

Il était une fois le Risque

SOLUTIONS & MULTI-ASSET | ÉQUIPE GLOBAL BALANCED RISK CONTROL | RECHERCHE MACRO | AVRIL 2019

Gérer les risques est au cœur de l'investissement, et une composante importante de la gestion des risques nécessite d'analyser les résultats attendus des événements économiques. En fait, une grande partie de la théorie financière repose sur l'estimation de la probabilité des résultats. Nous consacrons beaucoup de temps à évaluer en continu les risques potentiels, à attribuer des probabilités à différents scénarios possibles, et à estimer leurs incidences sur les prix des actifs. Mais personne ne détient de boule de cristal.

Le livre prophétique de Frank Knight écrit en 1921 Risque, Incertitude et Profit s'applique de façon étonnante au marché d'aujourd'hui. M. Knight y présente la différence entre « risque » et « incertitude ». Il fait l'hypothèse que

AUTEUR



ANDREW HARMSTONE
Managing Director

Andrew est le gérant de portefeuille principal de la stratégie Global Balanced Risk Control (GBaR). Il a rejoint Morgan Stanley en 2008 et possède plus 30 ans d'expérience dans le secteur.

GRAPHIQUE 1 Spectrum of uncertainty

RISQUE

La plupart des événements affectant les investisseurs se trouvent ici ; où les probabilités des différents résultats peuvent être raisonnablement estimées

INCERTITUDE

Quelques événements se trouvent ici, où les probabilités ne sont pas connues et où les résultats peuvent avoir de lourdes conséquences sur les investissements

Concept basé sur le livre de Frank Knight : Risque, Incertitude et Profit, 1921.

les événements économiques doivent être placés sur un spectre encadrés par ces deux notions : les événements dont les résultats ont des probabilités connues seraient du côté « risque » du spectre, tandis que ceux aux probabilités inconnues seraient du côté « incertain » (Illustration 1).

Connus et inconnus

La simple expression « probabilités connues » pourrait en étonner plus d'un. Les probabilités ne sont jamais connues avec 100 % de certitude, mais elles peuvent souvent être estimées de façon très correcte. Par exemple, les gérants professionnels sont devenus experts pour prédire la direction et l'ampleur des mouvements de taux d'intérêt, fondant leur probabilité de résultats sur les comptes-rendus des réunions de la Réserve fédérale, sur des facteurs économiques, ainsi que sur leur propre expérience d'investissement. Les événements assortis de probabilités connues tombent du côté « risque » du cadre élaboré par Knight, et la plupart des événements auxquels les investisseurs doivent faire face sont des événements « risqués ».

C'est le côté « incertain » du spectre qui est plus difficile à gérer. Avec ces événements incertains, la première chose qui cesse d'exister est la valeur anticipée des résultats. Cela est dû au fait que la valeur anticipée d'un résultat se définit comme la somme pondérée des probabilités des résultats possibles (auxquels sont affectées des valeurs numériques). Si les probabilités ne peuvent pas être affectées, alors la valeur anticipée du résultat n'existe tout simplement pas. Cela signifie que toutes les techniques de valorisation fondées sur des valeurs anticipées ajustées du risque cessent de fonctionner, et ne peuvent plus être utilisées pour fixer les prix.

Même s'il existe moins d'événements incertains que d'événements « risqués », les risques extrêmes¹ des premiers

peuvent aboutir à des résultats catastrophiques aux graves conséquences pour les investisseurs. Au cours des deux dernières années, les investisseurs ont dû faire face à un nombre exceptionnellement élevé d'événements binaires pour lesquels il était difficile d'élaborer des estimations fiables de probabilité pour les issues possibles : l'élection du président Donald Trump, les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, celles entre les États-Unis et l'Europe, les résultats de l'enquête Mueller, les

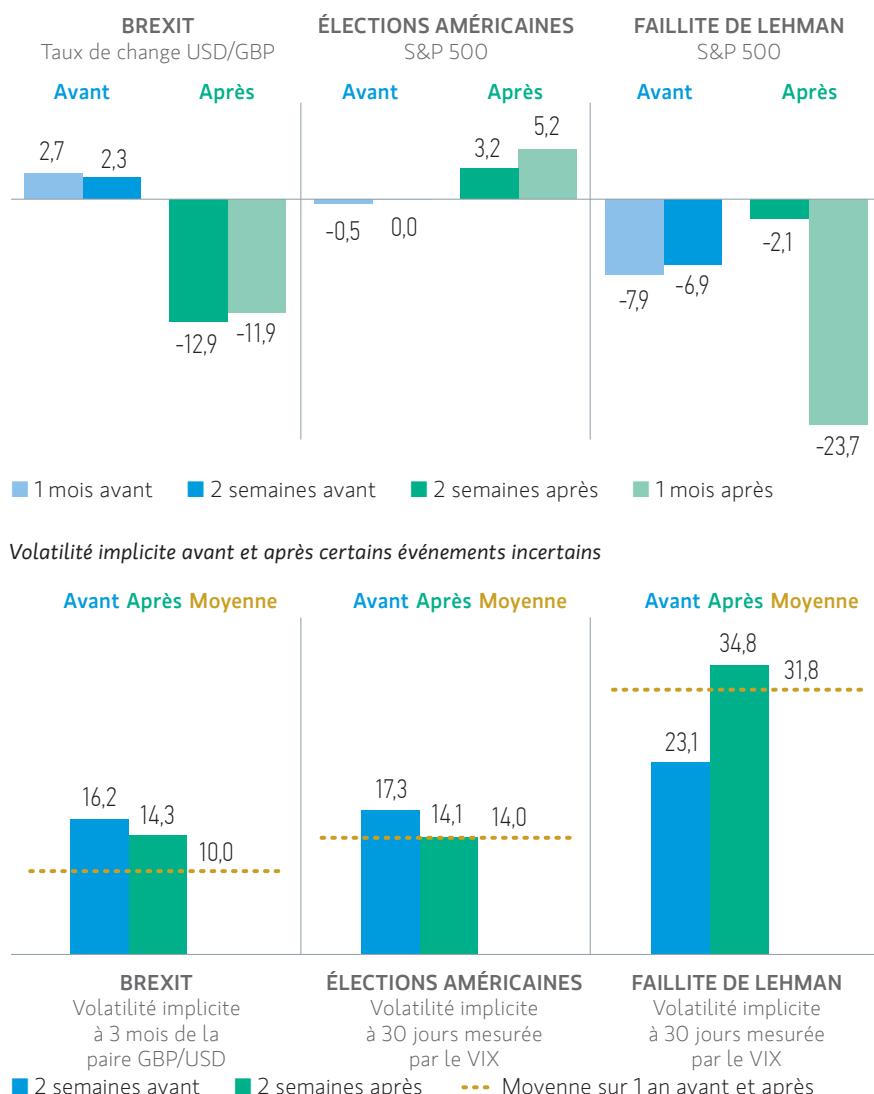
tensions au Venezuela, et même les sanctions pétrolières contre l'Iran. Certains de ces événements ont déjà eu lieu. Pour d'autres, les résultats sont encore attendus.

Pourtant, les marchés n'arrêtent pas de fonctionner face à l'incertitude ou simplement parce qu'aucune probabilité ne peut être estimée. Les actifs continuent d'être « estimés » même si les investisseurs ont du mal à calculer de façon adéquate les probabilités de résultats et les valorisations qui en

GRAPHIQUE 2

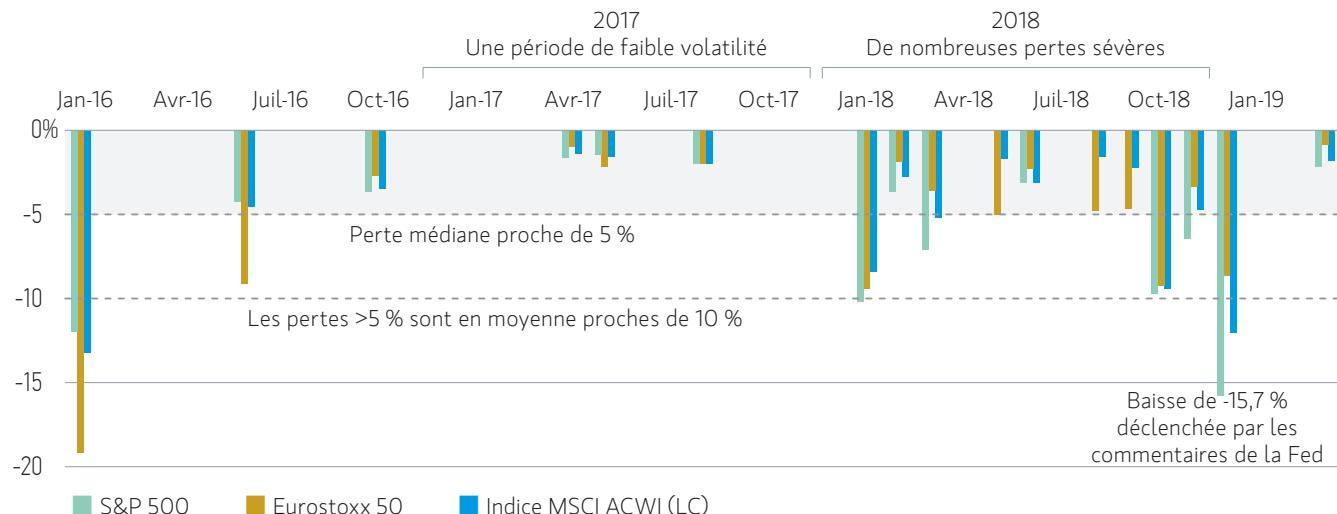
Valoriser les actifs est difficile dans le cas d'événements incertains

Performances avant et après certains événements incertains (%)



Source: Datastream. Les dates à partir desquelles chacun des événements est mesuré sont les suivantes : Vote sur le Brexit : 23 juin 2016 - Élections américaines 2016 : 8 novembre 2016 ; Faillite de Lehman : 15 septembre 2008.

¹Tail risk refers to the relatively small probability that an extreme outcome will occur.

GRAPHIQUE 3**Perte médiane >5 % très proche du seuil de 10 % correspondant à une « correction technique »**

Source : Datastream. Synthèse des marchés baissiers entre 2016-2018. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures. Voir la section Information pour les définitions d'indices.

résultent. Que devrait faire l'investisseur ? Nous examinons certains des événements incertains récents et à venir, et tentons d'apporter quelques solutions.

Trois événements incertains récents

Les trois scénarios suivants étaient l'idée selon laquelle lorsque les résultats sont très incertains (Brexit ou élections américaines par exemple), il convient de se positionner dans la perspective des pires résultats à l'aide d'options.

- VOTE INITIAL SUR LE BREXIT:** Le marché des changes sur la parité USD/GBP a échoué à estimer correctement la probabilité d'une « sortie » du Royaume-Uni, alors que la volatilité implicite sur la même paire de devises avait atteint un sommet dans les deux semaines ayant précédé le vote et était par la suite restée élevée. Dans ce cas, les marchés d'options avaient bien anticipé le risque d'un mauvais résultat, et sans doute mieux que le marché au comptant (Illustration 2).

- ÉLECTIONS PRÉSIDENTIELLES**

AMÉRICAINES DE 2016: La volatilité implicite² avait de nouveau augmenté avant le vote, prenant en compte davantage d'incertitude que le S&P 500, mais cette fois le résultat inattendu avait entraîné un mouvement positif des prix (Illustration 2).

- FAILLITE DE LEHMAN:** L'effondrement de Lehman Brothers a constitué l'événement majeur de la crise financière de 2008 et fut la plus grande faillite de l'histoire. Pourtant, deux semaines après l'événement, le S&P 500 n'avait baissé que de 2 %. En revanche, l'indice de volatilité du CBOE (VIX) se traitait sur des niveaux élevés avant la faillite, et avait ensuite bondi à 35 % au cours des deux semaines qui suivirent (Illustration 2).

Trois incertitudes à venir

S'agissant de l'avenir, nous identifions trois événements incertains à l'horizon:

- ACCORD COMMERCIAL ENTRE LA CHINE ET LES ÉTATS-UNIS:**

bien qu'il soit quasiment impossible d'obtenir une probabilité fiable quant à une absence d'accord sur le commerce, le risque n'est pas négligeable. Les marchés intègrent une issue favorable sur ce dossier, et si les négociations devaient échouer, nous pourrions assister à une violente correction des actifs (peut-être de l'ordre de 5 % à 10 %).

- DROITS DE DOUANE SUR LES AUTOMOBILES EUROPÉENNES:**

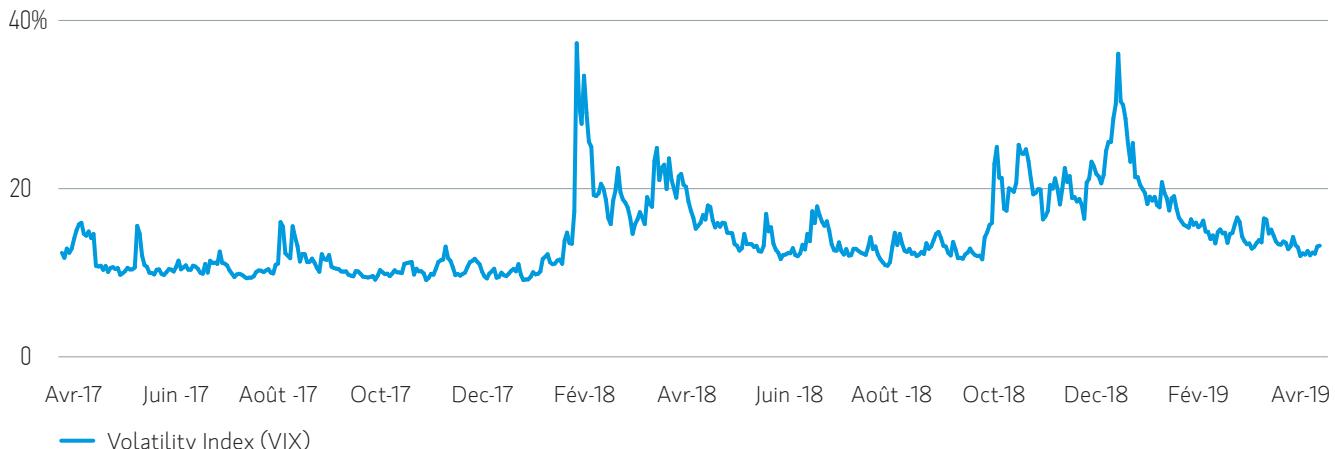
Le président Trump a formulé des menaces, mais des droits de douane non anticipés sur le secteur automobile européen seraient très négatifs pour les marchés, notamment en Europe.

- TENSIONS AU VENEZUELA:** Le Venezuela produit encore environ

² Implied volatility is the volatility that the market is forecasting for a security and is used in option pricing.

GRAPHIQUE 4

La volatilité implicite est un déterminant des prix des options



Source: Bloomberg. Au 2 avril 2019. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures. Voir les informations sur les définitions d'indices.

un million de barils de pétrole par jour, et toute intervention militaire déclencherait probablement une flambée des prix du pétrole. En outre, la Russie dispose de troupes au Venezuela et la Chine y a investi des milliards de dollars. Une invasion menée par les États-Unis pourrait déclencher une confrontation entre grandes puissances, ce qui aurait des conséquences à l'échelle mondiale.

Nous pensons que réduire la participation à la baisse face à des événements incertains assortis de risques extrêmes significatifs se justifie généralement. Étant donné le nombre exceptionnellement élevé d'événements incertains auxquels les investisseurs sont confrontés aujourd'hui, nous examinons certaines des voies d'action possibles.

La théorie des jeux

Certaines situations exigent que vous preniez des décisions alors même qu'aucune probabilité fiable n'existe. Les décisions aux échecs, par exemple, ne sont pas motivées par une analyse de probabilité, mais plutôt en identifiant le coup de l'adversaire potentiellement le plus dévastateur et en travaillant ensuite afin de minimiser le pire résultat. Dans la théorie des jeux, c'est ce que l'on appelle une règle « minimax » : il 'agit de minimiser la perte maximale.

Bien qu'il existe des périodes où la théorie des jeux puisse s'appliquer de façon adéquate au domaine de l'investissement, dans les scénarios de risque élevé à faible probabilité, l'utilisation d'une règle « minimax » conduirait les investisseurs à ne détenir que des actifs de trésorerie. Souvent de nature politique, de tels scénarios peuvent surgir en périodes de forte croissance économique et de hausse des marchés. Par conséquent, dans leur quête de minimisation des pertes, les investisseurs appliquant une règle « minimax » risqueraient de souvent manquer d'importants rebonds de marché.

Options : une meilleure approche pour les investisseurs

Une approche plus pragmatique pour protéger un portefeuille face à des événements assortis de résultats potentiellement extrêmes et marqués par l'incertitude consiste à acheter des options. Une stratégie souvent utilisée est d'acheter des options de vente, ce qui d'un point de vue théorique revient à souscrire une police d'assurance à court terme pour un portefeuille : le risque de baisse est alors atténué, mais le potentiel de bénéficier des mouvements haussiers du marché demeure. De même, pour participer à un marché haussier tout en bénéficiant d'une certaine protection à la baisse, nous utilisons dans nos portefeuilles des options d'achat lorsque cela est autorisé.

L'année 2018 est à ce titre instructive. Après un environnement inhabituellement calme en 2017, les marchés sont revenus en 2018 à un régime de volatilité plus normal. En conséquence, les marchés mondiaux d'actions, notamment le S&P 500, ont subi plusieurs périodes de pertes significatives en 2018. L'année s'est terminée par un recul de -15,7 % au dernier trimestre, déclenché par les commentaires de la Réserve fédérale concernant son resserrement quantitatif (Illustration 3).

Évaluer l'ampleur des pertes historiques peut nous aider à jauger la façon et le moment d'utiliser des options afin de protéger les portefeuilles contre ces scénarios les plus préjudiciables. Une évaluation de la volatilité au cours des 3 dernières années montre que l'ampleur de la perte médiane dans les grands pays développés se situe aux alentours de 4 %. La perte médiane pour les reculs de plus de 5 % (c.-à-d. correspondant davantage à des événements extrêmes) double pour atteindre environ 9 % (soit très proche du seuil de 10 % synonyme d'une « correction technique ») (Illustration 3).

Cela signifie que l'utilisation d'options est logique surtout lorsque des résultats binaires pourraient entraîner une perte du même ordre de grandeur qu'une correction.

Le prix de la protection

Lorsque cela est autorisé par les clients, nous utilisons les options avec parcimonie dans les portefeuilles car cela nécessite de payer une prime. Les prix des options dépendent, entre autres facteurs, de la volatilité : plus la volatilité est élevée, plus l'option coûte cher.

Après la flambée de volatilité survenue en décembre 2018, la volatilité implicite est revenue à de faibles niveaux (*Illustration 4*). Dans ce contexte marqué par un nombre relativement élevé de risques binaire (à savoir les relations commerciales entre la Chine et les États-Unis, les droits de douane qui pourraient être imposés aux automobiles européennes, et les tensions au Venezuela), le recours aux options dans le but de protéger le portefeuille contre des événements extrêmes constitue une alternative intéressante.

Grâce aux options, nos portefeuilles gardent leur capacité à tirer parti de l'amélioration de l'économie mondiale tout en bénéficiant d'une protection contre une éventuelle surprise négative. En effet, positionner les portefeuilles de façon trop prudente pourrait à ce stade présenter le risque de passer à côté de la croissance économique et des reprises du marché. Dans notre récent commentaire, *De nouveau sur la route*, nous avions expliqué en quoi les programmes de relance budgétaire pouvaient jouer un rôle majeur dans le soutien à la croissance économique mondiale.

Gérer l'incertitude et avoir des investisseurs "qui vécurent heureux et eurent beaucoup d'investissements profitables".

Notre histoire "Il était une fois le risque" se termine en reconnaissant que la plupart des risques que nous analysons sont ce que M. Knight aurait appelé des « risques » qui se prêtent à une analyse de probabilité, par opposition à des « incertitudes ». Nous pensons que nous sommes en mesure de gérer efficacement ces risques en ajustant les allocations de nos portefeuilles.

Cependant, il existe des situations où les issues d'événements majeurs sont incertaines, et où la gestion des risques devient plus compliquée. Dans ces cas-là (et en particulier lorsque les volatilités implicites sont basses), l'achat d'options nous permet de participer à la hausse du marché tout en réduisant le risque découlant d'un scénario catastrophe.

Considérations sur les risques

Rien ne garantit que la stratégie atteigne 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 cette stratégie peut contenir d'autres types de risques. Il existe un risque que la méthode du **gérant d'allocation d'actifs** et ses hypothèses relatives aux portefeuilles sous-jacents soient incorrectes au vu des conditions réelles du marché et que le portefeuille n'atteigne pas son objectif d'investissement. Les cours des actions ont également tendance à être volatils et il existe une possibilité importante de perte. Les investissements du portefeuille dans des **titres liés aux matières premières** comportent des risques substantiels, y compris le risque de perte d'une partie significative de leur valeur en capital. Outre le risque lié aux matières premières, ils peuvent être soumis à des risques particuliers supplémentaires, tels que le risque de perte des intérêts et du capital, l'absence de marché secondaire et le risque de volatilité accrue, qui n'affectent pas les actions et obligations traditionnelles. Les fluctuations de **change** peuvent annuler les gains d'investissement ou aggraver les pertes d'investissement. Les **placements obligataires** comportent un risque de défaillance de la part d'un émetteur qui manquerait à ses obligations de remboursement du principal et des intérêts aux échéances prévues (risque de crédit), de fluctuation des taux d'intérêt (risque de taux d'intérêt), de solvabilité de l'émetteur et de liquidité générale du marché (risque de marché). Dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, les prix des obligations pourraient chuter. En général, la valeur des actions varie également en fonction des activités spécifiques d'une entreprise. Les investissements sur les **marchés étrangers** s'accompagnent de risques particuliers, notamment les risques de change, politiques, économiques et de marché. Les **actions de sociétés à petites capitalisations** présentent des risques spécifiques, tels que des gammes de produits, des marchés et des ressources financières limités, et une volatilité supérieure à celles des entreprises à grandes capitalisations plus solidement établies. Les risques associés aux investissements dans les **pays émergents** sont plus élevés que sur les marchés développés étrangers. Les **actions d'Exchange traded funds (ETF)** présentent de nombreux risques identiques aux investissements directs dans des actions ou des obligations courantes, et leur valeur de marché fluctuera comme la valeur de l'indice sous-jacent. En investissant dans des ETF et d'autres fonds, le portefeuille absorbe à la fois ses propres frais et ceux des ETFs et des fonds dans lesquels il investit. L'offre et la demande d'ETF et de **fonds d'investissement** peuvent ne pas être corrélées à celles des titres sous-jacents. Les **instruments dérivés** peuvent être illiquides, augmenter les pertes de façon disproportionnée et avoir un impact négatif important sur la performance du portefeuille. L'utilisation de l'**effet de levier** peut accroître la volatilité du portefeuille. La **diversification** ne vous protège pas contre une perte sur un marché particulier, cependant, elle vous permet de répartir ce risque entre différentes catégories d'actifs.

DÉFINITIONS

Les indices ne sont pas gérés et ne comprennent ni frais, ni droits, ni commissions de vente. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. 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. **L'Euro Stoxx 50 est un indice** du marché actions pondéré par les capitalisations boursières. Il est composé de 50 grandes sociétés européennes opérant dans les pays de la zone euro. L'univers de départ est composé des 18 indices Dow Jones EURO STOXX Supersector, dont les titres sont classés par taille puis placés sur une liste de sélection. **L'indice Merrill Lynch Option Volatility Estimate (MOVE)** est l'indice pondéré par les courbes des taux de la volatilité implicite normalisée issue des options à un mois sur les emprunts d'État américains. Il est calculé comme la moyenne pondérée des volatilités sur les maturités 2, 5, 10 et 30 ans. L'indice **MSCI All Country World (ACWI)** est un indice pondéré par la capitalisation boursière ajustée du flottant, conçu pour mesurer la performance des marchés boursiers mondiaux. Le terme « flottant » représente la part des actions en circulation qui sont considérées comme disponibles à l'achat sur les marchés d'actions publics par les investisseurs. La performance de l'Indice est cotée en dollars américains et sous-entend le réinvestissement des dividendes nets. **L'indice 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 grandes sociétés des principaux secteurs de l'économie américaine. Le **VIX** est le symbole de l'indice Chicago Board Options Exchange Market Volatility, une mesure largement utilisée de la volatilité implicite issue des options sur l'indice S&P 500. Il représente une mesure de l'anticipation par les investisseurs de la volatilité du marché boursier au cours des 30 prochains jours. Le VIX est coté en points de pourcentage et reflète (de façon approximative) le mouvement attendu de l'indice S&P 500 au cours des 30 prochains jours, mesure qui est ensuite annualisée. L'expression **GBP/USD** (livre sterling / dollar américain) est une abréviation désignant la paire de devises composée de la livre sterling et du dollar américain ou autres couples de devises. Le couple de devises indique la quantité de dollars américains (la devise de cotation) nécessaire pour acheter une livre sterling (la devise de base). La **volatilité** est une mesure de la dispersion des performances d'un titre financier ou d'un indice de marché.

INFORMATIONS

Les opinions et les points de vue exprimés sont ceux de l'auteur 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, 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, peuvent ne pas se concrétiser et ne visent pas à prédire le rendement futur d'un produit de Morgan Stanley Investment Management en particulier.

Sauf indication contraire, les opinions exprimées dans ce document sont celles de l'équipe de gestion du portefeuille, elles sont fondées sur des faits tels qu'ils existent à la date de préparation et non à une quelconque date ultérieure, et ne seront pas mises à jour ni révisées pour tenir compte d'informations disponibles ou de circonstances, ou de changements survenant après la date de rédaction.

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 information constitue une communication générale, qui n'est pas impartiale et 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 ou 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.

La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures. Les graphiques et diagrammes fournis dans le présent document le sont uniquement à titre d'illustration.

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.

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.

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.

Irlande : Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Siège social : The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's, Quay, Dublin 2, Irlande. Société enregistrée en Irlande sous le numéro 616662, et réglementée par la Banque centrale d'Irlande. **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 4th Floor Junghofstrasse 18-26, 60311 Francfort Allemagne (Catégorie : Branch Office (FDI) selon § 53b KWG). **Italie :** Morgan Stanley Investment Management Limited, succursale de Milan (Sede Secondaria di Milano) est une succursale de Morgan Stanley Investment Management Limited, une société enregistrée au Royaume-Uni, agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority (FCA), dont le siège social est au 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited succursale de Milan (Sede Secondaria di Milano) dont le siège est situé à Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Milano, Italie, est enregistré en Italie avec le numéro d'entreprise et le numéro de TVA 08829360968. **Pays-Bas :** Morgan Stanley Investment Management, Tour Rembrandt, 11ème étage Amstelplein 1 1096HA, 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, succursale de Londres, Zurich. Agrée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (« FINMA »). Enregistrée au registre du commerce de Zurich sous le numéro CHE-115.415.770. Siège Social : Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Suisse, Téléphone : +41 (0) 44 588 1000. Fax : +41 (0) 44 588 1074.

États-Unis:

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

Veuillez examiner attentivement les objectifs de placement, les risques, les frais et les dépenses des fonds avant d'investir. Les

prospectus contiennent cette information 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 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 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 du Securities and Futures Act, chapitre 289 de Singapour (« SFA »); (ii) à une « personne concernée » (qui comprend un investisseur qualifié) en vertu de l'article 305 du SFA, et cette distribution est conforme aux conditions précisées à l'article 305 du SFA ; ou (iii) conformément aux conditions de toute autre disposition applicable du 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 No 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.

Taiwan : Ce document est fourni à titre d'information uniquement et ne saurait constituer une sollicitation lorsque cette dernière est contraire à la loi. Les produits dont il est fait mention dans le présent document peuvent avoir ou ne pas avoir fait l'objet d'un enregistrement auprès du Securities and Futures Bureau de la Financial Supervisory Commission de Taiwan (république de Chine), conformément à la législation et aux réglementations en vigueur sur les valeurs mobilières. Ces produits ne sont disponibles en république de Chine que (a) lorsqu'ils ont été enregistrés à la vente publique en république de Chine ou (b) lorsqu'ils sont utilisés dans le cadre d'un placement privé auprès d'organismes financiers et autres personnes morales et physiques répondant à certains critères spécifiques relevant des dispositions en matière de placements privés selon les règles de la république de Chine régissant les fonds offshore.

Corée : Ce document n'est pas, et ne doit en aucun cas être interprété comme une offre de titres en Corée. Aucune garantie n'est donnée s'agissant de l'éligibilité des lecteurs de ce document aux lois coréennes, notamment mais sans limitation, à la Loi et aux Règlements portant sur les Opérations de Change. Les Fonds mentionnés dans ce document peuvent ou non avoir été enregistrés auprès de la Commission des Services Financiers de Corée, en vertu de la Loi sur les Services d'Investissement Financier et les Marchés de Capitaux, et pourraient ou non être proposés, directement ou indirectement, en Corée ou à tout résident coréen, sauf en vertus des lois et règlements de Corée.

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 (AMIIIMA), le montant des biens assujettis au contrat multiplié par un certain taux (la limite supérieure est de 2,16% par année (taxes comprises)) sera engagé proportionnellement à la durée du contrat. Pour certaines stratégies, des honoraires conditionnels peuvent être compris en plus des frais mentionnés ci-dessus. Des frais indirects peuvent également être supportés, tels que des commissions de courtage pour des titres émis par des personnes morales. Étant donné que ces frais et dépenses sont différents selon le contrat et d'autres facteurs, MSIMJ ne peut pas préciser les taux, les limites supérieures, etc. à l'avance. Tous les clients doivent lire attentivement les documents fournis avant la conclusion et l'exécution d'un contrat. Ce document est diffusé au Japon par MSIMJ, enregistrée sous le n° 410 (Directeur du Bureau des Finances Locales de Kanto (Entreprises d'Instruments Financiers)), membres : la Japan Securities Dealers Association, l'Investment Trusts Association, Japon, la Japan Investment Advisers Association et la Type II Financial Instruments Firms Association.

INFORMATION IMPORTANTE

EMEA : Cette communication promotionnelle est publiée par Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Siège social : The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's, Quay, Dublin 2, Irlande. Société enregistrée en Irlande sous le numéro 616662, autorisée et réglementée par la Banque Centrale d'Irlande. (« MSIM Ireland »).

Les informations contenues dans cette communication ne constituent pas une recommandation de recherche ou une « recherche d'investissement » et sont classées comme « communication marketing » conformément à la réglementation européenne ou suisse applicable. Cela signifie que ce matériel marketing a) n'a pas été préparé conformément aux exigences légales visant à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement et b) ne fait l'objet d'aucune interdiction de négociation avant sa diffusion.

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. MSIM Ireland ne peut être tenu responsable et rejette toute responsabilité en cas d'utilisation abusive de ce document par tout intermédiaire financier. Si vous êtes un distributeur des fonds d'investissement Morgan Stanley, une partie ou la totalité des fonds ou des actions de fonds individuels peuvent être disponibles pour la distribution. Veuillez-vous reporter à votre contrat de sous-distribution pour obtenir ces informations avant de transmettre les informations relatives au fonds à vos clients.

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.

Toutes les informations contenues dans le présent document sont la propriété des auteurs et sont protégées par la loi sur les droits d'auteur. Morgan Stanley Investment Management est la division de gestion d'actifs de Morgan Stanley.

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.

Visitez notre site sur www.morganstanley.com/im