

Prêt au changement

La transition du bêta vers l'alpha

GESTION OBLIGATAIRE | ÉQUIPE OBLIGATAIRE INTERNATIONALE | IDÉES D'INVESTISSEMENT | 2018

La gestion obligataire connaît actuellement une transition majeure. L'avènement d'un nouveau cycle marqué par une hausse des taux d'intérêt oblige les gérants obligataires du monde entier à repenser leur gestion. Les investisseurs, pour améliorer leurs performances, devraient privilégier les gérants actifs dont l'objectif est de générer de l'alpha et bénéficier du potentiel de diversification des instruments obligataires dans un portefeuille.¹

Ces 10 dernières années, les politiques massives de relance monétaire - via une baisse des taux d'intérêt visant à soutenir les économies après la crise financière mondiale - ont largement facilité la tâche des gérants obligataires pour générer des performances, puisque leur impact systémique sur le marché (le bêta) a éclipsé les contributions des facteurs idiosyncratiques (l'alpha). La baisse des rendements a entraîné une hausse généralisée des prix des obligations. Le simple fait d'être exposé au marché permettait d'enregistrer des performances décentes.

La situation a radicalement changé. Désormais, les marchés se sont quasiment normalisés et le fait d'y être exposé ne suffit plus. Faire des choix affirmés en matière de duration, de crédit et concernant la courbe des taux n'a jamais été aussi important qu'aujourd'hui et la moindre erreur peut réduire la capacité à saisir des opportunités et entraîner des pertes.

AUTEUR



JIM CARON

Managing Director
de l'équipe de gestion
obligataire internationale

¹ La diversification ne supprime pas le risque de perte.

L'avalanche de bêta touche à sa fin

Les politiques de soutien qui ont tant influencé les performances des instruments sur l'ensemble des marchés obligataires (l'« avalanche de bêta ») sont progressivement arrêtées par les banques centrales. Ce processus n'est toutefois pas homogène et les répercussions sur les marchés sont difficiles à prévoir.

Nous sommes néanmoins convaincus que les valorisations des actifs finiront par se normaliser et qu'elles renoueront avec des niveaux en ligne avec leurs qualités fondamentales. Avec ce « retour à la normale », les gérants n'auront d'autre choix que d'identifier et de mettre à profit ces qualités. A terme, analyser de manière approfondie les obligations individuelles et les segments de marché (activités générant de l'alpha) va probablement devenir une priorité pour générer des performances sur les marchés obligataires.

L'ère marquée par la domination du bêta remonte en fait à bien plus loin que la crise financière de 2007-2008.

Depuis près de quatre décennies, la baisse des rendements est le principal moteur des performances des obligations. Entre 1989 et 2017, l'indice Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond Index a enregistré une performance annuelle moyenne de 6,4 %. 95 % de cette performance est venu de la duration, c'est-à-dire l'« effet bêta » découlant de la baisse des rendements sur l'ensemble des marchés obligataires.²

Nous pensons donc que la transition qui s'opère entre bêta et alpha en tant que principal déterminant des performances marque le vrai début d'une nouvelle ère pour la gestion obligataire. Au début de l'année 2018, la plupart des banques centrales avaient mis un terme à leur politique de relance monétaire ou commençaient à le faire. Si l'on compare les performances des indices depuis le début de l'année à celles enregistrées pendant les 10 années de relance monétaire (2008-2017), on constate l'avènement d'une nouvelle ère : l'interruption de ces politiques de

relance monétaire a grippé le moteur du bêta qui avait alimenté les performances les années précédentes (*Graphique 1*).

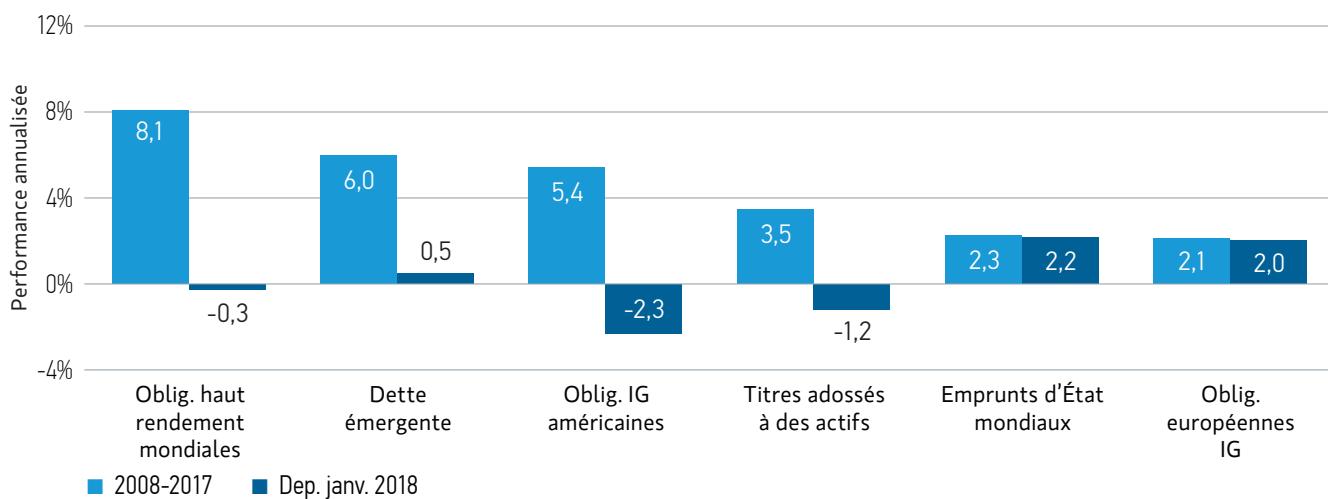
S'exposer au marché (au bêta) n'est plus suffisant. Pour générer des performances élevées, nous pensons que les investisseurs obligataires devront solliciter des gérants actifs, capables de surperformer l'ensemble du marché grâce à des stratégies génératrices d'alpha.

Dans cette nouvelle ère, les obligations conservent leurs vertus diversifiantes

Alors que l'alpha redevient progressivement le moteur des performances, les investisseurs s'interrogent sur la capacité des obligations à diversifier les portefeuilles. Selon certaines recherches, les corrélations négatives entre les actions et les obligations, qui sont synonymes d'un fort potentiel de diversification, sont liées aux politiques monétaires accommodantes.³ Mais comme la

GRAPHIQUE 1

La fin des politiques de soutien ouvre une nouvelle ère pour la gestion obligataire



Source: Morgan Stanley Investment Management Données au 31 mars 2018. La performance de l'indice est fournie à titre indicatif uniquement et n'est pas destinée à illustrer la performance d'un investissement spécifique. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.** Les performances enregistrées sur des périodes de moins d'un an sont cumulées (non annualisées). Cf. section « Informations » pour lire les considérations sur les risques et les définitions des indices.

Investir comporte des risques, y compris une possible perte en capital. En règle générale, les investissements obligataires sont soumis aux risques de crédit et de taux d'intérêt. Les investissements dans des obligations à haut rendement présentent des risques de crédit et de liquidité plus élevés. Les titres étrangers sont soumis aux risques de change, politique, économique et de marché. Les risques associés aux investissements dans les pays émergents sont plus élevés que ceux associés aux investissements dans les pays développés étrangers. Il est conseillé aux investisseurs de vérifier attentivement les risques inhérents à chaque classe d'actifs avant d'investir.

² Données issues de l'indice Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond (1989-2017)

³ Risque systémique et valeur systémique : The correlation of equity and bond returns <http://www.sr-sv.com/the-correlation-of-equity-and-bond-returns/>

GRAPHIQUE 2**Une situation différente en l'absence de rendements suffisamment protecteurs**

| INDICE D'OBLIGATIONS D'ENTREPRISE NOTÉES A | Années 1990 | AUJOURD'HUI |
|--|-------------|-------------|
| Rendement | 7,4 % | 3,7 % |
| Performance totale estimée après une hausse de 50 pb du rendement des bons du Trésor américain | 4,9 % | 0,2 % |
| Performance totale estimée après une hausse de 100 pb du rendement des bons du Trésor américain | 2,2 % | -3,5 % |

Source: Indice Bloomberg Barclays A-rated Corporate Bond. Données au 13 juin 2018. Les données correspondant à la décennie 1990 est une moyenne des données entre 1990 et 1999. Cette sensibilité aux taux d'intérêt n'a pas d'impact sur les spreads.

La performance de l'indice est fournie à titre indicatif uniquement et n'est pas destinée à illustrer la performance d'un investissement spécifique. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.** Voir la section Information pour les définitions d'indices. Les prévisions / estimations sont basées sur les conditions actuelles du marché, sous réserve de modifications, et ne se réalisent pas nécessairement.

période marquée par ces politiques approche de son terme, il semble logique pour les investisseurs de remettre en question la capacité de diversification des instruments obligataires.

Pour notre part, nous sommes convaincus que les obligations continueront à jouer un rôle majeur dans la diversification des portefeuilles, que soit dans la nouvelle ère qui s'ouvre mais aussi tout au long des cycles de marché qui se profilent dans les années à venir. Toutefois, pour générer des performances positives et assurer une bonne diversification, une expertise en gestion active sera nécessaire.

Le défi : la faible protection des rendements existants

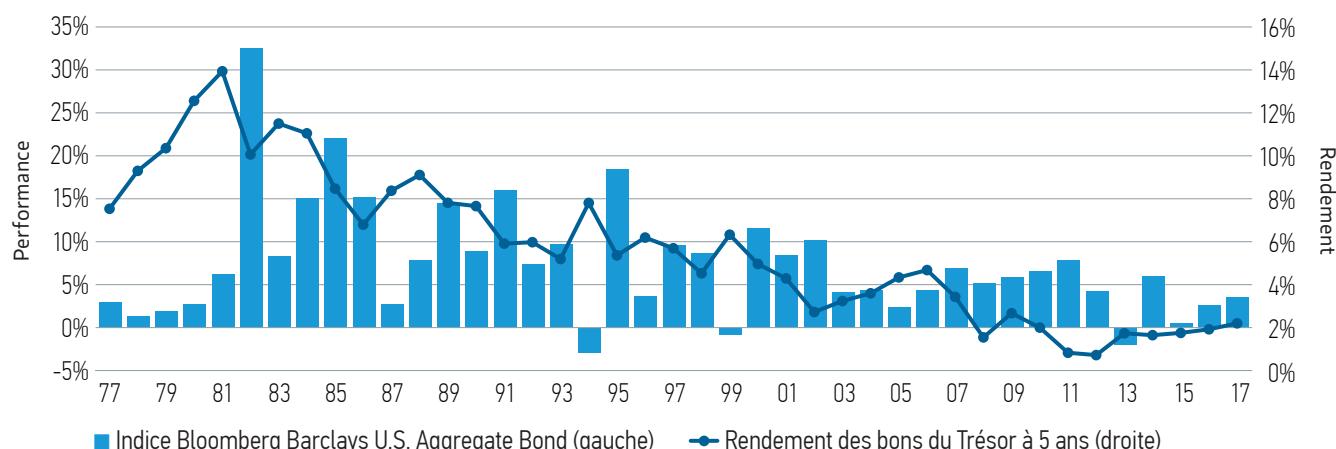
Les obligations vont rester une source de performance compétitive mais cela imposera davantage de compétences de gestion que par le passé.

L'un des principaux enjeux sera de gérer efficacement le risque de taux d'intérêt en l'absence (ou presque) de rendements suffisants pour compenser l'impact de la hausse des taux.

Faisons une comparaison. Avant la crise financière mondiale, voire en remontant aux années 1980, lorsque les taux d'intérêt étaient plus élevés, une allocation globale aux obligations *investment grade* était source à la fois

de performance et de diversification car les rendements obligataires étaient bien plus élevés. Par exemple, dans les années 1990, les obligations d'entreprise notées A offraient aux investisseurs des rendements moyens supérieurs à 7 %. Ces obligations pouvaient absorber une hausse approximative de 130 pb des rendements des bons du Trésor avant de subir des pertes en valeur absolue. Ce « coussin de rendement » n'existe plus aujourd'hui.

Une hausse de seulement 50 pb des rendements des bons du Trésor américain pourrait entraîner une perte en valeur absolue sur les marchés actuels, toutes choses égales par ailleurs (*Graphique 2*).

GRAPHIQUE 3**Un point d'inflexion ?**

Source : Bloomberg, Morgan Stanley Investment Management. Données allant de 1977 à 2017. La performance de l'indice est fournie à titre indicatif uniquement et n'est pas destinée à illustrer la performance d'un investissement spécifique. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.** Voir la section Information pour les définitions d'indices.

Nous ne sommes pas en train de prévoir une envolée imminente des rendements mais un point d'infexion. Selon nous, la longue période de baisse des rendements arrive à son terme, et ces derniers pourraient remonter progressivement au cours des années à venir (*Graphique 3*).

Privilégier la génération d'alpha impose un changement de stratégie

Dans ce contexte où le bêta est très peu créateur de valeur, voire a un impact négatif sur les performances, il est essentiel d'essayer d'exploiter

de nouvelles sources de performance (comme l'alpha). Les investisseurs doivent donc faire des choix précis et les stratégies à leur disposition sont légion.

En règle générale, les stratégies indicielles ont une dépendance très forte au bêta comme source de performance. En revanche, les stratégies non-indicielles peuvent également générer de l'alpha grâce à des analyses approfondies de la duration, des secteurs, des spreads de crédit et de la structure de la courbe des taux (*Graphique 4*).

Selon nous, le simple fait d'exploiter ces opportunités individuelles sur les marchés mondiaux peut aider à offrir de l'alpha aux investisseurs.

Compte tenu des conditions de marché actuelles, nous pensons que les performances issues des décisions reposant sur l'alpha peuvent se révéler plus élevées que celles issus du bêta (l'exposition aux marchés). C'est pourquoi le temps est probablement venu pour les investisseurs d'accroître leur allocation aux stratégies obligataires génératrices d'alpha.

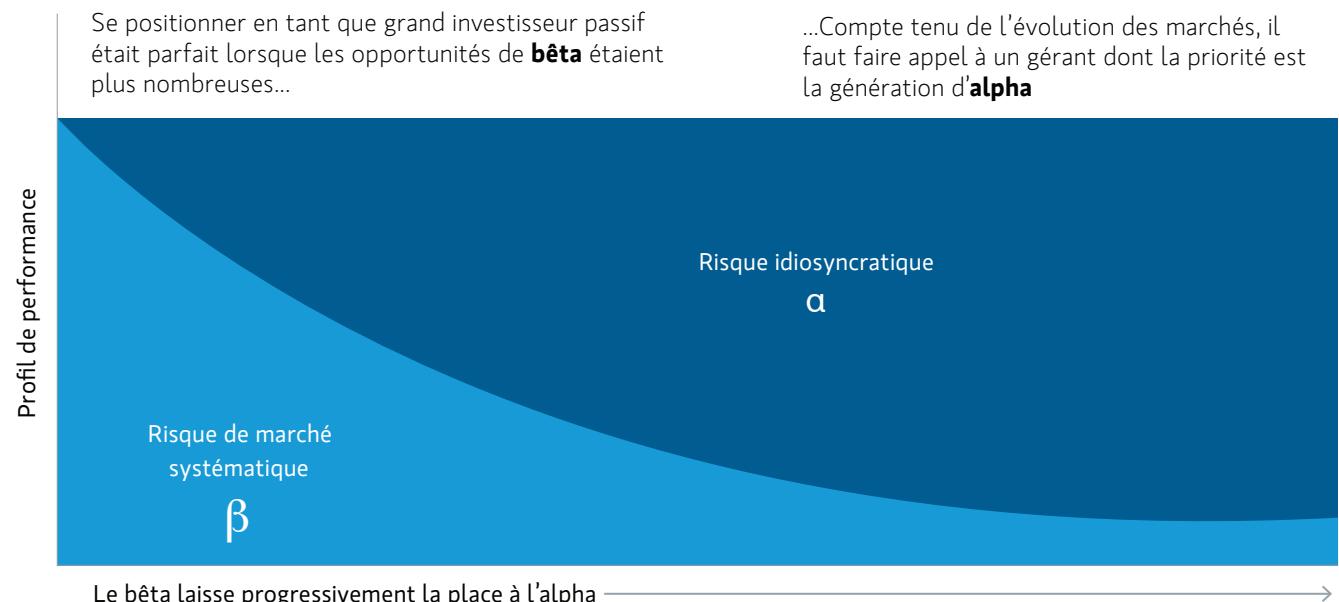
GRAPHIQUE 4 **Accumuler de l'alpha**

| | STRATÉGIE PASSIVE INDICIELLE | STRATÉGIE ACTIVE INDICIELLE | STRATÉGIE PASSIVE NON-INDICIELLE | STRATÉGIE ACTIVE NON-INDICIELLE |
|----------------------------------|--|---|---|--|
| Description | L'allocation d'actifs est déterminée uniquement par un indice sans décision de gestion active de la part du gérant | L'allocation d'actifs est déterminée par un indice, mais avec une certaine flexibilité | Le portefeuille est construit sans tenir compte d'un indice et géré passivement (stratégie « buy and hold ») | Les décisions de gestion active sont prises indépendamment d'un indice ; dans cette catégorie, les profils de risque peuvent être très variables |
| Objectif | Une performance comparable à celle de l'indice | Légère surperformance de l'indice en exploitant des opportunités ciblées de bêta et d'alpha | Surperformance par rapport à l'indice en exploitant les opportunités de bêta et en générant de l'alpha sur une période donnée s'achevant à l'échéance des obligations en portefeuille | Surperformance par rapport à l'indice en exploitant les opportunités de bêta et en générant de l'alpha dans différentes conditions de marché |
| Approche d'investissement | Les performances viennent essentiellement des variations des rendements, en particulier dans le contexte actuel de taux bas Pour les indices comprenant des instruments de crédit, l'élargissement ou le resserrement des spreads peut avoir un impact sur les performances | Les performances viennent essentiellement des variations des rendements et, pour les stratégies investies dans des instruments de crédit, de l'évolution globale des spreads de crédit. Des positions actives sur la duration, le crédit, la sélection des titres et l'exposition à la courbe des taux peuvent apporter des contributions un peu plus limitées | Les performances viennent à la fois des facteurs de marché (bêta) et des décisions actives d'allocation d'actifs et de sélection des titres (alpha) | Les performances viennent à la fois des facteurs de marché (bêta) et des décisions actives d'ajustement du positionnement sur la duration, le crédit, l'exposition à la courbe des taux et la sélection des titres (alpha) |
| Sources de performance | β | $\beta + \alpha$ | $\beta + \alpha$ | α |

Accroître le potentiel de génération d'alpha

Source: Morgan Stanley Investment Management, mai 2018.

Données incomplètes fournies à titre d'illustration.

GRAPHIQUE 5**S'affranchir du bêta pour privilégier l'alpha**

Ce graphique est fourni uniquement à titre d'illustration.

Les conditions idéales pour générer de l'alpha

Le bêta du marché est facilement exploitable, alors que l'alpha est une « ressource rare ». Générer de l'alpha est à la fois un art délicat et une science difficile : Pour être en mesure d'identifier des sources d'alpha, les gérants doivent disposer des moyens et des infrastructures d'analyse nécessaires.

Les grandes sociétés de gestion d'actifs ont parfois du mal à générer de l'alpha en raison de leur incapacité à s'exposer à suffisamment de titres individuels pour satisfaire leurs besoins. En revanche, ils utilisent fréquemment des produits dérivés pour obtenir une exposition synthétique. Ces instruments se comportent généralement comme des indices et dépendent donc beaucoup du bêta, ce qui va à l'encontre de l'objet des stratégies de génération d'alpha. Les dérivés peuvent également se révéler onéreux et ne remplacent pas un

portefeuille durable constitué de titres physiques. (*Graphique 5*)

En règle générale, nous recommandons d'investir dans un portefeuille obligataire plutôt que dans des titres individuels car cela réduit le risque de concentration grâce à l'exposition diversifiée des portefeuilles aux divers secteurs. Il est difficile d'obtenir les mêmes caractéristiques de diversification en investissant dans des obligations individuelles ou dans une stratégie d'échelonnement des échéances (ladder), qui consiste à détenir des obligations individuelles de maturités différentes.

Conclusion : La nouvelle ère qui s'ouvre impose une quête d'alpha

Les marchés obligataires sont arrivés aujourd'hui à un tournant. Le bêta, qui a dominé pendant plusieurs années, s'essouffle car les banques centrales commencent à réduire leur politique de relance monétaire et les

taux d'intérêt à remonter. Le potentiel de diversification des obligations reste intact, mais les investisseurs ne peuvent plus se contenter d'utiliser des stratégies passives uniquement exposées au marché (bêta) pour dégager des performances compétitives.

Cette nouvelle ère nous oblige à adopter un nouvel état d'esprit. Plus que jamais, les investisseurs devront se tourner vers les stratégies axées sur l'alpha pour générer des performances compétitives. Ces stratégies devront être pilotées par des gérants spécialistes de la gestion active, capables d'ajuster de manière dynamique leurs portefeuilles afin de créer de la valeur grâce à leur positionnement sur la duration, le crédit et la courbe des taux et à leur sélection de titres. Les choix que font aujourd'hui les investisseurs obligataires auront des conséquences importantes sur les performances et le degré de diversification de leurs portefeuilles.

Considérations sur les risques

Il ne peut être garanti qu'un portefeuille atteindra son objectif d'investissement. Les portefeuilles sont soumis au risque de marché, c'est-à-dire à la possibilité que la valeur des titres détenus par le portefeuille diminue et que la valeur des actions du portefeuille soit donc inférieure à celle que vous avez payée. En conséquence, ce portefeuille expose l'investisseur à des pertes potentielles. Nous attirons votre attention sur le fait que ce portefeuille peut contenir d'autres types de 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. 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). 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 **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 **emprunts bancaires publics** sont soumis au risque de liquidité et aux risques de crédit des titres moins bien notés. Les **titres étrangers** sont soumis aux risques de change, politique, économique et de marché. Les risques associés aux investissements dans les **pays émergents** sont plus élevés que ceux associés aux investissements dans les pays développés étrangers. Les **titres de créance souverains** sont soumis au risque de défaut. 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).

DÉFINITIONS DES INDICES

L'indice Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate (IG européen) est un indice censé refléter la performance du marché des obligations d'entreprise investment grade en euro.

L'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged USD est un indice de référence général qui mesure les performances des marchés mondiaux des obligations investment grade à taux fixe. Les performances totales sont couvertes en dollar américain.

L'indice Bloomberg Barclays Global High Yield Corporate (oblig. à haut rendement mondiales) est un indicateur multi-devises des performances du marché mondial des obligations à haut rendement. Le 24 août 2016, l'indice Bloomberg Barclays Global High Yield – Corporate s'est substitué à l'indice Barclays Global High Yield – Corporate.

L'indice Bloomberg Barclays U.S. Corporate (titres IG américains) est un indice de référence général qui mesure les performances du marché des obligations d'entreprise IG à taux fixe et imposables.

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

Dette émergente – Représentée par un indice composite composé à parts égales (1/3 %) des indices JP Morgan EMBI Global, JP Morgan CEMBI Broad Diversified et JP Morgan GBI-EM Global Diversified. L'indice JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global réplique la performance totale 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 Corporate Emerging Markets Bond Index 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 Global Diversified est un indice de référence mondial liquide pondéré en fonction de la capitalisation boursière pour les obligations d'entreprises émergentes libellées en dollar américain représentant l'Asie, l'Amérique latine, l'Europe et le Moyen-Orient/Afrique.

L'indice JP Morgan Global Government Bond (emprunts d'État internationaux) est un indice de référence obligataire reposant sur la valeur de marché qui est composé d'emprunts d'État des pays développés.

INFORMATIONS IMPORTANTES

La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures. Les performances mentionnées dans le commentaire sont celles d'indices représentatifs et ne sont pas censées illustrer la performance d'un investissement en particulier.

Les opinions, les points de vue, les prévisions et les estimations exprimés sont ceux de l'auteur ou de l'équipe de gestion à la date de préparation du présent document. Ils peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché, de la conjoncture économique ou d'autres facteurs. 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 celles de tous les gérants de portefeuille de Morgan Stanley Investment Management (MSIM) ou 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 et ne visent pas à prévoir la performance future 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.

Ce document constitue une communication générale, qui n'est pas impartiale et toute l'information qu'il contient a été préparée 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. 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.

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.

DISTRIBUTION

Le présent document s'adresse et doit être distribué exclusivement 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.

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

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. **Dubaï :** Morgan Stanley Investment Management Limited (Bureau de représentation, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubaï, 506501, Émirats arabes unis. Téléphone : +97 (0) 14 709 7158). **Allemagne :** Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Francfort Allemagne (Catégorie : Branch Office (FDI) selon § 53b KWG). **Italie :** Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) est une succursale de Morgan Stanley Investment Management Limited, société enregistrée au Royaume-Uni, agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority (FCA) et dont le siège social est situé au 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) avec siège à Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Milano, Italie, est enregistré en Italie avec le numéro d'entreprise et le numéro de TVA 08829360968. **Pays Bas :** Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 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 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 : +41 (0) 44 588 1074.

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'à l'égard des 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 pas été révisé ni approuvé par aucune autorité de réglementation, y compris la Securities and Futures Commission de Hong Kong. En conséquence, à moins que la loi en vigueur ne prévoit des exceptions, ce document ne devra pas être publié, diffusé, distribué ni adressé aux particuliers résidant à Hong Kong, ni mis à leur disposition. **Singapour :** Ce document ne doit pas être considéré comme faisant l'objet d'une invitation à souscrire ou à acheter, directement ou indirectement, au public ou à tout membre du

public à Singapour autre que (i) un investisseur institutionnel en vertu de l'article 304 des Futures Act, chapitre 289 de Singapour ("SFA"); (ii) une «personne concernée» (qui comprend un investisseur qualifié) en vertu de l'article 305 de la LFT, et cette distribution est conforme aux conditions précisées à l'article 305 de la LFT; ou (iii) conformément aux conditions de toute autre disposition applicable de la SFA. **Australie :** La présente publication est diffusée en Australie par Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN : 122040037, licence AFS n° 314182, qui accepte la responsabilité de son contenu. La présente publication, ainsi que l'accès à celle-ci, est réservée aux «clients wholesale» selon l'acception de ce terme dans la loi sur les sociétés en vigueur en Australie.

Japon : 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.

La gestion des actifs du trust est soumise à divers risques tels que le risque de fluctuation des cours des actions ou d'autres catégories de titres financiers, etc. Les autres risques incluent mais sans s'y limiter les risques de crédit, de liquidité, de change, des produits dérivés et géographique. Tous les bénéfices et toutes les pertes découlant de la gestion des actifs du trust sont imputés aux clients. Le principal n'est pas garanti et peut diminuer. 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 (AMIIAMA), le montant des biens assujettis au contrat multiplié par un certain taux (la limite supérieure est de 2,16% par année (taxes comprises)) sera engagé proportionnellement à la durée du contrat. Pour certaines stratégies, des honoraires conditionnels peuvent être appliqués en plus des frais mentionnés ci-dessus. A l'image des autres coûts, des charges indirectes peuvent être facturées, comme des frais de courtage pour les titres émis par des personnes morales, les coûts induits par les transactions sur des contrats à terme et des options, les coûts de conservation des titres, etc. Dans la mesure où ces charges et ces dépenses sont différents selon les modalités des contrats et d'autres facteurs, MSIMJ ne peut présenter à l'avancer les tarifs, les seuils maximum, etc.

Les clients doivent lire attentivement les documents fournis avant la conclusion et l'exécution d'une convention IMA.

Ce document est diffusé au Japon par MSIMJ, enregistré sous le n°410 (Directeur du Bureau des Finances Locales de Kanto (Entreprises d'Instruments Financiers)), Membres : de la Investment Trusts Association, au Japon, de la Japan Investment Advisers Association et de la Type II Financial Instruments Firms Association.

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

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

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

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

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.

Les indices ne sont pas gérés et ne comprennent ni frais, ni droits, ni commissions de vente. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Tout indice mentionné dans le présent document est la propriété intellectuelle du fournisseur concerné (y compris les marques déposées). Les produits basés sur des indices ne sont pas recommandés, analysés, vendus ou promus par le fournisseur concerné, qui se dégage de toute responsabilité à leur égard.

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

Ce document peut être traduit dans d'autres langues. Lorsqu'une telle traduction est faite, seule la version anglaise fait foi. 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.

Rendez-vous sur notre site www.morganstanley.com/im