

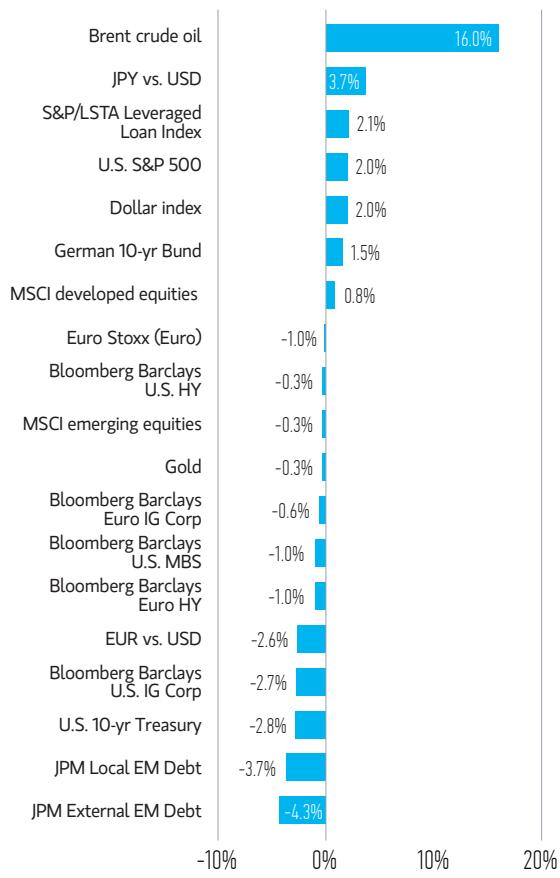
Bulletin obligataire international

Un mois particulièrement agité

FIXED INCOME | GLOBAL FIXED INCOME TEAM | MACRO INSIGHT | JUIN 2018

Les marchés financiers ont évolué de manière schizophrénique au mois de mai, qui a été jalonné par plusieurs épisodes d'aversion et d'appétit pour le risque, parfois simultanés. Les actions et les matières premières se sont inscrites en hausse, alors que le crédit et les marchés émergents ont souffert. Malgré l'impact positif de la recherche d'actifs refuges par les investisseurs, les emprunts d'État ont aussi été pénalisés par l'accélération de l'inflation et les statistiques de croissance toujours aussi robustes aux États-Unis (ces données se sont révélées bien plus mitigées dans les autres régions). Autant d'éléments qui laissent à penser que les banques centrales vont poursuivre la normalisation de leur politique monétaire. Ce sont surtout les risques politiques qui ont attisé la nervosité des investisseurs (gouvernement de coalition en Italie, échéances électorales dans certains pays émergents, possible guerre commerciale), et ceux-ci ne vont probablement pas disparaître car les tensions restent palpables. Toutefois, comme la croissance mondiale reste largement positive, nous sommes toujours optimistes à l'égard du crédit et des produits de spread. Certes, l'anticipation d'une volatilité accrue réduit l'attractivité de nombreux positionnements misant sur le portage (« carry trades »), mais l'augmentation récente de l'aversion pour le risque s'est traduite par une baisse des valorisations.

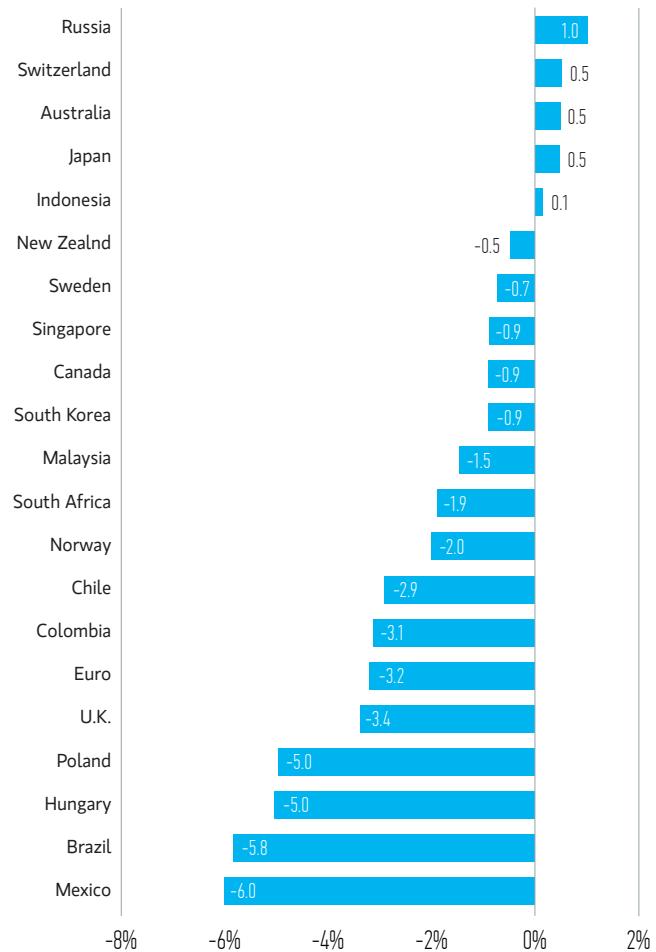
GRAPHIQUE 1
Performance des actifs sur l'année en cours



Note : Performance en USD. Source : Thomson Reuters Datastream. Données au 31 mai 2018. Les performances des indices sont fournies à titre indicatif uniquement et n'ont pas vocation à illustrer la performance d'un investissement spécifique. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures. Voir les pages 6 et 7 pour les définitions des indices.

Les points de vue et les opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille en date de juin 2018 et sont sujets à changement en fonction des conditions de marché, économiques ou autres. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.

GRAPHIQUE 2
Variations mensuelles des devises par rapport au dollar US
(+ = appreciation)



Source : Bloomberg. Données au 31 mai 2018. Note : Un changement positif signifie une appréciation de la devise par rapport au dollar américain.

GRAPHIQUE 3
Principales variations mensuelles des rendements à 10 ans et des spreads

COUNTRY	10-YR YIELD LEVEL (%)	MONTH CHANGE (BPS)	10-YR SPREAD (BPS)	MONTH CHANGE (BPS)
(Spread over USTs)				
United States	2.86	-9		
United Kingdom	1.23	-19	-163	-9
Germany	0.34	-22	-252	-12
Japan	0.04	-2	-282	+8
Australia	2.67	-10	-19	0
Canada	2.24	-6	-61	+3
New Zealand	2.72	0	-14	+9
(Spread over Bunds)				
France	0.67	-12	33	+10
Greece	4.59	+72	424	+94
Italy	2.79	+101	245	+123
Portugal	1.98	+31	164	+52
Spain	1.50	+22	116	+44
EM	INDEX LOCAL YIELD (%)	MTD CHANGE (BPS)	USD SPREAD (BPS)	MTD CHANGE (BPS)
EM External Spreads			365	+32
EM Local Yields	6.49	+29		
EM Corporate Spreads			284	+39
Brazil	9.50	+121	299	+57
Colombia	6.35	+23	205	+23
Hungary	2.04	+47	138	+23
Indonesia	7.30	+25	200	+18
Malaysia	4.22	+2	144	+22
Mexico	7.82	+31	288	+25
Peru	5.72	+41	168	+16
Philippines	5.48	+18	123	+20
Poland	2.59	+13	83	+24
Russia	7.13	+7	221	+18
South Africa	9.19	+42	277	+23
Turkey	14.84	+204	390	+71
Venezuela	—	—	4565	+221
CREDIT		SPREAD (BPS)	MTD CHANGE (BPS)	
U.S. IG		115	+7	
EUR IG		118	+26	
U.S. HY		362	+24	
EUR HY		367	+75	
SECURITIZED				
Agency MBS		78	+2	
U.S. BBB CMBS		301	+3	

Positive Neutral Negative

Source : Bloomberg, JP Morgan. Données au 31 mai 2018.

Les points de vue et les opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille en date de juin 2018 et sont sujets à changement en fonction des conditions de marché, économiques ou autres. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.

Perspectives sur les taux

Les marchés financiers ont évolué de manière schizophrénique au mois de mai, au cours duquel se sont succédé plusieurs épisodes d'aversion et d'appétit pour le risque, parfois presque simultanément. Les actions des marchés développés et les matières premières se sont encore inscrites en hausse, grâce à des statistiques économiques toujours positives et des politiques monétaires accommodantes. En revanche, les marchés du crédit et émergents ont souffert, en raison de divers risques politiques mais aussi de la forte augmentation des rendements américains en début de mois. Les craintes suscitées par le sentiment anti-européen du nouveau gouvernement de coalition en Italie ont exercé des tensions sur les emprunts d'État de la zone euro. Parallèlement, l'issue des élections présidentielles au Mexique et au Brésil inquiètent les marchés, alors qu'une guerre commerciale menace entre les États-Unis et ses partenaires commerciaux. Cette situation, conjuguée aux statistiques économiques décevantes en

dehors des États-Unis, a poussé les investisseurs vers les actifs refuges comme les emprunts d'État sans risque. Conséquence, les rendements des *bunds* ont renoué avec des niveaux sans précédents depuis l'année dernière. Toutefois, les emprunts d'État restent sous l'emprise de la dynamique soutenue de la croissance et des tensions inflationnistes, ce dont témoignent les chiffres élevés de l'inflation publiés en Europe et outre-Atlantique.

A terme, il faut probablement s'attendre à une normalisation très lente des politiques monétaires des banques centrales car l'inflation remonte progressivement sans pour autant s'embalier et les risques menaçant les perspectives de croissance sont nombreux. Certains risques politiques vont certainement persister mais la croissance mondiale reste positive. Nous restons donc positifs à l'égard du crédit et des marchés émergents et négatifs vis-à-vis des emprunts d'État des pays développés, à quelques exceptions près.

	ANALYSE MENSUELLE	PERSPECTIVES
Taux et devises des marchés développés	<p>Au mois de mai, la volatilité des marchés émergents et des marchés de la périphérie européenne a ranimé la demande en actifs refuges. Alors que les risques politiques en Italie et en Espagne ont fait chuter les marchés obligataires en euro, les bunds allemands, dont le rendement à 10 ans a baissé de 22 points de base (pb), ont surperformé les bons du Trésor américain.¹ D'autres tendances négatives ont également contribué au rebond du dollar.</p>	<p>La Réserve Fédérale américaine (Fed) voudra constater une hausse soutenue de l'indice des dépenses de consommation personnelles de base (PCE) avant de réviser à la hausse ses perspectives monétaires, et devrait tolérer un taux d'inflation légèrement supérieur à son objectif. Selon toute vraisemblance, les taux devraient être relevés à trois reprises en 2018. Dans ce contexte, nous pensons qu'un rendement des bons du Trésor américain proche de 3 % est un niveau raisonnable. Le taux américain à 10 ans a atteint ce niveau en mai et a ainsi commencé à durcir les conditions financières, ce qui n'est pas sans poser de problèmes, en particulier pour les pays émergents les plus vulnérables. Ce niveau plafonne également les rendements des bons du Trésor. Sur le front des devises, compte tenu de son appréciation récente, les perspectives de hausse du billet vert à court terme sont plus limitées. À ce titre, nous avons été relativement neutres vis-à-vis du dollar et avons cherché à obtenir un positionnement de change plus neutre.</p>
Taux/devises pays émergents	<p>Les actions des marchés obligataires émergents ont encore perdu du terrain au cours du mois de mai car la vigueur du dollar américain a amplifié la baisse des devises émergentes. Les investisseurs ont décidé de renforcer leur exposition aux stratégies en devises fortes (+3 milliards de dollars) au détriment des stratégies en devises locales (-3 milliards de dollars).² La banque centrale turque (CBRT) a relevé le taux des opérations de refinancement au jour le jour à la clôture (« late liquidity window »), qui lui sert de taux directeur, de 300 pb à l'occasion d'une réunion d'urgence dont l'objectif était de juguler la dépréciation rapide de la livre turque. La banque centrale argentine (BCRA) a quant à elle essayer de stabiliser le peso (ARS) en relevant les taux de 30,25 % à 40 %.</p>	<p>Malgré des performances récentes très décevantes, nous restons optimistes à l'égard des économies émergentes pour le reste de l'année. Les prix des matières premières devraient continuer à bénéficier de solides facteurs de soutien, et les pressions inflationnistes demeurent faibles. En outre, le mouvement d'appréciation du dollar, qui semble légèrement surévalué, pourrait s'inverser. Enfin, si les politiques domestiques des grands pays émergents peuvent encore accroître les niveaux de volatilité, nous pensons que l'impact ne sera pas généralisé et que seuls quelques pays émergents pourraient en souffrir.</p>

¹ Source : Bloomberg. Données au 31 mai 2018.

² Source : Bloomberg. Données au 31 mai 2018.

	ANALYSE MENSUELLE	PERSPECTIVES
Crédit	<p>Les indices européens et américains des obligations d'entreprises se sont inscrits en baisse et ont terminé le mois de mai avec des spreads au plus haut depuis janvier 2018. Les titres des banques américaines ont enregistré des performances décentes, alors que les obligations des établissements bancaires européens ont cédé du terrain en mai. Cette tendance baissière est, sans surprise, imputable aux obligations des banques italiennes. D'autres secteurs ont nettement sous-performé en mai, comme les métaux (qui ont souffert de l'accès de faiblesse des marchés émergents) et la communication (qui a encore pâti des perspectives de l'activité de fusions-acquisitions).</p>	<p>Il conviendra désormais de vérifier si oui ou non le marché perd confiance dans l'Italie, et d'évaluer l'impact d'une telle tendance sur la croissance économique européenne et mondiale. Nous avons maintenu une position légèrement longue sur le crédit car nous pensons que les phases de ralentissement potentielles de la croissance seront provisoires et que la croissance de l'économie mondiale reste dans une trajectoire raisonnablement haussière. D'ailleurs, les valorisations semblent plus attractives aujourd'hui. Nous n'hésiterons pas à modifier notre thèse d'investissement si nous constatons un ralentissement économique plus prononcé.</p>
Titrisation	<p>Compte tenu de la volatilité des marchés de taux en mai, les actifs titrisés sensibles à l'évolution des taux ont enregistré des performances honorables et ont ainsi effacé une partie de leurs pertes précédentes, dans un contexte marqué par une dissipation des craintes d'augmentation de la duration des titres hypothécaires. Les actifs titrisés sensibles au crédit se sont globalement bien comportés. De fait, les spreads ont été mitigés mais sont restés quasiment inchangés au cours du mois et le niveau élevé du portage a encore généré des performances attractives. Les spreads des titres hypothécaires résidentiels (RMBS) européens se sont sensiblement élargis en mai en réaction aux incertitudes politiques en Italie, mais ils restent plus faibles qu'en début d'année.</p>	

Les points de vue et les opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille en date de juin 2018 et sont sujets à changement en fonction des conditions de marché, économiques ou autres. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.**

CONSIDÉRATIONS SUR LES RISQUES

Les **titres obligataires** sont soumis à la capacité d'un émetteur de rembourser le principal et les intérêts (risque de crédit), aux fluctuations des taux d'intérêt, à la solvabilité de l'émetteur et la liquidité générale du marché (risque de marché). Dans le contexte actuel de hausse des taux d'intérêt, les prix des obligations pourraient chuter et entraîner des périodes de volatilité et des rachats de portefeuille plus importants. Les **titres à plus long terme** peuvent être plus sensibles aux variations des taux d'intérêt. Dans un environnement de taux d'intérêt en baisse, le portefeuille peut générer moins de revenus. Certains **titres du gouvernement américain** achetés dans cette stratégie, tels que ceux émis par Fannie Mae et Freddie Mac, ne sont pas adossés pleinement à une garantie de l'État. Il est possible que ces émetteurs n'aient pas les fonds nécessaires pour rembourser leurs obligations à l'avenir. Les emprunts bancaires publics sont soumis au risque de liquidité et aux risques de crédit des

titres moins bien notés. 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 **titres de créance souverains** sont soumis au risque de défaillance. 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. Le **marché des changes** est très volatile. Les prix sur ces marchés sont influencés, entre autres, par l'évolution de l'offre et de la demande d'une devise particulière, les échanges commerciaux, les programmes et les politiques budgétaires, financières et de contrôle des changes ou des devises nationales ou étrangères, et les variations des taux d'intérêt domestiques et étrangers. Les investissements sur les **marchés étrangers** s'accompagnent de risques particuliers, notamment les risques de

change, politiques, et économiques. Les risques associés aux investissements dans les **pays émergents** sont plus élevés que ceux associés aux investissements étrangers. 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 soumises à restrictions** peuvent être plus difficiles à vendre et à valoriser que les titres cotés en bourse (risque de liquidité). En raison de la possibilité que les remboursements anticipés modifient les flux de trésorerie des **obligations hypothécaires collatéralisées - (CMO)**, il est impossible de déterminer à l'avance leur date d'échéance finale ou leur durée de vie moyenne. En outre, si les garanties des CMO ou les garanties de tiers sont insuffisantes pour effectuer les paiements, le portefeuille pourrait subir une perte.

DÉFINITIONS

R* est le taux d'intérêt réel à court terme qui se produirait lorsque l'économie est à l'équilibre, ce qui signifie que le taux de chômage est neutre et que l'inflation est à son niveau cible.

DÉFINITIONS DES INDICES

Les indices présentés dans ce rapport ne sont pas destinés à décrire la performance d'un investissement spécifique, et les indices présentés n'incluent pas les dépenses, frais ou coût d'acquisition, ce qui diminuerait la performance. Les indices indiqués ne sont pas gérés et ne doivent pas être considérés comme un investissement. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice.

L'Indice d'accessibilité financière (*Home Affordability Index*) de la **National Association of Realtors** compare le revenu médian au coût de la maison médiane.

L'Indice des directeurs d'achat (PMI) est un indicateur de la santé économique du secteur manufacturier.

L'Indice des prix à la consommation (IPC) est une mesure qui examine la moyenne pondérée des prix d'un panier de biens et services de consommation, tels que le transport, la nourriture et les soins médicaux.

L'indice JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global (EMBI Global) réplique le rendement total des instruments de dette extérieure négociés sur les marchés émergents et constitue une version élargie de l'EMBI +. Comme l'indice EMBI +, l'indice EMBI Global comprend des obligations Brady libellées en dollars américains, des prêts et des euro-obligations d'une valeur nominale en circulation d'au moins 500 millions de dollars.

L'indice JP Morgan CEMBI Broad Diversified est un indice de référence mondial des marchés émergents liquides qui réplique les performances des obligations d'entreprise libellées en dollars américains émises par des entités des marchés émergents.

L'indice JP Morgan GBI-EM Global Diversified est un indice de référence mondial liquide pondéré en fonction de la capitalisation boursière pour les obligations d'entreprise émergentes libellées en dollar américain représentant l'Asie, l'Amérique latine, l'Europe et le Moyen-Orient/Afrique.

L'indice ISM manufacturier repose sur des enquêtes menées auprès de plus de 300 entreprises manufacturières par l'*Institute of Supply Management*. L'indice ISM manufacturier assure un suivi de l'emploi, des stocks de production, des nouvelles commandes et des livraisons des fournisseurs. Un indice de diffusion composite est créé pour surveiller les conditions dans le secteur manufacturier national, sur la base des données de ces enquêtes.

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

L'indice Nikkei 225 (Japon Nikkei 225) est un indice pondéré par les prix des 225 principales sociétés japonaises à la Bourse de Tokyo.

L'indice du dollar des États-Unis (DXY) est un indice de la valeur du dollar américain par rapport à un panier de devises, souvent appelé un panier de devises des partenaires commerciaux des États-Unis.

Emprunts d'État italiens 10 ans - Italy Benchmark 10-Year Datastream Government Index.

L'indice MSCI World (MSCI developed equities) reflète les performances de grandes et moyennes capitalisations de 23 pays développés.

Les points de vue et les opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille en date de juin 2018 et sont sujets à changement en fonction des conditions de marché, économiques ou autres. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.**

Emprunts d'État espagnols 10 ans - Spain Benchmark 10-Year Datastream Government Index.

L'indice **ICE BofAML European Currency High-Yield Constrained (ICE BofAML Euro HY constrained)** a vocation à répliquer la performance en euro et en livre sterling de la dette d'entreprise non IG émise par des émetteurs du monde entier sur les marchés des eurobonds, les marchés domestiques en livre sterling ou les marchés domestiques en euro.

L'Indice S&P 500® (US S&P 500) mesure la performance du segment des grandes capitalisations du marché des actions américaines, et couvre environ 75 % de ce marché. L'indice comprend 500 entreprises de premier plan dans les principaux secteurs de l'économie américaine.

L'indice JP Morgan Government Bond Index Emerging Markets (JPM External EM Debt) réplique les performances des obligations en devise locale émises par les gouvernements des marchés émergents. L'indice est positionné comme indice de référence investissable qui inclut uniquement les pays qui sont accessibles par la plupart des investisseurs internationaux (à l'exclusion de la Chine et de l'Inde en septembre 2013).

Emprunts d'État britanniques à 10 ans - U.K. Benchmark 10-Year Datastream Government Index. Pour les indices d'obligations gouvernementales Datastream suivants, les indices de référence sont basés sur des obligations simples. L'obligation choisie pour chaque série est l'obligation la plus représentative disponible pour la fourchette d'échéances données pour chaque point. Les indices de référence sont sélectionnés en fonction des conventions acceptées dans chaque marché. Généralement, l'obligation de référence est la dernière émission dans la fourchette d'échéance donnée; il est également tenu compte du rendement, de la liquidité, de la taille de l'émission et du coupon.

Emprunts d'État allemands à 10 ans —Germany Benchmark 10-Year Datastream Government Index ; **Emprunts d'État japonais à 10 ans** —Japan Benchmark 10-Year Datastream Government Index ; et **Bons du Trésor américain à 10 ans** —U.S. Benchmark 10-Year Datastream Government Index.

L'indice **ICE BofAML U.S. Mortgage-Backed Securities (ICE BofAML U.S. Mortgage Master)** réplique la performance des titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles à taux fixe et hybrides libellés en dollars américains et émis publiquement par des agences américaines sur le marché domestique américain.

L'indice **S&P/LSTA U.S. Leveraged Loan 100 (S&P/LSTA Leveraged Loan Index)** a vocation à refléter la performance des plus grandes opérations du marché des prêts à effet de levier.

L'indice **Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate (Bloomberg Barclays Euro IG Corporate)** est un indice conçu pour refléter la performance du marché des obligations d'entreprise investment grade en euros.

L'indice **Bloomberg Barclays U.S. Corporate (Bloomberg Barclays U.S. IG Corp)** est un indice de référence général qui mesure la performance du marché des obligations d'entreprises notées IG, à taux fixe et imposables.

L'indice **ICE BofAML United States High Yield Master II Constrained (ICE BofAML U.S. High Yield)** est un indice pondéré en fonction de la valeur de marché de toutes les obligations domestiques et yankee à haut rendement, y compris les obligations à paiement différé ou en cash. Ses titres ont des échéances d'un an ou plus et une note de crédit inférieure à BBB-/Baa3, mais ne sont pas en défaut.

JPY vs. USD- Rendement total en yen japonais par rapport au dollar américain.

Euro vs USD- Rendement total en euro par rapport au dollar américain.

L'indice **MSCI Emerging Markets (MSCI emerging equities)** replique les performances des grandes et moyennes capitalisations de 23 pays émergents (EM).

L'indice **MSCI AC Asia ex Japon (MSCI Asia hors Japon)** réplique la performance des grandes et moyennes capitalisations dans deux des trois pays développés (à l'exclusion du Japon) et dans huit pays émergents d'Asie.

L'indice **S&P GSCI Softs (GSCI soft commodities)** est un sous-indice de l'indice S&P GSCI qui mesure la performance des seules matières premières agricoles, pondérées en fonction de la production mondiale. En 2012, l'indice S & P GSCI Softs comprenait les matières premières suivantes : café, sucre, cacao et coton.

L'indice **Dow Jones Commodity Index Gold (Gold)** a vocation à répliquer la performance du marché de l'or à travers des contrats à terme.

L'indice **JP Morgan Government Bond Index Emerging Markets (JPM Local EM debt)** réplique la performance des obligations en devise locale émises par les gouvernements des marchés émergents. L'indice est positionné comme indice de référence investissable qui inclut uniquement les pays qui sont accessibles par la plupart des investisseurs internationaux (à l'exclusion de la Chine et de l'Inde en septembre 2013).

Le **contrat à terme de l'ICE sur le pétrole brut de qualité Brent** est un contrat livrable basé sur la livraison EFP (Exchange for Physical) avec une option de règlement en espèces.

L'indice **S&P GSCI Copper (Copper)**, un sous-indice de l'indice S&P GSCI, fournit aux investisseurs un indice de référence fiable et publiquement disponible pour la performance des investissements sur le marché du cuivre.

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, autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. **Dubaï** : Morgan Stanley Investment Management Limited (Bureau de représentation, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubaï, 506501, United Arab Emirates. Téléphone : +97 (0)14 709 7158). Téléphone : +97 (0) 14 709 7158). **Allemagne** : Morgan Stanley Investment Management Limited Branch Office Allemagne 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 : +41(0) 44 588 1074.

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 (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

Les points de vue et les opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion de portefeuille en date de juin 2018 et sont sujets à changement en fonction des conditions de marché, économiques ou autres. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.**

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 : La Investment Trusts Association, au Japon, la Japan Investment Advisers Association et 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 AGENCE 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 des 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) à un investisseur institutionnel en vertu de l'article 304 des Futures Act, chapitre 289 de Singapour (« SFA »); (ii) à une « personne concernée » (qui comprend un investisseur qualifié) en vertu de l'article 305 de la LFT, et cette distribution est conforme aux conditions précisées à l'article 305 de la LFT; ou (iii) conformément aux conditions de toute autre disposition applicable de la SFA. **Australie :** La présente publication est diffusée en Australie par Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN : 122040037, licence AFS No 314182, qui accepte la responsabilité de son contenu. La présente publication, ainsi que l'accès à celle-ci, est réservée aux « wholesale clients » selon l'acception de ce terme dans la loi sur les sociétés en vigueur en Australie.

INFORMATION IMPORTANTE

EMEA : Cette communication promotionnelle a été publiée par Morgan Stanley Investment Management Limited (« MSIM »). Autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. 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.

Les opinions et les points de vue exprimés sont ceux de l'auteur ou de l'équipe de gestion à la date de publication : ils peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique et ne pas se concrétiser. 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 les opinions de toutes les équipes de gestion de portefeuille de Morgan Stanley Investment Management (MSIM) ni de celles de la société dans son ensemble. Elles peuvent ne pas être prises en compte dans toutes les stratégies et les produits proposés par la société.

Les prévisions et/ou estimations fournies ici sont sujettes à changement et peuvent ne pas se concrétiser. Les informations concernant les rendements attendus et les perspectives de marché sont basées sur la recherche, l'analyse et les opinions des auteurs. Ces conclusions sont de nature spéculative, peuvent ne pas se concrétiser et ne visent pas à prédire le rendement futur 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.

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.

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. Tous les investissements comportent des risques, y compris une possible perte en capital. 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.

Tout indice mentionné dans le présent document est la propriété intellectuelle du fournisseur concerné (y compris les marques déposées). Les produits basés sur des indices ne sont pas recommandés, analysés, vendus ou promus par le fournisseur concerné, qui se dégage de toute responsabilité à leur égard.

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

Ce document peut être traduit dans d'autres langues. Lorsqu'une telle traduction est faite, seule la version anglaise fait foi. S'il y a des divergences entre la version anglaise et une version de ce document dans une autre langue, seule la version anglaise fait foi.

Tout ou partie de ce travail ne peut être reproduit, copié ou transmis, ni tout ou partie de son contenu, à des tiers sans l'autorisation écrite expresse de MSIM.

Morgan Stanley Investment Management est la division de gestion d'actifs de Morgan Stanley.

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

Explore our site at www.morganstanley.com/im