

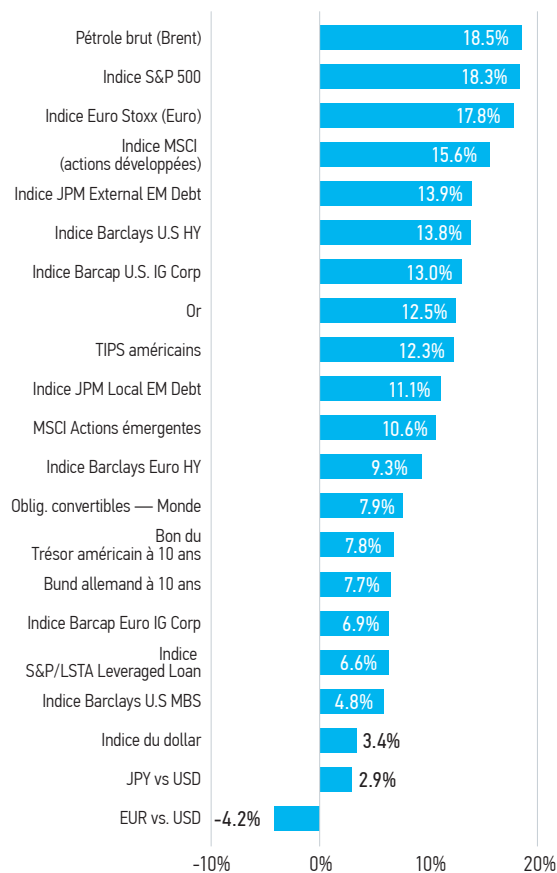
La volatilité et l'incertitude persistent... Et nous ne voyons pas le bout du tunnel.

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

Les obligations gouvernementales et le dollar américain ont continué d'enregistrer des performances exceptionnelles en août, tandis que les autres secteurs et classes d'actifs étaient malmenés. La raison : elle est à rechercher dans la montée des inquiétudes entourant les perspectives économiques mondiales et les réponses de politique monétaire qu'elles engendrent. Les facteurs d'inquiétude : l'intensification du conflit commercial sino-américain, la dégradation des chiffres de l'économie (ou l'amélioration moins forte que prévu) et l'incertitude pesant sur les initiatives à venir des banques centrales. Il est important de souligner qu'en dépit de ces difficultés, les obligations à haut rendement et les actions ont bien résisté aux turbulences et continuent d'afficher de solides performances depuis le début de l'année. De fait, la plupart des actifs obligataires, crédit compris, ont généré des rendements positifs en août. Le problème : ces bons résultats s'expliquent pour la plupart par la chute brutale des rendements obligataires qui ne se reproduira probablement pas.

GRAPHIQUE 1

Performance des actifs sur l'année en cours



Remarque : performances en dollar US. Source : Thomson Reuters Datastream. Données au 30 août 2019. Les performances des indices sont indiquées 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 14 et 15 pour les définitions des indices.

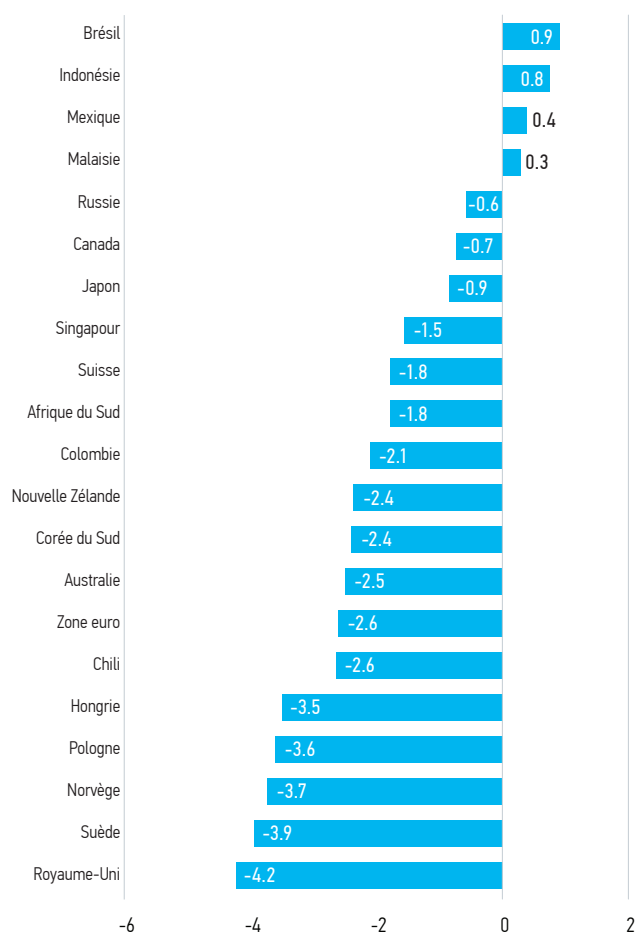
Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille à août 2019 et sont sujets à modification en fonction des conditions de marché, économiques ou autres. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.**



GRAPHIQUE 2

Variations mensuelles des devises par rapport au dollar US

(+ = appréciation)



Source : Bloomberg. Données au 30 août 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	1.50	-52		
Royaume-Uni	0.48	-13	-102	+39
Allemagne	-0.70	-26	-220	+26
Japon	-0.27	-12	-177	+40
Australie	0.89	-30	-61	+22
Canada	1.16	-31	-33	+21
Nouvelle Zélande	1.06	-38	-43	+14
(spread vs Bunds)				
France	-0.40	-22	30	+4
Grèce	1.63	-41	233	-15
Italie	1.00	-54	170	-28
Portugal	0.13	-22	83	+4
Espagne	0.11	-18	81	+8
MARCHÉS ÉMERGENTS	RENDEMENT INDICE LOCAL (%)	VARIATION MENSUELLE (PB)	SPREAD EN USD (PB)	VARIATION MENSUELLE (PB)
Spreads dette extérieure émergente			359	+28
Rendements dette locale émergente	5.34	-20		
Spreads obligations d'entreprise émergentes			331	+55
Brésil	6.82	+16	241	+35
Colombie	5.73	+8	179	+4
Hongrie	1.04	-32	107	+13
Indonésie	7.46	+2	185	+14
Malaisie	3.34	-26	124	+9
Mexique	7.13	-43	334	+11
Pérou	4.39	-16	122	+5
Philippines	4.39	-20	82	+10
Pologne	1.69	-22	39	+8
Russie	6.94	-17	209	+17
Afrique du Sud	9.39	-3	321	+21
Turquie	15.81	+61	528	+79
Venezuela	–	–	11179	-766
CRÉDIT			SPREAD (PB)	VARIATION MENSUELLE (PB))
Oblig. IG États-Unis			120	+12
Oblig. IG zone euro			109	+10
Oblig. HY États-Unis			393	+22
Oblig. HY zone euro			336	-12
TITRISATION				
MBS d'agence			97	+13
CMBS américains BBB			252	+3

Positive Neutral Negative

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

Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille à août 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

Le stress monte. Les chiffres de l'économie, en particulier les indicateurs plus subjectifs, la confiance des entreprises, ne cessent de se détériorer. Les conflits commerciaux s'intensifient et on ne voit pas le bout du tunnel. Le problème du brexit est toujours d'actualité. Or, le mois d'août est une période généralement calme pour les banques centrales et il faudra donc avancer un peu dans le mois de septembre pour connaître les mesures précises que celles-ci envisagent. Les deux grandes banques centrales, la Réserve fédérale (Fed) et la Banque centrale européenne (BCE) notamment, prendront d'importantes décisions au cours du mois.

Si les décisions de politique monétaire ne répondent pas aux attentes du marché (diminution d'au moins 25 points de base [pb] du taux directeur aux États-Unis et assouplissement général de la politique de la BCE sous forme de réduction de taux, d'étagement de ses taux de dépôts bancaires, d'indications sur sa politique monétaire et d'assouplissement quantitatif [QE]), l'automne pourrait se révéler délicat pour les obligations, le secteur du crédit et les actions.

En effet, les flux de données sont plutôt alarmants, la léthargie des investissements des entreprises (CAPEX) et la diminution de leurs marges laissant présager d'une détérioration sur le front de l'emploi, surtout aux États-Unis. Si nous ne jugeons toujours pas probable l'entrée dans une récession pure et dure, les indicateurs cycliques se dégradent sur fond d'incertitude politique. Jusqu'à présent, le pouvoir économique des ménages, soutenu par la vigueur du marché de l'emploi et la faiblesse du coût du crédit, se heurtait à la dynamique négative des entreprises, affaiblies par les conflits commerciaux.

L'économie américaine et le marché obligataire sont probablement davantage exposés à une nouvelle dégradation. Ceci est principalement la rançon de leur engagement dans l'économie et les échanges mondiaux. La confiance des entreprises américaines, tant dans le domaine de la production manufacturière que dans celui des services, a chuté plus rapidement que dans la plupart des autres secteurs mondiaux. Ainsi, les anticipations des directeurs d'achat américains relatives aux exportations se sont effondrées au cours du dernier mois. Si les volumes d'exportations s'alignaient sur ces prévisions, leur chute serait analogue à celle qui peut être observée lors d'une véritable récession.

Tout n'est pas perdu. Plus de 15 banques centrales ont réduit leurs taux d'intérêt cette année. Le durcissement régulier des spreads de crédit depuis le début de l'année et le maintien des actions américaines à des plus hauts niveaux historiques reflètent la confiance des marchés dans la possibilité de maîtriser le ralentissement économique subi jusqu'ici. La politique monétaire n'est toutefois pas toute puissante. Les

tarifs douaniers et la démondialisation ont des répercussions importantes du côté de l'offre et de la demande globale. Certes, nous attendons de nouvelles baisses de taux de la part des banques centrales qui complèteront leur boîte à outil si nécessaire, mais l'efficacité de ces mesures n'est pas garantie, particulièrement dans le contexte de rendements faibles actuel. En effet, les baisses de taux et les indications sur sa politique ne sont pas suffisantes pour venir à bout des incertitudes entourant l'évolution des relations économiques (droits de douane, flux de capitaux, par ex.).

Dans cette période d'incertitude profonde, nous sommes à l'affût de signes/indicateurs nous éclairant 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 politique de relance monétaire produisait l'effet magique escompté, les courbes 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 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 fin septembre. 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 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.

En attendant, nous pensons que le mieux pour nous est de concentrer notre attention sur les fondamentaux (des entreprises, des États ou des structures de produit, dans le cas d'actifs titrisés). Dans cette optique, les pays bénéficiant de fondamentaux solides et/ou en voie d'amélioration, assortis de valorisations correctes, sont les mieux placés pour affronter la tempête. Sur le segment de la dette souveraine des économies développées, nous aimons toujours l'Australie, l'Espagne et les États-Unis ; dans l'univers des emprunts d'État des marchés émergents, nous apprécions le Brésil et le Pérou, sur le marché domestique, et sélectionnons, sur le plan extérieur, des pays plus petits, d'une certaine manière restés à l'écart des tensions commerciales internationales. Le dollar devrait dans l'ensemble rester ferme, à l'exception de quelques cas particuliers, par exemple face à la livre égyptienne que nous apprécions et qui est portée par un ensemble relativement unique de facteurs fondamentaux.

ANALYSE MENSUELLE

PERSPECTIVES

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

Les obligations souveraines des marchés développés se sont inscrites en forte hausse au mois d'août, tandis que les rendements des bons du Trésor américain à 30 ans tombaient en deçà de la barre des 2 % pour la première fois de leur histoire.¹ Le spread entre les bons du Trésor à 10 ans et l'emprunt à 2 ans s'est inversé encore un peu plus, ravivant les craintes de récession auprès des investisseurs.² À l'échelle mondiale, le principal catalyseur de la conjoncture inhabituellement tourmentée en août sur les marchés d'obligations et d'actions est venu de la mauvaise tournure des négociations sino-américaines. D'autres événements, tels que l'issue du brexit sous le gouvernement de Boris Johnson et la nouvelle équipe au pouvoir en Italie, ont encore renforcé les incertitudes géopolitiques plus que jamais présentes. Les marchés ont réagi positivement à la constitution du nouveau gouvernement en Italie, tandis que les incertitudes entourant le brexit pesaient sur la livre sterling au cours de la période.

La croissance des États-Unis devrait demeurer sous pression pour le reste de l'année 2019, même si l'assouplissement de la politique monétaire devrait la soutenir. Les banques centrales se sont faites plus conciliantes, notamment aux États-Unis et probablement dans la zone euro, mais ces mesures sont déjà entièrement prises en compte dans les prix des obligations, ce qui fragilise les marchés de taux. En termes de perspectives économiques, les trois grands risques que nous identifions sont l'issue du brexit, les tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis et la faiblesse des secteurs manufacturiers et du commerce pesant sur la confiance des consommateurs.

Taux et devises des marchés émergents (ME)

La performance des obligations des marchés émergents (ME) a été mitigée au cours de la période. Les actifs libellés en dollars ont tiré parti de la chute des rendements des bons du Trésor américain entraînant une surperformance d'une part des titres souverains face aux obligations d'entreprises et d'autre part, des emprunts de qualité « investment grade » par rapport aux valeurs du haut rendement qui ont signé des performances négatives. La performance certes positive des obligations domestiques a été obérée par la faiblesse des monnaies locales face au billet vert.³ L'escalade du conflit commercial opposant les États-Unis et la Chine au mois d'août, mois généralement peu favorable pour la liquidité du marché, a accentué la volatilité. En outre, les mauvais chiffres de l'économie mondiale et les ventes massives d'actifs argentins à l'issue du scrutin défavorable au président Macri, favori des investisseurs, ont contribué à renforcer l'aversion aux risques. Cette perception négative des perspectives de croissance mondiale a également affecté les cours des matières premières, globalement en baisse au cours de la période.

Nous sommes prudents concernant les perspectives à court terme des obligations des marchés émergents (ME). Le sentiment de marché demeure fragile, affecté par le conflit commercial non résolu entre la Chine et les États-Unis qui pèse sur les échanges mondiaux et l'investissement. Mettant ses menaces à exécution, le gouvernement américain a augmenté ses taxes douanières sur 112 milliards d'importations chinoises à partir du 1er septembre ; en représailles, la Chine a augmenté ses droits de douane sur le brut américain et a intenté une action devant l'OMC. Dans un tel contexte, les investisseurs doutent naturellement de la capacité des négociations bilatérales engagées à Washington à aboutir à de véritables avancées plus tard dans le mois. Assombrissant un contexte mondial déjà morose, les données de la zone euro signalaient un ralentissement de la croissance, l'Allemagne risquant probablement de connaître une récession technique au troisième trimestre. En outre, l'incertitude devrait rester élevée, la saga du brexit approchant de son dénouement pour lequel nous n'écartons pas l'éventualité d'une issue riche en perturbations qui ajouterait encore davantage de confusion à un environnement déjà délicat pour les actifs risqués. D'un autre côté, nous sommes convaincus que la politique monétaire sans cesse plus accommodante des banques centrales dans le monde développé et émergent absorbera en partie les effets négatifs des conflits commerciaux et du ralentissement de la croissance mondiale.

¹ Source : Bloomberg, au 31 août 2019.

² Source : Bloomberg, au 31 août 2019.

³ Source : JP Morgan, au 31 août 2019.

ANALYSE MENSUELLE

PERSPECTIVES

Crédit

Les spreads des obligations d'entreprises se sont dans l'ensemble écartés en août, annihilant la plupart des resserrements observés en juillet ; en effet, les préoccupations entourant le ralentissement de la croissance mondiale ont gommé les effets de l'assouplissement général des politiques monétaires mondiales. Les principaux facteurs actifs au mois d'août étaient (1) les anticipations d'un assouplissement des politiques monétaires des banques centrales, (2) l'intensification des tensions commerciales, (3) les mauvais chiffres de l'économie mondiale et (4) la montée des incertitudes politiques alimentant un sentiment négatif sur le dénouement du brexit au Royaume-Uni. Le spread de l'indice Bloomberg Barclays U.S. Corporate s'est resserré de 12 pb en août pour terminer le mois à 120 pb au-dessus des obligations gouvernementales. Les valeurs financières ont surperformé les non-financières au cours du mois. Concernant l'excédent de rendement par rapport aux obligations souveraines, l'indice IG américain a généré une surperformance de -1,05 % en août. Les obligations européennes notées « investment grade » se sont mieux comportées que leurs homologues américaines, signe que les marchés anticipent les rachats d'actifs de la BCE dans le cadre d'un nouveau programme de QE et qu'ils redoutent le ralentissement de l'économie américaine annoncée par l'inversion de la courbe des taux américains 2 ans - 10 ans fin août.

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 (PMI). Les incertitudes brouillent les perspectives de bénéfices des entreprises. Le scénario que nous privilégions n'est pas celui d'une récession : nous tablons plutôt sur la persistance d'une croissance poussive et d'une inflation atone, en raison de la faiblesse des taux d'intérêt réels et des conditions financières accommodantes. Nous anticipons un accroissement de l'offre en septembre à la sortie de la trêve estivale ; les indicateurs techniques restent toutefois globalement favorables et, de l'autre côté, la solidité des positions conservatrices en risque et le maintien de flux d'investissement réguliers dans les actifs de crédit devraient permettre de limiter les risques de liquidations forcées.

Titrisation

Les titres adossés à des créances hypothécaires émis par les agences fédérales (MBS) ont fortement sous-performé au mois d'août, les spreads MBS s'élargissant de 12 pb au cours de la période, à 97 pb au-dessus des bons du Trésor américain de même duration. La faiblesse des taux entraîne une hausse sensible des anticipations de prépaiements, mettant la classe d'actifs sous pression. Les remboursements anticipés de créances hypothécaires ont déjà commencé à s'accélérer et leur rythme devrait encore progresser par rapport aux niveaux actuels en raison de la baisse continue des taux qui, sur le marché immobilier, ont touché leur plus bas niveau depuis 2016. Les remboursements continuent d'augmenter sur certains paniers d'actifs, les investisseurs cherchant à s'orienter vers d'autres paniers assortis de risques de prépaiement moins prononcés. Les flux de souscription restent solides pour les OPCVM investis dans des MBS d'agences qui ont collecté en net plus d'un milliard de dollars de capitaux au mois d'août.⁴ Si ces flux ont contribué à compenser la liquidation du portefeuille de MBS de la Fed, ils restent relativement modestes face à la réduction de 20 milliards de dollars chaque mois opérée par la banque centrale américaine sur ses positions de MBS.

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 notre sous-pondération au cours des derniers mois. Les MBS d'agence sont certes mis en difficulté par les risques de prépaiement induits par la baisse des taux hypothécaires, mais aussi par la réduction régulière par la Fed de ses positions sur les MBS qui accroît le flottant du marché d'environ 20 milliards de dollars chaque mois. Pourtant, intégrant ces risques, les spreads se sont fortement élargis ces derniers mois et offrent désormais une valeur relative plus comparable. À ce stade, les facteurs défavorables aux MBS d'agence ont pour la plupart déjà été pris en compte dans les prix. Notre opinion sur les titres adossés à des prêts hypothécaires commerciaux (CMBS) demeure mitigée ; ce secteur reste dans l'ensemble onéreux sur une base ajustée du risque, mais il présente toutefois certaines opportunités spécifiques qui paraissent intéressantes.

⁴ Source : Lipper (rapport sur les flux des fonds américains), au 31 août 2019.

Considérations sur les risques

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

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

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

DÉFINITIONS

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

DÉFINITIONS DES INDICES

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

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

Emprunts d'État italiens à 10 ans — Indice 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.

Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille à août 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.**

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 Francfort 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 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

Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille à août 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.**

pourcent par année (taxes comprises) sera engagé proportionnellement à la durée du contrat. Pour certaines stratégies, des honoraires conditionnels peuvent être compris en plus des frais mentionnés ci-dessus. Des frais indirects peuvent également être supportés, tels que des commissions de courtage pour des titres émis par des personnes morales. Étant donné que ces frais et dépenses sont différents selon le contrat et d'autres facteurs, MSIM ne peut pas préciser les taux, les limites supérieures, etc. à l'avance. Tous les clients doivent lire attentivement les documents fournis avant la conclusion et l'exécution d'un contrat. Ce document est diffusé au Japon par MSIM, société enregistrée sous le n° 410 (Directeur du Bureau des Finances Locales Kanto (Sociétés d'Instruments Financiers)), membre de la Japan Securities Dealers Association, de l'Investment Trusts Association, Japan, de la Japan Investment Advisers Association, et de la Type II Financial Instruments Firms Association.

États-Unis

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

Veuillez examiner attentivement les objectifs de placement, les risques, les frais et les dépenses des fonds avant d'investir. Les prospectus contiennent cette information ainsi que d'autres renseignements sur les fonds. Pour obtenir un prospectus, téléchargez-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'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, du chapitre 289 de Singapour (« SFA »); (ii) à une « personne concernée » (notamment un investisseur qualifié) en vertu de l'article 305 de la SFA, et cette distribution est conforme aux conditions précisées à l'article 305 de la SFA ; ou (iii) conformément à, et aux conditions de toute autre disposition applicable de la SFA. Ce document n'a pas été vérifié par l'Autorité monétaire de Singapour. **Australie :** La présente publication est diffusée en Australie par Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN : 122040037, licence AFS n° 314182, qui accepte la responsabilité de son contenu. La présente publication, ainsi que l'accès à celle-ci, est réservée aux « clients wholesale » selon l'acceptation de ce terme dans la loi sur les sociétés en vigueur en Australie.

INFORMATION IMPORTANTE

EMOA : Cette communication promotionnelle est publiée par Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Siège Social : The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's, Quay, Dublin 2, Irlande. Enregistrée en Irlande sous le numéro 616662. Autorisée et réglementée par la Banque Centrale d'Irlande. (« MSIM Ireland »).

Il n'y a aucune garantie qu'une stratégie d'investissement fonctionnera dans toutes les conditions du marché et il incombe à chaque investisseur d'évaluer sa capacité à investir à long terme, surtout pendant les périodes de détérioration du marché. Avant de réaliser un investissement, les investisseurs sont invités à lire attentivement le document d'offre relatif à la stratégie ou au produit. Les divers supports d'investissement présentent des différences importantes dans la mise en œuvre de la stratégie.

Les comptes dédiés gérés séparément peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs.

Les comptes dédiés gérés conformément à la Stratégie comprennent un certain nombre de titres et ne reproduisent pas nécessairement la performance d'un indice. Les investisseurs doivent étudier attentivement les objectifs d'investissement, les risques et les frais associés à la stratégie avant d'investir.

Les opinions et les points de vue exprimés sont ceux de l'auteur ou de l'équipe de gestion à la date de publication : ils peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique et ne pas se concrétiser. En outre, les opinions ne seront pas mises à jour ou corrigées dans le but de refléter les informations publiées a posteriori ou des situations existantes ou des changements se produisant après la date de publication. Les opinions exprimées ne reflètent pas les opinions de toutes les équipes de gestion de portefeuille de Morgan Stanley Investment Management (MSIM) ni de celles de la société dans son ensemble. Elles peuvent ne pas être prises en compte dans toutes les stratégies et les produits proposés par la société.

Les prévisions et/ou estimations fournies dans le présent document sont susceptibles de changer et pourraient ne pas se matérialiser. Les informations concernant les rendements attendus et les perspectives de marché sont basées sur la recherche, l'analyse et les opinions des auteurs. Ces conclusions sont de nature spéculative, peuvent ne pas se concrétiser et ne visent pas à prédire le rendement futur d'un produit de Morgan Stanley Investment Management en particulier.

Certaines informations fournies dans le présent document sont fondées sur des données obtenues de sources tierces jugées fiables. Nous n'avons cependant pas vérifié ces informations et ne fournissons aucune garantie quant à leur exactitude ni à leur exhaustivité.

Cette communication n'est pas un produit du département de recherche de Morgan Stanley et ne doit pas être considérée comme une recommandation de recherche. Les informations contenues dans le présent document n'ont pas été préparées conformément aux exigences légales visant à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement et ne font l'objet d'aucune interdiction de négociation avant leur diffusion.

Ce document constitue une communication générale, qui n'est pas impartiale et a été préparé uniquement à des fins d'information et d'éducation et ne constitue pas une offre ni une recommandation d'achat ni de vente d'un titre en particulier ni d'adoption d'une stratégie de placement particulière. Tous les investissements comportent des risques, y compris une possible perte en capital. Les informations contenues dans le présent document ne s'appuient pas sur la situation d'un client en particulier. Elles ne constituent pas un conseil d'investissement et ne doivent pas être interprétées comme constituant un conseil en matière fiscale, comptable, juridique ni réglementaire. Avant de prendre une décision d'investissement, les investisseurs doivent solliciter l'avis d'un conseiller juridique et financier indépendant, y compris s'agissant des conséquences fiscales.

Tout indice mentionné dans le présent document est la propriété intellectuelle du fournisseur concerné (y compris les marques déposées). Les produits basés sur des indices ne sont pas recommandés, avalisés, vendus ou promus par le fournisseur concerné, qui se dégage de toute responsabilité à leur égard.

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

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

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

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

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

Explore our site at www.morganstanley.com/im