

Et maintenant ?

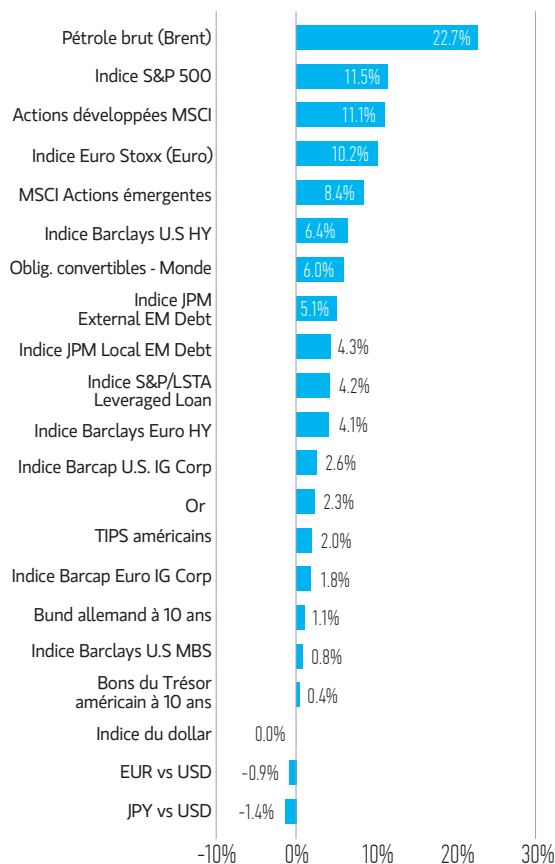
FIXED INCOME | GLOBAL FIXED INCOME TEAM | MACRO INSIGHT | MARS 2019

Après le rebond salubre de janvier, le mois de février a été marqué par un mouvement de consolidation. Les emprunts d'État ont connu des fortunes diverses : aux États-Unis et en Allemagne, les rendements obligataires ont légèrement augmenté, alors qu'ils ont baissé en Australie et en Espagne. Les secteurs des titres privés ont également effacé une partie des gains solides conquis en janvier. Cela n'a rien de surprenant car les marchés ont dû « digérer » l'actualité récente : assouplissement des politiques des banques centrales, affaiblissement continue des statistiques économiques, risques géopolitiques (les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine et le Brexit) qui continuent à affecter les marchés financiers. Le rebond des actifs risqués s'est poursuivi grâce aux espoirs croissants de résolution de ces deux situations de manière favorable aux marchés/aux économies. Mais comme bien souvent, le diable se cache dans les détails.

Les prix des actifs ne peuvent pas continuer à augmenter sans une amélioration des fondamentaux. Et sur cette question, l'ambiguïté règne. Les statistiques industrielles continuent à se détériorer, malgré des signes semblant indiquer que le pire est passé, mais le précédent resserrement monétaire, en particulier aux États-Unis, n'a pas encore produit tous ses effets. Cela étant dit, la Réserve Fédérale américaine (Fed) a dû être soulagée par l'assouplissement des conditions financières, ce qui ne l'oblige plus à adopter une politique encore plus conciliante. Dans un contexte marqué par les performances solides des actifs risqués et quelques incertitudes concernant la trajectoire des économies et l'évolution des négociations politiques, nous n'avons pas accru nos expositions au risque et conservons un positionnement globalement neutre sur les taux d'intérêt. Nous pensons que la situation va se clarifier dans les semaines et les mois à venir et, dans l'hypothèse où les prix des actifs sont corrects, nous ajusterons nos portefeuilles.

GRAPHIQUE 1

Performance des actifs sur l'année 2018



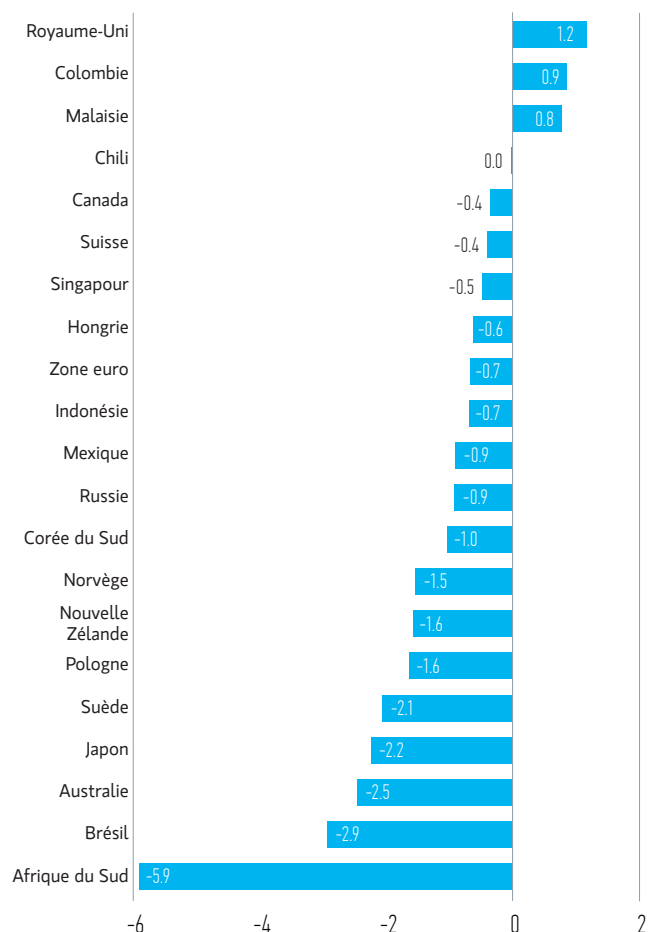
Note : Performance en dollar US. Source : Thomson Reuters Datastream. Données au 28 février 2019. Les performances des indices sont fournies à titre indicatif uniquement et n'ont pas vocation à illustrer la performance d'un investissement spécifique. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures. Voir les pages 6 et 7 pour les définitions des indices.

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

(+ = appreciation)



Source: Bloomberg. Données au 28 février 2019. Note : Un changement positif signifie une appréciation de la devise par rapport au dollar américain.

GRAPHIQUE 3

Principales variations mensuelles des rendements à 10 ans et des spreads

PAYS	RENDEMENT	VARIATION	SPREADS	VARIATION	
	À 10 ANS (%)	MENSUELLE (PB)	DES TITRES À 10 ANS (PB)	MENSUELLE (PB)	
(Spread vs UST)					
États-Unis	2.72	+9			
Royaume-Uni	1.30	+8	-141	0	
Allemagne	0.18	+3	-253	-5	
Japon	-0.02	-3	-274	-11	
Australie	2.10	-14	-61	-23	
Canada	1.94	+6	-77	-2	
Nouvelle Zélande	2.16	-10	-56	-18	
(spread vs Bunds)					
France	0.57	+1	39	-2	
Grèce	3.66	-21	348	-24	
Italie	2.75	+16	257	+13	
Portugal	1.47	-15	129	-18	
Espagne	1.17	-2	99	-6	
MARCHÉS ÉMERGENTS	RENDEMENT	VARIATION	SPREAD	VARIATION	
	INDICE	MENSUELLE	EN USD	MENSUELLE	
	LOCAL (%)	(PB)	(PB)	(PB)	
	Spreads dette extérieure émergente			359	-17
	Rendements dette locale émergente	6.24	+2		
Spreads obligations d'entreprise émergentes			287	-22	
Brésil	8.16	+40	230	-5	
Colombie	6.41	0	186	-5	
Hongrie	2.10	+3	107	-20	
Indonésie	7.91	-19	193	-3	
Malaisie	3.98	-6	126	-13	
Mexique	8.33	-14	316	-14	
Pérou	5.60	-1	131	-14	
Philippines	5.57	-17	86	-15	
Pologne	2.37	+16	49	-18	
Russie	8.09	+15	208	-11	
Afrique du Sud	9.49	+18	284	-12	
Turquie	15.50	+69	400	+7	
Venezuela	—	—	5303	+533	
CRÉDIT			SPREAD (PB)	VARIATION MENSUELLE (PB)	
Oblig. IG États-Unis			121	-7	
Oblig. IG zone euro			128	-14	
Oblig. HY États-Unis			423	-103	
Oblig. HY zone euro			434	-60	
TITRISATION					
MBS d'agences			86	+3	
CMBS américains BBB			287	-14	

Positive Neutral Negative

Source: Bloomberg, J.P. Morgan. Données au 28 février 2019.

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

Perspectives des marchés obligataires

Les conditions de marché qui avaient prévalu en janvier se sont poursuivies en février (performances solides des actifs risqués et baisse très modérée des emprunts d'État), mais les perspectives pour mars sont plus incertaines car les valorisations ne sont plus aussi intéressantes et les perspectives macroéconomiques restent indécises. Certaines statistiques montrent que les économies de la zone euro et de la Chine se rapprochent d'un plus bas, et sont au mieux contrastées. Contre toute attente, les données relatives au secteur manufacturier et au commerce se sont repliées, alors que celles du marché du travail et de la demande des consommateurs se sont révélées positives. Les bénéfices publiés par les entreprises au 4^{ème} trimestre ont été globalement supérieures aux anticipations, mais les analystes ont revu leurs prévisions à la baisse.

D'autres risques macroéconomiques comme le Brexit restent prégnants et, malgré les avancées des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine, le marché anticipe déjà une embellie de la situation sur ce front. De même, compte tenu du faible niveau de l'inflation, les banques centrales ne sont plus contraintes de durcir leur politique monétaire rapidement, voire pas du tout, mais ce scénario est déjà intégré dans les cours par les marchés. Selon ces derniers, la Fed ne relèvera pas ses taux en 2019, tout comme la BCE qui ne devrait intervenir qu'en 2020. La BCE va très probablement assouplir les conditions monétaires en fournissant de nouvelles facilités de prêt qui viendront remplacer les opérations de refinancement à long terme arrivant à maturité (TLTRO). Cependant, comme le marché a déjà anticipé ces mesures, leur impact (notamment sur les banques italiennes et les émissions de BTP) pourrait être modeste en cas d'annonce officielle, mais très défavorable dans le cas contraire.

L'environnement des actifs risqués demeure positif, mais dans une moindre mesure qu'auparavant, ce qui nous a poussés à réduire notre exposition aux obligations d'entreprise et aux marchés émergents. Ces classes d'actifs conservent des atouts non-négligeables : les marchés émergents devraient bénéficier du point bas atteint par les économies chinoise et de la zone euro et

d'un potentiel accord commercial entre les États-Unis et la Chine. Parallèlement, la faiblesse de l'inflation devrait autoriser les banques centrales à maintenir des politiques accommodantes, ce qui permettra à celles des pays émergents de mener des politiques plus accommodantes qu'elles ne l'auraient fait dans un autre contexte. Le segment du crédit tire parti de divers facteurs : solidité des bénéficiaires, relance probable des opérations de refinancement à long terme de la BCE et le report constant des perspectives de récession aux États-Unis (à part le caractère plat de la courbe des taux, très peu d'indicateurs présagent un tel scénario au cours des 12 à 24 mois). Sur les marchés de la titrisation, nous sommes surexposés aux produits « orientés crédit » et sous-pondérons les titres adossés à des crédits immobiliers émis par des agences (MBS) en raison de l'impact incertain de la normalisation du bilan de la Fed sur l'offre de titres. Cependant, pour que le rebond des actifs risqués se poursuive en 2019, il faudra des signes tangibles d'une embellie des perspectives de croissance économique et espérer que les banques centrales ne durcissent pas trop rapidement leur politique.

Nous sommes désormais neutres vis-à-vis des marchés des emprunts d'État. Le marché a déjà intégré le basculement progressif d'une approche de normalisation vers un nouvel assouplissement de la politique monétaire. De plus, avec une courbe des taux très plate (d'où un portage modeste) et des valorisations très élevées par rapport à leurs niveaux historiques, il est difficile d'être optimiste à l'égard de cette classe d'actifs. Parallèlement, les risques de baisse semblent limités si l'inflation demeure atone et les emprunts d'État des pays développés jouent un rôle important de diversification¹ dans les portefeuilles, en tirant leur épingle du jeu lorsque tous les autres actifs sont à la peine. Le marché des Gilt britanniques est soumis à des incertitudes particulièrement importantes car la vigueur des statistiques du marché du travail aurait déjà dû pousser la Banque d'Angleterre (BoE) à relever les taux à plusieurs reprises. Mais en raison du Brexit, la politique monétaire a été mis en suspens. Si les incertitudes politiques actuelles peuvent être levées, le marché devra peut-être s'attendre à un rythme de relèvement des taux nettement plus rapide.

¹ La diversification ne supprime pas le risque de perte.

ANALYSE MENSUELLE

PERSPECTIVES

Taux et
devises des
marchés
développés

En février, les actifs risqués se sont inscrits en hausse et le sentiment des investisseurs s'est encore amélioré. Les rendements des obligations à 10 ans ont augmenté aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne, mais ils ont baissé en Australie, en Nouvelle-Zélande et au Japon. Malgré le rebond de la confiance des ménages, le ralentissement de la croissance mondiale reste inquiétant. Le dollar américain a progressé modestement face aux devises du G10, à l'exception de la livre sterling qui s'est raffermie grâce à l'espoir croissant d'une solution permettant d'éviter une sortie sans accord du Royaume-Uni de l'Union européenne.

Sans pour autant s'effondrer, la croissance américaine va probablement ralentir en 2019 en raison de la dissipation de l'impact des mesures de relance budgétaires et de l'impact décalé de la hausse des taux. Les dernières déclarations des dirigeants de la Fed nous ont rassurés car elles montrent que le risque d'un durcissement excessif n'est pas pris à la légère et qu'à un moment (assez proche dans l'avenir), il faudra que la politique menée dépende à nouveau des statistiques économiques. Nous n'anticipons aucune modification importante de politique à court terme car nous pensons que l'inflation restera modérée au cours des 12 prochains mois. Le marché, lui-aussi, va donc probablement intégrer le fait que le point culminant du rendement des bons du Trésor à 10 ans sera certainement inférieur à 3,50 %, tout en restant supérieur à 2,5 %. A très court terme, malgré la baisse enregistrée fin décembre 2018, nous pensons que le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans évoluera probablement entre 2,60 % et 3,00 % au cours des prochains mois.

Taux/devises
pays
émergents

Dans un contexte marqué par un recul des devises des pays émergents face au dollar, les actifs obligataires de ces marchés ont enregistré des performances variables en février. Les titres en devise locale et la dette extérieure ont terminé le mois en territoire positif. Sur le segment des obligations libellées en devises fortes, les obligations à haut rendement ont surperformé leurs homologues investment grade et les obligations d'entreprises ont fait mieux que les émissions souveraines. Le report des droits de douane supplémentaires annoncé par le président Donald Trump au-delà du délai fixé au 31 mars a suscité un certain optimisme sur la question des négociations commerciales sino-américaines. Le gouvernement chinois a quant à lui fait savoir qu'il comptait accroître ses achats de matières premières en provenance des États-Unis. Compte tenu de la faiblesse de l'inflation et du contexte extérieur, les banques centrales de nombreux pays émergents ont assoupli leur discours, ce qui présage des baisses de taux visant à soutenir la croissance économique.

Nous restons optimistes à l'égard de la dette émergente pour les semaines à venir, et ce pour plusieurs raisons. Premièrement, les derniers indicateurs avancés de la Chine et de la zone euro semblent indiquer que l'activité économique a déjà atteint son point bas. Deuxièmement, l'absence de pressions inflationnistes mondiales et le ralentissement de la croissance incitent les banques centrales des pays développés à retarder, voire à abandonner, leur projet de normalisation monétaire. Troisièmement, après une progression soutenue depuis le début de l'année sur fond de stabilité du dollar, la dette des marchés émergents devrait désormais être soutenue par le début d'une probable dépréciation de la devise américaine. Enfin, le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine, qui a largement contribué aux incertitudes l'année dernière, semble proche d'une résolution temporaire, ce qui renforce le sentiment des investisseurs envers les actifs risqués à court terme.

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

ANALYSE MENSUELLE

PERSPECTIVES

Crédit

Le rebond des marchés du crédit s'est poursuivi en février avec une nouvelle baisse des spreads des obligations investment grade et à haut rendement, qui avaient augmenté lors du dernier trimestre. Au cours du mois, les marchés ont passé en revue les résultats publiés au 4^{ème} trimestre, qui se sont révélés globalement honorables malgré la dégradation marquée de certaines situations. Conformément aux anticipations, la croissance de l'EBITDA (l'équivalent de l'excédent brut d'exploitation) a ralenti mais son rythme est suffisant pour maintenir le levier financier globalement inchangé. Les résultats des entreprises et l'absence de mauvaises surprises macroéconomiques ont permis au marché du crédit de poursuivre son rebond initié depuis le début d'année.

Les bénéfices du quatrième trimestre, globalement stables, les bonnes statistiques du produit intérieur brut (PIB) américain sur la même période et l'embellie du sentiment des investisseurs ont constitué un environnement favorable aux marchés du crédit. Nous continuons à penser que le risque d'une récession à court terme est minime, que les taux de défaut resteront faibles et que la croissance des bénéfices, en dépit de son ralentissement, devrait contribuer au désendettement. Adoptant un discours toujours accommodant, la Fed a récemment fait allusion à une stratégie de ciblage d'inflation. Si cette option est retenue, la probabilité d'une hausse des taux devrait encore diminuer. En dehors des États-Unis, la BCE conserve également une posture accommodante et envisage de nouvelles opérations d'injections de liquidités à long terme (TLTRO), alors que les autorités chinoises pensent également assouplir leur politique. Cet assouplissement des politiques monétaires va entraîner un allongement du cycle, qui sera favorable à la dette d'entreprise.

Titrisation

Les marchés hypothécaires et de titrisation ont enregistré des performances relativement solides en février, dans un contexte marqué par une hausse des taux d'intérêt et un resserrement des spreads de crédit dans la plupart des secteurs. Les MBS émis par des agences ont de nouveau surperformé les bons du Trésor en février car la stabilité des taux et la faible volatilité continuent à réduire le coût des options et la convexité négative des MBS d'agences. Les actifs titrisés les plus sensibles au crédit ont surperformé les MBS d'agences grâce à la bonne tenue des fondamentaux du crédit et à la surperformance de la classe d'actifs liée à l'augmentation des rendements/du portage.

Les marchés hypothécaires et de titrisation ont démarré l'année 2019 sur une bonne note, même s'ils ne progressent pas aussi rapidement que d'autres marchés lourdement sanctionnés en 2018. Du point de vue fondamental, l'économie américaine nous semble toujours aussi solide (en particulier la consommation et l'immobilier), et nous continuons à surpondérer les titrisations orientées crédit. Nous sous-pondérons toujours les MBS d'agences pour deux raisons : les craintes sur l'équilibre entre l'offre et la demande liées à l'arrêt du programme d'achat de MBS de la Fed, et la réduction potentielle du stock de MBS d'agences et détenus par les banques américaines en cas d'assouplissement des exigences de fonds propres. Les MBS d'agences enregistrent des performances relativement bonnes depuis le début de l'année et surperforment les bons du Trésor. Ils profitent de la faible volatilité des taux d'intérêt et de la baisse des coûts des options qui en découle. Nous continuons à penser que la volatilité des taux restera favorable en 2019, ce qui soutiendra les MBS d'agences, mais ce facteur pourrait être compensé par les pressions pesant sur l'offre liées à la réduction du bilan de la Fed. Dans l'ensemble, les MBS d'agences devraient selon nous continuer à surperformer les bons du Trésor mais à sous-performer les actifs de crédit titrisés.

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 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 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 IG, à taux fixe et impossibles.

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 antidisposés 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 (Gold)** 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—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 **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 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 **ICE BofAML European Currency High-Yield Constrained (ICE BofAML Euro HY constrained)** a vocation à répliquer la performance en euro et en livre sterling de la dette d'entreprise non IG (spéculative) émise par des émetteurs du monde entier sur les marchés des eurobonds, les marchés domestiques en livre sterling ou les marchés domestiques en euro.

L'indice **ICE BofAML 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 **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.

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 10 ans - Italy Benchmark 10-Year Datastream Government Index.

Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille à fin février 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 CEMBI Broad Diversified est un indice de référence mondial des marchés émergents liquides qui réplique les performances des obligations d'entreprise libellées en dollars américains émises par des entités des marchés émergents.

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

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

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

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

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

L'Indice d'accessibilité financière (Home Affordability Index) de la National Association of Realtors compare le revenu médian au coût de la maison médiane.

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

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

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, 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.

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

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 devises, souvent appelé un panier de devises des partenaires commerciaux des États-Unis.

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 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 et 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. Enregistrée en Irlande sous le numéro 616662. 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 : 312-0462-1300. 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.

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

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

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-en un sur morganstanley.com/im ou appelez le 1-800-548-7786. Veuillez lire attentivement le prospectus avant d'investir.

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

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

Hong Kong : Le présent document est publié par Morgan Stanley Asia Limited aux fins d'utilisation à Hong Kong et ne peut être diffusé qu'après d'« investisseurs professionnels » au sens du Securities and Futures Ordinance (décret sur les valeurs mobilières et les contrats à terme) de Hong Kong (Cap 571). Le contenu du présent document n'a été révisé ni approuvé par aucune autorité de réglementation, y compris la Securities and Futures Commission de Hong Kong. En conséquence, à moins que la loi en vigueur ne prévoie 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

EMEA: Cette communication a été publiée par Morgan Stanley Investment Management Limited (« MSIM »). Autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre sous le n°1981121. Siège Social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

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

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

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

Les opinions et les points de vue exprimés sont ceux de l'auteur ou de

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

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

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

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

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

Tout indice mentionné dans le présent document est la propriété intellectuelle du fournisseur concerné (y compris les marques déposées). Les produits basés sur des indices ne sont pas recommandés, 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