

Plaidoyer en faveur de portefeuilles agrégés d'obligations en euro (« euro aggregate »)

GESTION OBLIGATAIRE | ÉQUIPE DE GESTION OBLIGATAIRE | IDÉES D'INVESTISSEMENT | 2019

Nous pensons qu'il est logique de gérer des portefeuilles obligataires en euro sur une base agrégée, c'est à dire en y incluant l'ensemble des segments de marché. La principale raison est la suivante: la zone euro a connu des périodes de stress systémique qui ont fragilisé l'ensemble des actifs obligataires et qui pourraient bien se reproduire. Dans de telles périodes, lorsque la corrélation des performances des actifs se rapproche soit de +1 soit de -1, il est logique qu'un seul gérant ait le contrôle de l'ensemble du portefeuille, et ce afin d'assurer que les différents segments ne surpondèrent pas tous le même facteur de risque, mais aussi afin d'optimiser les positions de couverture.

Pourquoi la tendance à la déconsolidation est logique...

Au cours des dernières années, nous avons assisté à une tendance en faveur de davantage de déconsolidation dans la gestion des mandats obligataires. Plutôt que de demander à un seul gérant de prendre en charge un portefeuille diversifié d'actifs (obligations corporate, titrisations, dettes souveraines, etc.), les investisseurs finaux ont eu tendance à attribuer des mandats individuels à des gérants spécialisés par segments. Par exemple: sélection d'un gérant spécialisé sur la dette souveraine pour gérer un portefeuille d'emprunts d'État. La logique de cette approche est claire: l'investisseur

AUTEURS



ANTON HEESE

*Directeur exécutif
Équipe de gestion
obligataire*



RICHARD CLASS

*Managing Director de
l'équipe mondiale de
gestion obligataire*



LEON GRENYER

*Managing Director de
l'équipe mondiale de
gestion obligataire*



final peut ainsi bénéficier des meilleures compétences d'investissement dans chaque classe d'actifs. Ils peuvent également optimiser les bénéfices de diversification¹ en établissant une allocation d'actifs entre les segments qui correspond le mieux à leurs objectifs d'investissement, plutôt que d'utiliser par défaut les pondérations par valeur de marché propre à un indice agrégé.

...et pourquoi cela ne fonctionne pas (pour les obligations en euro)

Cependant, s'agissant de la gestion d'obligations en euro, nous pensons qu'il existe un argument convaincant en faveur de l'agrégation, plutôt que de la déconsolidation. En effet, l'agrégation permet de mieux gérer les risques issus des crises systémiques qui ont périodiquement frappé les marchés d'obligations en euro.

Par nature, une crise systémique pénalise les performances de tous les actifs, et parfois d'une manière que les investisseurs n'auraient jamais anticipée. Pour rendre les choses encore plus difficiles, les crises de la zone euro ont varié en durée, en nature et en intensité, selon que le problème provienne d'un stress financier mondiale (p. ex. 2008), d'une crise bancaire ayant contaminé la dette souveraine et le reste de l'économie (p. ex. l'Irlande et l'Espagne en 2010), ou de turbulences politiques ayant fragilisé les dettes souveraines et le système bancaire, ainsi que d'autres pays (p. ex. la Grèce en 2010 et 2015).

Les événements d'ampleur systémique plaident en faveur de portefeuilles agrégés

Dans un tel environnement, nous pensons qu'il est intéressant qu'un seul gérant soit au courant de l'ensemble des risques présents en portefeuille, et ainsi le mieux placé pour gérer le risque global de façon holistique. Un risque particulier en cas de déconsolidation d'un portefeuille a trait au fait que les investissements des gérants agissant indépendamment les uns des autres, peuvent mettre en œuvre des positions de risque à la fois similaires et corrélées

dans leurs portefeuilles respectifs, ce qui amplifie le risque à l'échelle du portefeuille global.

De même, en travaillant indépendamment les uns des autres, ils sont peu à même de maximiser les couvertures internes qui existent au sein d'un portefeuille obligataire multi-actifs. Jugés principalement sur leurs propres performances, ils sont peu incités à contribuer à l'atteinte de meilleures performances ajustées du risque à l'échelle du portefeuille global consolidé.

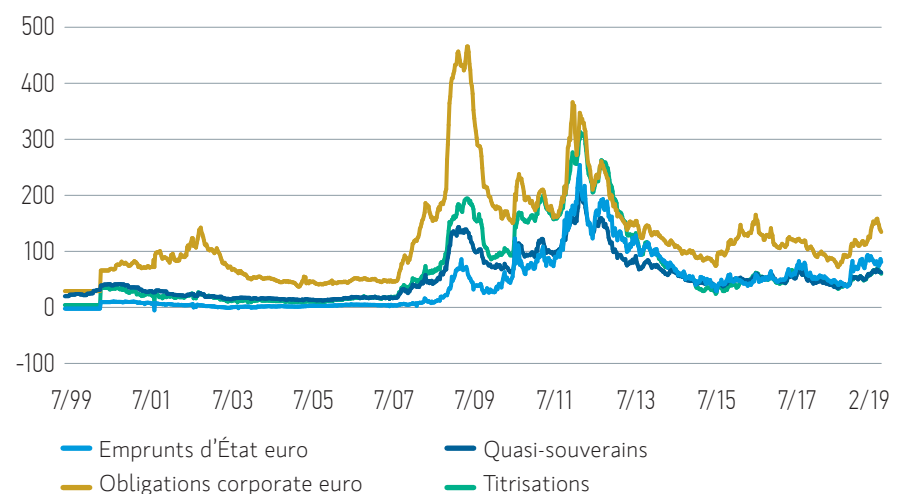
Par exemple, imaginez une situation dans laquelle les fondamentaux macroéconomiques d'un pays A s'améliorent. Dans un portefeuille déconsolidé, les gérants dédiés aux obligations corporate, à la dette souveraine et aux titrisations peuvent tous sembler surpondérer un pays A. Cependant, sur une base agrégée, un tel investissement pourrait conduire à une exposition significative potentiellement imprudente. Le gérant d'un fonds agrégé serait mieux placé pour juger si l'exposition consolidée est appropriée, ainsi que pour choisir le meilleur moyen de s'exposer, par exemple au travers d'émissions financières ou de dettes souveraines.

En outre, il peut être en mesure de cibler un meilleur potentiel de performance sur une base ajustée du risque, en détenant par exemple une plus forte proportion d'emprunts d'État visant à compenser les risques induits par des positions plus rémunératrices. Il se peut qu'il n'anticipe pas de surperformance des dettes souveraines, mais qu'il considère que leur détention présente un intérêt dans le but d'atténuer les risques au cas où les choses tourneraient mal et où les positions risquées s'avèreraient perdantes. Dans un portefeuille déconsolidé, les gérants individuels ne connaissent pas les positions de risque des autres gérants et ne sont pas non plus encouragés à les couvrir.

La déconsolidation peut aussi ralentir la réallocation optimale des actifs entre les segments au fur et à mesure que les opportunités et les menaces apparaissent. Cela peut prendre beaucoup de temps de liquider des investissements, de les réallouer, et de reconfigurer les mandats si ces derniers s'avéraient sous-optimaux. De nombreux actifs obligataires en euro ont subi différentes périodes de stress non anticipées au cours des 20 dernières années, et n'ont peut-être

GRAPHIQUE 1

Spreads OAS pour les principaux segments obligataires en euro



La performance de l'indice est fournie à titre seulement indicatif et n'est pas destinée à illustrer la performance d'un investissement spécifique. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.

Voir la section sur les définitions d'indices.

Source: Bloomberg.

¹ La diversification ne supprime pas le risque de perte.

pas performé aussi bien que prévu initialement. Par exemple, avant 2010, le benchmark habituel pour les portefeuilles de dettes souveraines en euro était un indice pondéré par les valeurs de marché des emprunts d'État. Cet indice était généralement considéré comme une composante « protégée » d'un portefeuille, générant des performances modestes mais apportant une protection au cours des périodes de tensions économiques et financières. Peu d'investisseurs avaient anticipé que, de 2010 à 2013, un émetteur représentant environ 10 % de l'indice (à savoir la Grèce) ferait défaut, que d'autres (Portugal et Chypre) perdraient leur statut investment grade, que certains pays initialement notés AAA (Espagne et Irlande) auraient besoin d'un plan de sauvetage, et que la plus forte pondération de l'indice (Italie) deviendrait l'actif obligataire le plus volatil.²

Nous allons expliquer et illustrer ces points en faisant référence à l'historique des données disponible pour les actifs obligataires en euro depuis la création de l'union monétaire en 1999. Même si les performances passées ne sont pas un bon indicateur des résultats futurs, elles permettent de mettre en lumière certains des risques que les investisseurs ont dû affronter dans le passé et qui pourraient de nouveau ressurgir.

Bref historique des marchés obligataires en euro

Le *graphique 1* présente les spreads corrigés des clauses de remboursement anticipé (« option adjusted spread » ou « OAS ») des principaux segments de l'indice Bloomberg Barclays Euro Aggregate qui est composé d'emprunts d'État, de titres quasi-souverains, de titrisations, et d'obligations corporate. Il fournit un historique des marchés obligataires en euro et permet de connaître la performance relative des principaux segments. En particulier, la période entre 1999 et 2007 a été caractérisée par des spreads de crédit

très faibles et très stables dans la plupart des segments, la seule exception étant à mettre sur le compte de certains secteurs d'entreprise (par exemple les télécommunications) qui ont fait l'objet de pressions à la suite de la bulle internet.

La première grande tension est intervenue en 2008 à l'occasion de la crise financière mondiale, cette dernière emportant dans la tourmente les marchés de crédit en euro, en particulier les émetteurs financiers. Compte tenu

de leurs liens avec le secteur financier, les marchés de titrisations ont également subi des tensions importantes, ce qui a obligé la Banque Centrale Européenne (BCE) à lancer son premier programme d'achat d'obligations sécurisées. La dette souveraine des pays dont les secteurs financiers étaient fragilisés (Belgique, Hollande, Autriche) s'était également dépréciée, les investisseurs ayant considéré les problèmes du secteur comme contingents aux passifs des États.

GRAPHIQUE 2

Spread OAS de l'indice Euro Aggregate et indicateur de stress systémique de la BCE

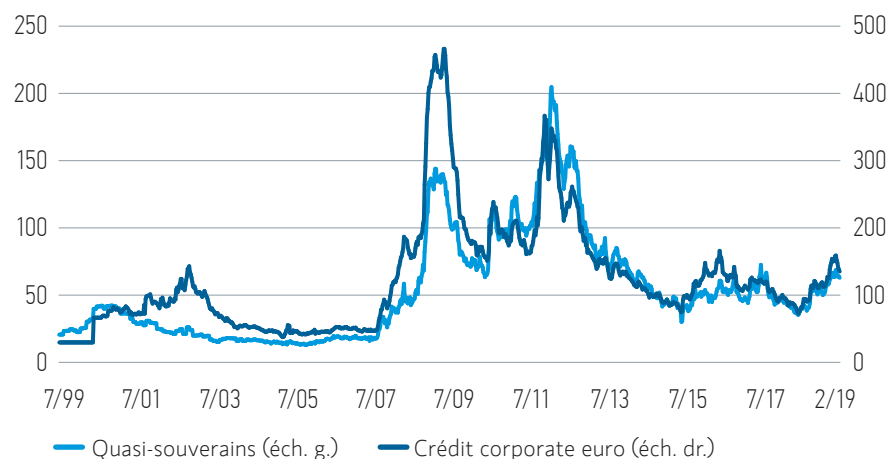


La performance de l'indices est fournie à titre indicatif seulement et n'est pas destinée à illustrer la performance d'un investissement spécifique. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.**

Source: Bloomberg, BCE.

GRAPHIQUE 3

Spreads des segments quasi-souverain et corporate



Source: Bloomberg.

² Source: Indice Bloomberg Barclays Euro Aggregate

Les spreads de crédit s'étaient ensuite fortement resserrés en 2009 sous l'effet de la reprise économique mondiale et de l'atténuation de la crise, mais s'étaient de nouveau écartés de 2010 à 2013. Cette fois, il s'agissait davantage d'un problème du segment souverain, en particulier de la Grèce, même si dans d'autres pays (p. ex. Espagne et Irlande), le problème avait débuté au sein du secteur bancaire et s'était ensuite propagé à la dette souveraine. Comme le stress s'était renforcé au sein de l'économie et du système financier, d'autres pays (p. ex. l'Italie, le Portugal et la France dans une moindre mesure) avaient également été plongés dans la crise, révélant ainsi leurs vulnérabilités. Les émetteurs réputés sûrs (principalement la dette souveraine allemande) avaient alors bénéficié d'une forte demande.

Une combinaison de mesures d'urgence de la banque centrale et le soutien budgétaire des États avait permis de mettre fin à la crise, conduisant à une période de compression soutenue des spreads à partir de 2013, à l'exception de quelques émetteurs corporate qui s'étaient écartés en 2016 et 2018 (en raison d'inquiétudes sur la croissance économique), et des spreads souverains qui se sont écartés en 2018 (du fait de l'accroissement des risques politiques en Italie).

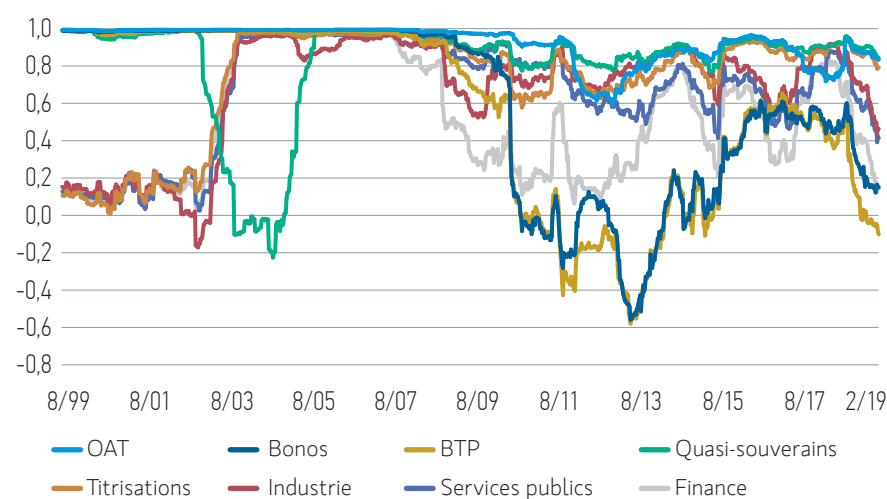
Cette historique nous apporte les enseignements suivants:

1. LES CRISES TOUCHENT TOUS LES SEGMENTS: une crise systémique, par définition, a une incidence sur l'ensemble du système. Il n'est pas surprenant que le spread OAS de l'indice Bloomberg Barclays Euro Aggregate ait affiché une forte corrélation avec l'indicateur de stress systémique de la BCE (voir *Graphique 2*). Le degré d'intensité peut varier en fonction de la gravité de la crise, mais trouver des zones de refuge peut alors s'avérer compliqué au cours de ces périodes.

Même les segments qui semblaient ne pas avoir de liens fondamentaux

GRAPHIQUE 4

Corrélation sur 1 an glissant entre les performances du Bund et celles des autres segments



Les corrélations sont fournies à titre indicatif uniquement et n'ont pas vocation à illustrer la corrélation d'investissements spécifiques. **Les corrélations présentées ne sont pas une garantie de résultats futurs.**

Source: Bloomberg, MSIM.

entre eux se sont révélés très corrélés. Par exemple, les spreads de crédit des agences détenues ou garanties par les États, qui disposaient habituellement de notations de crédit élevées et stables par rapport à leurs propres gouvernements, se sont avérés étroitement liés à ceux des entreprises (voir *Graphique 3*).

2. AUCUNE CRISE NE RESSEMBLE À UNE AUTRE: selon les raisons pour lesquelles la crise a éclaté, et aussi en fonction des réponses apportées par les investisseurs et les régulateurs aux précédentes crises, les performances des actifs ont varié d'une crise à l'autre. Par exemple, celle de 2008 avait porté essentiellement sur le secteur financier, alors que celle de 2010-2012 concernait avant tout les dettes souveraines, en particulier celles des pays « périphériques ». Cela signifie que le « bêta », c.-à-d. la volatilité relative des différents actifs, fluctue au cours du temps. La corrélation entre les actifs varie également au cours du temps, aussi bien en fonction de l'émergence et de la disparition de chaque crise que des actifs qu'elle affecte le plus.

3. LES DIVERGENCES DE PERFORMANCES CRÉENT DES OPPORTUNITÉS EN MATIÈRE DE DIVERSIFICATION: le réconfort dans une crise systémique provient des actifs de « refuge » qui peuvent atténuer les risques baissiers d'une large gamme d'actifs risqués. En particulier, les dettes souveraines notées AAA comme celle de l'Allemagne se sont très bien comportées en périodes de stress. Alors que la corrélation entre les segments « risqués » augmente à l'occasion d'une crise, la décorrélation offerte par les Bunds s'était accentuée (voir *Graphique 4*), procurant une opportunité de diversification pour les portefeuilles, du moins pour ceux qui étaient en mesure d'investir à la fois en emprunts d'État de grande qualité et en obligations à spread.

4. LES ACTIFS NE PERFORMENT PAS TOUS COMME PRÉVU: la crise de 2008 est restée dans les mémoires pour la raison suivante: le nombre de produits de crédit structurés ayant fait défaut fut bien plus élevé que ce que leurs notations de crédit ne le laissaient présager. Au cours

de la crise de la dette souveraine de la zone euro de 2010 à 2012, les investisseurs avaient découvert qu'une grande partie de leurs portefeuilles de dettes souveraines, qui étaient auparavant considérées comme (quasiment) exemptes de risque de défaut, était dans les faits très risquée, tant en termes de volatilité des spreads de crédit que de défauts effectifs (la Grèce procédant à une restructuration de sa dette en 2012). Même si le spread OAS des emprunts d'État est bien moins volatil que ceux des autres segments, cela masque d'importantes disparités au sein de l'univers souverain. Les spreads OAS des emprunts d'État italiens sont actuellement plus élevés et plus volatils que dans tout autre segment de l'indice.

Pourquoi nous craignons d'autres crises systémiques

Malheureusement, nous pensons que la zone euro pourrait affronter d'autres périodes de stress systémique. Bon nombre des déséquilibres budgétaires et structurels qui ont posé problème dans le passé n'ont pas été complètement résolus, et alors que les mécanismes de soutien et de coupe-feu ont été largement améliorés, ils ne sont pas encore assez solides pour donner pleine confiance aux investisseurs.

Certains États très endettés et aux faibles perspectives de croissance économique, notamment l'Italie, demeurent une source de préoccupations pour les investisseurs, en particulier depuis que l'expérience grecque a clairement montré que les

dettes souveraines en euro n'étaient pas exemptes de risque de défaut. Un autre motif d'inquiétude provient des liens toujours étroits entretenus entre les États et le secteur bancaire, source potentielle de contagion qui pourrait aller dans les deux sens. Alors que l'Union Européenne (UE) a travaillé dur pour réduire les risques du secteur financier, des mesures plus substantielles, comme un système de garantie des dépôts à l'échelle de la zone euro, n'ont toujours pas été prises.

Ces enseignements nous portent à croire qu'il est préférable de gérer activement et sur une base grégée les portefeuilles obligataires en euro, c'est-à-dire en tenant compte des performances potentielles et de la corrélation de l'ensemble des actifs.

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 (risque de taux d'intérêt), à la solvabilité de l'émetteur et à 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 davantage 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 soumis 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 le collatéral des CMO ou les garanties apportées par des tiers s'avèrent insuffisants pour assurer les paiements, le portefeuille pourrait subir une perte.

DÉFINITIONS DES INDICES

L'indice **Bloomberg Barclays Euro Aggregate Bond** est une référence reconnue couvrant un large périmètre. Il représente le marché des obligations à taux fixe investment grade, libellées en euro, qui comporte des emprunts d'État, des émissions d'entités quasi-gouvernementales, des obligations corporate, et des titrisations. L'inclusion dans cet indice repose sur la devise d'émission des obligations et non sur le pays de risque de l'émetteur.

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, autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. **Dubaï:** Morgan Stanley Investment Management Limited (Bureau de représentation, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 et 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubaï, 506501, Émirats arabes unis. Téléphone: +97 (0)14 709 7158). **Allemagne:** Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Frankfurt Allemagne (Catégorie: Branch Office (FDI) selon § 53b KWG). **Irlande:** Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Siège Social: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's, Quay, Dublin 2, Irlande. Enregistrée en Irlande sous le numéro 616662. Autorisée et réglementée par la Banque Centrale d'Irlande. **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 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. Agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (« FINMA »). Enregistrée au registre du commerce de Zurich sous le numéro CHE-115.415.770. Siège Social: Beethovenstrasse 33, 8002 Zürich, Suisse, Téléphone: +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41(0) 44 588 1074.

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 (AMIIA), 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 émis au Japon par MSIMJ, société enregistrée sous le n° 410 (Directeur du Bureau des Finances Locales Kanto (entreprises d'instruments financiers)), membre des organisations suivantes: Japan Securities Dealers Association, Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association et 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 d'investissements, les risques, les frais et les commissions des fonds avant d'investir. Les prospectus contiennent cette information ainsi que d'autres renseignements sur les fonds. Pour obtenir un prospectus, téléchargez-en un sur morganstanley.com/im ou appelez 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 | CE N'EST PAS UN DÉPÔT BANCAIRE

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'auprès 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) à un investisseur institutionnel en vertu de l'article 304 des Futures Act, du chapitre 289 de Singapour (« SFA »); (ii) à une « personne concernée » (notamment un investisseur qualifié) en vertu de l'article 305 de la SFA, et cette distribution est conforme aux conditions précisées à l'article 305 de la SFA ; ou (iii) conformément à, et aux conditions de toute autre disposition applicable de la SFA. Ce document n'a pas été vérifié par l'Autorité monétaire de Singapour. **Australie:** La présente publication est diffusée en Australie par Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, licence AFS n° 314182, qui accepte la responsabilité de son contenu. La présente publication, ainsi que l'accès à celle-ci, est réservée aux « clients wholesale » selon l'acceptation de ce terme dans la loi sur les sociétés en vigueur en Australie.

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 investissement, les investisseurs sont invités à lire attentivement le document d'offre relatif à la stratégie ou au produit. Les divers supports d'investissement présentent des différences importantes dans la mise en œuvre de la stratégie.

Les comptes dédiés gérés séparément peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs.

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

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 a 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 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.

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, avalisés, 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 existe des divergences entre la version anglaise et une version de ce document traduite 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 Ireland.

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**](https://www.morganstanley.com/im)