

Perspectives à long terme : Suivre le troupeau ?



Jeffrey Schulze, CFA
Director, Investment Strategist

Principales conclusions

- ▶ Avec le creux économique durable actuel, l'attention des investisseurs s'est déjà tournée vers l'évaluation de la prochaine récession, ce qui nous amène à réintroduire le Tableau de bord sur les risques de récession de ClearBridge. Le fait que le signal soit au vert nous donne confiance dans la capacité de l'économie à passer le cap de l'hiver.
- ▶ La consommation des ménages sur la base des liquidités accumulées, ainsi qu'un cycle de reconstitution des stocks des entreprises, à la faveur de l'allègement des restrictions inhérentes à la COVID-19, devraient entraîner un redressement de l'activité économique en 2021.
- ▶ L'absence de cicatrices liées à une récession à long terme, une meilleure démographie et une politique plus souple de la part de la Fed devraient permettre une reprise économique plus rapide par rapport celle de la crise financière mondiale, ce qui soutiendra la progression des actions.

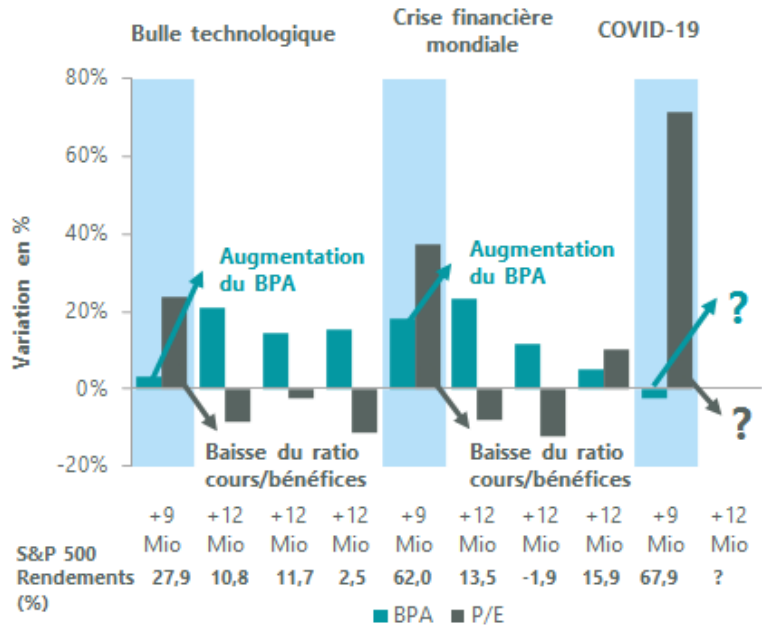
Des multiples plus élevés ne sont pas inhabituels au début d'une phase d'expansion

Dans la nature, les animaux apprennent que pour survivre, il y a des moments où ils doivent suivre le troupeau et d'autres où mieux vaut s'en écarter. Les investisseurs doivent également suivre cet enseignement. En effet, s'il peut parfois être judicieux de suivre un groupe plus large, il peut être opportun de tracer sa propre voie dans d'autres cas. Au début et au milieu d'une expansion économique, suivre la masse peut s'avérer propice et sûr. Au fur et à mesure de la reprise, certains investisseurs pourraient être tentés de s'en détacher, en raison de craintes quant à la formation d'une éventuelle bulle. L'indice S&P 500 se négociant actuellement à 22,5 fois les bénéfices à terme, nombreux sont ceux à s'inquiéter d'une possible surchauffe du marché.

Soulignons qu'une augmentation des multiples n'est pas inhabituelle au cours des premières étapes d'une expansion économique. Après les creux d'une récession, les rendements du marché ont tendance à être déterminés par les ratios cours/bénéfices au début du redressement du marché (environ neuf mois), car les investisseurs anticipent un éventuel rebond des bénéfices. Lorsque la reprise évolue, à savoir au cours des deux années qui suivent, on observe une dynamique inverse, avec une compression des multiples, compte tenu d'une croissance plus solide des bénéfices. Autrement dit, les bénéfices contribuent généralement à plus de 100 % aux rendements des actions pendant cette seconde phase de la relance et le recul des ratios

cours/bénéfices ne constitue alors qu'un modeste frein aux rendements (illustration 1). Au cours de l'année 2021 et finalement en 2022, nous nous attendons à voir ce même schéma se répéter. Toutefois, les multiples sont susceptibles de rester élevés par rapport aux niveaux historiques pour différentes raisons abordées le mois dernier.

Illustration 1 : Multiples par rapport aux bénéfices



Données au 31 déc. 2020. Source : JP Morgan.

À l'heure actuelle, les valorisations sont élevées, en partie parce que les investisseurs ont correctement pressenti la reprise économique naissante. Des mesures de relance sans précédent (monétaires et budgétaires) ont court-circuité le processus habituel de baisse, parce que les décideurs politiques ont formulé une réponse qui a rapidement mis fin à la crise économique et alimenté un redémarrage des marchés financiers. L'ampleur de cette amélioration a été suivie de près grâce au Tableau de bord de reprise de ClearBridge, qui a émis un signal favorable globalement expansionniste depuis la fin du deuxième trimestre. Dans l'ensemble, le Tableau de bord continue à montrer une certaine puissance sous la surface, et aucun changement de l'indicateur n'est intervenu en décembre. Selon nous, il est devenu évident que les marchés et l'économie ont atteint un creux durable, avec une augmentation de 67,9 % de l'indice S&P 500 par rapport à son niveau le plus bas et un rebond du PIB de +33,4 % au troisième trimestre. Ainsi, nous fournirons des mises à jour du Tableau de bord de reprise de ClearBridge pour la dernière fois ce trimestre.

Illustration 2 : Tableau de bord de reprise de ClearBridge

	Déc. 2020	Sept. 2020	Juin 2020	Mars 2020	
Confiance	Confiance des consommateurs	↑	↑	↑	×
	Confiance des entreprises (ISM)	↑	↑	↑	×
	Confiance des investisseurs	×	×	×	●
Économie	Mises en chantier	↑	↑	×	×
	Premières demandes d'allocations chômage	●	●	●	×
	Philly Fed	↑	↑	↑	●
Finance	Spreads de crédit	↑	↑	●	×
	Politique de la Fed	↑	↑	↑	↑
	Conditions financières	↑	↑	●	×
Signal général		↑	↑	↑	×

↑ Expansion ● Amélioration × Récession

Données au 31 déc. 2020. Source : FactSet, Bloomberg, Conference Board, Census Bureau, Federal Reserve, FRBPA, Chicago Fed, ISM, Dept. of Labor, Bloomberg/Barclays, AAIL, Investors Intelligence, et Moody's.

Réintroduction du Tableau de bord sur les risques de récession de ClearBridge

La fin du dernier ralentissement étant moins remise en question, les investisseurs ont déjà commencé à se concentrer sur le début de la prochaine récession, certains craignant un double fléchissement en 2021. La croissance économique paraît perdre de la vitesse aux États-Unis, puisque l'intensification de la propagation de la COVID-19 a entraîné des mesures plus strictes en matière de distanciation sociale et un repli économique. Cette faiblesse est manifeste dans des données telles que les premières demandes d'allocations de chômage, qui ont reculé ces dernières semaines, étant donné les plus faibles gains de masse salariale lors de la reprise en novembre. Par conséquent, nous réintroduisons le Tableau de bord sur les risques de récession, qui nous semble le plus approprié pour nous concentrer sur l'année 2021.

Ce Tableau de bord regroupe 12 indicateurs qui analysent la santé de l'économie américaine et la probabilité d'un ralentissement. Il suit des données par le biais de trois marqueurs économiques permettant de détecter les secousses annonciatrices d'une récession : santé des consommateurs, activité des entreprises et tensions financières. Aujourd'hui, son signal est nettement au vert pour une expansion, tout comme sept des douze indicateurs sous-jacents. Sur les cinq autres indicateurs, trois sont jaunes et deux rouges. Sans surprise, les trois indicateurs de tensions financières sont actuellement au vert, l'indice des conditions financières de Goldman Sachs étant à son niveau le plus favorable jamais enregistré. Comme le signal du tableau de bord est au vert et que l'amélioration se poursuit sous la surface, nous estimons que la faiblesse actuelle ne va pas plus loin, et

que l'économie américaine devrait être en mesure de faire face à la tempête hivernale de la COVID-19.

Illustration 3 : Tableau de bord sur les risques de récession de ClearBridge

	31 déc. 2020	30 nov. 2020	30 oct. 2020	
Consommation	Permis de construire	↑	↑	↑
	Climat du travail	×	×	×
	Demandes d'allocations chômage	×	×	×
	Ventes au détail	↑	↑	↑
	Croissance des salaires	×	×	×
Activité des entreprises	Matières premières	↑	↑	↑
	Nouvelles commandes ISM	↑	↑	↑
	Marges bénéficiaires	×	×	×
	Expéditions par camion	×	×	×
Finance	Spreads de crédit	↑	↑	↑
	Masse monétaire	↑	↑	↑
	Courbe des taux	↑	↑	↑
Signal général	↑	↑	↑	

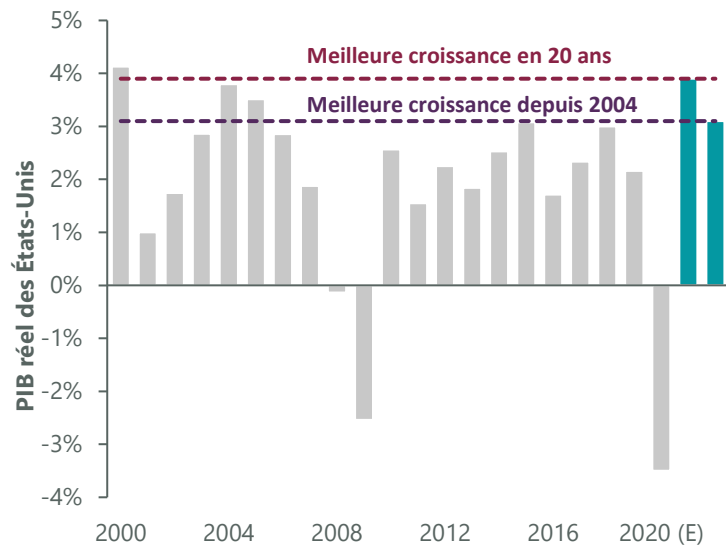
↑ Expansion ● Attention × Récession

Données au 31 décembre 2020. Source : BLS, Réserve fédérale, Census Bureau, ISM, BEA, American Chemistry Council, American Trucking Association, Conference Board et Bloomberg. Le Tableau de bord sur les risques de récession de ClearBridge a été créé en janvier 2016. Les références aux signaux qu'il aurait affichés dans les années antérieures à janvier 2016 sont basées sur la manière dont les données sous-jacentes ont été reflétées dans les indicateurs des composantes à ce moment-là.

Les mesures de relance à la hausse en 2021

Le plan de relance récemment adopté renforce encore ce point de vue. Celui-ci prévoit une aide de 900 milliards de dollars axée sur les consommateurs, les petites entreprises et la distribution de vaccins. Ces dépenses sont largement concentrées en début de période et représentent 4 % du PIB d'avant la COVID. Cela devrait soutenir les dépenses des ménages aux revenus faibles et moyens au début de 2021. Celles des ménages disposant de revenus plus élevés devraient redémarrer dans la deuxième moitié de l'année, au moment où les mesures de distanciation sociale seront assouplies et que les dépenses discrétionnaires, par exemple pour des vacances ou des repas au restaurant, reprendront. En fin de compte, le projet de loi de relance constitue une amélioration des perspectives de croissance, déjà solides, pour 2021, comme souligné dans les Perspectives à long terme du dernier trimestre. En fait, on anticipe la plus forte croissance du PIB depuis 2000 (illustration 4) pour 2021. Et il ne s'agit pas non plus d'un simple rebond depuis les profondeurs du net ralentissement de 2020, étant donné que la croissance de 2022 devrait être aussi bonne que celle de n'importe quelle année depuis 2004.

Illustration 4 : Meilleure croissance en années



Données au 30 novembre 2020, dernières données disponibles au 30 décembre 2020. Source : BEA, FactSet.

Hormis les mesures de relance, plusieurs raisons expliquent la reprise attendue de l'activité économique. La première est que les consommateurs ont économisé plus de 1.000 milliards de dollars pendant la pandémie, à cause des paiements de transfert du gouvernement et de l'impossibilité de dépenser. Ces fonds seront probablement utilisés au cours de l'année 2021, notamment parce qu'il sera à nouveau possible de dépenser, une fois l'immunité collective atteinte et les mesures de distanciation sociale assouplies. Un cycle de réapprovisionnement substantiel des stocks, les stocks américains se situant aux niveaux de 2014 (illustration 5), pourrait être un deuxième facteur. Avec le retour de la visibilité et la poursuite de l'amélioration de la confiance des entreprises, ces dernières vont probablement se préparer à un retour à des conditions plus normales. Pour éviter des problèmes d'approvisionnement, elles devront reconstituer les stocks épuisés, ce qui devrait stimuler l'économie. Tout comme les consommateurs, les entreprises ont également renforcé leurs bilans pendant la pandémie, moyennant une accumulation approximative de 500 milliards de dollars de liquidités excédentaires parmi les sociétés du S&P 500. Ce capital est susceptible d'être déployé dans des domaines tels que la constitution de stocks et les investissements, grâce à l'augmentation de la demande, ainsi que les dividendes et les rachats.

Illustration 5 : Réapprovisionnement des stocks



Données au 30 octobre 2020. Source : Bureau américain du recensement, FactSet.

Ce n'est pas la grande crise financière : la récession et la reprise sont différentes

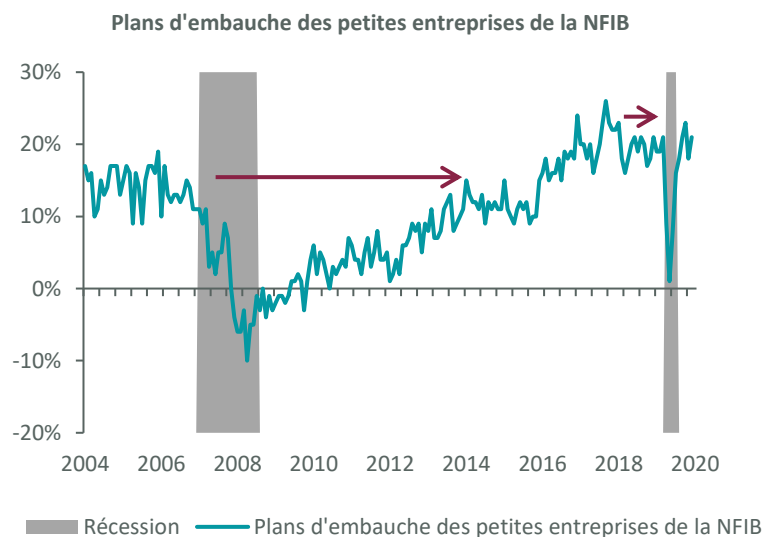
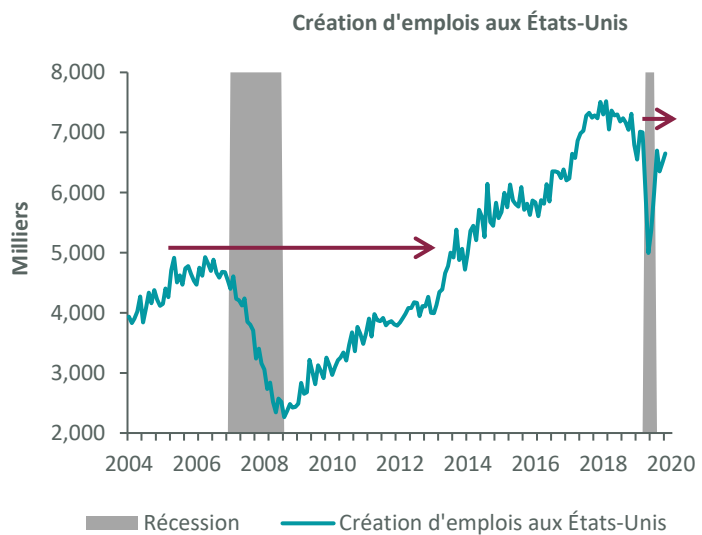
Si les cycles économiques ont leurs propres caractéristiques, ils présentent souvent des similitudes. De nombreux investisseurs restent sur leurs gardes par crainte d'une répétition de la crise de 2007-2009 et se fondent sur la dernière reprise comme modèle pour 2021, en partie, sans doute, parce qu'elle ne date pas d'il y a si longtemps. Il s'agit d'un biais cognitif qui implique qu'une personne accorde plus d'importance aux événements récents qu'à ceux plus anciens. Pourtant, le bouleversement de la COVID-19 comporte des différences fondamentales par rapport à la crise financière mondiale, pour plusieurs raisons. Premièrement, la dernière récession a été provoquée par un choc exogène plutôt que par un problème économique intrinsèque. Autrement dit, l'économie se portait bien jusqu'à ce que des mesures de confinement soient prises. En revanche, la crise financière mondiale a été provoquée par un ensemble de problèmes qu'il a fallu traiter au lendemain de la crise, notamment une surchauffe du marché du logement et des préoccupations relatives à l'endettement des banques. Dès lors, le redressement devrait être plus rapide (économiquement parlant), car peu de problèmes préexistants doivent être résolus, impliquant un frein moins puissant pour l'économie.

Deuxièmement, la réponse politique apportée en 2020 a été plus efficace pour limiter les dommages structurels à l'économie. Au cours de la crise financière mondiale, il a fallu beaucoup plus de temps pour mettre en place des politiques appropriées, laissant ainsi des cicatrices plus profondes et plus durables. Soulignons encore que les bilans des ménages sont bien plus sains aujourd'hui que lors de la dernière crise. En effet, on observe une hausse des prix de l'immobilier, de bonnes performances des marchés financiers, des mesures de relance budgétaire favorables et une baisse des dépenses.

Cette absence de traumatisme se manifeste dans de nombreux aspects de l'économie, notamment le marché du travail. L'un des

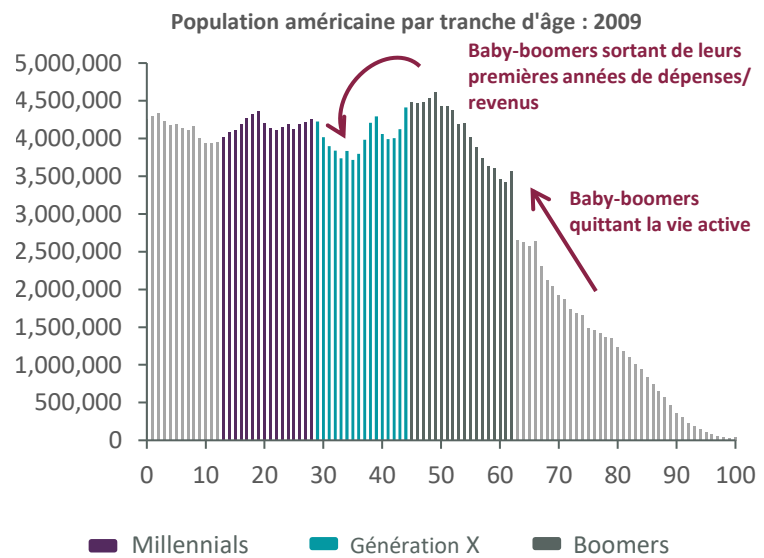
meilleurs indicateurs en temps réel de la santé du marché du travail est la création d'emplois. S'il n'est pas repris dans le Tableau de bord sur les risques de récession de ClearBridge, en raison de son historique quelque peu limité, il constitue un marqueur important que nous suivons de près. Après la crise financière mondiale, il a fallu cinq ans pour que la création d'emplois retrouve son niveau d'avant la récession. Aujourd'hui, elle a déjà regagné son niveau d'avant la crise en moins d'un an (illustration 6). Cela suggère qu'un retour au plein emploi peut se produire plus rapidement et devrait amener un niveau de croissance économique plus élevé dans les années à venir. Cette dynamique est cohérente avec les données de l'enquête de la National Federation of Independent Business (NFIB) sur les petites entreprises, qui se concentre spécifiquement sur les plans d'embauche et qui ont connu un redressement similaire.

Illustration 6 : Reprise du marché du travail



Structurellement, les moteurs de la croissance économique à plus long terme, comme la démographie, sont également différents de ceux de la crise financière mondiale. En 2009, l'économie était confrontée à des turbulences, vu que les plus anciens baby-boomers avaient commencé à quitter la population active en grand nombre (illustration 7). Cette situation a été amplifiée par le fait que les plus jeunes des baby-boomers avaient laissé derrière eux les années où ils ont dépensé et gagné le plus (35-54 ans) et se retrouvaient dans la dernière partie de leur carrière. Ils étaient suivis par le plus petit groupe de la génération X, ce qui signifie qu'il y avait tout simplement moins de personnes en âge d'être économiquement productives au cours de la précédente décennie. Nous pensons qu'il s'agit de l'une des raisons les plus sous-estimées de la faiblesse de la croissance économique observée au cours du dernier cycle.

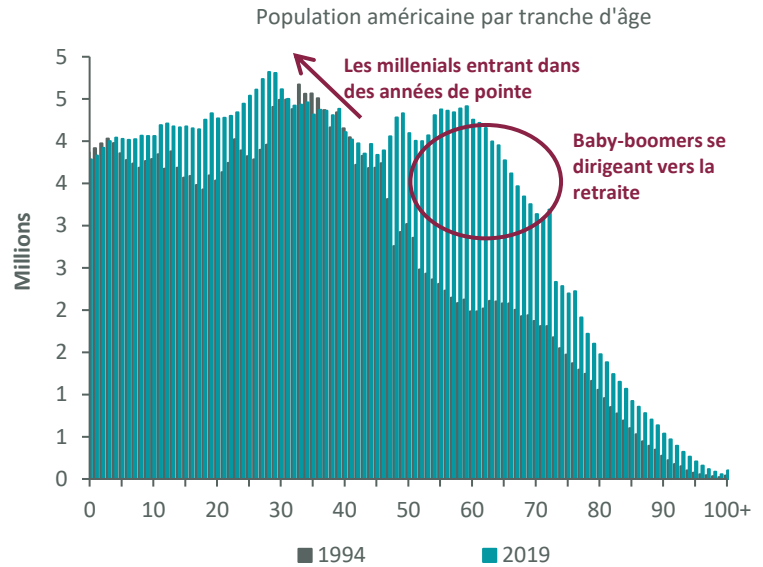
Illustration 7 : Démographie 2009



Source : Bureau américain du recensement

La bonne nouvelle, c'est que la décennie à venir bénéficiera d'un dividende démographique similaire à celui du milieu des années 1990. Le groupe de la génération Y ou les millenials est bien plus large que celui de la génération X et entame ses principales années de dépenses et de revenus (illustration 8). Même si ce mouvement favorable sera quelque peu atténué par rapport au milieu des années 1990, en raison de l'ensemble plus conséquent de retraités, il devrait soutenir le PIB au moment d'amorcer la prochaine décennie.

Illustration 8 : Démographie 2019 vs. 1994



Source : Bureau américain du recensement

La Fed refait la dernière guerre

Que le résultat des conditions actuelles soit inhérent à la nature de la récession ou à des forces structurelles à plus long terme, nous considérons qu'appliquer le schéma de croissance lente du dernier cycle à la reprise actuelle serait une erreur. En réalité, il semble qu'il y ait plus de différences que de similitudes, selon nous. Cependant, une institution importante continue à utiliser les mêmes recettes pour faire face à une situation différente : la Réserve fédérale. L'été dernier, la Fed a adopté un nouveau régime, à savoir un « objectif d'inflation moyenne », qui lui permet de compenser les déficits d'inflation du passé par rapport à son objectif de 2 % (illustration 9). Par conséquent, de plus nombreux obstacles s'élèvent pour remonter les taux et les derniers « graphiques à points » indiquent que les membres du FOMC ne prévoient pas la prochaine hausse des taux avant 2024 au plus tôt.

Illustration 9 : Le nouveau cadre de la Fed



Objectif d'inflation moy.			
Point de départ de la Fed	2008	2012	2016
Déficit cumulé	6,9 %	4,1 %	1,6 %
Horizon de 3 ans	4,3 %	3,4 %	2,5 %
Horizon de 5 ans	3,4 %	2,8 %	2,3 %
Horizon de 10 ans	2,7 %	2,4 %	2,2 %

Données au 30 nov. 2020, dernières données disponibles au 31 décembre 2020. Source : Réserve fédérale de Saint-Louis, BEA, Bloomberg. Dépenses de consommation personnelle (PCE) hors alimentation et énergie.

Il s'agit d'une évolution essentielle pour la croissance économique, ainsi que pour les marchés financiers, parce que la politique monétaire agit avec du retard. Si la Fed va désormais attendre encore plus longtemps pour augmenter les taux par rapport au plein emploi et à la hausse de l'inflation, cela aura pour conséquence implicite que sur un cycle économique, elle apportera un soutien sur une période bien plus longue que par le passé. Sur les 60 dernières années, les cycles économiques américains ont suivi un schéma général : accélération de l'économie au sortir de la récession, sous l'effet des dépenses d'investissement et de l'embauche, ce qui entraîne une augmentation des prix des matières premières, des salaires et, par conséquent, de l'inflation. La Fed relève alors généralement les taux pour calmer l'économie, en exagérant généralement, ce qui conduit à la récession suivante. La Fed réagit donc en abaissant les taux pour fournir des liquidités et réinitialise le cycle.

Au cours du dernier cycle économique, l'inflation ne s'est jamais matérialisée, malgré un taux de chômage au plus bas depuis 50 ans. La Fed a commencé à accroître les taux indépendamment de cette situation à partir de décembre 2015, ce qui se révèle aujourd'hui avoir été une erreur de politique. Elle semble

Un retour au plein emploi pourrait avoir lieu rapidement et devrait soutenir un niveau de croissance économique de base plus élevé dans les années à venir.

déterminée à ne pas commettre deux fois la même faute, et son nouveau cadre devrait lui permettre de conserver une politique accommodante bien plus longtemps dans une période d'expansion. Pour l'avenir, bien que la reprise prenne une forme tout à fait différente, cela signifie que le redressement actuel est moins susceptible d'être freiné par un resserrement monétaire, qui pourrait créer les conditions d'une surchauffe économique à terme. Si la Fed pourrait, au final, changer à nouveau son approche dans les prochaines années, il semble probable, pour l'instant, que le nouveau cadre contribue à une meilleure croissance économique et soit bénéfique pour les actifs à risque.

Acheter à la baisse

Si nous conservons nos perspectives positives pour les actions en 2021, il ne serait pas surprenant d'assister à une période de consolidation après le mouvement extrême qui a suivi les creux du mois de mars. Plusieurs outils de mesure de la confiance révèlent des niveaux élevés d'optimisme, et le positionnement apparaît tendu. Le ratio put/call (options d'achat/de vente) a atteint des niveaux extrêmement bas le mois dernier, ce qui suggère une moindre couverture contre un repli. De même, l'indicateur de la perception du marché qu'est le ratio bull/bear (perception positive/négative) est bien supérieur à trois dans l'enquête Investor's Intelligence, un niveau cohérent avec l'optimisme notable qui a précédé les contractions passées. Toutefois, nous pensons que tout recul au cours du prochain trimestre constituerait un point d'entrée intéressant pour les investisseurs à long terme, étant donné que nous prévoyons que la croissance économique restera solide dans les années à venir, ce qui devrait soutenir l'essor des bénéfiques et la poursuite de la progression des actions.

Définitions

Le **Tableau de bord sur les risques de récession de ClearBridge** est un groupe de 12 indicateurs qui analysent la santé de l'économie américaine et la probabilité d'un ralentissement.

Le **Tableau de bord de reprise de ClearBridge** comprend 9 indicateurs économiques, financiers et de marché de premier plan qui peuvent fournir des informations sur l'orientation de l'économie américaine.

COVID-19 est la désignation officielle par l'Organisation mondiale de la santé du nouveau coronavirus actuel. Ce nouveau coronavirus est lui-même appelé SARS-Cov-2.

L'**indice S&P 500** est un indice non géré composé de 500 actions qui est généralement représentatif des performances des grandes entreprises aux États-Unis.

La **crise financière mondiale** fait référence aux turbulences économiques qui ont suivi l'effondrement des principales banques d'investissement en 2007-2008 marqué par une perte générale de liquidité sur les marchés du crédit et la baisse des cours des actions.

Le **ratio cours/bénéfices (RCB)** est égal au cours d'une action divisé par le bénéfice par action.

Le **produit intérieur brut (PIB)** est une statistique économique qui mesure la valeur de marché totale de l'ensemble des produits et services finaux produits par un pays sur une période donnée.

Le **Bureau of Economic Analysis (BEA)** est une agence de l'Administration de l'économie et des statistiques du ministère du Commerce, chargée de la collecte et de la publication de données économiques, de recherches et d'analyses, ainsi que de méthodes d'estimation.

Le **Bureau of Labor Statistics (BLS)** est un organisme gouvernemental américain chargé de collecter et de diffuser toute une série de données sur l'économie et l'emploi.

La **Réserve fédérale américaine**, ou « **Fed** », est chargée de définir une politique visant à promouvoir la croissance économique, le plein emploi, la stabilité des prix et un modèle durable de commerce et de paiements internationaux.

L'**Institute for Supply Management (ISM)** est une association représentant plus de 48.000 professionnels des achats et de l'approvisionnement. Il réalise régulièrement des sondages auprès de ses membres afin de cerner les tendances du secteur.

Le **United States Census Bureau (USCB - Bureau du recensement des États-Unis)** est l'un des principaux organismes du système statistique fédéral américain, chargé de produire des données sur la population et l'économie américaines.

Le **Conference Board** est une association d'entreprises et de recherche basée aux États-Unis.

L'**American Trucking Associations** est la plus grande association professionnelle nationale pour le secteur du camionnage.

L'**American Chemistry Council** est une association commerciale sectorielle pour les entreprises chimiques américaines.

La **National Federation of Independent Business (NFIB)** est une association de défense des petites entreprises américaines, représentant 350.000 propriétaires de petites entreprises indépendantes.

Les **baby-boomers**, ou **boomers**, sont des personnes âgées de 53 à 71 ans.

La **génération X** se compose des personnes âgées de 36 à 52 ans.

Les **millennials**, ou **génération Y**, sont des personnes âgées de 18 à 36 ans.

Le **Federal Open Market Committee (FOMC)** est l'organe de décision du système de la Réserve fédérale chargé de définir une politique visant à promouvoir la croissance économique, le plein emploi, la stabilité des prix et un modèle durable de commerce et de paiements internationaux.

Le **bénéfice par action (BPA)** est la part des bénéfices d'une société allouée à chacune de ses actions ordinaires en circulation. Le BPA d'un indice est l'agrégation du BPA des sociétés qui le composent.

L'**indice Goldman Sachs Financial Conditions** est un indice non géré, pondéré en fonction de la valeur du marché, qui regroupe des sociétés des secteurs des services bancaires, du courtage, de la gestion d'actifs, de l'assurance et de l'immobilier. Veuillez noter qu'un investisseur ne peut pas investir directement dans un indice.

Le **ratio put/call** est le rapport entre le volume des opérations sur les options de vente et les options d'achat. Il est utilisé comme un indicateur de la confiance des investisseurs sur les marchés.

INFORMATIONS IMPORTANTES

Tous les investissements comportent des risques, dont celui d'une perte de capital. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Un investisseur ne peut investir directement dans un indice. Les performances des indices non gérés ne tiennent compte d'aucuns frais ou droits d'entrée.

Les **titres de capital** sont sujets à des fluctuations de cours et peuvent occasionner une perte de capital. Les **titres obligataires** exposent leurs détenteurs aux risques de taux d'intérêt, de crédit, d'inflation et de réinvestissement, ainsi qu'à une possible perte de capital. Quand les taux d'intérêt augmentent, la valeur des titres obligataires diminue. Les **investissements internationaux** sont sujets à des risques spéciaux, dont les fluctuations des devises, ainsi que les incertitudes sociales, économiques et politiques qui peuvent en accentuer la volatilité. Ces risques sont amplifiés dans les **marchés émergents**. Les **matières premières** et les **devises** comportent des risques accrus qui incluent les conditions du marché, politiques, réglementaires et naturelles et peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs.

Les **bons du Trésor américain** sont des titres de créance émis et garantis explicitement par le gouvernement américain. Le gouvernement américain garantit le paiement du principal et des intérêts sur les bons du Trésor américain lorsque les titres sont détenus jusqu'à l'échéance. À la différence des bons du Trésor américain, les titres de créance émis par les agences et intermédiaires fédéraux et les investissements connexes peuvent ou non être garantis par la garantie explicite du gouvernement américain. Même lorsque le gouvernement américain garantit le paiement du principal et des intérêts sur les titres, cette garantie ne s'applique pas aux pertes résultant de la baisse de la valeur de marché de ces titres.

Les opinions et les avis exprimés dans le présent document ne sauraient être interprétés comme une prédiction ou une prévision relative à la performance ou à des événements réels ou futurs, une garantie de résultats futurs, des recommandations ou des conseils. Les énoncés figurant dans ce document ne sauraient être considérés comme des recommandations d'achat ou de vente de titres. Les énoncés prospectifs sont sujets à des incertitudes susceptibles d'engendrer des évolutions ou des résultats nettement différents des anticipations exprimées. Ces informations ont été préparées à partir de sources jugées fiables mais leur exactitude et leur exhaustivité ne peuvent être garanties. Les informations et les opinions exprimées par Franklin Resources, Inc. ou par ses sociétés affiliées sont à jour à la date indiquée. Elles sont susceptibles d'être modifiées sans préavis et ne tiennent pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ou des besoins particuliers de chaque investisseur.

La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une possible perte.

La gestion active ne saurait garantir un gain ou protéger contre un repli des marchés.

Par définition, les prévisions comportent des limites et ne sauraient être considérées comme des indicateurs fiables de la performance réelle ou future.

Tous les investissements comportent des risques, dont celui d'une perte de capital.

La valeur des investissements et le revenu qu'ils génèrent peuvent aussi bien baisser qu'augmenter et les investisseurs peuvent ne pas récupérer les montants initialement investis. De plus, ils peuvent être affectés par les variations de taux d'intérêt et de taux de change, les conditions générales de marché, les évolutions politiques, sociales et économiques et d'autres facteurs variables. L'investissement comporte des risques tels que d'éventuels retards de paiements ou des pertes de revenu ou de capital. Ni Franklin Resources, Inc. ni aucune de ses sociétés affiliées ne garantissent un quelconque taux de rendement ou la restitution du capital investi.

Les titres de capital sont sujets à des fluctuations de cours et peuvent occasionner une perte de capital. Les titres obligataires exposent leurs détenteurs aux risques de taux d'intérêt, de crédit, d'inflation et de réinvestissement, ainsi qu'à une possible perte de capital. Quand les taux d'intérêt augmentent, la valeur des titres obligataires diminue. Les investissements internationaux sont sujets à des risques spéciaux, dont les

fluctuations des devises, ainsi que les incertitudes sociales, économiques et politiques qui peuvent en accentuer la volatilité. Ces risques sont amplifiés dans les marchés émergents.

Les matières premières et les devises comportent des risques accrus, notamment du fait des conditions de marché, des conditions politiques, réglementaires, et naturelles. Ces classes d'actifs ne sont pas adaptées à tous les investisseurs.

Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs.

Veuillez noter qu'un investisseur ne peut investir directement dans un indice.

Les performances des indices non gérés ne tiennent compte d'aucuns frais ou droits d'entrée.

Informations importantes:

Les opinions et les avis exprimés dans le présent document ne sauraient être interprétées comme une prédiction ou une prévision relative à la performance ou à des événements réels ou futurs, une garantie de résultats futurs, des recommandations ou des conseils. Les énoncés figurant dans ce document ne sauraient être considérés comme des recommandations d'achat ou de vente de quelconques instruments financiers. Les énoncés prospectifs sont sujets à des incertitudes susceptibles d'engendrer des évolutions ou des résultats nettement différents des anticipations exprimées. Ces informations ont été préparées à partir de sources jugées fiables mais leur exactitude et leur exhaustivité ne peuvent être garanties. Les informations et les opinions exprimées par Franklin Resources, Inc. ou par ses sociétés affiliées sont à jour à la date indiquée. Elles sont susceptibles d'être modifiées sans préavis et ne tiennent pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ou des besoins particuliers de chaque investisseur.

Les informations contenues dans ce document sont confidentielles et exclusives. Elles ne peuvent être exploitées que par leur destinataire. Franklin Resources, Inc., ses sociétés affiliées et leurs dirigeants ou employés déclinent toute responsabilité quant aux pertes résultant de l'utilisation du présent document ou de son contenu. Ce support ne saurait être reproduit, distribué ou publié sans l'autorisation écrite préalable de Franklin Resources, Inc. La distribution de ce document peut faire l'objet de restrictions dans certains territoires. Toute personne qui se retrouverait en possession de ce document doit demander conseil pour en comprendre le détail et respecter, le cas échéant, ses restrictions.

Il se peut que ce document ait été préparé par un conseiller ou une entité affilié(e) à une entité mentionnée ci-dessous du fait d'un contrôle commun ou d'une propriété commune de Franklin Resources, Inc. Sauf indication contraire, le symbole « \$ » représente le dollar américain.

Ce document ne doit être distribué que dans les pays et auprès des destinataires indiqués.

Tous les investisseurs au Royaume-Uni, clients professionnels et contreparties éligibles dans les pays de l'UE et de l'EEE à l'exception du Royaume-Uni et les Investisseurs Qualifiés en Suisse:

En Europe (hors Royaume-Uni et Suisse), le présent document est publié par Legg Mason Investments (Ireland) Limited, dont le siège social est sis au Floor 6, Building Three, Number One, 126 Pembroke Road, Ballsbridge, Dublin 4, D04 EP27. Enregistrée en Irlande sous le numéro 271887. Agréée et réglementée par la Banque centrale d'Irlande.

Au Royaume-Uni, publié et approuvé par Legg Mason Investments (Europe) Limited dont le siège social est situé au 201 Bishopsgate, London, EC2M 3AB. Enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 1732037. Agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority.

En Suisse, ce document est émis et approuvé par Legg Mason Investments (Switzerland) GmbH. Le représentant en Suisse est FIRST INDEPENDENT FUND SERVICES S.A., Klausstrasse 33, CH-8008 Zurich. Le service de paiement en Suisse est NPB Neue Privat Bank AG, Limmatquai 1, CH-8022 Zurich. Le prospectus, les documents d'information clés pour l'investisseur, le memorandum et les statuts du fonds ainsi que les derniers rapports annuel et semestriel peuvent être obtenus gratuitement auprès du représentant en Suisse.

Tous les investisseurs à Hong Kong et à Singapour :

Ce document est fourni par Legg Mason Asset Management Hong Kong Limited à Hong Kong et Legg Mason Asset Management Singapore Pte. Limited (numéro d'enregistrement (UEN) : 200007942R) à Singapour.

Ce document n'a été examiné par aucune autorité de réglementation à Hong Kong ou à Singapour.

Pour tous les investisseurs de la République populaire de Chine (« RPC ») :

Ce document est fourni par Legg Mason Asset Management Hong Kong Limited aux destinataires prévus en RPC. Le contenu de ce document n'est destiné qu'à la Presse ou aux investisseurs de la RPC qui investissent dans le Produit QDII proposé par la banque commerciale de RPC en conformité avec la réglementation de la Commission de Régulation Bancaire de Chine. Les investisseurs doivent lire le document d'offre préalablement à toute souscription. Veuillez demander conseil auprès des banques commerciales de RPC et/ou d'autres conseillers professionnels, si nécessaire. Veuillez noter que Legg Mason et ses sociétés affiliées sont les Gestionnaires de fonds « offshore » dans lesquels seuls les Produits QDII investissent. Legg Mason et ses sociétés affiliées ne sont autorisés par aucune autorité de réglementation à mener des activités commerciales ou d'investissement en Chine.

Ce document n'a été examiné par aucune autorité de réglementation de la RPC.

Distributeurs et investisseurs existants en Corée du Sud et distributeurs à Taïwan :

Ce document est fourni par Legg Mason Asset Management Hong Kong Limited aux destinataires admissibles en Corée du Sud et par **Legg Mason Investments (Taiwan) Limited (Numéro d'enregistrement : (109) Jin Guan Tou Gu Xin Zi Di 035 ; Adresse : Suite E, 55F, Taipei 101 Tower, 7, Xin Yi Road, Section 5, Taipei 110, Taiwan, R.O.C. ; tél : (886) 2-8722 1666) à Taïwan. Legg Mason Investments (Taiwan) Limited opère et gère ses activités de manière indépendante.**

Ce document n'a été examiné par aucune autorité réglementaire de Corée ou de Taïwan.

Tous les investisseurs sur le continent américain :

Ce document est fourni par Legg Mason Investor Services LLC, courtier-négociant enregistré aux États-Unis qui comprend Legg Mason Americas International. Legg Mason Investor Services, LLC, membre de la FINRA et de la SIPC, et toutes les entités mentionnées sont des filiales de Legg Mason, Inc.

Tous les investisseurs en Australie et Nouvelle-Zélande:

Ce document est publié par Legg Mason Asset Management Australia Limited (ABN 76 004 835 839, AFSL 204827) (« Legg Mason »). Son contenu est confidentiel et exclusif. Il est uniquement destiné à Legg Mason, et à ses clients ou prospects auxquels il a été transmis. Ce contenu ne peut pas être reproduit ni distribué à toute autre personne, sauf aux conseillers professionnels du client.

Les prévisions sont intrinsèquement limitées et ne doivent pas être considérées comme des indicateurs des performances actuelles ou futures.

Les entités Legg Mason susmentionnées sont des filiales à 100 % de Franklin Resources Inc.