



Perspectives 2020:

Hors des sentiers battus

En ce début d'année 2020, la croissance économique mondiale semble assez solide pour éviter une récession tout en étant suffisamment modérée pour pousser bon nombre de gouvernements à déployer des programmes de relance budgétaire. Bien que l'économie américaine conserve le soutien d'une consommation vigoureuse et que la Chine soit en voie de stabilisation avec un minimum de mesures de relance, nous pensons que les opportunités les plus prometteuses se cachent hors des sentiers battus. En effet, en 2020, celles-ci devraient se trouver dans des pays comme le Japon ou le Royaume-Uni, deux régions longtemps boudées par les investisseurs.

États-Unis : lenteur et stabilité

La consommation américaine se porte bien et s'appuie sur une croissance dynamique des emplois et des salaires, notamment pour les emplois moins rémunératifs devant être pourvus localement, comme les loisirs, les services de santé et l'assistance sociale. Les ménages, qui détiennent actuellement bien plus d'actions cotées que dans le passé en raison de la faiblesse des taux bancaires concurrents, bénéficient également d'un effet de richesse positif grâce à la forte progression du S&P en 2019.

La demande de logements progresse également. Les taux hypothécaires à 30 ans ayant chuté de plus de 100 points de base (pb) au cours des 12 derniers mois, la demande de prêts hypothécaires a fortement augmenté (*graphique 1*). Or, lorsque les particuliers achètent une maison, ils achètent également des meubles et d'autres biens et services connexes, ce qui contribue également à soutenir la consommation et la croissance.

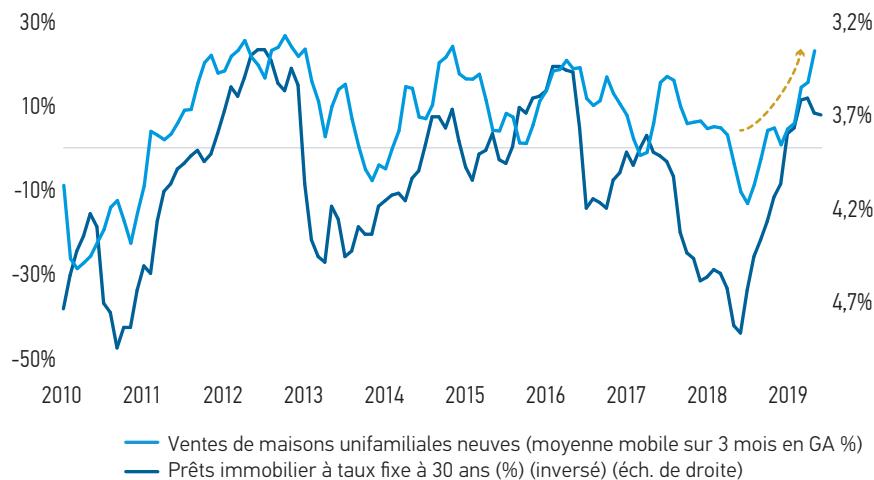
Le maillon faible aux États-Unis est l'investissement en immobilisations qui s'est vu freiné par l'incertitude relative aux surtaxes douanières ainsi que par d'autres freins divers. Toutefois, au seuil de 2020, plusieurs facteurs pourraient atténuer ces pressions :

- **LES INVESTISSEMENTS LIÉS AU PÉTROLE** ont décliné en raison de la faiblesse des cours en 2018. A la fin de 2019, nous estimons les cours du pétrole stabilisés, ce qui devrait réduire le poids de cet enjeu sur l'économie. À noter que ce facteur se distingue des pressions haussières sur les cours du pétrole résultant des tensions géopolitiques du début de 2020.
- **LES INVESTISSEMENTS EN ÉQUIPEMENTS** ont été paralysés par la forte contraction des investissements aéronautiques après le crash de deux Boeing 737 Max qui a provoqué l'arrêt de la production. Une stabilisation des investissements aéronautiques devrait ramener les investissements en équipements en territoire positif.
- **L'INVESTISSEMENT EN PROPRIÉTÉ INTELLECTUELLE** bénéficie de l'essor du volet de l'économie qui s'appuie sur la technologie.

En combinant ces observations avec l'âge du stock de capital américain et les provisions temporaires encore utilisables pour couvrir entièrement les investissements en capital à court terme, nous nous attendons à ce que les investissements non résidentiels se maintiennent ou progressent légèrement en 2020. La dernière composante du PIB américain, la consommation publique, devrait rester relativement stable, alimentée par une augmentation du budget de la défense.

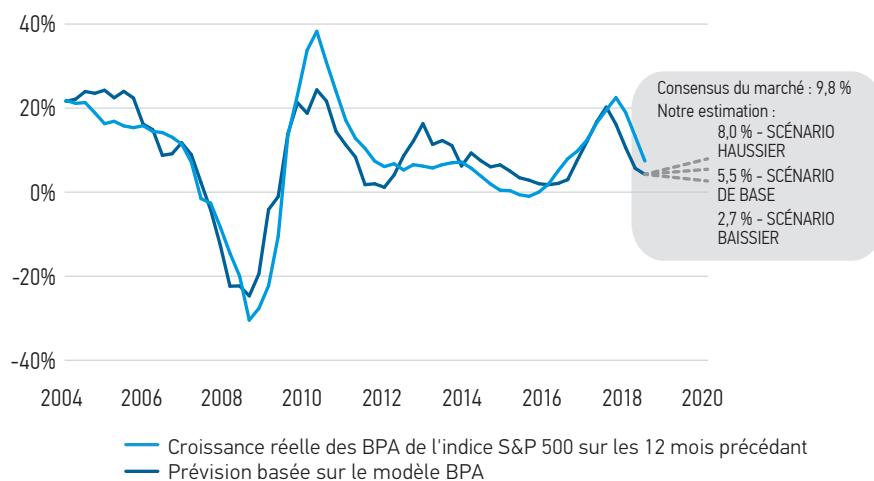
Ces facteurs se traduisent par une croissance américaine positive, quoique lente. Notre modèle, dont les données remontent à 2004, prévoit une croissance des BPA de 5,5 % en 2020 (*graphique 2*). Cette estimation se fonde sur une croissance prévisionnelle du PIB de 2,1 % et une croissance des rachats d'actions de 3,5 %. Elle s'écarte sensiblement des estimations du consensus qui tablent sur une croissance des BPA de 9,8 %. Or, même avec notre scénario le

GRAPHIQUE 1 La baisse des taux hypothécaires stimule les ventes de logements



Source : Census Bureau, Federal Home Loan Mortgage Corporation, Haver, MSIM. Données arrêtées au samedi 30 novembre 2019.

GRAPHIQUE 2 Nos prévisions de croissance des BPA en 2020 sont inférieures au consensus du marché



Source : Datastream, MSIM, données arrêtées au lundi 30 septembre 2019. Les prévisions/estimations sont basées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, elles peuvent donc ne pas se concrétiser.

plus optimiste, nous n'arrivons qu'à une croissance des BPA de 8,0 %. Ce décalage suggère que les investisseurs qui s'attendent à une croissance des bénéfices conforme aux estimations du consensus actuellement intégrées dans les ratios cours/bénéfices pourraient bien être déçus.

Chine : mesures de relance contrôlées pour maintenir la stabilité

Alors que le ralentissement économique en Chine fait apparaître le besoin de mesures de relance, la politique du gouvernement s'est concentrée sur la transition d'investissements peu considérés vers une croissance de meilleure qualité. Pour équilibrer ces facteurs divergents, la Chine devrait maintenir une politique de relance contrôlée qui permet à l'économie de croître à un rythme modéré, mais sans grande accélération.

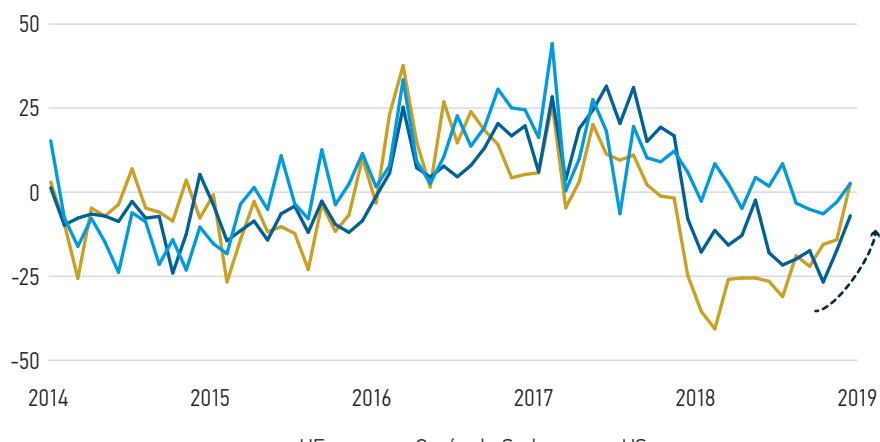
En novembre, la Banque populaire de Chine (PBoC) a pris plusieurs mesures inattendues. Elle a abaissé le taux de financement à un an de 5 pbs, mis en place un programme de mise en pension à sept jours dans le cadre duquel elle a abaissé son taux à 2,5 % pour la première fois depuis 2015 et, enfin, réduit les taux de ses prêts à un et cinq ans. En janvier, la PBoC a poursuivi ses efforts de relance en injectant 115 milliards de dollars dans le système financier du pays.¹ Nous nous attendons à ce que la PBoC maintienne cette approche d'assouplissement prudent.

Côté budgétaire, après deux années d'efforts en matière de désendettement, la Chine s'est dotée d'une marge de manœuvre accrue pour stimuler l'économie et continuer à fixer des quotas raisonnables pour l'émission d'obligations. Le pays dispose ainsi des outils nécessaires pour maintenir sa croissance. Toutefois, compte tenu de l'amélioration de ses indices PMI, de l'accélération du secteur des services et de l'expansion de l'activité manufacturière en novembre à son rythme le plus élevé en trois ans, le gouvernement chinois semble moins préoccupé par la perspective de voir la croissance économique passer sous la barre des 6 %. De plus, les tensions commerciales ont commencé à s'atténuer, comme en témoigne la reprise des importations chinoises ces derniers mois (*graphique 3*). Il est donc probable que nous n'assistions qu'à

GRAPHIQUE 3

Les importations chinoises ont rebondi dans les derniers mois

Importations chinoises en GA %



Source : Bloomberg, MSIM, données arrêtées au samedi 30 novembre 2019.

des mesures de relance budgétaire ciblées qui s'accompagnent d'une poursuite des réformes structurelles.

Reste du monde : les politiques budgétaires également à l'ordre du jour²

Les perspectives de ralentissement de la croissance dans les deux plus grandes économies incitent enfin les gouvernements à prendre des mesures de relance budgétaire significatives, mais celles-ci ne viennent pas nécessairement des régions où les investisseurs pourraient normalement les attendre :

- **JAPON**: plan de relance budgétaire de 120 milliards de dollars (soit environ 1,9 % du PIB) sur 15 mois
- **ALLEMAGNE**: fort d'un excédent budgétaire confortable, le nouveau gouvernement envisage des mesures de relance budgétaire allant au-delà du plan climatique de 60 milliards de dollars annoncé récemment. Ceci vient s'ajouter au Green Deal européen, qui prévoit plus de 100 milliards de dollars d'investissements ciblés
- **ROYAUME-UNI**: projet de relance budgétaire représentant environ 1,2 % à 2,4 % du PIB à partir d'avril 2020 pour aider l'économie à se remettre des effets négatifs de l'incertitude suscitée par le Brexit

- **CORÉE DU SUD**: budget le plus expansionniste depuis 2008-2009, à hauteur d'environ 1,9 % du PIB¹

- **INDE**: 20 milliards de dollars en mesures de relance

Nous nous attendons à ce que ces programmes de relance, qui s'accompagnent peut-être d'autres initiatives semblables, stimulent la croissance mondiale - et ce, même en l'absence de mesures aux États-Unis et en Chine.

Perspectives : les actions devancent les obligations...

La stabilisation des chiffres du secteur manufacturier, l'accélération de la croissance du marché crédit, la reconstitution des stocks en Asie et l'atténuation des tensions commerciales sont autant de signes que les fondamentaux mondiaux sont solides, avec un certain potentiel de hausse à mesure que le dosage des politiques donne davantage d'importance à la relance budgétaire qu'aux mesures monétaires.

De manière générale, les actions semblent plus intéressantes que les obligations. Les taux d'intérêt sont si bas qu'ils semblent prendre en compte une récession tandis que le positionnement des investisseurs sur les marchés actions révèle un biais baissier. De fait, les fonds actions destinés aux particuliers enregistrent un niveau de décollecte record,

¹ Source: Financial Times 5 novembre 2019 et 2 janvier 2020

² Source: Haver, FT, Morgan Stanley Research, MSIM en 6 décembre 2019

supérieur à celui de 2008 - ce qui témoigne d'un fort sentiment négatif (généralement un indicateur positif). Au fur et à mesure que nous commencerons à observer des signes de croissance modérée, il est probable que les rendements obligataires rebondissent, que les actions progressent et que les investisseurs passent des obligations aux actions.

... dans des marchés évalués assez justement

Malgré des fondamentaux solides et un sentiment négatif - qui suggère un potentiel de surprises positives - les investisseurs en actions doivent faire preuve de prudence. Certains marchés semblent particulièrement chers, notamment les États-Unis, l'Inde, Taïwan, la Corée du Sud, l'Australie et le marché mondial en général. Un examen des ratios cours/bénéfices sur 12 mois dans le monde montre que les États-Unis se situent dans le 95e centile, juste derrière l'Australie. Comme souligné plus haut, le ratio américain repose sur une prévision de croissance des bénéfices de 9 %, ce qui nous semble excessif.

D'autres marchés sont plus avantageux. Bon nombre de régions avec des prix séduisants, comme l'Europe, l'Amérique latine, le Royaume-Uni, la Chine, l'Europe de l'Est et plus particulièrement le Japon ont été délaissées par les investisseurs depuis un certain temps. *Graphique 4* montre positionnements qui découlent de notre analyse des principaux marchés :

Obligations : perspectives négatives pour les actifs à long terme

Les marchés obligataires intègrent actuellement dans leurs cours une croissance extrêmement lente, voire une récession. Nous pensons que cela est excessif. Les banques centrales se détournant peu à peu des politiques monétaires agressives et la croissance étant soutenue par les mesures de relance budgétaire, nous anticipons une pression haussière sur les rendements, ce qui est négatif pour les obligations à long terme. Parallèlement, la probabilité d'une hausse de l'inflation aux États-Unis s'accroît, du fait de l'augmentation des salaires et des effets résiduels des tensions commerciales.

Nous sous-pondérons les obligations souveraines des marchés développés, parmi lesquelles les titres de haute qualité et de

GRAPHIQUE 4

SURPONDÉRATION

Royaume-Uni	La levée des incertitudes liées au Brexit devrait permettre de libérer une partie de la demande étouffée jusqu'à présent. Les révisions des bénéfices ont eu tendance à baisser depuis trois ans, mais nous percevons une reprise de l'activité intérieure à court terme. À 3,6 % ³ , les rendements des dividendes sont intéressants et les valorisations sont bon marché, notamment parmi les valeurs moyennes.
Japon	L'amélioration des marges bénéficiaires au Japon pourrait lui permettre de se débarrasser de sa réputation de « value trap » (marché riche en valeurs décotées qui pourraient le rester). Le plan de relance ⁴ de 120 milliards de dollars est très positif et les valorisations sont bon marché, avec une rentabilité des fonds propres (RoE) améliorée et un potentiel de hausse de 10 % qui ramènerait le pays à son niveau de valorisation relatif de 2018 par rapport au reste du monde.

PONDÉRATION NEUTRE

Asie	Les fondamentaux s'améliorent lentement, les valorisations sont correctes, mais le sentiment est encore assez prudent.
Zone euro	La réduction du risque commercial, le Green Deal, la perspective d'une relance budgétaire supplémentaire, les valorisations neutres et le sentiment majoritairement négatif (un indicateur positif), rendent la zone euro intéressante par rapport aux États-Unis, quoique moins intéressante que le Royaume-Uni ou le Japon.

SOUS-PONDÉRATION

États-Unis	Malgré une croissance régulière, la dynamique de croissance des bénéfices et le volume des rachats sont en baisse, de nouvelles mesures de relance budgétaire sont peu probables et les valorisations sont excessivement chères. Le sentiment est relativement positif aux États-Unis, ce qui est généralement un indicateur défavorable.
------------	---

GRAPHIQUE 5

La dette souveraine émergente est moins vulnérable aux hausses de taux

RATIO SHERMAN (RENDEMENT/DURATION)

		Plus Intéressant
1	ICE BofAML Global High Yield Index	1,41
2	ICE BofAML US High Yield 100 Index	1,24
3	ICE BofAML Global High Yield European Issuers Index	1,15
4	EMD Local Currency Sovereign Debt	0,98
5	EMD Hard Currency Sovereign Debt	0,68
6	Barclays U.S. Aggregate USD	0,37
7	Barclays U.S. Credit USD	0,37
8	Barclays U.S. Government USD	0,27
9	Barclays Euro Credit EUR	0,10
10	Barclays Euro Aggregate	0,02
11	Barclays Euro Government EUR	0,01

Moins
Intéressant

Source : Datastream, Bloomberg, MSIM, données arrêtées au vendredi 29 novembre 2019. Le ratio Sherman mesure le montant des revenus d'intérêt générés par rapport au risque de taux d'intérêt pris (c'est-à-dire le pourcentage d'augmentation des taux nécessaire pour neutraliser les rendements).

³ Source: Bloomberg, en décembre 2019

⁴ Source: Reuters, 5 décembre 2019

longue durée paraissent particulièrement exposés. Nous surpondérons, en revanche, la dette émergente, avec une préférence pour celle libellée en devises locales plutôt qu'en devises fortes, car la courbe des taux aux États-Unis est susceptible de se pentifier. Les devises émergentes sont bon marché et la duration de la dette en devises fortes est supérieure à celle des devises locales. *Le graphique 5* montre pourquoi. Les ratios Sherman de ces obligations - le montant des revenus d'intérêt générés par rapport au risque de taux d'intérêt pris, ou le pourcentage d'augmentation des taux qui effacerait le rendement - donnent clairement la préférence à la dette souveraine émergente à haut rendement.

Résumé : Une année pour les investisseurs avisés

Les fondamentaux corrects, mais pas exceptionnels de l'économie mondiale sont

sur le point de faire de 2020 une année de croissance au rythme stable mais lent. Le potentiel de performance varie toutefois considérablement d'un marché à l'autre en raison des caractéristiques propres à chacun. De plus, la première semaine de 2020 a démontré à quel point certains événements, tout à fait imprévisibles pour les investisseurs, sont susceptibles de perturber les marchés, d'accroître la volatilité et, dans le cas de l'intensification des tensions entre les États-Unis et l'Iran, d'entraîner une flambée des cours du pétrole et de la demande d'actifs refuges. Nos techniques de gestion nous permettent d'ajuster avec souplesse notre allocation d'actifs si nous prévoyons une prolongation de tels épisodes et qu'en conséquence nous souhaitons protéger les portefeuilles contre les risques de volatilité baissière. Nous avons également la possibilité de

maintenir nos positions si nous estimons que ces épisodes de volatilité sont de nature passagère. Au moment de la rédaction du présent rapport, nous maintenons une exposition prudente aux actifs à risque avec une légère surpondération de l'or, à titre de couverture géopolitique, tout en continuant de surveiller l'évolution de la situation. À mesure que les investisseurs se penchent de nouveau sur les fondamentaux sous-jacents, nous pensons qu'ils trouveront des opportunités particulièrement intéressantes dans les actions japonaises et britanniques (tout particulièrement les valeurs moyennes britanniques) plutôt qu'en zone euro ou aux États-Unis. En ce qui concerne les titres obligataires, nous pensons que la dette émergente en monnaie locale offre des opportunités plus intéressantes que le crédit de qualité Investment Grade ou High Yield, ou encore que les obligations à long terme.

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 et entraîner des périodes de volatilité et des rachats plus importants. Dans un environnement de taux d'intérêt en baisse, le portefeuille peut générer des revenus moindres. Les **titres à plus long terme** peuvent être plus sensibles aux variations de taux d'intérêt. En général, la valeur des **titres de capital** varie également en fonction des activités spécifiques à 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 ETF 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

Un **rachat d'actions**, repurchase consiste pour une entreprise à racheter ses propres actions en circulation pour en réduire le nombre sur le marché libre. Les entreprises peuvent effectuer des rachats d'actions pour plusieurs raisons, par exemple pour augmenter la valeur des actions restantes en réduisant l'offre ou pour empêcher d'autres actionnaires de prendre une participation majoritaire. Le **produit intérieur brut (PIB)** est la valeur monétaire de tous les produits finis et services produits à l'intérieur des frontières d'un pays au cours d'une période donnée. Il comprend l'ensemble de la consommation privée et publique, les dépenses publiques, les investissements et les exportations nettes. Le **taux de croissance des BPA** correspond au bénéfice total divisé par le nombre d'actions en circulation. Les sociétés utilisent souvent une moyenne pondérée des actions en circulation pendant la période de référence. Le BPA peut être calculé par rapport à l'année précédente (BPA sur les douze mois précédents), par rapport à l'année en cours (BPA actuel) ou par rapport à l'année à venir (BPA prospectif). À noter que le BPA de l'exercice précédent représente les chiffres réels, tandis que les BPA de l'exercice en cours et des exercices à venir sont des estimations. Le **cours/bénéfices (P/E)** correspond au prix d'une action divisé par son bénéfice par action sur les douze derniers mois. Parfois appelé le multiple, le P/E donne aux investisseurs une idée du montant qu'ils paient pour la capacité bénéficiaire d'une entreprise. Plus le P/E est élevé, plus les investisseurs paient cher, et donc plus ils s'attendent à une croissance des bénéfices. L'**indice des directeurs d'achat (PMI)** est un indicateur de la santé économique du secteur manufacturier. L'indice PMI se fonde sur cinq grands indicateurs : les nouvelles commandes, le niveau des stocks, la production, les livraisons des fournisseurs et l'emploi. La **rentabilité des capitaux propres (Return on Equity, RoE)** est le revenu net dégagé en pourcentage des fonds propres. La rentabilité des capitaux propres mesure la rentabilité d'une entreprise en révélant la quantité de bénéfices générés par celle-ci avec l'argent investi par les actionnaires.

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'indice **Bloomberg Barclays U.S. Aggregate** réplique la performance de l'ensemble des titres garantis par des agences publiques et des bons du Trésor américain, des obligations d'entreprises investment grade, des titres adossés à des créances hypothécaires d'agences, des titres adossés à des actifs et des titres adossés à des créances hypothécaires commerciales. L'indice **Bloomberg Barclays U.S. Credit** mesure les marchés des obligations d'entreprises et d'État de qualité Investment Grade, libellées en dollars américains, à taux fixe et imposables. Il se compose de l'indice US Corporate et d'un sous-ensemble hors entreprises qui englobe des agences étrangères, des États souverains, des organismes supranationaux et des autorités locales. L'indice **Bloomberg Barclays U.S. Government/Credit** réplique la performance d'un ensemble obligations d'États et d'entreprises, y compris des titres d'agences, du Trésor américain, d'entreprises et des obligations « yankee ». L'indice **Bloomberg Barclays Euro Credit** est la composante crédit de l'indice Bloomberg Barclays Euro Aggregate Bond, un indice de référence reconnu couvrant le marché des obligations à taux fixe de qualité investment grade, libellées en euro et composé d'emprunts d'État, d'émissions d'entités quasi-gouvernementales, d'obligations d'entreprises et de titrisations. L'inclusion dans cet indice repose sur la devise d'émission des obligations et non sur le pays de risque de l'émetteur. L'indice **Bloomberg Barclays Euro Aggregate Bond** est un indice de référence reconnu couvrant le marché des obligations à taux fixe de qualité investment grade, libellées en euro et composé d'emprunts d'État, d'émissions d'entités quasi-gouvernementales, d'obligations d'entreprises et de titrisations. L'inclusion dans cet indice repose sur la devise d'émission des obligations et non sur le pays de risque de l'émetteur.

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 la performance future 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 mis 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 and 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 Grosse Gallusstrasse 18, 60312 Francfort Allemagne (Catégorie : Branch Office (FDI) selon § 53b KWG). **Italie:** Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) est une succursale de Morgan Stanley Investment Management Limited, société enregistrée au Royaume-Uni, agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority (FCA) et dont le siège social est situé au 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited 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 Autorisée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (« FINMA »). Enregistrée au registre du commerce de Zurich sous le numéro CHE-115.415.770. Siège Social : Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Suisse. Téléphone : +41(0) 44 588 1000. Fax : +41(0) 44 588 1074.

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 ouappelez le 1-800-548-7786. Veuillez lire attentivement le prospectus avant d'investir.

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

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

Hong Kong: Le présent document est publié par Morgan Stanley Asia Limited aux fins d'utilisation à Hong Kong et ne peut être diffusé qu'àuprès d'« investisseurs professionnels » au sens 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:** L'objet de ce document ne saurait être considéré comme une offre de souscription ou d'achat, directe ou indirecte, présentée au public ou à des membres du public de Singapour autres que (i) des investisseurs institutionnels selon la définition de l'article 304 de la Securities and Futures Act (SFA), chapitre 289, (ii) des « personnes concernées » (ce qui inclut les investisseurs accrédités) au sens de l'article 305 de la SFA, la distribution du présent document étant conforme aux conditions énoncées à l'article 305 de la SFA ou (iii) les personnes concernées par toute autre disposition applicable de la SFA, et conformément aux conditions de celle-ci. Cette publication n'a pas été vérifiée 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'acception 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 Taïwan (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 discréSSIONnaire (AMIIIMA), le montant des biens assujettis au contrat multiplié par un certain taux (la limite supérieure est de 2,20% 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.

INFORMATIONS IMPORTANTES

EMEA : Cette communication a été publiée par Morgan Stanley Investment Management Limited (« MSIM »). Agrée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre sous le n°1981121. Siège social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA.

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.

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**