

Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

Global Equity Observer

Les multiples sont en baisse, pas les risques

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | INVESTMENT INSIGHT | DÉCEMBRE 2018

La bonne nouvelle au sujet des actions, c'est qu'il n'y a que deux facteurs de pertes : la diminution des bénéfices ou la baisse des multiples. Il y a un an, les multiples étaient notre principale source de préoccupation. Après la tendance haussière de 2017, l'indice MSCI World atteignait 17 fois les bénéfices attendus sur les 12 prochains mois;¹ autrement dit, les marchés anticipaient l'improbable scénario haussier de croissance synchronisée mondiale... menaçant de s'effondrer si les choses ne se déroulaient pas conformément au plan prévu. En revanche, 2019 démarre avec un indice MSCI World à 13,4 fois les prévisions anticipées du consensus, soit 14 % en-dessous du ratio cours-bénéfice (P/E) moyen sur 20 ans de 15,5 et 20 % en-dessous du niveau d'il y a un an.² En conséquence, nos principales craintes ne sont plus axées sur les multiples, mais sur les bénéfices.

Notre crainte principale concernant les prévisions bénéficiaires anticipées demeure, du fait qu'il s'agit d'hypothèses fondées sur des mensonges. Des hypothèses parce que les analystes sell-side persistent à se montrer exagérément optimistes, avec en moyenne des prévisions de 8 % à un an, soit légèrement au-dessus de la croissance bénéficiaire attendue de 7 % pour l'indice MSCI World en 2019.³ Des mensonges parce qu'il existe un fossé entre les bénéfices « ajustés » servant à alimenter les chiffres du consensus (et justifier la rémunération des dirigeants) et le chiffre IFRS/GAAP⁴ figurant tout en bas

AUTEUR



WILLIAM LOCK
*Head of International
Equity Team*



BRUNO PAULSON
Managing Director



**DIRK
HOFFMANN-BECKING**
Executive Director

« Nos principales craintes ne sont plus axées sur les multiples, mais sur les bénéfices »

¹ Source : FactSet, au 31 décembre 2018.

² Source : FactSet, au 31 décembre 2018.

³ Source : FactSet, Morgan Stanley Investment Management au 31 décembre 2018.

⁴ IFRS = International Financial Reporting Standards (normes internationales d'information financière) ; GAAP = Generally Accepted Accounting Principles (principes comptables généralement admis).

du compte de résultat. Au cours des 3 dernières années, 600 milliards de dollars se sont évaporés dans la nature entre les résultats ajustés et effectifs rien qu'aux États-Unis, ce qui porte la surévaluation à 21 % en moyenne.⁵ Notre crainte plus spécifique est alimentée par le fait que les marchés ne semblent avantageux qu'uniquement du point de vue des résultats basés sur le levier financier. Si l'on considère la valeur d'entreprise anticipée (VE) par rapport à l'EBITDA⁶ plutôt le ratio P/E, la décote par rapport à la moyenne historique disparaît et le marché présente un multiple légèrement supérieur (9,2 au lieu de 9,0) à celui de 2003 lorsque le ratio P/E planait à 17,6.⁷ La baisse de l'impôt sur les sociétés y a contribué, mais la forte augmentation de l'endettement également, comme nous le verrons plus bas. S'agissant du ratio VE/chiffre d'affaires, l'indice MSCI World atteint un multiple de 1,2, soit toujours 16 % au-dessus de sa moyenne sur 20 ans.⁸ La combinaison d'un marché cher sur les chiffres d'affaires et d'un marché intéressant en termes de résultats reflète la rentabilité actuellement très élevée, notamment aux États-Unis où tous les moteurs semblent avoir atteint leurs limites (basses ou hautes) au niveau des profits, qu'il s'agisse des marges, des taux d'imposition, de l'endettement ou des taux d'intérêt.

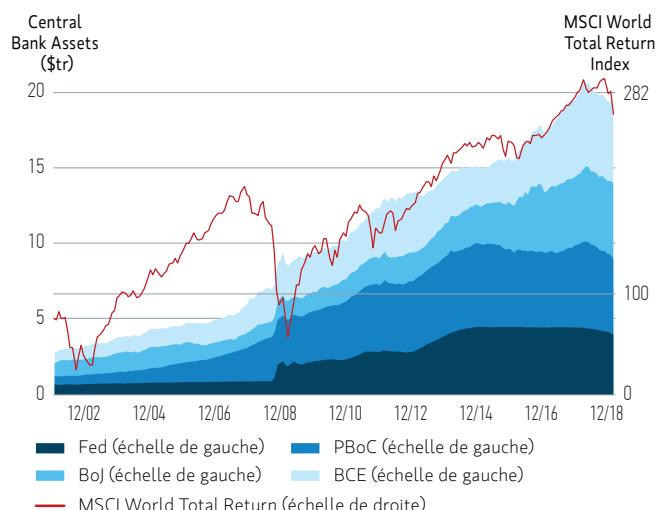
Nous ne savons pas si les prévisions de croissance des bénéfices pour 2019 seront atteintes, voire dépassées, mais nous avons une idée des variables clés à surveiller. Le ralentissement conjoncturel en Chine pose un risque pour les bénéfices, notamment des entreprises cycliques, et l'ampleur (et la réussite) des mesures de relance sera cruciale. Même si la relance a bien lieu et porte ses fruits, les bénéfices pourraient être modestes au premier semestre jusqu'à ce qu'elle déploie ses effets. Comme indiqué plus haut, les marges américaines sont très élevées et alors que certaines composantes semblent structurelles, les tensions sur le marché de l'emploi et les conséquences des droits de douane pourraient poser des problèmes aux entreprises dénuées de contrôle des prix compte tenu de l'émergence des plateformes lucratives et de la manière dont le système politique américain a systématiquement favorisé le capital au détriment du travail et des consommateurs au cours des 4 dernières décennies.

Sans tenir compte des risques extrêmes tels qu'une guerre commerciale totale, la paralysie de l'administration américaine, le conflit au Moyen-Orient ou l'effondrement de l'euro, un ralentissement significatif aux États-Unis ou la poursuite de la décélération en Europe porterait un coup fatal aux marges. Cela fait maintenant longtemps que la reprise économique est en place aux États-Unis et même si les reprises ne meurent pas au seul motif qu'elles ont trop duré, le changement de cap de la Réserve fédérale américaine (Fed) pourrait constituer une source de préoccupation supplémentaire. Il est encore un peu tôt pour s'avancer, mais Jerome Powell semble plus intéressé par l'état de l'économie réelle que par le niveau exact des marchés actions ou le destin des étrangers qui choisissent d'arrimer leur monnaie au billet vert, à l'instar des pays émergents. Il pourrait donc poursuivre le resserrement monétaire par le biais des taux d'intérêt et de la fin de l'assouplissement quantitatif jusqu'à ce que l'économie américaine donne des signes de faiblesse. Il fera marche arrière à ce moment-là, mais ce sera peut-être trop tard pour les marchés.

L'année 2018 s'est achevée sur la diminution tant attendue des bilans combinés des quatre principales banques centrales (la Fed, la Banque populaire de Chine, la Banque centrale européenne et la Banque du Japon) après une expansion massive dans les années ayant suivi la crise financière mondiale (CFM). Ceci signifie que le monde connaît un assèchement des liquidités découlant de la combinaison (suivant la zone géographique) de la réduction des bilans des banques centrales et du relèvement des taux d'intérêt. C'est précisément la combinaison inverse qui a fait grimper les prix des actifs (et donc l'endettement) depuis le plus bas de 2009.

« La diminution des bénéfices et l'assèchement des liquidités pourraient porter préjudice aux prix des actifs »

GRAPHIQUE 1:
Bilans des banques centrales et indice MSCI Total Return



Source: Morgan Stanley Investment Management, FactSet/MSCI.

Nous craignons que la diminution potentielle des bénéfices combinée à la crise des liquidités puisse porter préjudice aux prix des actifs. Nous avons dit que nous ignorions si les prévisions bénéficiaires seraient atteintes cette année, mais ce que nous savons, c'est que le monde est un lieu asymétrique dans lequel les révisions à la baisse des bénéfices dans les moments difficiles sont bien plus importantes que les révisions à la hausse en période favorable. On l'oublie souvent, de même que le fait que l'asymétrie est souvent amplifiée par l'endettement. Or celui-ci est plus élevé que jamais, notamment sur le marché de la dette d'entreprise américaine. Le monde des affaires américain a déjà su passer maître dans l'art de s'endetter au mauvais moment, l'exemple le plus récent, et le plus marquant, étant juste avant la CFM. Compte tenu de l'ampleur de l'endettement des entreprises aujourd'hui et, plus particulièrement, de la composante du haut rendement et du quasi-haut rendement (ou « spéculative » ou «

⁵ Source : FactSet, Morgan Stanley Investment Management au 31 décembre 2018.

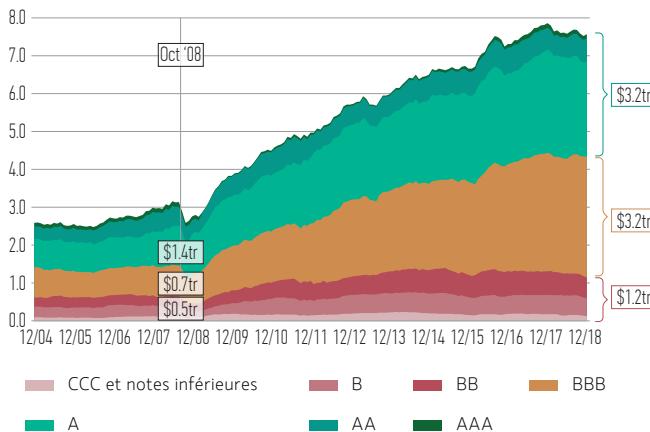
⁶ EBITDA = résultat avant intérêts et impôt, amortissement et dépréciation.

⁷ Source : FactSet, au 31 décembre 2018.

⁸ Source : FactSet, au 31 décembre 2018.

quasi-spéculative », comme nous préférons l'appeler étant donné que les taux d'intérêt ne sont pas si élevés).

GRAPHIQUE 2: Composantes de la dette d'entreprise américaine



Source: Morgan Stanley Investment Management, FactSet/ICE BofAML Indexes.

Nous sommes particulièrement préoccupés par les perspectives des obligations quasi-spéculatives, autrement dit les titres notés BBB. Cette composante est au cœur de l'inflation de la dette d'entreprise qui est passée de 700 milliards de dollars en octobre 2008 à près de 3000 milliards de dollars aujourd'hui.⁹ Par ailleurs, la composante des obligations quasi-spéculatives (BBB) et spéculatives (BB, B, CCC et en-dessous), qui représentait 46 % du marché des obligations d'entreprise américaines en octobre 2008, atteint aujourd'hui 58 %,¹⁰ ce qui indique une

nette dégradation de la qualité du marché des obligations d'entreprise dans son ensemble. Si les bénéfices américains diminuent significativement, nous pourrions assister à de nombreuses rétrogradations des notes de BBB à « spéculatives ». Nous ne pensons pas que le paisible marché du soi-disant haut rendement anticipe une telle issue. Dans cette éventualité, le marché actions est certain d'en entendre parler : de gros problèmes sur le marché du crédit impliquent invariablement de gros problèmes sur le marché actions. D'autant plus qu'ils auraient une cause commune : baisse des bénéfices et endettement trop élevé.

« Des revenus réguliers combinés à un contrôle des prix devraient protéger les revenus et les marges en phase de baisse, préservant les bénéfices »

Dans ce monde incertain et profondément asymétrique, nous continuons de recommander la détention de valeurs de capitalisation. Des revenus réguliers combinés à un contrôle des prix devraient protéger les revenus et les marges en phase de baisse, préservant les bénéfices. Ces valeurs devraient également échapper aux difficultés financières si une crise frappe les marchés des obligations d'entreprise, compte tenu des faibles leviers opérationnel et financier. Le calme qui a régné sur les marchés au quatrième trimestre a fait légèrement dégonfler les multiples du portefeuille : le rendement des flux de trésorerie disponibles attendu pour 2019 s'établit désormais au-dessus de 5 %, ce qui réduit le risque baissier absolu.¹¹

⁹ Source : FactSet, au 31 décembre 2018.

¹⁰ Source : FactSet, au 31 décembre 2018.

¹¹ Source : Morgan Stanley Investment Management au 31 décembre 2018.

CONSIDÉRATIONS 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 contenir 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 gouvernementales et des conditions économiques peuvent pénaliser des **sociétés de taille mondiale** et peuvent influencer négativement la stratégie de façon plus marquée que si elle était investie sur un éventail de titres plus large. En général, la valeur des **actions** varie également en fonction des activités spécifiques d'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 de **sociétés à petites capitalisations** 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 à grandes capitalisations plus solidement

établissement. 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 de marché 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.

DÉFINITIONS

Le rendement des flux de trésorerie disponibles (12 prochains mois) est un ratio financier qui rapporte les flux de trésorerie opérationnels d'une entreprise - réduits des dépenses d'investissement - par action à son cours de bourse. Le ratio du rendement des flux de trésorerie disponibles est calculé à l'aide des titres sous-jacents du fonds. **Le ratio cours/bénéfice (P/E ou C/B)** est le cours d'une action divisé par son bénéfice par action au cours des 12 derniers mois. Parfois appelé le multiple, le P/E donne aux investisseurs une idée du montant qu'ils paient pour la capacité bénéficiaire d'une entreprise. Plus le P/E est élevé, plus les investisseurs paient cher, et donc plus ils s'attendent à une croissance des bénéfices.

INFORMATION SUR L'INDICE

L'**indice MSCI World** est un indice pondéré par la capitalisation boursière, conçu pour mesurer la performance des marchés boursiers mondiaux. 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.

DISTRIBUTION

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

Royaume-Uni: Morgan Stanley Investment Management Limited est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre. Numéro d'enregistrement : 1981121. Siège social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA. **Dubai:** 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, Dubai, 506501, United Arab Emirates. 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, succursale de Londres, 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 Zurich, 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, 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 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'à propos d'« investisseurs professionnels » au sens du Securities and Futures Ordinance (décret sur les valeurs mobilières et les contrats à terme) de Hong Kong (Cap 571). Le contenu du présent document n'a été révisé ni approuvé par aucune autorité de réglementation, y compris la Securities and Futures Commission de Hong Kong. En conséquence, à moins que la loi en vigueur ne prévoie des exceptions, ce document ne devra pas être publié, diffusé, distribué ni adressé aux particuliers résidant à Hong Kong, ni mis à leur disposition. **Singapour:** Ce document ne doit pas être considéré comme faisant l'objet d'une invitation à souscrire ou à acheter, directement ou indirectement, au public ou à tout membre du public à Singapour autre que (i) 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. 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 (« AA »). 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 discréctionnaire (AMIMMA), 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 a été publiée par Morgan Stanley Investment Management Limited (« MSIM »). Autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre sous le n°1981121. Siège Social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

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

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

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 mises 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 le rendement futur 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.

Explore our site at www.morganstanley.com/im