

# La fin du monde tel que nous le connaissons ?

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

L'indice MSCI World a enregistré une performance de +0,4 % en dollar américain au cours des six derniers mois et de +1,3 % en devise locale. A en juger par ce seul résultat, il semble aussi peu enthousiasmant que le match de la Coupe du monde de football entre l'Angleterre et la Belgique, mais on se saurait être plus loin de la vérité. Un certain nombre de conditions qui ont façonné l'environnement boursier entre 2009 et 2016 ont fondamentalement changé au cours des 18 derniers mois. Petit à petit, ces changements se font ressentir sur les marchés :

#### CE SONT LES BÉNÉFICES, NON LES MULTIPLES, QUI COMPTENT MAINTENANT

De 2011 à 2016, les bénéfices des entreprises de l'indice MSCI World sont demeurés pour l'essentiel stables, lorsqu'ils n'étaient pas orientés à la baisse. Les bénéfices par action (BPA) ont été soutenus par des rachats d'actions - principalement aux États-Unis - alors que partout ailleurs, ils ont baissé. Cela n'a pas empêché le marché de s'apprécier dans la mesure où les multiples de capitalisation sont passés d'un ratio cours/bénéfice (P/E) prévisionnel de 10,5x en septembre 2009 à 17,2x en avril 2015. A partir de 2016, les bénéfices sont devenus le principal déterminant de la hausse de l'indice, tandis que les multiples de capitalisation se sont contractés pour revenir à un P/E à 1 an de 15,1x.

Compte tenu de la réduction graduelle des mesures monétaires de soutien et de valorisations toujours historiquement élevées, il est probable que les bénéfices resteront la principale source de performance des marchés à l'avenir. Les perspectives de bénéfices pour 2018 ont été soutenues par la réforme fiscale américaine - mais, c'est là

#### AUTHOR



**WILLIAM LOCK**

Head of International Equity Team



**BRUNO PAULSON**

Managing Director



**DIRK HOFFMANN-BECKING**

Executive Director

« Un certain nombre de conditions qui ont façonné l'environnement boursier...ont fondamentalement changé... »

un effet ponctuel maintenant absorbé dans les chiffres. Si les avantages inattendus de la réforme fiscale devaient être réinvestis dans les dépenses d'investissement, nous pourrions alors observer certains effets positifs à moyen terme d'une productivité plus élevée. Toutefois, pour le moment, le principal catalyseur propice à des révisions à la hausse des bénéfices doit provenir des dépenses des ménages, non seulement aux États-Unis, mais également en Europe et au Japon. Pour sa part, cette situation serait beaucoup plus durable si elle était basée sur la croissance des salaires plutôt que sur l'augmentation du crédit. L'incapacité de la courbe de Phillips à prédire la croissance des salaires est bien révélatrice d'un changement dans la tendance de ces derniers qui n'est pas encore entièrement bien comprise, ce qui rend les prévisions de bénéfices plus volatiles.

« ...le principal catalyseur propice à des révisions à la hausse des bénéfices doit provenir des dépenses des ménages, non seulement aux États-Unis, mais aussi en Europe et au Japon. »

#### LE DÉSENNETEMENT DE LA CHINE

Le plus grand coup de pouce offert au crédit jamais observé au cours des dix dernières années n'est pas été le fait de la Réserve fédérale américaine, de la Banque centrale européenne ou de la Banque du Japon. Non, il a été le fait de la Chine, où les autorités ont le luxe de pouvoir ordonner aux banques et aux entreprises de prêter et d'emprunter, tandis qu'ailleurs, les mesures monétaires de soutien se retrouvent trop souvent bloquées dans la tuyauterie du système financier. Les deux injections record de crédit ont eu lieu en 2009 et 2015-2016, toutes deux motivées par le désir de

Pékin de préserver les taux de croissance du produit intérieur brut (PIB) ciblés en dépit du ralentissement de la demande à l'exportation et de la demande des ménages (dont le poids était tombé à seulement 35 % de l'économie).<sup>1</sup> En 2017, le poids de la consommation privée s'est hissée à 39 % de l'économie et a contribué à plus de 60 % de la croissance du PIB.<sup>2</sup> Cette situation, conjuguée à la reconnaissance du fait que l'endettement des entreprises est devenu excessif et inefficacement réparti dans certains pans de l'économie, rend moins probable de voir le gouvernement chinois s'engager dans un plan de relance d'une ampleur similaire si la croissance mondiale devait décevoir les attentes.

#### LE DURCISSEMENT SIMULTANÉ DES CONDITIONS DE LIQUIDITÉ PAR LE PÉTROLE ET LES BANQUES CENTRALES

La dernière décennie a été ponctuée de périodes de hausse et de baisse du prix du pétrole. Elles ont influé sur les performances relatives de certains secteurs, mais non sur l'orientation globale du marché. Nous pensons que cela s'explique en partie par le fait que l'impact de la hausse du prix du pétrole sur la liquidité a été compensé par l'impression de monnaie par les banques centrales. En 2018, nous avons une situation où, d'un côté, le prix du pétrole a augmenté et, de l'autre, les banques centrales abandonnent progressivement leurs stratégies d'assouplissement quantitatif.

#### DES POLITIQUES DE DÉ-MON-DIALISATION

Après la crise financière, nous avons vu les gouvernements du monde entier mettre tout en œuvre afin d'assurer la continuité de la chaîne logistique internationale qui avait favorisé l'expansion de l'économie mondiale jusque-là. L'idée commune au sein des pays du G7 et du G20 était qu'il fallait éviter toute dérive protectionniste comme cela s'était produit dans les années qui avaient suivi 1929. Cette unanimité vole progressivement en éclats. Donald Trump a un mandat démocratique pour mettre en œuvre des politiques protectionnistes pour les États-Unis et nous voyons de plus en plus de pays élire des gouvernements avec des

programmes « Mon pays avant tout » - tout récemment en Italie et au Mexique. Dans le même temps, des structures politiques multilatérales telles que l'Union européenne (UE) et l'Organisation mondiale du commerce ont de plus en plus de mal à faire passer leurs messages. Pour l'instant, les nouveaux tarifs douaniers pourraient ne pas avoir beaucoup d'impact immédiat sur la croissance du PIB américain et mondial compte tenu de leur ampleur. Mais, la question qui se pose est celle de savoir si les bénéfices des entreprises pourront surmonter un impact significatif à mesure que des chaînes d'approvisionnement mondiales efficaces seront remplacées par des solutions nationales ou régionales. Les annonces récentes de Daimler, Harley Davidson et Brown Foreman indiquent que cela pourrait intervenir plus rapidement que prévu.

« Nous voyons de plus en plus de pays élire des gouvernements avec des programmes 'Mon pays avant tout'... »

#### LA LEVÉE DE BOUCLERS AU SUJET DE LA CONFIDENTIALITÉ DES DONNÉES

Le dernier point de notre liste nullement exhaustive de changements importants est le changement d'attitude à l'égard de la protection des données. Non seulement la propriété des données est devenue de plus en plus concentrée, mais, plus important encore, la capacité d'utiliser ces données augmente de façon exponentielle. À terme, cela nécessitera un nouvel ensemble de règles qui changera très probablement non seulement le mode de fonctionnement de l'industrie technologique, mais également la façon dont la plupart des industries en contact avec les consommateurs interagiront avec leurs clients. Le règlement général de l'UE sur la protection des données (RGPD) n'est probablement qu'une première étape dans le cadre de cette transition.

<sup>1</sup> Source : UBS, 2018.

<sup>2</sup> Source : Bloomberg, au 30 juin 2018.

### L'ADAGE « IL N'Y A PAS DE PLAN B » N'EST PLUS

Au cours des 10 dernières années, le marché a minoré nombre de ces changements dans la mesure où la détention de liquidités était une très mauvaise stratégie d'investissement avec des rendements réels proches de zéro, voire négatifs dans certains cas. Ce n'est plus le cas, en conséquence de quoi l'adage « Il n'y a pas de plan B » n'existe plus. Le bon du Trésor américain à 12 mois offre désormais un rendement de 2,3 %, contre 0 % en septembre 2015. Compte tenu d'anticipations inflationnistes sur un an de 2,1 %, c'est la première fois depuis 2007 que se tourner vers les liquidités permet de bénéficier d'un rendement réel positif.<sup>3</sup> Cela change fondamentalement la situation, car les intervenants sur les marchés n'ont pas besoin de rester investis dès lors qu'ils estiment que la rémunération est susceptible de ne pas compenser les risques.

### QUALITÉ ET CHANGEMENT

Les environnements de marché changent toujours et parfois ce changement est plus violent que d'autres. Ce qui importe dans une perspective de performances durables sur le long terme n'est pas tant de savoir si l'on peut prédire l'issue de

chacune de ces tendances, mais bien si les entreprises dans lesquelles nous avons investi sont bien placées pour faire face aux effets potentiels, même les plus graves.

« Les bonnes équipes de direction passent rarement à côté des mesures qui sont nécessaires afin de faire face à un changement des conditions du marché. »

Dans notre cadre de notre recherche de sociétés de qualité, nous visons à identifier des entreprises qui génèrent des taux de rentabilité du capital d'exploitation non seulement élevés, mais également durables, grâce à un fort pouvoir de fixation des prix et à une faible intensité capitalistique. Ce faisant, les flux de trésorerie devraient demeurer suffisamment robustes même en période de baisse des volumes.

Grâce à la robustesse de leurs flux de trésorerie, ces sociétés conservent ainsi la possibilité d'adapter leur stratégie et leur portefeuille d'activités à un nouvel environnement. Nous nous employons à éviter les entreprises qui se trouvent à l'épicentre des risques extrêmes que nous avons identifiés.

Selon nous, une bonne équipe de direction passe rarement à côté des mesures qui sont nécessaires afin de faire face à un changement dans les conditions du marché. Ce qui l'empêche d'agir durant une crise est le plus souvent les pressions exercées par l'obligation d'honorer le service d'une dette excessive et/ou le manque de financement en vue du repositionnement ou de la restructuration fondamental(e) nécessaire. En investissant dans des entreprises dotées de bilans solides et qui génèrent d'importants niveaux de trésorerie, nous espérons éviter ces situations véritablement insolubles. Pour ce faire, il nous revient d'évaluer soigneusement l'équipe de direction, une tâche qui constitue depuis plus de 20 ans le pilier stratégique de notre processus d'investissement et de notre cadre de référence ESG (environnemental, social et de gouvernance).

<sup>3</sup> Source : Bloomberg, au 30 juin 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 limités, et une volatilité supérieure à celles des entreprises à 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 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.



## 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 des indices est exprimée 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.

## DÉFINITIONS

**Le bénéfice par action (BPA)** est la portion du bénéfice d'une société allouée à chaque action ordinaire en circulation. Le bénéfice par action sert d'indicateur de la rentabilité d'une entreprise. Le **produit intérieur brut (PIB)** est la valeur monétaire de tous les produits finis et services produits à l'intérieur des frontières d'un pays au cours d'une période donnée. 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.

## DISTRIBUTION

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

**Royaume-Uni :** Morgan Stanley Investment Management Limited est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre. Numéro d'enregistrement : 1981121. Siège Social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA. **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. 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 1 1096HA, 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 autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni. **Suisse :** Morgan Stanley & Co. International plc, succursale de Londres, Zurich Autorisée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (« FINMA »). Inscrit au registre du commerce de Zurich CHE-115.415.770. Siège Social : Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Suisse, Téléphone +41 (0) 44 588 1000. Fax Télécopieur : +41(0) 44 588 1074.

## États-Unis

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

**Veillez examiner attentivement les objectifs de placement, les risques, les frais et les dépenses des fonds avant d'investir. Les prospectus contiennent cette information, et plus, sur les fonds. Pour obtenir un prospectus, téléchargez-en un sur [morganstanley.com/im](http://morganstanley.com/im) ou appelez le 1-800-548-7786. Veillez le lire attentivement 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'après 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 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 : 12204 0037, 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 discrétionnaire (AMIIMA), 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, 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.

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

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](http://www.morganstanley.com/im)