

Une approche ESG génératrice de rendement

FIXED INCOME | GLOBAL FIXED INCOME TEAM | INVESTMENT INSIGHT | 2019

Lorsque nous concevons des solutions intégrant les facteurs ESG (environnemental, social et gouvernance) pour les investisseurs obligataires, notre approche est à chaque fois différente car chacun d'eux a ses propres objectifs ESG.

Toutefois, une question revient régulièrement dans la bouche des clients : « Peut-on déployer une approche ESG dans un portefeuille obligataire sans sacrifier le rendement ? » Pour nous, la réponse est un « oui » catégorique.

Les critères ESG ont toujours été intégrés de manière naturelle dans nos analyses crédit. Compte tenu de l'asymétrie des fluctuations des cours des marchés obligataires,¹ il est indispensable de réduire au minimum les défauts. Et selon nous, ce sont les entreprises les plus responsables qui font le moins défaut. Nous pensons que les facteurs ESG peuvent influencer le risque de crédit fondamental d'une entreprise et, par conséquent, le prix de ses obligations.

AUTEURS



JOSEPH MEHLMAN

Managing Director
Équipe de gestion obligataire



SARAH HARRISON

Vice President
Équipe de gestion obligataire



STELLA MA

Équipe de gestion obligataire

¹Lorsqu'un émetteur obligataire subit des événements négatifs (défaut de paiement, dégradation de sa note de crédit, actualité négative, etc.), ses obligations déjà en circulation connaissent souvent une fluctuation de leur prix (baisse) plus importante que si l'événement avait été positif (hausse du prix). D'où l'asymétrie des mouvements des prix des obligations.

A court terme, les polémiques et les sujets ESG qui défrayent la chronique peuvent empêcher les investisseurs d'acheter ou de vendre facilement une obligation.

Cependant, la recherche ESG ne s'adresse généralement pas aux investisseurs obligataires. C'est pourquoi l'équipe de Gestion obligataire de MSIM a créé une méthode interne d'attribution de scores ESG qui reflète de manière explicite les risques et les opportunités des facteurs ESG pour les obligations d'entreprise.

Bien que les investisseurs obligataires reconnaissent moins facilement que les investisseurs en actions la capacité des facteurs ESG à offrir des informations précieuses sur les risques et les opportunités à long terme (cf. Graphique 1), il est arrivé à de nombreuses reprises qu'un facteur ESG propre à un secteur entraîne une forte baisse des prix des obligations, une restructuration ou un défaut de paiement :

- **ENVIRONNEMENTAL** : Litiges et amendes liés à des catastrophes environnementales dans le secteur de l'énergie
- **SOCIAL** : Remise en cause des modèles économiques après l'instauration d'une réglementation plus stricte visant à assurer une meilleure protection dans le secteur du crédit à la consommation

- **GOUVERNANCE** : Une ingénierie financière excessive due en partie à une gouvernance déficiente dans le secteur de la construction

Notre analyse interne du risque sectoriel (MSIM ESG Credit Scoring Analysis, *Graphique 2*) vise précisément à déchiffrer les conséquences potentielles de ces risques.

GRAPHIQUE 1 Exemples d'incidents ESG

	PRIX LE PLUS ÉLEVÉ DE L'OBLIGATION AVANT L'INCIDENT	PRIX LE MOINS ÉLEVÉ DE L'OBLIGATION APRÈS L'INCIDENT	VARIATION EN %
Catastrophe environnementale	107,54	97,33	-9,5%
Responsabilité sociale	96,15	57,30	-40,4%
Erreur de gouvernance	104,14	2,28	-97,8%

Source: Bloomberg. Chaque ligne de données représente une entreprise qui a connu l'incident ESG décrit. Le prix de l'obligation avant et après l'incident correspond à ceux d'une obligation individuelle émise par la société concernée, d'une part à son prix maximum juste avant que l'incident soit rendu public et d'autre part à son prix minimum après l'incident.

Uniquement à titre d'illustration. Les tendances illustrées dans le graphique ne représentent pas l'évolution passée ou future de l'obligation avant et après un incident.

Une analyse interne des risques sectoriels...

En tant que spécialistes sectoriels, nos analystes crédit complètent leurs connaissances avec les résultats de la recherche ESG menée par tout un éventail d'experts extérieurs afin de déterminer les pondérations des risques sectoriels (élevée, moyenne ou faible) travers 47 sous-secteurs. Comme le montre le *Graphique 3*, ces pondérations des risques témoignent de l'impact probablement négatif qu'aura selon nous un facteur ESG sur l'évolution du prix d'une obligation.

...enrichie par les données ESG fournies par des prestataires extérieurs

Cette analyse des risques sectoriels nous permet d'attribuer des pondérations à des données ESG brutes fournies par des experts extérieurs. Les pondérations des risques pourront aller de « faibles » à « élevées » pour les facteurs environnementaux et sociaux, mais seront toujours « élevées » en matière de

gouvernance. Selon nous, la gouvernance est le critère ESG qui a le plus d'influence sur le profil rendement/risque d'un portefeuille. En tant qu'investisseurs obligataires, nous faisons confiance aux mesures de contrôle mises en œuvre par les équipes de direction pour éviter les cas de fraude ou de corruption et respecter les engagements pris en matière de remboursement de la dette.

Ajustement n°1 : Momentum

Même si nous proposons à nos clients d'utiliser des systèmes de filtre négatif et d'exclusion sectorielle dans le cadre des mandats dédiés, nous pensons néanmoins que les entreprises devraient être récompensées pour leur volonté d'opérer des changements et de respecter des principes ESG plus rigoureux. Depuis quelque temps, les experts en durabilité remettent en question l'efficacité des filtres négatifs et préfèrent adopter une approche d'analyse globale des entreprises.

Pour tenir compte du facteur « momentum » dans notre méthode de scoring, nous

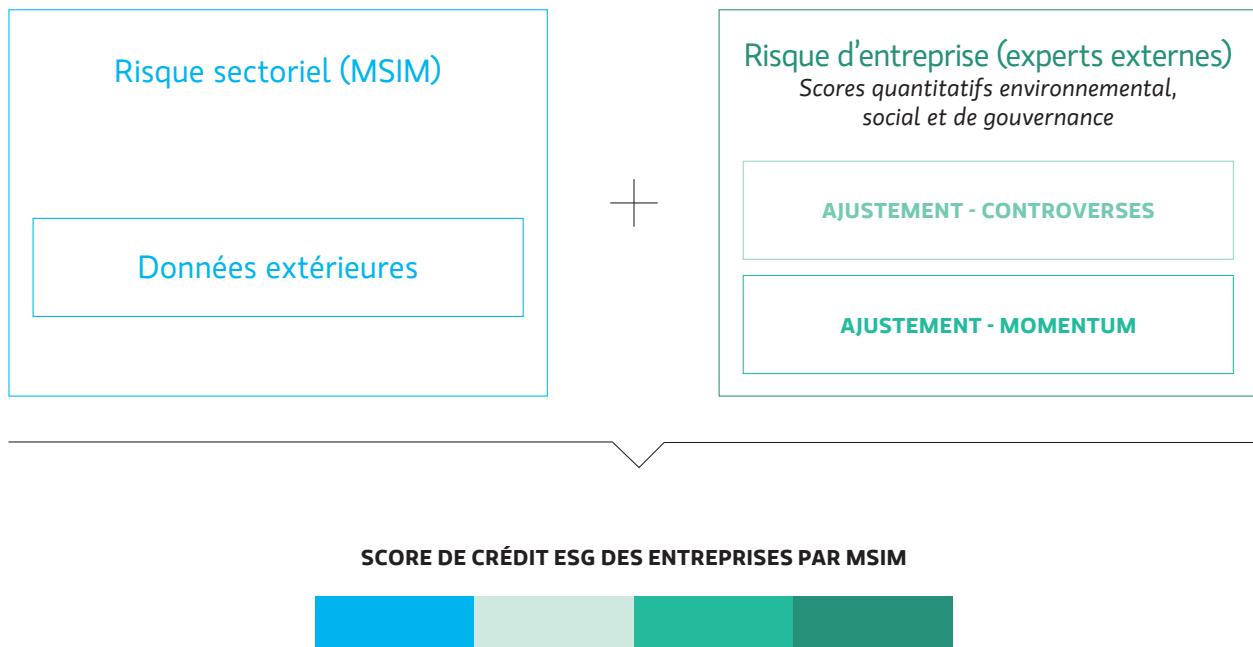
ajustons les données des prestataires extérieurs en faveur des entreprises faisant preuve d'une vraie « dynamique » ESG, au détriment de celles dont le « momentum » est négative.

Ajustement n°2 : Controverses

Les sujets ESG qui défrayent la chronique peuvent nous empêcher de négocier les obligations d'une entreprise sur les marchés. Les polémiques que connaissent les entreprises peuvent non seulement modifier leurs fondamentaux de crédit mais également accroître la sensibilisation du grand public aux questions ESG. Les gérants de portefeuille ont toute latitude pour rester à l'écart des titres les plus polémiques.

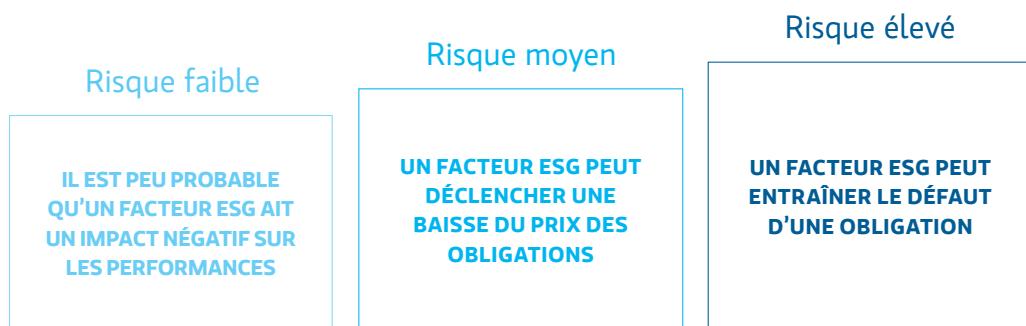
Pour tenir compte de ces polémiques, nous ajustons les données de certaines entreprises qui ont fait parler d'elles pour des raisons négatives. Le score final que nous attribuons est moins sensible aux ajustements liés aux polémiques qu'aux ajustements liés au « momentum ». Nous préférerons que le score que nous attribuons soit plus sensible au futur qu'au passé.

GRAPHIQUE 2
Analyse des scores de crédit ESG de MSIM



A titre d'illustration uniquement. Ce graphique montre comment l'équipe de gestion du portefeuille met en place son processus d'investissement dans des conditions de marché normales.

GRAPHIQUE 3
Pondérations des risques factoriels, par secteur



A titre d'illustration uniquement. Ce graphique montre comment l'équipe de gestion du portefeuille met en place son processus d'investissement dans des conditions de marché normales.

Analyse des scores de crédit ESG de MSIM

A l'issue de ce processus, nous obtenons un score comparable entre secteurs qui, avec d'autres données, contribuent à la décision d'investissement finale pour chaque titre individuel. Ces scores nous permettent également de procéder à une analyse des scores ESG pondérés par la moyenne pour notre portefeuille et son indice de référence. Ce score nous donne une idée plus précise de la qualité ESG de nos portefeuilles.

Le *Graphique 4* témoigne des différences potentielles entre notre score de crédit ESG et les notations des prestataires externes. Dans cet exemple, nous comparons deux sociétés de distribution américaines (Distributeur A et Distributeur B). On constate qu'en

utilisant les données MSCI, les deux entreprises semblent présenter des profils de risque ESG assez semblables. Une analyse approfondie montre toutefois que plusieurs facteurs, que nous jugeons propres aux obligations d'entreprise, ont bel et bien un impact sur leurs risques ESG, voire sur le prix futur de leurs obligations.

Premièrement, nous avons déjà évoqué l'importance des facteurs de « momentum » et de controverse. Dans cet exemple, le Distributeur A et le Distributeur B présentent des profils très différents. Le Distributeur A a connu plusieurs situations controversées et la composante « dynamique » de sa note ESG a été abaissée. Le Distributeur B a été impliqué dans moins de polémiques et, surtout, a fait preuve d'une « dynamique » ESG positive.

Les scores quantitatifs E, S et G des deux entreprises montrent que leurs scores environnementaux et sociaux sont similaires, ce qui n'est pas le cas de leur score de gouvernance. Comme la gouvernance est selon nous le risque ESG ayant le plus d'influence sur la performance de la dette d'entreprise, notre modèle devait impérativement faire une distinction entre ces deux distributeurs.

Le modèle de scoring de crédit ESG de MSIM prend en compte les différents scores liés à la dynamique, aux controverses et à la gouvernance pour établir en interne des scores crédit ESG utilisables par les investisseurs obligataires et capables de faire un distinguo net entre deux obligations d'entreprise.

GRAPHIQUE 4 Étude de cas : Distributeur A vs. Distributeur B

	DISTRIBUTEUR A	DISTRIBUTEUR B
Scores ESG MSCI		
Score MSCI	3,8	3,7
Note MSCI	BB	BB
Ajustements - Momentum et Controverses		
Dynamique ESG	↓	↑
Alerte Controverse de MSCI	Rouge	Jaune
Scores MSCI environnemental, social et de gouvernance		
Environnemental	7,7	7,9
Social	2,5	2,3
Gouvernance	3,3	7,0
Pondération des risques sectoriels par MSIM		
Environnemental Moyen	Social : Moyen	Gouvernance : Élevé
Score de crédit ESG de MSIM	4,1	7,1
Scores ESG MSCI	3,8	3,7

Source : Morgan Stanley Investment Management, MSCI. Juin 2018. Les données sont soumises à modification et fournies à titre d'illustration uniquement. Échelle : De 1 à 10, 1 étant la note la plus basse et 10 la plus élevée

Ce graphique montre comment l'équipe de gestion du portefeuille met en place son processus d'investissement dans des conditions de marché normales.

Les pratiques ESG restent notre priorité

L'équipe dédiée à la stratégie obligataire ESG affine en permanence notre méthodologie et les données utilisées en fonction des dernières recherches et études réalisées. Nous allons poursuivre nos travaux empiriques pour ajuster sur la durée notre méthode d'attribution des pondérations et scores ESG.

Notre approche ESG est à la fois réfléchie et pratique et ne consiste pas simplement à passer en revue une liste de critères spécifiques.

En mettant l'approche ESG au cœur du travail de nos équipes et de notre processus, nous cherchons à optimiser le profil ESG de nos portefeuilles. Nous pouvons ainsi réduire les décotes de rendement potentielles et exploiter les données ESG pour atténuer les risques et contribuer aux performances.

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 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). Ils sont également soumis aux risques de crédit, de marché et de taux d'intérêt. Certains titres émis par le gouvernement américain acquis par la Stratégie, comme ceux émis par Fannie Mae et Freddie Mac, ne sont pas entièrement garantis par les Etats-Unis. Il est possible que ces émetteurs n'aient pas les fonds suffisants pour honorer leurs obligations de paiement futures. 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 défaillance. 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).

INFORMATIONS IMPORTANTES : La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.

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 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 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'avavis 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 agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre. Numéro d'enregistrement : 1981121. Siège social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres 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 (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italie :** Morgan Stanley Investment Management Limited, succursale de Milan (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, succursale de Milan (Sede Secondaria di Milano) dont le siège est situé à Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Milan, 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 : 312-0462-1300. 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 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'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 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 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. Ce document n'a pas été vérifié par l'Autorité monétaire de Singapour. 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 discréctionnaire (AMIMA), 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 Japan Securities Dealers Association, de la Investment Trusts Association, 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 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

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, Londres E14 4QA.

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.