujours saine aux États-Unis, la stabilisation en Europe et au Japon et, surtout, le ralentissement récent de l'activité sur les ME. Les questions commerciales figurent en tête de liste des préoccupations, les États-Unis et la Chine s'étant engagés dans une longue bataille semblante, ce qui pourrait affecter les anticipations de croissance de façon plus générale. La menace agitée par les États-Unis d'étendre les droits de douane aux 267 milliards de dollars d'importations américaines restantes en provenance de Chine pourrait déclencher une nouvelle série de mesures de rétorsion de la part de Pékin, ce dont pâtiraient la croissance mondiale et le sentiment de marché.² Sur une note plus positive, toutefois, l'annonce d'un remaniement de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA), baptisé Accord États-Unis-Mexique-Canada (AEUMC), illustre la capacité des États-Unis à conclure un accord. Elle permettra aussi de supprimer l'une des principales causes d'incertitudes sur le plan commercial, dès que les Congrès concernés auront approuvé l'accord provisoire.

¹ Source: Bloomberg. Données au 30 septembre 2018. ² Source: JPMorgan. Données au 30 septembre 2018.

REVUE MENSUELLE

PERSPECTIVES

Crédit

Les spreads des obligations Investment Grade se sont resserrés en septembre, clôturant le trimestre sur une bonne note. L'indice Bloomberg Barclays U.S. Investment-Grade Corporate Bond Index s'est resserré de 8 points de base en septembre pour clôturer le mois à 106 points de base, sous l'impulsion des émissions du secteur industriel notées BBB.³ Sur le marché américain, les spreads se sont contractés à leur niveau le plus faible depuis avril. Le spread des obligations d'entreprises américaines de qualité Investment Grade s'est élargi de 13 points de base depuis le début de l'année. En Europe, l'indice Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Corporate Index s'est contracté de 5 points de base pour clôturer le mois à 114 points de base.⁴ Ces derniers mois, les spreads européens sont restés plus stables que leurs homologues américains, et se sont élargis de 28 points de base depuis le début de l'année. Les obligations convertibles mondiales ont enregistré une performance légèrement positive durant le mois, soutenues par la hausse des actions et pénalisées par la baisse des obligations. Les performances des principales classes d'actifs ont été modérées : les actions mondiales (indice MSCI Global Equities) ont progressé de 26 points de base, le crédit (indice Bloomberg Barclays Global Credit) s'est replié de 32 points de base, tandis que les convertibles (indice Thomson Reuters Global Convertibles Focus) se sont situées à mi-chemin avec une hausse de seulement 3 points de base.⁵

Titrisation

La hausse des taux d'intérêt, l'augmentation de la duration et le resserrement des spreads de crédit ont été les principaux thèmes abordés en septembre. Durant le mois, les performances absolues ont été essentiellement impactées par la hausse des taux, et les titres axés sur le crédit ont nettement surperformé les titres plus sensibles aux taux d'intérêt. Le sentiment de marché semble avoir basculé au cours du mois de septembre et la meilleure orientation des données économiques américaines semble prendre le pas sur le ralentissement potentiel de l'économie mondiale et les préoccupations liées aux barrières douanières. En septembre, la Fed a relevé ses taux à court terme de 25 points de base supplémentaires et les marchés s'attendent désormais à ce qu'elle procède à un nouveau relèvement en décembre et sans doute quelques autres en 2019.

Nous demeurons optimistes quant aux perspectives du crédit Investment Grade. Les bénéfices des entreprises restent solides, l'offre abondante a été satisfaite par une demande encore plus forte et le contexte macroéconomique continue de s'améliorer. Les indicateurs économiques demeurent robustes, particulièrement aux États-Unis, tandis que certaines préoccupations géopolitiques majeures semblent s'atténuer. La récente spirale baissière sur les marchés émergents s'est ralenti et certaines tensions commerciales se sont atténuées. Les valorisations sont loin de leurs meilleurs niveaux, mais elles restent proches de leur moyenne à long terme. Étant donné que la Banque centrale européenne (BCE) commence à réduire ses achats d'obligations d'entreprises, que la Fed entame le resserrement de sa politique monétaire et que la situation politique en Italie devrait rester incertaine, les spreads ne devraient pas se resserrer rapidement à l'avenir. Nous nous attendons plutôt à ce que les spreads se resserrent à l'approche de la fin de l'année, ce qui devrait générer des surperformances intéressantes.

Notre hypothèse d'investissement reste largement inchangée pour le mois d'octobre. Nous restons globalement optimistes quant aux opportunités sur le segment du crédit titrisé et prudents à l'égard des titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) d'agences américaines. Nous maintenons notre sous-pondération des MBS d'agences en raison des inquiétudes suscitées par la hausse des taux et la possible volatilité des taux d'intérêt, et aussi de la réduction des achats de MBS par la Fed. Par conséquent, l'offre sur le marché négociable est en hausse. Les MBS d'agences nous semblent surévalués par rapport à leurs niveaux de spread historiques, et nous pensons donc que les spreads devront sans doute s'élargir pour attirer de nouveaux investisseurs et compenser ainsi la réduction des achats de la Fed. Nous pourrions néanmoins commencer à réduire notre sous-pondération des MBS d'agences au cours des prochains mois si ces derniers continuent de se déprécier. Nous sommes convaincus que la majeure partie de l'augmentation de la duration découlant de la hausse des taux d'intérêt et du ralentissement du rythme des remboursements anticipés est déjà effective. L'indice Bloomberg Barclays U.S. MBS Index s'est déjà apprécié pendant une année complète en 2018, et nous pensons que nous approchons de la fin du cycle actuel de hausse des taux. Même si les MBS sont encore susceptibles de subir des pressions de l'offre découlant de la diminution des achats de la Fed, nous estimons que le portage des MBS d'agences pourrait résister à un élargissement modéré des spreads si les taux d'intérêt se stabilisent.

³ Source : Bloomberg Barclays. Données au 30 septembre 2018.

⁴ Source : Bloomberg Barclays. Données au 30 septembre 2018.

⁵ Source : Bloomberg Barclays. Données au 30 septembre 2018.

CONSIDÉRATIONS SUR LES RISQUES

Les **titres obligataires** sont soumis à la capacité d'un émetteur de rembourser le principal et les intérêts (risque de crédit), aux fluctuations des taux d'intérêt, à la solvabilité de l'émetteur et la liquidité générale du marché (risque de marché). Dans le contexte actuel de hausse des taux d'intérêt, les prix des obligations pourraient chuter et entraîner des périodes de volatilité et des rachats de portefeuille plus importants. Les **titres à plus long terme** peuvent être plus sensibles aux variations des taux d'intérêt. Dans un environnement de taux d'intérêt en baisse, le portefeuille peut générer moins de revenus. Certains **titres du gouvernement américain** achetés dans cette stratégie, tels que ceux émis par Fannie Mae et Freddie Mac, ne sont pas adossés pleinement à une garantie de l'État. Il est possible que ces émetteurs n'aient pas les fonds nécessaires pour rembourser leurs obligations à l'avenir. Les emprunts bancaires publics

sont soumis au risque de liquidité et aux risques de crédit des titres moins bien notés. Les **titres à haut rendement (obligations spéculatives)** sont des titres moins bien notés qui peuvent présenter un risque de crédit et de liquidité plus élevé. Les **titres de créance souverains** sont soumis au risque de défaillance. Les **titres adossés à des créances hypothécaires et à des actifs** sont sensibles au risque de remboursement anticipé et présentent un risque de défaut plus élevé, et peuvent être difficiles à évaluer et difficiles à vendre (**risque de liquidité**). Ils sont également soumis aux risques de crédit, de marché et de taux d'intérêt. Le **marché des changes** est très volatile. Les prix sur ces marchés sont influencés, entre autres, par l'évolution de l'offre et de la demande d'une devise particulière, les échanges commerciaux, les programmes et les politiques budgétaires, financières et de contrôle des changes ou des devises nationales ou étrangères, et les variations des taux d'intérêt domestiques et étrangers.

Les investissements sur les **marchés**

étrangers s'accompagnent de risques particuliers, notamment les risques de change, politiques, et économiques. Les risques associés aux investissements dans les **pays émergents** sont plus élevés que ceux associés aux investissements étrangers. Les **instruments dérivés** peuvent augmenter les pertes de façon disproportionnée et avoir un impact significatif sur la performance. Ils peuvent également être soumis aux risques de contrepartie, de liquidité, liés à la valorisation, de corrélation et de marché. Les **titres illiquides et soumises à restrictions** peuvent être plus difficiles à vendre et à valoriser que les titres cotés en bourse (risque de liquidité). En raison de la possibilité que les remboursements anticipés modifient les flux de trésorerie des **obligations hypothécaires collatéralisées - (CMO)**, il est impossible de déterminer à l'avance leur date d'échéance finale ou leur durée de vie moyenne. En outre, si les garanties des CMOs ou les garanties de tiers sont insuffisantes pour effectuer les paiements, le portefeuille pourrait subir une perte.

DÉFINITIONS

R* est le taux d'intérêt réel à court terme qui se produirait lorsque l'économie est à l'équilibre, ce qui signifie que le taux de chômage est neutre et que l'inflation est à son niveau cible.

DÉFINITIONS DES INDICES

Les indices présentés dans ce rapport ne sont pas destinés à décrire la performance d'un investissement spécifique, et les indices présentés n'incluent pas les dépenses, frais ou coût d'acquisition, ce qui diminuerait la performance. Les indices indiqués ne sont pas gérés et ne doivent pas être considérés comme un investissement. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice.

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

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

L'**Indice des prix à la consommation (IPC)** est une mesure qui examine la moyenne pondérée des prix d'un panier de biens et services de consommation, tels que le transport, la nourriture et les soins médicaux.

L'**Indice JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global (EMBI Global)** réplique le rendement total des instruments de dette extérieure négociés sur les marchés émergents et constitue une version élargie de l'EMBI+. Comme l'indice EMBI+, l'indice EMBI Global comprend des obligations Brady libellées en dollars américains, des prêts et des euro-obligations d'une valeur nominale en circulation d'au moins 500 millions de dollars.

L'**Indice JP Morgan CEMBI Broad Diversified** est un indice de référence mondial des marchés émergents liquides qui réplique les performances des obligations d'entreprise libellées en dollars américains émises par des entités des marchés émergents.

L'**Indice JP Morgan GBI-EM Global Diversified** est un indice de référence mondial liquide pondéré en fonction de la capitalisation boursière pour les obligations d'entreprise émergentes libellées en dollar américain représentant l'Asie, l'Amérique latine, l'Europe et le Moyen-Orient/Afrique.

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

L'indice **Bloomberg Barclays U.S. Mortgage Backed Securities (MBS)** réplique les performances des titres adossés à des créances hypothécaires (ARM à taux fixe et hybride) garantis par Ginnie Mae (GNMA), Fannie Mae (FNMA) et Freddie Mac (FHLMC). L'indice est construit en regroupant les blocs de MBS livrables à venir en lots ou génériques suivant le programme, le coupon et le millésime. Introduits en 1985, les indices à taux fixe GNMA, FHLMC et FNMA pour les titres à 30 et 15 ans ont été antédatés aux mois de janvier 1976, mai 1977 et novembre 1982, respectivement. En avril 2007, des titres hypothécaires hybrides à taux variable (ARM) ont été ajoutés à l'indice.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

L'Indice S&P 500® (US S&P 500) mesure la performance du segment des grandes capitalisations du marché des actions américaines, et couvre environ 75 % de ce marché. L'indice comprend 500 entreprises de premier plan dans les principaux secteurs de l'économie américaine.

L'indice JP Morgan Government Bond Index Emerging Markets (JPM External EM Debt) réplique les performances des obligations en devise locale émises par les gouvernements des marchés émergents. L'indice est positionné comme indice de référence investissable qui inclut uniquement les pays qui sont accessibles par la plupart des investisseurs internationaux (à l'exclusion de la Chine et de l'Inde en septembre 2013).

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

Emprunts d'État allemands à 10 ans — Germany Benchmark 10-Year Datastream Government Index ; **Emprunts d'État japonais à 10 ans** — Japan Benchmark 10-Year Datastream Government Index ; et **Bons du Trésor américain à 10 ans** — U.S. Benchmark 10-Year Datastream Government Index.

L'indice **ICEBofAML U.S. Mortgage-Backed Securities (ICE BofAML U.S. Mortgage Master)** réplique la performance des titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles à taux fixe et hybrides libellés en dollars américains et émis publiquement par des agences américaines sur le marché domestique américain.

L'indice **S&P/LSTA U.S. Leveraged Loan 100 (S&P/LSTA Leveraged Loan Index)** a vocation à refléter la performance des plus grandes opérations du marché des prêts à effet de levier.

L'indice **Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate (Bloomberg Barclays Euro IG Corporate)** est un indice conçu pour refléter la performance du marché des obligations d'entreprise IG (Investissement) en euros.

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

L'indice **ICE BofAML United States High Yield Master II Constrained (ICE BofAML U.S. High Yield)** est un indice pondéré en fonction de la valeur de marché de toutes les obligations domestiques et yankee à haut rendement, y compris les obligations à paiement différé ou en cash. Ses titres ont des échéances d'un an ou plus et une note de crédit inférieure à BBB- / Baa3, mais ne sont pas en défaut.

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

Euro vs USD- Rendement total en euro par rapport au dollar américain.

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

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

L'indice **S&P GSCI Softs (GSCI soft commodities)** est un sous-indice de l'indice S&P GSCI qui mesure la performance des seules matières premières agricoles, pondérées en fonction de la production mondiale. En 2012, l'indice S & P GSCI Softs comprenait les matières premières suivantes : café, sucre, cacao et coton.

L'indice **Dow Jones Commodity Index Gold (Gold)** a vocation à répliquer la performance du marché de l'or à travers des contrats à terme.

L'indice **JP Morgan Government Bond Index Emerging Markets (JPM Local EM debt)** réplique la performance des obligations en devise locale émises par les gouvernements des marchés émergents. L'indice est positionné comme indice de référence investissable qui inclut uniquement les pays

qui sont accessibles par la plupart des investisseurs internationaux (à l'exclusion de la Chine et de l'Inde en septembre 2013).

Le **contrat à terme de l'ICE sur le pétrole brut de qualité Brent** est un contrat livrable basé sur la livraison EFP (Exchange for Physical) avec une option de règlement en espèces.

L'indice **S&P GSCI Copper (Copper)**, un sous-indice de l'indice S&P GSCI, fournit aux investisseurs un indice de référence fiable et publiquement disponible pour la performance des investissements sur le marché du cuivre.

DISTRIBUTION

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

Royaume-Uni : Morgan Stanley Investment Management Limited est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre. Numéro d'enregistrement : 1981121. Siège Social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA, autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. **Dubaï** : Morgan Stanley Investment Management Limited (Bureau de représentation, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubaï, 506501, United Arab Emirates. Téléphone : +97 (0)14 709 7158). Téléphone : +97 (0) 14 709 7158). **Allemagne** :

Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Francfort Allemagne (Catégorie : Branch Office (FDI) selon § 53b KWG). Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italie** : Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) est une succursale de Morgan Stanley Investment Management Limited, société enregistrée au Royaume-Uni, agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority (FCA) et dont le siège social est situé au 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) avec siège à Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Milano, Italie, est enregistré en Italie avec le numéro d'entreprise et le numéro de TVA 08829360968. **Pays Bas** :

Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, Pays-Bas. Téléphone : 31 2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management est une succursale de Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni. **Suisse** : Morgan Stanley & Co. International plc, succursale de Londres, Zurich Autorisée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers ("FINMA"). Inscrit au registre du commerce de Zurich CHE-115.415.770. Siège Social : Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Suisse, Téléphone +41 (0) 44 588 1000. Fax Télécopieur: +41(0) 44 588 1074.

Japon : Pour les investisseurs professionnels, ce document est distribué à titre informatif seulement. Pour ceux qui ne sont pas des investisseurs professionnels, ce document est fourni par Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. (« MSIMJ ») dans le cadre de conventions de gestion de placements discrétionnaires (« IMA ») et de conventions de conseils en placement (« AAIs »). 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 discréctionnaire (AMIIIMA), 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 points de vue et les opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille en octobre 2018 et sont appelées à évoluer en fonction des conditions de marché, économiques ou autres. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.**

les clients doivent lire attentivement les documents fournis avant la conclusion et l'exécution d'un contrat. Ce document est diffusé au Japon par MSIMJ, enregistré sous le n°410 (Directeur du Bureau des Finances Locales de Kanto (Entreprises d'Instruments Financiers)), Membres : de la Investment Trusts Association, au Japon, de la Japan Investment Advisers Association et de la Type II Financial Instruments Firms Association.

États-Unis

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

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

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

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

Hong Kong : Le présent document est publié par Morgan Stanley Asia Limited aux fins d'utilisation à Hong Kong et ne peut être diffusé qu'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 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, chapitre 289 de Singapour (« SFA »); (ii) à une « personne concernée » (qui comprend un investisseur qualifié) en vertu de l'article 305 de la LFT, et cette distribution est conforme aux conditions précisées à l'article 305 de la LFT; ou (iii) conformément aux conditions de toute autre disposition applicable de la SFA. **Australie :** La présente publication est diffusée en Australie par Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN : 122040037, licence AFS n° 314182, qui accepte la responsabilité de son contenu. La présente publication, ainsi que l'accès à celle-ci, est réservée aux « clients wholesale » selon l'acception de ce terme dans la loi sur les sociétés en vigueur en Australie.

INFORMATION IMPORTANTE

EMEA : Cette communication promotionnelle a été publiée par Morgan Stanley Investment Management 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, 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. Si l'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