

Prêt au changement

Obligations : de la Fed à la blockchain

OBLIGATIONS | RECHERCHE MACRO | 2018

Alors que l'expansion mondiale se poursuit, certains estiment que le cycle économique pourrait toucher à sa fin. Quels devraient être les points à surveiller pour les investisseurs obligataires dans ce contexte ?

Nous avons discuté avec six gestionnaires d'actifs seniors du groupe *Fixed income*, et en particulier avec les responsables des stratégies de dette souveraine et privée et de gestion active de la trésorerie, afin de connaître leur point de vue sur les risques et les opportunités présentés par le marché. En tant que gérants actifs, ils ont toute latitude pour ajuster dynamiquement leurs portefeuilles de manière à créer de la valeur à partir de leur positionnement en duration, des conclusions de leur analyse crédit, de leur exposition à la courbe de taux et de leur sélection de titres.



1 Prenons d'abord de la hauteur. Comment anticipez-vous l'évolution de la politique de la Fed, la trajectoire des taux d'intérêt et celle de l'inflation ?

JIM CARON: Selon le consensus, la Fed devrait encore relever ses taux à deux reprises cette année, même s'il est toujours possible qu'elle s'en dispense en décembre. Cela dépendra de la conjoncture économique.

Nous prévoyons peu de mouvements à la hausse sur les taux d'intérêt et, selon nous, les rendements à 10 ans ne devraient pas augmenter (en se stabilisant) au-delà de 3 %, à moins d'un changement important sur le front de l'inflation ou des estimations de croissance. L'inflation sous-jacente se maintient pour le moment autour de 2 %. Elle pourrait aller légèrement au-delà mais de manière peu sensible. Je ne table donc pas sur une impulsion qui viendrait de l'inflation.

La croissance américaine est robuste et les chiffres du deuxième trimestre devraient être solides. Toutefois, à mesure que nous avancerons dans l'année, nous pourrions finalement nous rendre compte qu'elle avait en fait touché son plafond annuel au deuxième trimestre. La croissance pourrait donc marquer le pas, ceci signifiant pour nous un taux avoisinant 2,8 % ou 2,9 %. Je ne distingue aujourd'hui aucun événement économique susceptible de pousser les taux d'inflation ou les prévisions de croissance à la hausse ; les taux d'intérêt devraient donc évoluer dans une fourchette favorable comprise, je dirais, entre 2,7 % et 3,1 %.

JONAS KOLK : De notre point de vue, la Fed devrait encore remonter ses taux à deux reprises, ce qui porterait à quatre le nombre total de hausses cette année. Je pense que certains facteurs géopolitiques tels que le commerce, les tarifs douaniers, l'agitation en Europe et les questions de politique étrangère avec la Chine et la Corée du Nord joueront un rôle dans la décision de la Fed. Le marché attend entre une et deux hausses d'ici à la fin de cette année ; par conséquent, la décision finale de la Fed, quelle qu'elle soit (une ou deux hausses de taux), ne les surprendra pas outre mesure.

Je prévois pour l'an prochain une certaine déconnexion : la Fed envisage en effet trois relèvements de taux supplémentaires, tandis que le marché anticipe un nombre de hausses bien inférieur. Ces divergences d'anticipation seront intéressantes à observer.

Sur le front de l'inflation, la Fed ne doute pas selon moi de sa capacité à toucher la cible de 2 %. Elle est prête à la laisser filer légèrement,

dès lors que les chiffres auront touché ce seuil. Je ne pense pas que la Fed tolérerait toutefois un emballement sur une période prolongée, mais de mon point de vue, plus tard dans l'année et au début de la suivante, l'inflation devrait évoluer autour ou légèrement au-dessus de la cible établie par la Fed.

2 Que nous dit d'après vous la courbe des taux ?

JIM CARON: La Fed relevant ses taux d'intérêt, la conséquence la plus naturelle pour la courbe de taux est de s'aplatir. Notez bien que je pèse mes mots en parlant de remontée des taux de la Fed, car de fait, il ne s'agit pas d'un « durcissement » mais d'un terme mis à des mesures trop accommodantes.

Je dirais que la Fed attendra pour resserrer sa politique monétaire que le taux directeur (en valeur nominale) ait dépassé 3 %, ce qui pourrait ne pas se produire avant 2019.

Une courbe inversée ou très plate conjuguée à un taux directeur avoisinant ou dépassant 3 % envoie en principe un signal de récession potentielle neuf, douze ou peut-être dix-huit mois plus tard. Toutefois, l'idée qui associe une courbe plate ou inversée à un signal de ralentissement des marchés part de l'hypothèse que la Fed serait effectivement en train de durcir sa politique monétaire.

En outre, un volume important de bons du Trésor figure encore au bilan de la Fed. Tenant compte de cet « effet stock » permanent de la politique d'assouplissement quantitatif (QE), nous avons calculé que la prime liée à l'échéance et la courbe de taux s'inscrivent probablement 40 points de base en deçà du niveau où elles devraient se situer autrement. Aussi, pour comparer en termes équivalents la forme de la courbe actuelle à ses valeurs historiques, il faudrait lui ajouter près de 40 points de base pour tenir compte des effets persistants de la politique de QE.

L'aplatissement de la courbe de taux montre certes que les marchés anticipent le dépassement possible d'un pic de croissance, mais nous devons nous interroger sur l'ampleur et le rythme de ce ralentissement et nous demander si celui-ci est nécessairement le signe d'une récession. Pour le moment, je dirais que si nous sommes attentifs à cette tendance, elle ne nous inquiète pas outre mesure.

JONAS KOLK : Comme Jim l'a souligné, si dans le passé l'inversion de la courbe des taux s'avérait un indicateur relativement fiable de récession, il n'en va plus nécessairement de même aujourd'hui. En principe, la Fed relève ses taux pour ralentir une économie

La Fed signale son intention de relever ses taux à trois reprises, mais le marché table sur un nombre de hausses bien inférieur.

L'aplatissement de la courbe de taux montre que les marchés anticipent la possibilité d'un pic de croissance.

en surchauffe ou pour maîtriser une inflation devenue un peu trop vive à son goût. L'actuelle campagne de « durcissement » de la Fed est de nature radicalement différente, puisqu'elle traduit simplement ses efforts pour normaliser une politique monétaire devenue bien trop accommodante et non la nécessité de réagir face à un ralentissement de la croissance ou à une poussée d'inflation. La Banque centrale ne durcit pas sa politique au sens historique du terme.

Certains facteurs affectant le reste du marché maintiennent également les taux à long terme à la baisse. Un certain nombre de grandes banques centrales mondiales, telles que la BCE ou la Banque du Japon poursuivent des politiques d'assouplissement quantitatif et gonflent la taille de leur bilan. Considérant que la duration et les obligations sorties du marché ont contribué à maintenir les taux d'intérêt à long terme à des niveaux bas. Et avec la Fed qui remonte ses taux sans pour autant réellement durcir sa politique monétaire et alors que les politiques d'assouplissement quantitatif sont encore bien présentes dans l'économie mondiale, la valeur prédictive d'un aplatissement ou d'une inversion de courbe pourrait cette fois-ci ne pas s'avérer aussi fiable que de coutume.

3 Quels indicateurs clés devrions-nous observer à ce stade ?

JIM CARON: Le principal indicateur de marché est le dollar. Les effets de ses fluctuations sont immenses : un dollar fort contribuerait à ralentir la croissance mondiale ce qui en retour freinerait l'économie américaine. Adressant le signal d'un renforcement de l'aversion pour le risque, il inciterait les investisseurs à tourner le dos aux actifs risqués.

Le deuxième indicateur-clé est l'emploi. Le maintien d'un taux de chômage à des niveaux relativement faibles, autour de 4 % ou en deçà, sera crucial pour maintenir le dynamisme de la croissance et de la consommation. Enfin, le troisième indicateur porte sur les salaires. Nous espérons toujours une légère augmentation des niveaux de rémunération. Dans une certaine mesure, la croissance poussive des salaires permet de maîtriser l'inflation, mais j'observerai aussi leur progression avec beaucoup d'attention. Ce sont les trois indicateurs-clés à ce stade.

JONAS KOLK: J'aborderai la question en observant le segment des actifs liquides du marché, sur la partie courte de la courbe. Examinons les contrats eurodollars, substitués du taux LIBOR prévisionnel à trois mois. Ces derniers annoncent non seulement un

ralentissement de la trajectoire de resserrement en 2019 et début 2020, mais aussi des rendements légèrement inférieurs pour les contrats échus fin 2020. Nous parlons ici d'une variation à un seul chiffre en points de base, mais cette structure de la courbe de l'eurodollar laisse néanmoins envisager que la Fed serait non seulement prête à marquer une pause à un moment ou un autre en 2019, mais qu'elle commencerait peut-être même à évoluer dans le sens contraire.

Ces contrats à terme ne suivent pas le chemin tracé par la Fed, je pense donc qu'il sera intéressant d'observer leur trajectoire au cours des 12 à 24 prochains mois. Pour l'instant, le tableau qu'ils dressent suggère que des changements relativement importants seraient nécessaires dans la manière dont la Fed envisage l'évolution de sa politique monétaire.

Si la partie courte de la courbe poursuit sa progression dans ce contexte d'incertitude sur les échéances les plus lointaines, de réelles opportunités pourraient émerger sur les produits de liquidité à court terme.

4 Quelles classes d'actifs offrent les opportunités les plus attrayantes aujourd'hui ?

NEIL STONE: Nous pensons que le contexte est globalement favorable au crédit, notamment à la dette privée de qualité « investment grade ». Parmi les obligations bien notées, entre celles des secteurs financier et industriel de qualité A, nous privilégions clairement les valeurs financières même si les deux se négocient globalement sur les mêmes niveaux de spread. Les émissions financières, en particulier bancaires, se trouvent toujours sur une trajectoire de réduction régulière de leur exposition au risque et demeurent soutenues par la sévérité des dispositifs de surveillance réglementaire. La plupart des sociétés financières ont levé des capitaux, atténuant le risque de leurs activités et prenant globalement le type de décisions propre à satisfaire les porteurs d'obligations.

Grâce à ses fondamentaux solides conjugués à des valorisations intéressantes, le secteur financier représentait et reste notre segment de marché privilégié sur le marché du crédit « investment grade ».

Les segments non financiers qui présentent des fondamentaux plus faibles, des risques induits par les opérations de fusions & acquisitions, les mutations technologiques et les forces disruptives nous incitent en revanche à davantage de prudence. Les opérations d'ingénierie financière, consistant par exemple à accroître le levier pour financer des

Les technologies de la blockchain, la voiture sans conducteur et les énergies renouvelables pourraient créer des gagnants et des perdants au cours des prochaines années.

acquisitions ou à réaliser des rachats d'actions ont été relativement importantes, notamment au sein des sociétés les mieux notées, ce qui peut être perçu comme peu favorable pour les porteurs d'obligations. Parmi ces sociétés, beaucoup ne se soucient guère d'une éventuelle dégradation de leur note du moment qu'elles restent classées « investment grade ».

Celles déjà situées dans le bas du compartiment « investment grade », soucieuses de ne pas être déclassées en haut rendement, se montrent généralement plus réticentes à s'engager dans de telles opérations. Notre équipe d'analystes a identifié certaines opportunités intéressantes sur ce segment de marché.

Nous restons également attentifs aux innovations technologiques. Les technologies de la blockchain, la voiture sans conducteur et les énergies renouvelables pourraient créer des gagnants et des perdants au cours des prochaines années. Toutes choses égales par ailleurs, nous donnons la préférence aux obligations financières de qualité, et, en dehors du secteur financier, aux valeurs les moins bien notées de la catégorie « investment grade ».

RICHARD LINDQUIST: Un mot sur le haut rendement. Notre approche consiste à investir sur le crédit du marché intermédiaire qui, selon notre définition, désigne les sociétés présentant entre 150 millions et 1 milliard de dollars d'obligations en circulation ; dans cet univers, nous privilégions les titres de crédit à durée faible dans le contexte actuel de hausse des taux d'intérêt. Au sein de nos portefeuilles, nous préférons maintenir une durée environ trois trimestres en dessous de celle de l'indice, tout en conservant par rapport à celui-ci un supplément de rendement compris entre 50 et 100 points de base. Nous cherchons donc à dénicher sur le marché intermédiaire des entreprises affichant des rendements plus élevés et des durées plus courtes.

Nous sommes surpondérés sur les secteurs cycliques : l'énergie, la production manufacturière diversifiée, les matériaux de construction, les services de transport et autres types d'industries, ce qui rejoint les anticipations de Jim. Le contexte économique est favorable, la baisse des taux de défaut se poursuit et les indicateurs techniques demeurent solides. Au cours du mois de juin, l'offre de nouvelles émissions sur le segment du haut rendement américain a chuté de 27 % en variation annuelle, soutenant le marché.¹ En outre, ces nouvelles émissions obligataires sont pour l'essentiel utilisées pour rembourser les emprunts plus anciens, à coupon plus élevé.

Tous les secteurs étant épargnés par les défaillances sévères d'émetteurs, nous sous-

pondérons les segments offrant un volume important de titres à coupon peu élevé et à durée longue, tels que ceux de la téléphonie sans fil, du filaire, de la téléphonie par câble et des médias. Ces derniers ne soulèvent pas davantage d'inquiétudes quant au risque de défaut, mais leur valeur relative aujourd'hui est selon nous peu intéressante compte tenu du risque de durée.

Nous sous-pondérons également largement les valeurs financières, compte tenu de la situation du crédit. Ces valeurs sous-pondérées sont très différentes de la dette « investment grade » évoquée par Neil. Sur le segment du haut rendement, les sociétés financières sont généralement de petite taille et mettent l'accent sur des offres telles que le prêt sur salaire, le crédit automobile ou étudiant, ou encore les services connexes aux prêts hypothécaires, pour une base de clientèle demandeuse de crédits à risque de type subprime. Ces sociétés sont bien davantage exposées au risque que les grandes institutions financières « investment grade ».

Enfin, nous sous-pondérons également le secteur de la santé, préoccupés par les facteurs endémiques et les incertitudes entourant les orientations possibles du nouveau projet de loi sur la santé préparé par Washington.

ERIC BAURMEISTER : Après une importante vague de cessions au deuxième trimestre de cette année, les investisseurs peuvent trouver de la valeur dans une vaste palette d'actifs émergents, de la dette souveraine locale ou extérieure aux obligations d'entreprise. Qui plus est, dans le contexte mondial marqué par une croissance solide et des taux d'intérêts relativement accommodants, nous pouvons espérer un redressement rapide des marchés émergents.

Notre principale préoccupation porte sur les conflits commerciaux internationaux qui ralentissent les échanges et provoquent la chute des cours sur les matières premières. Un recul dans le processus de mondialisation porterait un coup sévère aux économies émergentes mais tel n'est pas notre scénario central. La réévaluation a fortement pénalisé certains pays, souvent à tort de notre point de vue, à cause de leur politique budgétaire et monétaire. Nous avons donc identifié des opportunités sur les marchés émergents.

Compte tenu des valorisations, nous surpondérons les émissions des marchés locaux et les entreprises des pays émergents au détriment de la dette souveraine. L'Argentine recèle selon nous de nombreuses opportunités à saisir, grâce au programme de réforme entrepris ; nous sommes favorablement disposés envers le Nigeria et surtout envers

Le financement alternatif expose au crédit à la consommation ce qui lui confère des vertus de diversification lorsqu'il est associé à d'autres classes d'actifs.

¹ Données Bloomberg Barclays au 30 juin 2018

son secteur bancaire, et nous apprécions les marchés locaux d'Égypte, du Mexique et d'Afrique du Sud ainsi que la dette extérieure d'Ukraine et du Kazakhstan. Même si Lopez Obrador a accédé à la présidence, les craintes entourant cette victoire étaient de notre point de vue excessives et ont ouvert des opportunités sur les actifs mexicains.

5 Quelles sont selon vous les opportunités à saisir au sein de l'univers du financement obligataire alternatif ?

KEN MICHLITSCH : Nous pensons que les dispositifs de prêts alternatifs peuvent permettre aux investisseurs de s'exposer aux mutations profondes affectant les modalités de financement proposées aux consommateurs et aux petites entreprises. Ce modèle de crédit s'est développé à partir de prêts à la consommation de petit montant, d'individu à individu, sans garantie, financés par des investisseurs individuels. Puis, la classe d'actifs gagnant en maturité, les investisseurs institutionnels sont entrés en scène et financent désormais l'essentiel des opérations.

Parallèlement, la nature des financements octroyés par ces prêteurs alternatifs s'est diversifiée au-delà du crédit à la consommation non sécurisé et englobe désormais les prêts aux petites entreprises, aux étudiants, le crédit automobile et les autres financements spécialisés. Investir dans ces solutions de crédit alternatif offre la possibilité de profiter d'un rendement optimisé conjugué à une durée faible. Cette dernière caractéristique atténue la sensibilité à la hausse des taux d'intérêt, tandis que des spreads très larges amortissent les effets des pertes de crédit éventuelles. Les solutions de financement alternatif exposent au crédit à la consommation plutôt qu'à la dette d'entreprises ou souveraines, ce qui lui confère des vertus de diversification lorsqu'il est associé à d'autres classes d'actifs.

Ce secteur a enregistré des performances absolues et ajustées du risque intéressantes. Il se décline en outre en un ensemble d'opportunités largement diversifiées, fondées sur des stratégies variées offrant de multiples sources de diversification² en fonction du segment et de la qualité de crédit, des garanties, de la taille de l'opération ou de la durée.

MODÉRATEUR : Merci à tous d'avoir accepté de partager vos points de vue avec nous. À l'évidence, les conditions qui règnent aujourd'hui sur l'univers obligataire nous obligent à changer notre manière de voir. La flexibilité dont vous faites preuve en mettant à profit une large palette de sources d'alpha partout dans le monde sera cruciale pour offrir des performances compétitives dans cette nouvelle ère qui s'ouvre sur le marché obligataire.

6 Quel regard portez-vous sur les devises ?

ERIC BAURMEISTER : Nous avons une opinion favorable sur le peso mexicain, le rand sud-africain et le rouble russe. Le rouble pourrait afficher une certaine volatilité en fonction des sanctions prononcées contre la Russie et de l'évolution des relations avec ce pays. La Russie a toutefois construit son budget sur la base d'un prix du pétrole à 40 dollars et nous sommes bien au-delà de ce niveau. Les capitaux supplémentaires alimentent le fonds de stabilisation du pétrole et la réserve de change. Ce contexte est tout à fait positif pour le rouble russe.

La livre égyptienne a également nos faveurs. Cette devise est plutôt stable, elle affiche des taux d'intérêts élevés, tant réels que nominaux, ce qui la rend intéressante.

Nous sommes récemment devenus plus positifs sur le ringgit malais également. En effet, le Premier ministre Mahathir semble se montrer beaucoup plus raisonnable sur le plan fiscal que beaucoup ne le craignaient, tout en menant une lutte efficace contre la corruption. Nous estimons aussi qu'après l'importante vague de corrections sur le peso, les obligations argentines à taux variable sont devenues plus intéressantes. Nous restons toujours à l'écart de la Turquie malgré les ventes massives sur la livre : de notre point de vue, le marché a sanctionné à juste titre les orientations politiques prises par ce pays. Nous n'observons aucune mesure susceptible d'atténuer le déficit de sa balance courante et nous anticipons une détérioration de son assise budgétaire.

JIM CARON : Je partage tout à fait la méfiance d'Eric à l'égard du dollar. Sur le plan thématique, je verrais plutôt des positions longues sur les devises à haut rendement au détriment de celles offrant de faibles rendements, les premières se trouvant en grande partie dans la sphère émergente. J'ajouterais seulement l'Australie et la Nouvelle Zélande en raison de leur qualité supérieure.

Prendre des positions de portage sur le marché des changes et s'exposer aux monnaies à haut rendement me paraît cohérent sur le plan thématique. Je ferais uniquement une exception sur le dollar qui, bien que considéré comme monnaie à fort rendement ces derniers temps, pourrait à notre avis être surévalué.

² La diversification ne supprime pas le risque de perte.

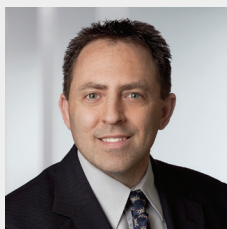
Nos gestionnaires de portefeuille



JIM CARON

*Responsable de l'équipe
Global Fixed Income*

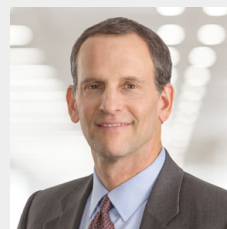
Jim est gestionnaire de portefeuille, membre senior de l'équipe Obligataire internationale et membre du Comité d'allocation d'actifs. Il a rejoint Morgan Stanley en 2006 et possède 26 ans d'expérience en investissement.



JONAS KOLIK

*Directeur des investissements, équipe
Global Liquidity*

Jonas est directeur des investissements et responsable de la gestion de portefeuille au sein de l'équipe Monétaire internationale. Il a rejoint Morgan Stanley en 2004 et possède 27 ans d'expérience en investissement.



NEIL STONE

*Responsable de l'équipe Multi-Sector
Global Fixed Income aux États-Unis*

Neil est gestionnaire de portefeuille au sein de l'équipe Obligataire internationale. Il a rejoint Morgan Stanley en 1995 et possède 33 ans d'expérience en investissement.



RICHARD LINDQUIST

*Responsable de l'équipe Global High
Yield Global Fixed Income*

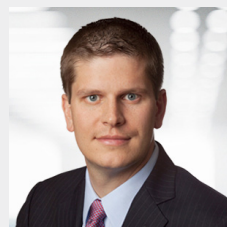
Richard est responsable de l'équipe Haut rendement internationale, Obligataire internationale au sein de Morgan Stanley Investment Management. Il a rejoint Morgan Stanley en 2011 et possède 36 ans d'expérience en investissement.



ERIC BAURMEISTER

Responsable de l'équipe Emerging Markets Debt

Eric est responsable de l'équipe dette émergente et gestionnaire de portefeuille sénior. Il a rejoint Morgan Stanley en 1997 et possède 24 ans d'expérience en investissement.



KEN MICHLITSCH

*Responsable de l'activité Alternative
Lending d'AIP.*

Ken est gestionnaire de portefeuille principal au sein du groupe Financements alternatifs d'AIP. Il a rejoint Morgan Stanley Investment Management en 2011 et possède 20 ans d'expérience professionnelle.

Nos solutions de gestion obligataire actives

Obligations internationales

Gestionnaires adeptes des approches actives fondées exclusivement sur la génération d'alpha qui donnent la priorité à la valeur et visent la génération de performances à long terme.

Monétaire international

Une équipe qui s'efforce de satisfaire les besoins de fonds de roulement et de trésorerie spécifiques de ses clients en proposant un vaste gamme de fonds monétaires et de solutions personnalisées fondées sur des comptes gérés dédiés.

Crédit privé

Une équipe qui offre à ses clients un accès à toute une palette d'investissement sur la dette privée, du crédit sénior ou mezzanine destiné au marché intermédiaire, jusqu'aux prêts dédiés au financement des dernières phases de croissance et aux stratégies de crédit alternatives.

Considérations sur les risques

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

Marché secondaire limité et liquidité des solutions alternatives de prêts de titres : La maturité des opérations de prêts de titres alternatifs est généralement comprise entre un et sept ans. Les investisseurs qui réalisent des opérations de prêts de titres alternatifs directement par l'intermédiaire de la Plateforme doivent généralement conserver leur position jusqu'à l'échéance pour récupérer la totalité du capital prêté. En outre, il n'existe aujourd'hui aucun marché secondaire actif pour les prêts dans lesquels le Fonds investit et rien ne garantit l'émergence d'un tel marché prochainement. En attendant le développement d'un marché secondaire actif, le Fonds adopte pour l'essentiel une stratégie « acheter pour conserver » et ne sera pas nécessairement en mesure d'accéder à des sources de liquidité importantes. Si des conditions économiques défavorables justifiaient la cession par le Fonds d'une partie de ses prêts, celui-ci pourrait se révéler incapable de vendre une fraction suffisante de ses positions du fait des contraintes de liquidité. De telles circonstances pourraient affecter négativement la performance globale produite par les investissements du Fonds. En outre, les restrictions de liquidité pourraient conduire les autres investisseurs, potentiels ou effectifs, à douter de l'attractivité de ces investissements, ce qui pourrait faire chuter la demande et pénaliser en retour l'activité de la Plateforme.

DISTRIBUTION

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

Royaume-Uni : Morgan Stanley Investment Management Limited est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre. Numéro d'enregistrement : 1981121. Siège Social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA, autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. **Dubaï :** Morgan Stanley Investment Management Limited (Bureau de représentation, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubaï, 506501, United Arab Emirates. Téléphone : +97 (0)14 709 7158). Téléphone : +97 (0) 14 709 7158). **Allemagne :** Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Frankfurt Deutschland (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italie :** Morgan Stanley Investment Management Limited, succursale de Milan (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, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1

1096HA, Pays-Bas. Téléphone : 312-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management est une succursale de Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni. **Suisse :** Morgan Stanley & Co. International plc, succursale de Londres, Zurich. Autorisée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (« FINMA »). Inscrit au registre du commerce de Zurich CHE-115.415.770. Siège Social : Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Suisse, Téléphone +41 (0) 44 588 1000. Fax Télécopieur : +41(0) 44 588 1074.

Japon : Pour les investisseurs professionnels, ce document est distribué à titre informatif seulement. Pour ceux qui ne sont pas des investisseurs professionnels, ce document est fourni par Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. (« MSIMJ ») dans le cadre de conventions de gestion de placements discrétionnaires (« IMA ») et de conventions de conseils en placement (« 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 (AMIIA), 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, 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, enregistré sous le n°410 (Directeur du Bureau des Finances Locales de Kanto (Entreprises d'Instruments Financiers)), Membres : de la Investment Trusts Association, au Japon, de la Japan Investment Advisers Association et de la Type II Financial Instruments Firms Association.

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

Veillez examiner attentivement les objectifs de placement, les risques, les frais et les dépenses des fonds avant d'investir. Les prospectus contiennent cette information, et plus, sur les fonds. Pour obtenir un prospectus, téléchargez-en un sur morganstanley.com/im ou appelez le 1-800-548-7786. Veillez 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'àuprès 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, chapitre 289 de Singapour (« SFA »); (ii) à une « personne concernée » (qui comprend un investisseur qualifié) en vertu de l'article 305 de la LFT, et cette distribution est conforme aux conditions précisées à l'article 305 de la LFT; ou (iii) conformément aux conditions de toute autre disposition applicable de la SFA. **Australie :** La présente publication est diffusée en Australie par Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN : 122040037, licence AFS n° 314182, qui accepte la responsabilité de son contenu. La présente publication, ainsi que l'accès à celle-ci, est réservée aux « clients wholesale » selon l'acceptation de ce terme dans la loi sur les sociétés en vigueur en Australie.

INFORMATION IMPORTANTE

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

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

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

Les comptes dédiés gérés conformément à la Stratégie comprennent un certain nombre de titres et ne reproduisent pas nécessairement la performance d'un indice.

Les investisseurs doivent étudier attentivement les objectifs d'investissement, les risques et les frais associés à la stratégie avant d'investir.

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

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

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

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

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

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

Pour en savoir plus, consultez www.morganstanley.com/builtforchange