

L'observatoire des actions mondiales

Capitaliser grâce au secteur de la santé

GESTION ACTIONS ACTIVE FONDAMENTALE | ÉQUIPE ACTIONS INTERNATIONALES | INVESTMENT INSIGHT | AOÛT 2019

Étant donné la pondération accrue des valeurs de la santé dans nos portefeuilles, nous avons jugé utile de vous donner notre avis sur ce secteur. Dans le secteur de la santé comme dans d'autres secteurs, nous recherchons dans l'idéal des entreprises caractérisées par un rendement durablement élevé des capitaux d'exploitation et par une croissance prévisible sur le long terme.

Le secteur de la santé ne manque pas d'entreprises très rentables. Étant donné la nature généralement non discrétionnaire des produits qu'elles vendent, ainsi que les facteurs de croissance structurels tels que le vieillissement démographique et l'amélioration de l'accès aux soins de santé dans les pays émergents, de nombreuses entreprises devraient être capables de croître de manière prévisible. Comme le montrent les graphiques ci-dessous, le secteur de la santé est le deuxième en termes de rendement des capitaux d'exploitation employés (ROOCE). C'est également celui qui a enregistré la plus forte croissance et les plus faibles replis du bénéfice par action (BPA) sur les 20 dernières années.

Ce constat initial est prometteur mais il y a inévitablement quelques bémols que nous évoquerons plus en détail ci-dessous.

Médicaments brevetés et génériques :

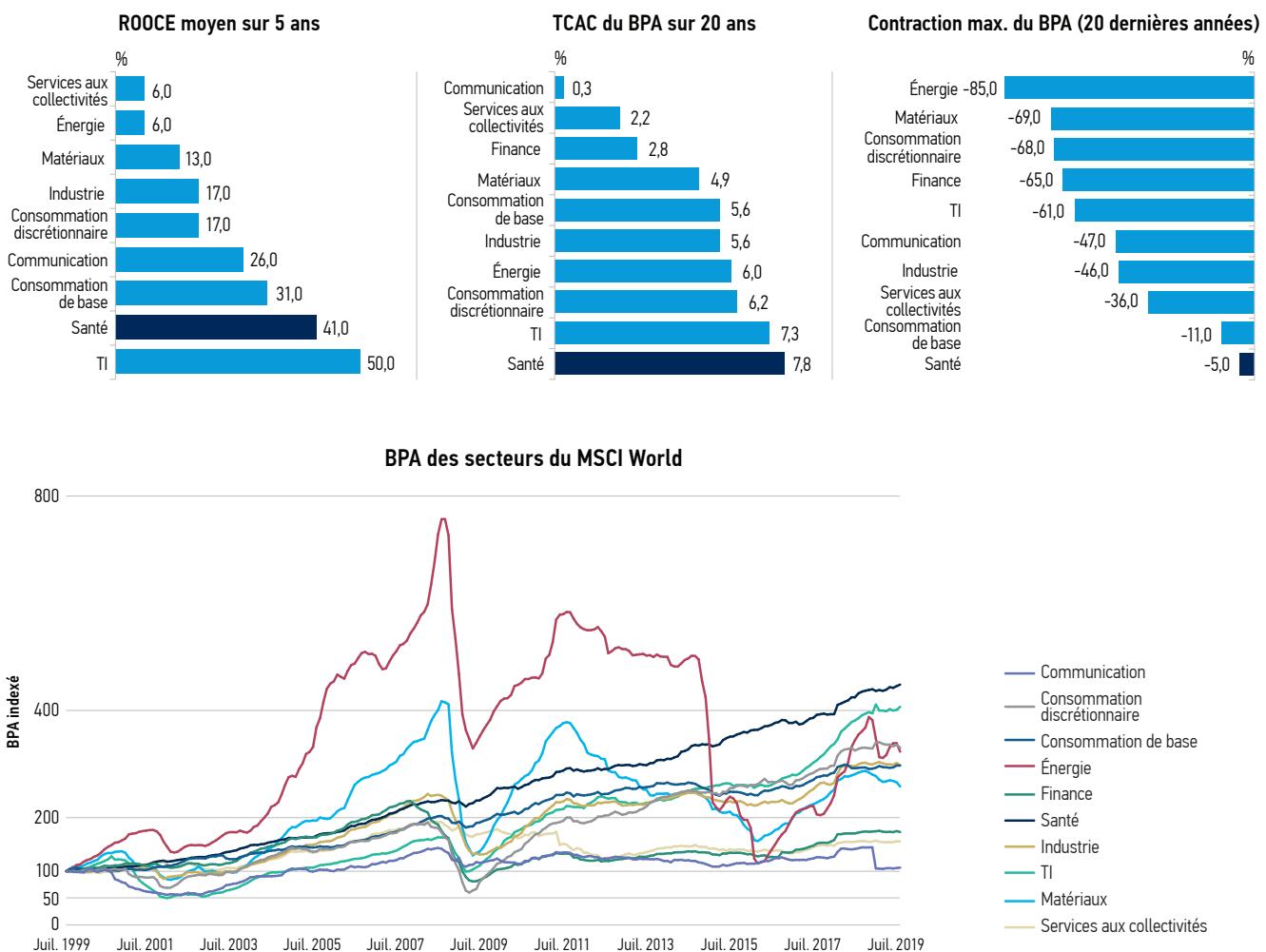
L'indice MSCI World Health Care est composé pour plus de moitié de sociétés pharmaceutiques ou biotechnologiques qui doivent leur rentabilité élevée à leurs médicaments brevetés. Une entreprise peut réaliser des bénéfices significatifs grâce à un médicament breveté pendant environ dix ans mais, lorsque ce brevet expire, le chiffre d'affaires et les bénéfices sont généralement décimés par la concurrence des génériques. En l'absence de portefeuille de médicaments

AUTEURS



MARCUS WATSON
Directeur exécutif

« Le secteur de la santé est celui qui a enregistré la plus forte croissance et les plus faibles replis du BPA sur les 20 dernières années. »



Source : Morgan Stanley Investment Management, FactSet, 31 août 2019.

en cours de développement (« pipeline ») pour remplacer ce manque à gagner, un laboratoire pharmaceutique aura du mal à croître et sa rentabilité diminuera. Les laboratoires pharmaceutiques ont beau consacrer une bonne partie de leur chiffre d'affaires à développer un pipeline productif, la mise au point de médicaments est un processus long et, par essence, imprévisible. Certaines entreprises ont un département recherche et développement (R&D) plus productif que d'autres mais il est très difficile de savoir si une entreprise qui a été productive au cours des 10 dernières années le sera encore lors des 10 prochaines années.

Entreprises mono-produit :

Le problème susmentionné est amplifié lorsqu'une entreprise dépend d'une poignée de médicaments, une situation qui concerne un grand nombre d'entreprises pharmaceutiques, notamment les sociétés biotech en forte croissance.

L'apparition inattendue d'un concurrent ou les questions de sécurité peuvent avoir un impact dévastateur sur un médicament donné. En l'absence de diversification adéquate, l'impact peut être désastreux.

Intervention des pouvoirs publics :

Le prix des médicaments est un sujet extrêmement controversé, notamment aux États-Unis. Depuis des années, les responsables politiques s'efforcent de trouver un moyen de faire baisser les prix à des niveaux observés dans d'autres pays du monde mais ils ne sont guère parvenus à leurs fins. À notre avis, en l'absence de mise en place d'un système à payeur unique au coût prohibitif, il sera difficile de faire baisser les prix de manière spectaculaire. Néanmoins, vendre des médicaments aux États-Unis n'est pas une mince affaire. Et il est peu probable que la donne change étant donné les initiatives des pouvoirs publics et du secteur privé.

Pression sur les prix :

En dehors du secteur pharmaceutique, le risque d'expiration des brevets ou d'échec du pipeline est nettement plus limité mais il y a d'autres problèmes. Les entreprises mono-produit sont également en péril. La pression sur les prix est souvent forte. Elle oblige les laboratoires à courir pour ne pas perdre du terrain. Une faible variation des prix ou des volumes peut rapidement mettre à mal la croissance organique, ce qui complique les possibilités de capitalisation. Nous recherchons des entreprises raisonnablement immunisées contre la pression sur les prix, ou du moins dont la dynamique volume/prix est telle que nous envisageons les perspectives de croissance organique à long terme avec beaucoup de sérénité.

« Nous avons une nette préférence pour les entreprises qui vendent des consommables par rapport à celles qui vendent du matériel, une activité potentiellement cyclique »

Sensibilité à la conjoncture :

Étant donné la probabilité de flux de recettes récurrentes prévisibles, nous avons une nette préférence pour les entreprises qui vendent des consommables par rapport à celles qui vendent du matériel, une activité potentiellement cyclique, et nous examinons attentivement le type spécifique de consommables qu'elles vendent. Certaines procédures hospitalières sont nettement plus sélectives que d'autres et, de ce fait, le volume de consommables peut être sensible à la conjoncture. Par exemple, on peut s'attendre à ce que les volumes de chirurgie esthétique soient davantage pénalisés par une récession que ceux de la chirurgie cardiaque.

Notre stratégie :

Nous cherchons à éviter autant que possible les écueils évoqués ci-dessus tout en profitant de la prévalence susmentionnée d'un ROOCE durablement élevé et d'une croissance prévisible. Comme souvent, nous passons l'essentiel de notre temps à évaluer ce qui peut menacer la pérennité des rendements et la prévisibilité de la croissance. Comme toujours, nous insistons sur une gestion avisée et une valorisation raisonnable.

Sans surprise, le vivier d'entreprises qui réunissent nos critères d'investissement strict est limité mais, fort heureusement, il s'est agrandi ces dernières années. Quatre des entreprises du secteur de la santé figurant dans nos portefeuilles mondiaux ont connu ces dernières années des scissions qui les ont transformées. Dans un des cas, la

scission portait sur l'actif désirable et dans les trois autres cas sur des activités moins performantes qui ont été scindées, avec à la clé trois entreprises potentiellement admirables. Même après cela, dans un des cas, nous avons attendu patiemment que la valorisation devienne raisonnable ; dans un autre cas, il a fallu un changement d'équipe dirigeante pour transformer les rendements ; et dans un autre cas, le titre est enfin devenu intéressant pour les investisseurs après une acquisition qui a amélioré le niveau de diversification dans l'une de ses activités.

Pour éviter d'être trop abstrait, vous trouverez ci-dessous quelques exemples de secteurs dans lesquels nous avons trouvé des entreprises remarquables :

Santé animale – la vente de médicaments destinés aux animaux a toutes les vertus de la vente de produits pharmaceutiques conventionnels tels que des rendements élevés et une croissance prévisible. Par ailleurs, les entreprises sont parfois très bien diversifiées. En fait, la R&D est bien plus prévisible que dans l'industrie pharmaceutique conventionnelle mais le plus gros avantage réside dans l'exposition très limitée à l'expiration des brevets et à la concurrence des génériques. Et surtout, cela devrait perdurer.

Diagnostic – ces activités consistent à vendre du matériel permettant de réaliser toutes sortes de tests diagnostiques. Ce matériel est peu coûteux pour les clients, c'est pourquoi la possibilité de concurrence par les prix est limitée. La rentabilité est le fruit des consommables requis pour chaque test, dont la fourniture est généralement régie par des contrats à long terme. Elle est donc très prévisible. Étant donné l'importance du matériel installé, les parts de marché sont généralement très stables.

Fournitures hospitalières – vendre des seringues et des solutions intraveineuses n'est peut-être pas une activité des plus enthousiasmantes mais les barrières à l'entrée sont très élevées. La qualité du produit et la fiabilité des approvisionnements sont absolument essentiels pour les hôpitaux et il est très difficile de se forger une bonne réputation dans ce domaine. En l'absence d'une bonne réputation, il est extrêmement difficile de persuader un hôpital de choisir votre produit. Du coup, il est quasiment impossible d'atteindre l'échelle requise pour pouvoir se livrer à la concurrence par les prix.

« La gouvernance de la qualité des produits et des pratiques commerciales est primordiale dans ce secteur »

La gouvernance de la qualité des produits et des pratiques commerciales est primordiale dans ce secteur. Les enjeux tels que la sécurité des appareils, le prix des médicaments et la pollution aux antibiotiques dans les réseaux d'eaux usées ou d'autres risques pour l'environnement peuvent rapidement engendrer des risques réputationnels, opérationnels et réglementaires pour les entreprises de santé. Notre approche ESG (environnement, social et gouvernance) intégrée consiste à identifier les risques et les opportunités sur lesquels les entreprises de santé doivent se focaliser. De plus en plus, la société exige que les entreprises agissent avec un sens de la responsabilité sociale et qu'elles utilisent leur R&D, la science et la technologie pour prendre soin de la santé des habitants de la planète et lutter contre la faim.

Il existe une plus forte concentration d'entreprises de santé de grande qualité aux États-Unis que dans le reste du monde et leur valorisation est bien plus raisonnable. Nous avons certes trouvé de très belles entreprises en dehors des États-Unis mais elles sont moins nombreuses et, en général, nous avons du mal à trouver des valorisations qui offrent une marge de sécurité suffisante.

Investir dans l'industrie pharmaceutique

Étant donné la question des brevets et des pipelines ainsi que l'environnement toujours plus difficile pour les prix des médicaments que nous prévoyons aux États-Unis, il peut sembler surprenant de voir de nombreux célèbres laboratoires pharmaceutiques dans certains de nos portefeuilles internationaux.

Ces entreprises vendent effectivement des produits pharmaceutiques mais tirent aussi une part significative de leur chiffre d'affaires d'activités telles que les médicaments en vente libre, les vaccins, la santé animale, l'agronomie et le diagnostic. L'une de nos principales positions tire environ 50% de son chiffre d'affaires de la vente de médicaments en vente libre et de vaccins. Par ailleurs, pour peu qu'ils disposent de portefeuilles de médicaments arrivés à maturité, même les laboratoires pharmaceutiques peuvent éviter les risques jumeaux de l'expiration de brevets et de la pression sur les prix des médicaments aux États-Unis. Par exemple, une autre de nos positions vend un anticoagulant dont le brevet a expiré depuis longtemps mais qui génère malgré tout plus d'un milliard d'euros de chiffre d'affaires dans les marchés émergents, avec une progression de 8,8%. Il existe également certains types de médicaments comme ceux qui servent au traitement de certaines maladies rares dont le chiffre d'affaires devrait, pour des raisons spécifiques, relativement bien résister après l'expiration de leur brevet. Notre stratégie limite les risques généralement associés aux laboratoires pharmaceutiques, sans pour autant les éliminer. Néanmoins, les valorisations sont telles que nous estimons être plus que compensés pour les risques encourus.

Le poids accru du secteur de la santé dans nos portefeuilles reflète le fait que certaines entreprises satisfont désormais nos exigences élevées en vue de leur inclusion. Autrement dit, elles présentent les caractéristiques essentielles requises pour générer le rendement des capitaux d'exploitation durablement élevé que nous recherchons et être ainsi considérées comme des valeur de capitalisation de qualité.

INFORMATIONS SUR LES RISQUES

Il ne peut être garanti qu'un portefeuille atteindra son objectif d'investissement. Les portefeuilles sont sujets au risque de marché, c'est-à-dire à la possibilité que la valeur de marché des titres en portefeuille baisse. En conséquence, cette stratégie expose l'investisseur à des pertes potentielles. Nous attirons votre attention sur le fait que cette stratégie peut comporter d'autres types de risques. L'évolution de l'économie mondiale, des dépenses et des préférences de consommation, de la concurrence, de la démographie, des réglementations publiques et des conditions économiques peut pénaliser les **sociétés internationales** et peut avoir un impact négatif plus prononcé sur la stratégie que si les actifs de la stratégie étaient investis dans un éventail plus large de sociétés. En général, la valeur des **actions** varie également en fonction des activités spécifiques à une entreprise. Les investissements sur les **marchés étrangers** s'accompagnent de risques particuliers, notamment les risques de change, politiques, économiques et de marché. **Les actions des sociétés de petite capitalisation** présentent des risques spécifiques, tels que des gammes de produits, des marchés et des ressources financières limitées, et une volatilité supérieure à celles des entreprises de grandes capitalisations plus solidement établies. Les risques associés

aux investissements dans les **pays émergents** sont plus élevés que sur les marchés développés étrangers. **Les portefeuilles peu diversifiés** investissent dans un nombre plus restreint d'émetteurs. De ce fait, toute évolution de la situation financière ou de la valeur de marché d'un émetteur donné est susceptible d'entraîner une volatilité accrue. Stratégie de vente d'options. La vente d'options d'achat implique le risque que le Portefeuille soit obligé de vendre le titre ou l'instrument sous-jacent (ou de régler en espèces un montant d'une valeur égale) à un prix défavorable ou inférieur au cours du marché de ce titre ou instrument sous-jacent, au moment où l'option est exercée. En tant que vendeur d'une option d'achat, le Portefeuille renonce, pendant la durée de vie de l'option, à profiter des augmentations de la valeur marchande du titre ou de l'instrument sous-jacent couvrant l'option au-delà de la somme de la prime et du prix d'exercice, mais conserve le risque de perte correspondant à la baisse du cours du titre ou de l'instrument sous-jacent. De plus, la stratégie de vente d'options d'achat pourrait ne pas protéger le portefeuille entièrement contre les baisses de la valeur du marché. La vente d'options non couvertes comporte des risques particuliers qui exposent le Portefeuille à des pertes potentiellement importantes.

INFORMATION SUR L'INDICE

L'indice **MSCI World** est un indice ajusté du flottant et pondéré par la capitalisation boursière, qui est conçu pour mesurer la performance globale du marché des actions des pays développés. Le terme « flottant » représente la part des actions en circulation qui sont considérées comme disponibles à l'achat sur les marchés d'actions publics par les investisseurs. La performance de l'indice est cotée en dollars américains et sous-entend le réinvestissement des dividendes nets. 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. L'indice **MSCI World Health Care** est un indice pondéré par la capitalisation boursière qui suit la performance des titres du secteur de la santé dans les pays développés d'Amérique du Nord, d'Europe et de la zone Asie-Pacifique. Il prend en compte le réinvestissement des dividendes, nets des retenues à la source à l'étranger.

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.

Irlande : Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Siège Social : The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's, Quay, Dublin 2, Irlande. Société enregistrée en Irlande sous le numéro 616662, et réglementée par la Banque centrale d'Irlande. **Royaume-Uni** : Morgan Stanley Investment Management Limited est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre. Numéro d'enregistrement : 1981121. Siège social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA. **Dubai** : Morgan Stanley Investment Management Limited (Bureau de représentation, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 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, succursale de Milan (Sede Secondaria di Milano) est une succursale de Morgan Stanley Investment Management Limited, une société enregistrée au Royaume-Uni, agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority (FCA), dont le siège social est au 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited succursale de Milan (Sede Secondaria di Milano) dont le siège est situé à Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Milano, Italie, est enregistré en Italie avec le numéro d'entreprise et le numéro de TVA 08829360968. **Pays Bas** : Morgan Stanley Investment Management, Tour Rembrandt, 11e étage Amstelplein 11096HA, Pays-Bas. Téléphone : 31-2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management est une succursale de Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni. **Suisse** : Morgan Stanley & Co. International plc, Londres, succursale de Zurich Autorisée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (« FINMA »). Enregistrée au registre du commerce de Zurich sous le numéro CHE-115.415.770. Siège social : Beethovenstrasse 33, 8002 Zürich, Suisse, Téléphone : +41 (0) 44 588 1000. Fax : +41 (0) 44 588 1074.

États-Unis

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

Veuillez examiner attentivement les objectifs de placement, les risques, les frais et les dépenses des fonds avant d'investir. Les prospectus contiennent cette information ainsi que d'autres renseignements sur les fonds. Pour obtenir un prospectus, téléchargez-en un sur morganstanley.com/im 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 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 57). 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) 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 SFA ; ou (iii) conformément à, et aux conditions de toute autre disposition applicable de la SFA. Ce document n'a pas été vérifié par l'Autorité monétaire de Singapour.

Australie : La présente publication est diffusée en Australie par Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN : 122040037, licence AFS n°

314182, qui accepte la responsabilité de son contenu. La présente publication, ainsi que l'accès à celle-ci, est réservée aux « clients wholesale » selon l'acception de ce terme dans la loi sur les sociétés en vigueur en Australie.

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

INFORMATION IMPORTANTE

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

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

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

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. 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.

Sauf indication contraire, les opinions exprimées dans ce document sont celles de l'équipe de gestion du portefeuille, elles sont fondées sur des faits tels qu'ils existent à la date de préparation et non à une quelconque date ultérieure, et ne seront pas mis à jour ni révisées pour tenir compte d'informations disponibles ou de circonstances, ou de changements survenant après la date de rédaction.

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

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.

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.

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

Visitez notre site sur www.morganstanley.com/im