

Midgame

SOLUTIONS & MULTI-ASSET | GLOBAL BALANCED RISK CONTROL | MACRO INSIGHT | MAI 2019

Suite aux inquiétudes liées à la croissance mondiale au quatrième trimestre 2018, nous étions confiants sur le fait que les économies américaine et mondiale allaient se remettre progressivement et éviter une récession. Nous pensions que les effets de ce rebond prendraient encore quelques trimestres à se faire sentir, en raison d'une combinaison de tendances cycliques et structurelles.

Tout cela a changé le 10 mai, lorsqu'une augmentation des droits de douane sur les importations chinoises annoncée par Donald Trump est entrée en vigueur, relançant le bras de fer des droits de douane entre la Chine et les États-Unis qui a pesé sur l'économie mondiale. Cela ne nous a pas surpris, car les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine sont l'un des principaux risques binaires que nous avons mis en évidence dans nos perspectives précédentes.

Malgré les tensions, nous pensons que la croissance à moyen terme n'est pas menacée, mais elle pourrait être retardée compte tenu de l'aggravation récente des tensions commerciales. En fait, ces tensions commerciales pourraient accroître la possibilité de nouvelles mesures de relance budgétaire en Chine et aux États-Unis, qui pourraient cependant s'accompagner d'un regain de volatilité. Les investisseurs devraient surveiller de près la volatilité potentielle à court terme et garder un œil sur les évolutions à moyen terme. Nous anticipons cette perturbation à venir en réduisant le risque dans nos portefeuilles à court terme, mais dans l'intention de finir par nous repositionner sur les marchés actions.

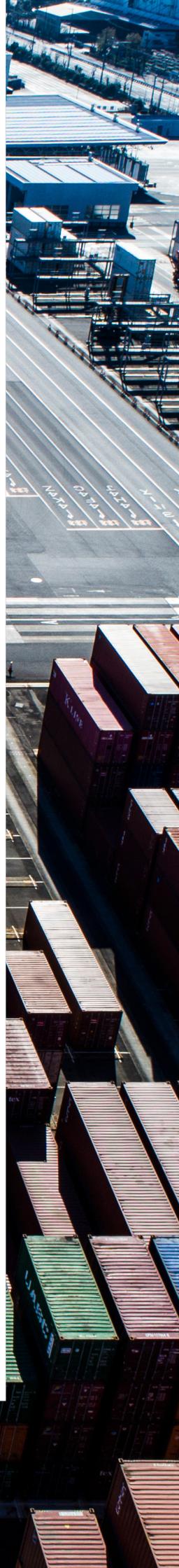
AUTOR



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 de 30 ans d'expérience dans le secteur.

Les tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis ont pesé sur le commerce mondial, ce qui a entraîné la plus importante baisse des volumes depuis la crise de 2008.



Malgré les tensions, le commerce international pourrait avoir atteint un niveau plancher

Les tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis ont pesé sur le commerce mondial, ce qui a entraîné la plus importante baisse des volumes depuis la crise de 2008 (graphique 1) et a eu des répercussions sur les économies sensibles aux exportations. La faiblesse des données de l'indice PMI (Purchasing Managers' Index) des nouvelles commandes à l'exportation au premier trimestre étaient annonciatrices d'une baisse des échanges commerciaux internationaux en février 2019, après une amélioration en janvier.

Avant les tensions récentes, les données sur les nouvelles exportations indiquaient un rebond significatif des commandes chinoises et un creux potentiel pour les commandes en Europe (graphique 2). Les affrontements autour du commerce de début mai risquent de déstabiliser à nouveau cette situation à court terme, mais nous prévoyons toujours une amélioration des échanges commerciaux à moyen terme.

La reprise dépend beaucoup de la Chine

Un facteur essentiel du redressement a été la relance en Chine. Alors que les mesures de relance actuelles ne représentent qu'environ 1,5 % du PIB sur le plan budgétaire – une forte baisse par rapport à 2008 (près de 10 %) – elles sont beaucoup plus ciblées¹.

Lors des trois derniers cycles de relance, les autorités chinoises ont injecté de l'argent sur les marchés immobiliers, ce qui est un moyen rapide de stimuler la consommation. Des villes comme Pékin, Shanghai et Shenzhen ont connu des hausses des prix de l'immobilier allant jusqu'à 30-40 % par an². Cela a créé une bulle spéculative, les investisseurs ayant alloué davantage de capitaux aux marchés immobiliers offrant de « l'argent facile ».

¹ Hausse des déficits accrus de la Chine. Source : FMI, www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13211.pdf République populaire de Chine : 2013 Article IV Consultants, juillet 2013, page 13.

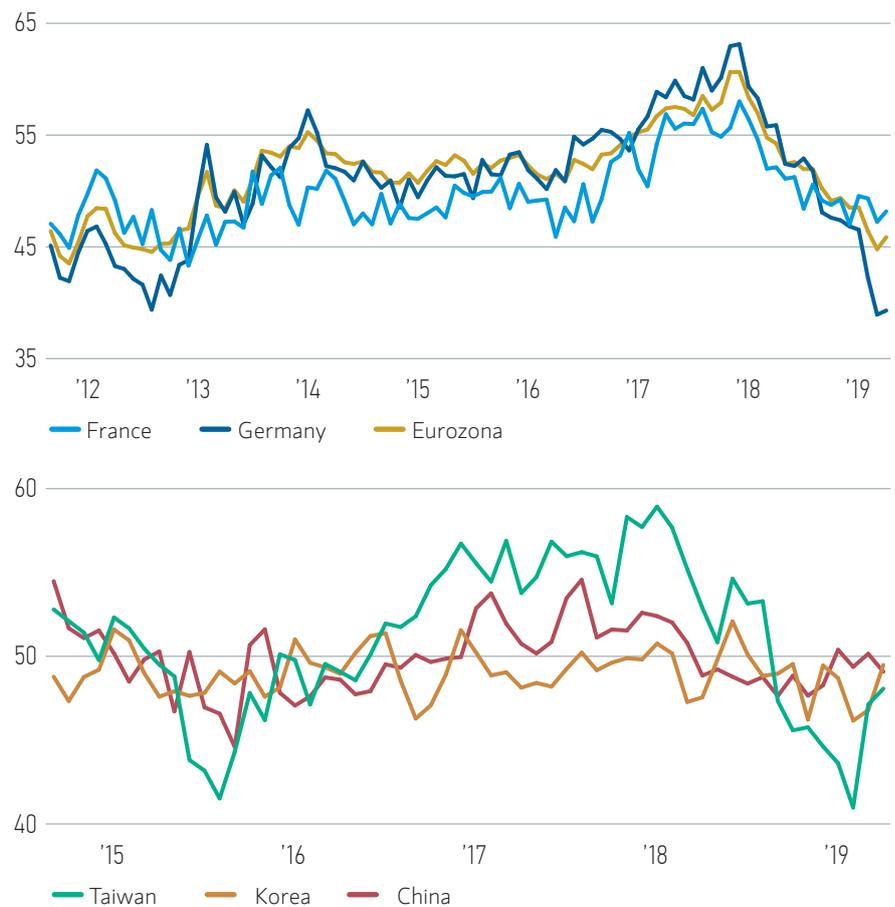
² Bloomberg, prix moyen (en GA) des bâtiments commerciaux et résidentiels récemment construits dans les villes chinoises du Tier 1.

Graphique 1
Échanges commerciaux affectés par les droits de douane



Source : CPB, Bloomberg. Données au 10 mai 2019.

Graphique 2
Les nouvelles commandes à l'exportation de la Chine rebondissent et la zone euro pourrait avoir atteint son niveau plancher
Indice PMI des nouvelles commandes à l'exportation



Source : Nikkei, Markit, Datastream. Données au 10 mai 2019.

Les mesures de relance actuelles ont été mises en place pour empêcher l'éclatement de la bulle : Elles visent notamment à maintenir une certaine contraction du secteur immobilier, tout en orientant la relance budgétaire vers le secteur privé et les consommateurs. Compte tenu de leur nature, nous nous attendons à ce que les nouvelles mesures de relance mettent plus de temps que par le passé à produire leurs effets, mais que ces derniers soient finalement plus durables.

Le consommateur chinois est beaucoup plus endetté aujourd'hui qu'auparavant. Au cours des dix dernières années, le niveau d'endettement a presque doublé (graphique 3). Bien qu'il soit encore gérable comparé à celui d'autres pays, la vitesse à laquelle il a augmenté est préoccupante. Les difficultés de la jeune génération pour épargner est également inquiétante : Le coût de la vie augmente et les taux hypothécaires se situent entre 5 % et 6 %, contre 2 % au Royaume-Uni. Il ne sera pas facile pour les consommateurs de se lancer dans des « dépenses importantes ».

Tout en étant conscients des risques à long terme liés à l'endettement croissant des ménages, les responsables politiques chinois ne veulent pas que leur économie continue de ralentir. Alors que les tensions douanières s'accroissent à nouveau, ils ont déjà pris des mesures provisoires pour stimuler davantage la relance, mais ils semblent garder toute nouvelle hausse des prix de l'immobilier comme mesure de dernier recours.

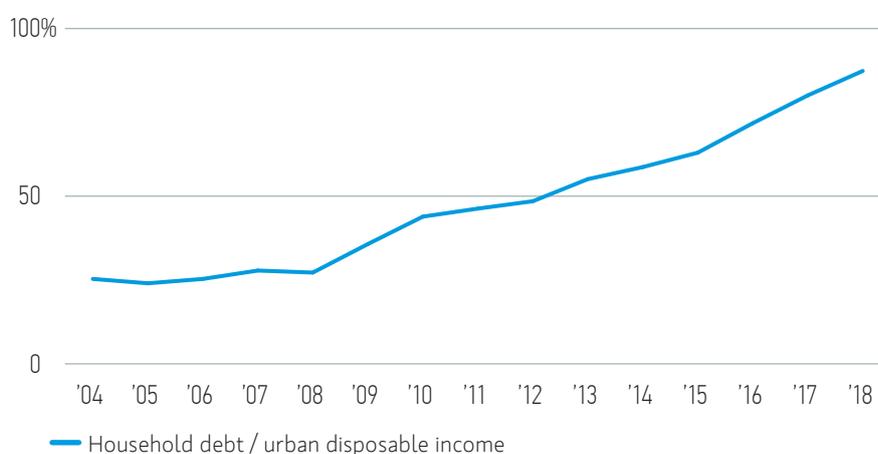
La valeur des infrastructures publiques américaines. . .

Le Président et la majorité démocrate au Congrès ont tous deux soutenu la relance budgétaire par le biais de programmes d'infrastructures – assorti d'un objectif de 2 000 milliards de dollars dont il a été question en novembre dernier. Néanmoins, au cours d'une récente réunion avec les dirigeants démocrates, Donald Trump a conditionné son soutien à ces programmes à l'abandon des enquêtes du Congrès sur son administration et ses activités professionnelles. Il s'agit

clairement d'un revers mais il semble que les canaux officiels pour faire avancer les initiatives législatives restent encore ouverts (par exemple, le projet de loi sur l'aide en cas de catastrophe naturelle vient d'être adopté par le Sénat et Donald Trump y est toujours favorable). Nous restons convaincus qu'un programme de dépenses d'infrastructures reste très populaire auprès du public et permettrait d'éviter une récession en 2020. Ces puissants

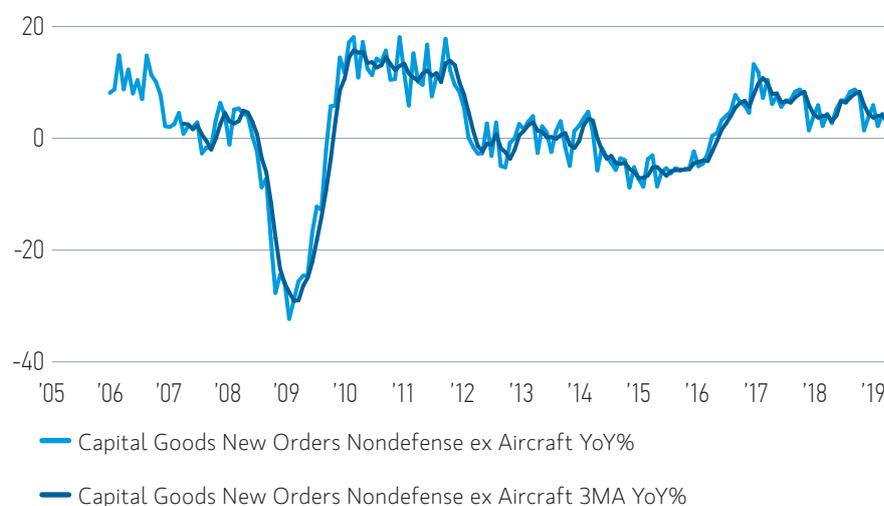
facteurs politiques suggèrent que cette initiative pourrait être reconsidérée prochainement. L'appui des républicains du Sénat dépendrait de la façon dont elle a été financée et une taxe sur l'essence, qui n'a pas été augmentée depuis l'administration Clinton, reste une hypothèse plausible même si, au bout du compte, un important projet de loi sur les infrastructures sera probablement financé en premier lieu par de la dette.

Graphique 3
De plus en plus débiteurs : l'endettement des consommateurs chinois est en hausse



Source : Bloomberg, Bureau National des Statistiques de Chine. Données au 10 mai 2019.

Graphique 4
Les commandes d'équipement des entreprises aux États-Unis sont stables, voire s'améliorent



Source : U.S. Census Bureau, Bloomberg. Données au 10 mai 2019.

... et les arguments en faveur d'une hausse de l'investissement privé

L'investissement en actifs fixes des entreprises est généralement l'élément le plus cyclique du PIB, et a des répercussions disproportionnées sur le cycle économique. Le graphique 4 montre comment la croissance des dépenses d'équipement de base s'est redressée après les creux de 2015 et 2016, a culminé en décembre 2017 avant de se stabiliser quelque peu avant de plonger en 2018. Cette chute brutale était probablement due en grande partie à la guerre commerciale. Les incertitudes liées aux chaînes d'approvisionnement mondiales ont forcé les entreprises à reporter les investissements nécessaires. Le léger rebond de mars 2019 représente la plus forte amélioration de l'investissement des entreprises en huit mois.

Le récent regain de tensions est certainement capable de retarder à nouveau les dépenses d'équipement, mais il existe plusieurs tendances favorables à une augmentation des investissements en actifs fixes des entreprises à moyen terme. Plus important encore, on observe une demande contenue significative – compte tenu du caractère obsolète de leurs biens d'équipement existants et des changements technologiques qui évoluent rapidement, les entreprises ont désespérément besoin d'améliorer leur appareil productif.

Entre-temps, les perturbations liées aux changements climatiques auront tendance à accélérer le rythme des dépenses d'équipement à mesure que l'économie opérera une mutation vers des segments comme les véhicules électriques ou l'énergie photovoltaïque. Et tout programme de relance budgétaire fondé sur les dépenses d'infrastructures stimulerait également les dépenses d'équipement.

Perspectives de relance en Europe

Alors que les mouvements populistes recueillent de plus en plus de soutiens – comme l'ont démontré les récentes élections européennes – la pression s'intensifie sur les gouvernements européens pour qu'ils augmentent

leurs dépenses. Un programme de relance semble se dessiner. Les quatre plus grandes économies de la zone euro semblent maintenant susceptibles de mettre en œuvre des mesures budgétaires expansionnistes en 2019. Cette anticipation est étayée par les derniers chiffres de la Commission européenne, qui prévoient, à des degrés différents, des mesures de relance de la

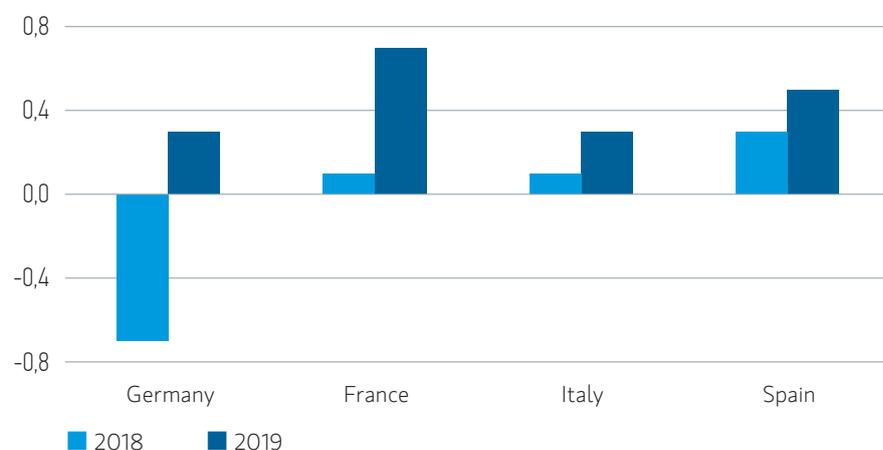
part de l'Allemagne, de la France, de l'Italie et de l'Espagne (graphique 5).

Les perspectives du secteur automobile

Le rebond traditionnel de la production automobile pourrait être moins prononcé que lors des cycles précédents. À vrai dire, la transition radicale du

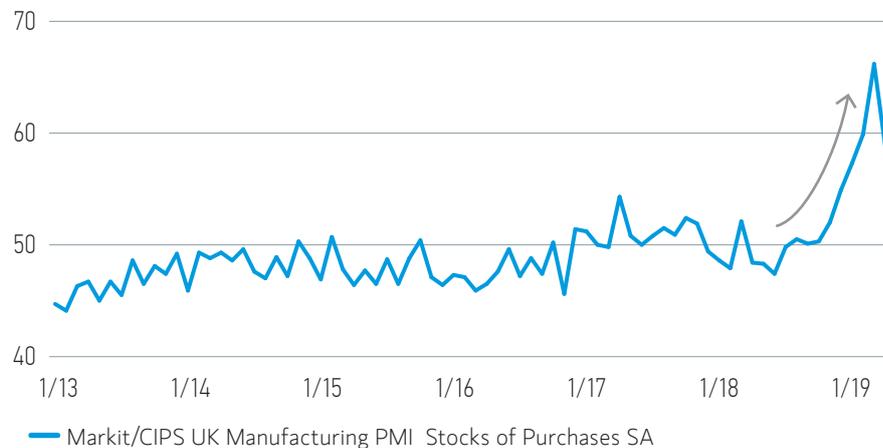
Graphique 5
Pour les quatre plus grandes économies de la zone euro, les mesures de relance semblent probables

Variation du solde primaire corrigé des variations cycliques (un chiffre positif indique une relance budgétaire)



Source : Commission Européenne, MSIM. Chiffres des Prévisions économiques européennes (printemps 2019) publiés le 7 mai 2019. Les prévisions/estimations sont basées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles peuvent évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser.

Graphique 6
Les stocks de produits manufacturés au Royaume-Uni indiquent l'accumulation de stocks



Source : Markit/CIPS, Bloomberg. Données au 10 mai 2019.

moteur à combustion interne aux véhicules électriques pourrait minimiser l'effet de la croissance du secteur à court terme. De nombreux constructeurs automobiles prévoient de passer aux véhicules électriques, un changement qui pourrait s'avérer très favorable aux dépenses d'équipement à long terme. Toutefois, l'emploi pourrait en pâtir étant donné que la production de véhicules électriques nécessite beaucoup moins de main-d'œuvre. Les constructeurs automobiles pourraient fermer des lignes de production pour en ouvrir de nouvelles, de sorte que dans l'hypothèse où cela se produit, il faudra du temps pour que leurs effets potentiels sur l'investissement net se fassent sentir.

Nous nous attendons à une reprise, mais pas dans sa forme « en V » traditionnelle

Alors que les mesures de relance de la Chine ont précisément contribué à créer une reprise « en V » en 2015-2016, les mesures actuelles sont à la fois plus modestes et conçues pour profiter uniquement à la Chine, avec des retombées moins favorables pour le reste du monde.

Les stocks mondiaux sont aussi généralement trop élevés, probablement en raison de leur accumulation en prévision des perturbations du Brexit et de la guerre commerciale (*graphique 6*). Ce cycle excessif des stocks devra être corrigé. Par exemple, le ralentissement de la production des semi-conducteurs ne s'est pas stabilisé, les niveaux élevés des stocks de puces continuant de peser sur les dépenses.

Néanmoins, c'est la croissance des dépenses d'équipement qui fait généralement défaut à une reprise durable. Aujourd'hui, nous entrevoyons un fort potentiel de croissance de ces dépenses, même si cette croissance pourrait être retardée en raison des tensions commerciales. De plus, nous observons plusieurs éléments anticycliques qui se renforcent mutuellement et qui pourraient se révéler utiles, même dans le contexte de la guerre commerciale. Plus les tensions tarifaires s'intensifient, plus il est probable que les Chinois augmentent leurs mesures de relance et que les

Graphique 7

Les dividendes sur actions de la zone euro offrent une prime intéressante par rapport aux rendements obligataires

Rendement des actions moins rendement des obligations (prime de risque sur actions)



Source : IBES. Données au 10 mai 2019. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. La performance de l'indices est fournie à titre indicatif seulement et n'est pas destinée à illustrer la performance d'un investissement spécifique. Voir la section Information pour les définitions d'indices.

États-Unis adoptent un important plan de dépenses d'infrastructures. Et les entreprises sont maintenant mieux préparées au bouleversement des chaînes d'approvisionnement qu'elles ne l'étaient lorsque la guerre commerciale a éclaté.

Faites abstraction des rumeurs commerciales (pour la plupart)

Les perspectives à moyen terme sont positives. Bien que les questions commerciales incitent à une certaine prudence à court terme, les mesures de relance budgétaire en Chine, les dépenses d'infrastructures potentielles aux États-Unis et la demande contenue de dépenses d'équipement sont autant de facteurs très favorables prêts à soutenir les marchés dès que le différend commercial sera réglé.

Une résolution contribuerait également aux investissements en actifs fixes en Europe, qui sont étroitement liés aux échanges commerciaux.

Les valorisations des actions de la zone euro semblent intéressantes si l'on compare leur prime de rendement moyenne à celle des obligations (*graphique 7*). En outre, la Banque centrale européenne (BCE) se montre beaucoup plus accommodante envers le

système bancaire qu'elle ne l'était par le passé. Nous nous attendons également à davantage de consolidation dans les banques européennes. L'un des secteurs qui nous incite à la prudence est celui de la technologie aux États-Unis, où les valorisations semblent encore une fois exagérées par rapport aux bénéfices.

En ce qui concerne le secteur obligataire, nos perspectives à long terme sont positives pour l'économie, donc négatives pour les obligations. Mais les tensions douanières pourraient provisoirement rendre les obligations plus attrayantes.

Le potentiel de croissance reste inchangé

Comme nous l'avons souligné dans l'un de nos récents commentaires, le regain de tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine est l'un des risques binaires qui pourraient compliquer notre opinion généralement favorable à une reprise mondiale. Et si ces mesures brutales et imprévisibles émanant de la Maison-Blanche ont un effet perturbateur à court terme, nous restons néanmoins optimistes à l'égard de la croissance à moyen terme – le « Midgame ».

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

L'indice **CPB Merchandise World Trade Volume** mesure le volume du commerce transfrontalier entre les principales régions du monde. L'indice **CIPS/Markit UK Manufacturing Purchasing Managers' Index (PMI)** est un indice composite basé sur cinq indices individuels avec les pondérations suivantes : Nouvelles commandes - 0,3, production - 0,25, emploi. Le **CPB World Trade Monitor** montre que le volume des échanges commerciaux mondiaux a diminué de 1,7 % en février, après avoir augmenté de 2,1 % en janvier (estimation initiale 2,3 %). L'indice **MSCI EMU (European Economic and Monetary Union)** est un indice pondéré par la capitalisation boursière ajustée du flottant conçu pour mesurer la performance des marchés actions au sein de l'UEM. 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, évalués, vendus ou promus par le fournisseur concerné, qui se dégage de toute responsabilité à leur égard.

Les investissements en actifs fixes des entreprises font référence aux investissements dans les machines, outils et équipements que les hommes d'affaires achètent pour les utiliser dans la production ultérieure de biens et de services. Le stock de ces machines ou équipements d'usine, etc. représente un capital fixe. **Les dépenses d'équipement (« CapEx »)** sont les sommes qu'une entreprise dépense pour acheter, entretenir ou améliorer ses immobilisations, telles que les bâtiments, les véhicules, l'équipement ou les terrains.

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.

Les performances passées ne sont 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 (FD) 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 : 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 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.

Veillez 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. Veillez lire attentivement le prospectus avant d'investir.

Morgan Stanley Distribution, Inc. est le distributeur des fonds Morgan Stanley.

NON ASSURÉ PAR LE FDIC | ABSENCE DE GARANTIE BANCAIRE | POSSIBLE PERTE DE VALEUR | NON ASSURÉ PAR DES AGENCES GOUVERNEMENTALES FÉDÉRALES | NE CONSTITUE PAS UN DÉPÔT

Hong Kong: Le présent document est publié par Morgan Stanley Asia Limited aux fins d'utilisation à Hong Kong et ne peut être diffusé qu'après d'« investisseurs professionnels » au sens du Securities and Futures Ordinance (décret sur les valeurs mobilières et les contrats à terme) de Hong Kong (Cap 571). Le contenu du présent document n'a été révisé ni approuvé par aucune autorité de réglementation, y compris la Securities and Futures Commission de Hong Kong. En conséquence, à moins que la loi en vigueur ne prévoient 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 vertu 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 (AMIIMA), le montant des biens assujettis au contrat multiplié par un certain taux (la limite supérieure est de 2,16% par année (taxes comprises)) sera engagé proportionnellement à la durée du contrat. Pour certaines stratégies, des honoraires conditionnels peuvent être compris en plus des frais mentionnés ci-dessus. Des frais indirects peuvent également être supportés, tels que des commissions de courtage pour des titres émis par des personnes morales. Étant donné que ces frais et dépenses sont différents selon le contrat et d'autres facteurs, MSIMJ ne peut pas préciser les taux, les limites supérieures, etc. à l'avance. Tous les clients doivent lire attentivement les documents fournis avant la conclusion et l'exécution d'un contrat. Ce document est diffusé au Japon par MSIMJ, 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.