

Du sable dans les rouages

SOLUTIONS & MULTI-ACTIFS | EQUIPE CONTRÔLE DES RISQUES DIVERSIFIÉS MONDE | RECHERCHE MACRO | AOÛT 2018

Jusqu'à tout récemment, l'économie américaine comme l'économie mondiale, évoluaient dans le bon sens, portées notamment par l'investissement des entreprises en capital fixe. Certes, nous avons eu droit à de grandes déclarations sur le commerce et les droits de douane, mais elles semblaient s'apparenter à une tactique de négociation agressive. Toutefois, un changement de ton a commencé à se manifester vers la mi-juin.

Parallèlement, les propos tenus par les envoyés commerciaux américains ont donné l'impression que les États-Unis peinaient à expliciter la manière de satisfaire leurs exigences. D'après nous, le changement de ton pourrait signifier que les tensions avec les autres pays risquent de persister, ce qui pourrait renforcer d'éventuels accès de volatilité à l'approche des élections de mi-mandat américaines en novembre. Cette approche a en quelque sorte introduit des grains de sable dans les rouages de l'économie mondiale.

Les investissements des entreprises en actifs fixes jouent un rôle primordial dans la théorie des cycles économiques car leur accélération tend à doper la croissance du produit intérieur brut (PIB). Il en résulte une demande accrue de capital, qui stimule à son tour l'investissement et la croissance, le processus se renforçant lui-même. Pendant environ un an et demi, l'investissement fixe des entreprises a bénéficié de ce cercle vertueux et progressé parce que le niveau du stock de capital souhaité a sensiblement dépassé le stock existant.

AUTEUR



ANDREW HARMSTONE

Directeur exécutif

Andrew est le gestionnaire de portefeuille principal de la Stratégie de contrôle des risques diversifiés Monde (GBaR). Il a rejoint Morgan Stanley en 2008 et possède plus 30 ans d'expérience.

L'élément déterminant de cet effet multiplicateur réside dans l'augmentation des investissements fixes des entreprises qui permet de maintenir ce cercle vertueux. Le processus inverse peut également se produire. Il n'est pas nécessaire que l'investissement diminue en valeur absolue – si le rythme de l'augmentation ralentit, la demande suscitée par une croissance plus lente décline, ce qui entraîne un ralentissement de l'activité économique, et, par suite, une baisse du stock de capital désiré.

Ainsi, la tendance peut aussi s'autoalimenter en sens inverse, ce qui semble être actuellement le cas.

Ce qui a changé dernièrement, c'est le ton du discours sur le commerce et les droits de douane. Une part non négligeable de l'investissement productif des entreprises dépend du commerce international et des chaînes d'approvisionnement, de sorte que la difficulté à déterminer si les tarifs douaniers pèseront sur la demande ou augmenteront les coûts des intrants pourrait inciter les entreprises à reconsidérer leurs investissements en immobilisations. Selon nous, ces considérations ont commencé à jouer un rôle significatif dans les décisions d'investissement des entreprises.

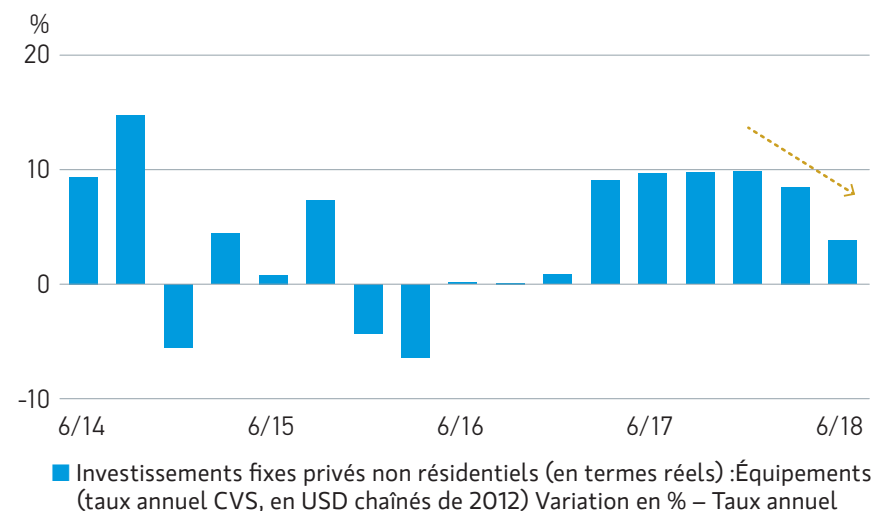
Depuis 2014, l'investissement en équipement des entreprises (*Graphique 1*) présente un bilan mitigé jusqu'en 2017, lorsque l'économie a renoué avec une croissance suffisamment forte pour se heurter à des contraintes de capacité et les entreprises ont réalisé qu'elles devaient investir afin de produire la quantité de biens et de services demandés par les clients. Par la suite, la hausse a été soutenue à partir de 2017 jusqu'au dernier trimestre. Nous pensons que le ralentissement notable du taux de croissance au dernier trimestre est spécifiquement lié aux incertitudes concernant les droits de douane et le climat des affaires.

Les enquêtes menées par les antennes régionales de la Fed¹ sur les intentions en matière de dépenses d'investissement (CapEx) aux États-Unis indiquent elles-aussi une réduction importante

des investissements prévus, qui pourrait annoncer une décélération de la croissance outre-Atlantique. Toutefois, le problème n'est pas circonscrit aux seuls États-Unis. Les indicateurs de

GRAPHIQUE 1

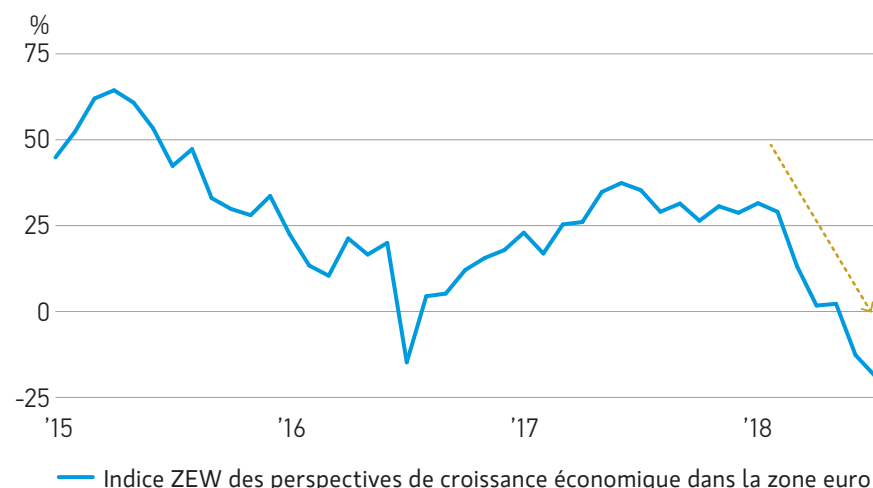
Investissement des entreprises en équipements : un ralentissement notable



Source: U.S. Bureau of Economic Analysis, Haver. 27 juillet 2018. Taux annuel corrigé des variations saisonnières (taux annuel CVS) en milliards de dollars de 2012 (dollars réels ajustés de l'inflation à des fins de comparaison).

GRAPHIQUE 2

Prévisions de décélération de la croissance en Europe



Source: ZEW, Bloomberg, au 31 juillet 2018.

¹ Y compris les enquêtes Empire State, Philadelphia Fed et Richmond Fed aux États-Unis.

croissance ont fortement décéléré dans un certain nombre de grandes puissances économiques au premier semestre 2018 (*Graphique 2*). Le PIB du Japon a enregistré une croissance négative au premier trimestre 2018, le climat des affaires dans la zone euro est tombé en deçà des niveaux de 2016 et les statistiques en provenance de Chine ont souligné le ralentissement continu de l'activité.

De multiples grains de sable

Si les tarifs douaniers ont un impact important sur le cycle économique, il en va de même des relèvements des taux de la Fed. L'investissement fixe dans l'immobilier résidentiel a pesé sur le PIB au cours des deux derniers trimestres. Les mises en chantier de logements² – l'un des principaux baromètres de la vigueur de l'économie – ont reculé fortement en juin, en baisse de 12,3% par rapport à mai 2018 (*Graphique 3*). Ce repli s'explique probablement par la remontée actuelle des taux d'intérêt.

Un point d'inflexion apparaît sous l'effet conjugué des tarifs douaniers et du relèvement des taux d'intérêt et il se pourrait qu'au contexte récent de forte croissance et de faible inflation succède celui d'un ralentissement associé à une inflation plus élevée.

La confiance est-elle en train de retomber ?

La confiance des ménages est en partie influencée par le taux de chômage, peu élevé jusqu'à présent, mais elle affiche également une forte corrélation avec le taux d'épargne (*Graphique 4*). Les ménages épargnent moins lorsqu'ils se sentent plus en confiance. De fait, les statistiques les plus récentes témoignent d'une augmentation du taux d'épargne, ce qui laisse augurer d'une baisse de la confiance des ménages ou d'une contraction du revenu disponible liée au renchérissement du pétrole.

Les cours de l'or noir ont quasiment doublé depuis un an : le prix du baril de Brent est passé d'environ 44 dollars à

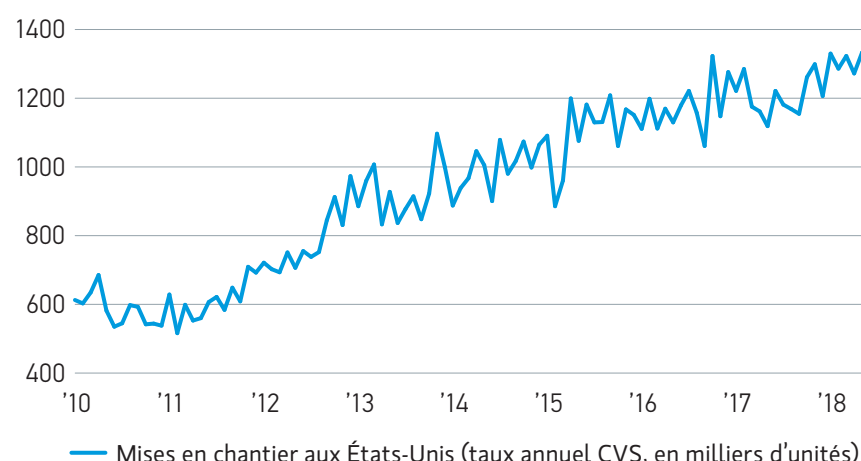
la fin juin 2017 à 80 dollars à la fin mai 2018, alors que les prix des carburants se sont également envolés. Par ailleurs, les tarifs douaniers peuvent directement renchérir les biens de consommation, en particulier en entrée de gamme où les produits sont généralement fabriqués en Chine.

Enquêtes auprès du secteur manufacturier : Droits de douane et pénuries de conducteurs de camion

Lors des enquêtes récentes,³ les sociétés manufacturières ont exprimé ces préoccupations. Elles s'attendent à ce que les tarifs douaniers entraînent des

GRAPHIQUE 3

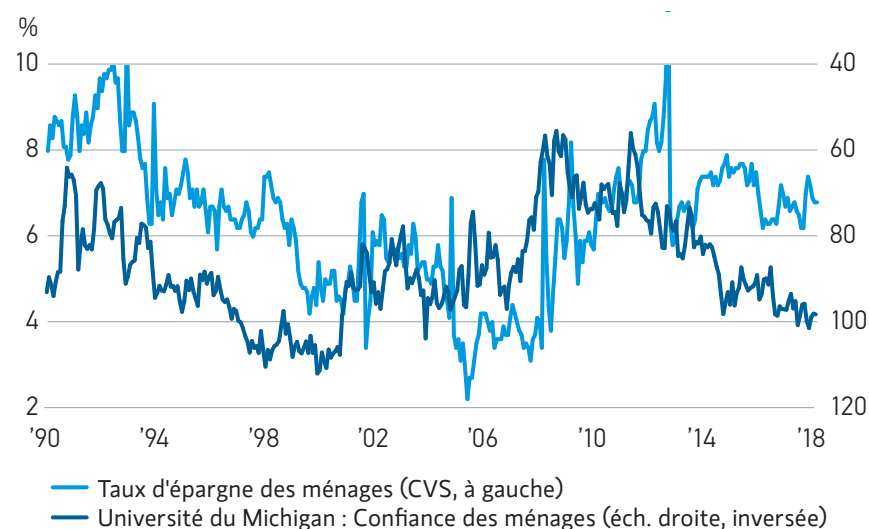
Recul des mises en chantier en juin



Source: Census Bureau, Haver, au 18 juillet 2018.

GRAPHIQUE 4

Les ménages épargnent moins lorsqu'ils se sentent plus en confiance



Source: Bureau of Economic Analysis, Université du Michigan, Haver, au 31 juillet 2018.

² Nouveaux projets de construction résidentielle privés lancés par mois, tels que communiqués par le Census Bureau.

³ Livre beige de la Fed au 18 juillet 2018 et enquête ISM du secteur manufacturier de juin.

ruptures d'approvisionnement ainsi qu'une hausse des coûts de production et perçoivent les pénuries de main-d'œuvre comme des obstacles à la croissance. Ils font notamment état d'une pénurie de conducteurs de camion. Par le passé, de telles pénuries auraient été en partie résolues par l'importation de main-d'œuvre étrangère, ce qui n'est plus possible dans le cadre des politiques d'immigration actuelles.

Calendrier : Un début de période chargé

Les différends sur les droits de douane comme les restrictions à l'immigration semblent traduire le désir du président Trump de satisfaire son électorat. A mesure que la pression sur le président s'intensifie, de nouvelles initiatives politiques préjudiciables à la situation économique pourraient encore être prises.

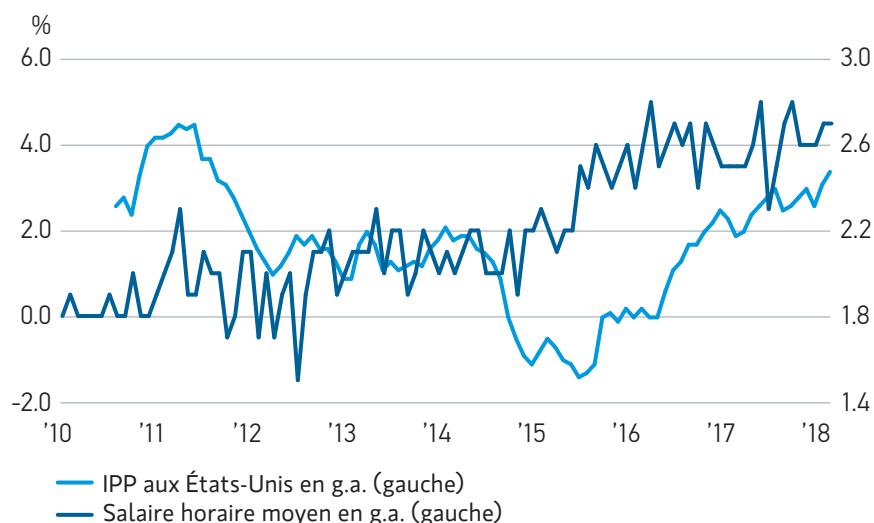
Deux événements politiques se profilent à brève échéance et contribuent largement aujourd'hui à enrayer l'activité. Le premier est l'enquête du procureur Mueller concernant l'ingérence de la Russie dans l'élection présidentielle américaine de 2016, dont les résultats devraient être dévoilés d'ici à deux mois. Les élections américaines de mi-mandat constituent l'autre événement majeur. Cette échéance passée, les politiques menées pourraient être plus modérées et davantage dictées par des considérations d'ordre économique que politique. Ce calendrier laisse toutefois entrevoir une forte volatilité d'ici aux élections, qui pourrait même se manifester de manière anticipée si le procureur Mueller souhaite éviter toute surprise à l'orée de celles-ci qui pourrait être interprétée comme une manière délibérée d'influencer l'issue.

L'inflation se redresse

Outre les droits de douane, inflationnistes par nature et sources d'importantes distorsions des valorisations et d'inefficience des marchés, le rebond de l'or noir a

GRAPHIQUE 5

L'économie américaine sous la menace d'une hausse des coûts de production



Source: Bloomberg. ND indique des données non désaisonnalisées.

GRAPHIQUE 6

Révisions de bénéfices : progression en Europe, baisse aux États-Unis



Source: Datastream, IBES.

contribué significativement à la hausse de l'inflation globale. Les prix à la production ont également suivi une tendance haussière, dans le sillage des coûts du travail. En Europe, 41% des petites entreprises disent rencontrer « d'importantes difficultés » d'embauche,⁴ un chiffre en hausse de 10 points sur

un an et qui se hisse à son niveau le plus élevé depuis 2002. Nous estimons cependant que l'économie américaine est la plus menacée (Graphique 5), en partie parce que le reste du monde a déjà connu un premier semestre 2018 morose – le point d'inflexion pourrait donc être beaucoup plus aigu aux États-Unis.

⁴ <https://www.lesechos.fr/economie-france/social/0302020039303-les-difficultes-de-recrutement-des-pme-a-des-sommets-2193990.php>

Conséquences en matière d'investissement

En raison de la croissance vigoureuse de l'économie américaine, beaucoup d'argent a été investi dans les actions américaines et notamment dans les valeurs emblématiques du secteur technologique. Dans ce contexte, les marchés ont commencé à s'emballer et ont intégré des prévisions de bénéfices très ambitieuses, alors même que les perspectives de l'économie américaine devenaient moins favorables. Les révisions de bénéfices aux États-Unis, qui avaient fortement progressé jusqu'à présent, commencent à s'infléchir.

Par contre, elles s'orientent à la hausse en Europe et devraient être soutenues par la faiblesse de l'euro en 2018 (*Graphique 6*). En outre, lorsque l'influence des anticipations de BPA élevées pour 2018 cessera, les prévisions de croissance des BPA pour la zone euro et les États-Unis seront quasiment identiques. Pour 2019, ces prévisions s'établissent à 10% pour les deux régions.

Même si l'optimisme à l'égard des actifs américains (actions et dollar) et le sentiment baissier à l'encontre des actifs européens persiste, le contexte (probabilité de réalisation des résultats, prévisions bénéficiaires en hausse et faiblesse relative de l'euro) joue en faveur des actions européennes (*Graphique 6*). Lorsqu'il interviendra, le retournement pourrait être brutal, compte tenu de la concentration des positions. En raison des coûts de couverture élevés, il est probable que les récents flux de capitaux n'aient pas été couverts, si bien que les investisseurs pourraient être mis à mal, tant sur les marchés sous-jacents que sur celui des changes.

Par conséquent, les marchés pourraient subir une correction généralisée, tout du moins à court terme, à mesure que les investisseurs, désabusés, tentent

de se repositionner. Ces périodes s'accompagnent généralement d'une forte volatilité. Si un rebond devait toutefois se produire, il devrait selon nous se concentrer davantage sur l'Europe.

Nous nous sommes également positionnés dans l'optique d'une rotation en faveur des valeurs décotées et au détriment des valeurs de croissance. Si la dynamique des secteurs à forte croissance et PER élevés devait fléchir, une rotation vers le segment « valeur », qui a été survendu, pourrait s'opérer. Les valeurs financières, par exemple, ont sous-performé depuis le début de l'année, mais elles ont amorcé un redressement durant le mois écoulé qui devrait se poursuivre.

Nous sommes optimistes à l'égard des secteurs de la banque et de l'énergie. Le système bancaire dans son ensemble – aux États-Unis en particulier – est sorti renforcé de la crise financière. Les sociétés sont bien capitalisées et relativement peu endettées au regard des circonstances historiques. Quant au secteur de l'énergie, un prix du pétrole élevé ne peut conduire qu'à une hausse des prévisions des bénéfices.

Chine : une fragilité inhabituelle

La Chine, l'autre moteur majeur de l'économie mondiale, ralentit elle-aussi. L'objectif du pays consistant à améliorer la qualité de sa croissance économique, réduire son endettement et éliminer les producteurs les moins efficaces, a ralenti son rythme de croissance. Les tensions sur les tarifs douaniers surgissent donc à un moment délicat pour l'économie chinoise.

Asie (hors Chine) : un effet domino

Le coût des sanctions douanières pourrait être lourd pour l'Asie. La valeur ajoutée des exportations chinoises

vers les États-Unis est d'environ 60%, ce qui signifie que le solde (40%) est importé par la Chine pour permettre la production des biens destinés au marché américain. Les répercussions des sanctions douanières sur ces 40% pénaliseront les pays fournisseurs de la Chine, majoritairement des pays asiatiques.

Amérique latine : une demande en évolution

Bien que les marchés émergents soient généralement considérés comme des sources de bêta élevé, les marchés latino-américains sont probablement moins affectés par les tensions sur les tarifs douaniers – elles pourraient même leur être profitables – en raison de l'évolution de la demande. Ainsi, les droits de douane ont réorienté les achats de soja de la Chine vers le Brésil au détriment des États-Unis. Deuxièmement, l'envolée des cours du pétrole, certes préjudiciable aux consommateurs, bénéficie aux exportateurs d'Amérique latine. Elle protège ces pays, même si certains segments pâtiront de la hausse des prix.

Des nuages s'annoncent dans le ciel bleu

Les États-Unis ont fait office de locomotive, permettant au reste du monde de s'extraire d'un environnement économique morose et de renouer avec une conjoncture plus vigoureuse. Néanmoins les litiges sur les tarifs douaniers et le commerce ont eu un effet néfaste. La remontée des taux d'intérêt ne pouvait qu'augmenter les embûches sur le chemin, mais l'escalade tarifaire qui se surajoute grippe les rouages du moteur économique. Au final, c'est la locomotive mondiale dans son ensemble qui patine quelque peu. Elle continue d'avancer, mais elle est à la peine.

Considérations sur les risques

Il ne peut être garanti qu'une stratégie atteindra 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'actif et ses hypothèses** relatives aux portefeuilles Sous-Jacents soient incorrectes au vu des conditions réelles du marché et que le portefeuille puisse ne pas atteindre 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 à des matières premières** impliquent des risques substantiels, y compris le risque de perte d'une partie significative de leur valeur d'origine. Outre le risque lié aux matières premières, ils peuvent être soumis à des risques particuliers supplémentaires, tels que 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 ou augmenter les pertes. Les **titres obligataires** sont soumis à la capacité d'un émetteur de rembourser le principal et les intérêts (risque de crédit), aux fluctuations des taux d'intérêt, à la solvabilité de l'émetteur et la liquidité générale du marché (risque de marché). Dans 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 (ETFs)** ont de nombreux risques communs avec les investissements directs dans des actions ordinaires ou des obligations et leur valeur de marché fluctuera comme le fait la valeur de l'indice sous-jacent. En investissant dans des ETFs 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'ETFs 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 potentiellement négatif important sur la performance du portefeuille. Un **contrat de change à terme** est un outil de couverture qui n'implique aucun paiement initial. 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

Le **produit intérieur brut (PIB)** est une mesure monétaire de la valeur marchande de tous les biens et services finaux produits au cours d'une période (trimestrielle ou annuelle). Les estimations du PIB nominal sont couramment utilisées pour déterminer la performance économique d'un pays ou d'une région et pour effectuer des comparaisons internationales. Le **ratio cours-bénéfice (P/E)** est un ratio de valorisation du cours actuel d'une société par rapport à son bénéfice par action, calculé en tant que valeur de marché par action / résultat par action. La **volatilité** est mesurée en calculant l'écart-type des rendements annualisés sur une période donnée. Elle indique la fourchette dans laquelle le prix d'un titre peut augmenter ou diminuer.

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, avalisés, vendus ou promus par le fournisseur concerné, qui se dégage de toute responsabilité à leur égard. L'**indice MSCI emerging markets Net (MSCI EM)** est un indice pondéré par la capitalisation boursière, conçu pour mesurer la performance des marchés émergents. 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. L'indice MSCI Emerging Markets Net comprend actuellement 23 indices de pays émergents. La performance de l'Indice est cotée en dollars américains et sous-entend le réinvestissement des dividendes nets. L'**indice MSCI EMU (European Economic and Monetary Union)** réplique les performances des grandes et moyennes capitalisations des dix pays développés de l'Union économique et monétaire européenne. Avec 241 titres, l'indice couvre environ 85% de la capitalisation boursière ajustée du flottant de l'UEM. L'**indice MSCI USA** est un indice pondéré par la capitalisation boursière, conçu pour mesurer la performance des marchés boursiers aux États-Unis. L'**indice MSCI World** est un indice pondéré par la capitalisation boursière, 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.

AVERTISSEMENTS

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 ou 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 ce document sont sujettes à des changements et peuvent ne pas se concrétiser. Les informations concernant les rendements attendus et les perspectives de marché sont basées sur la recherche, l'analyse et les opinions des auteurs. Ces conclusions sont de nature spéculative, peuvent ne pas se concrétiser et ne visent pas à prédire le rendement futur d'un produit de Morgan Stanley Investment Management en particulier.

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.

Les informations contenues dans ce document constituent 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 ni réglementaire. Avant de prendre une décision d'investissement, les investisseurs doivent solliciter l'avis d'un conseiller juridique et financier indépendant, y compris s'agissant des conséquences fiscales.

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.

Royaume-Uni : Morgan Stanley Investment Management Limited est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre. Numéro d'enregistrement : 1981121. Siège social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA, autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. **Dubaï :** Morgan Stanley Investment Management Limited (Bureau de représentation, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubaï, 506501, United Arab Emirates. Téléphone : +97 (0)14 709 7158. **Allemagne :** Morgan Stanley Investment Management Limited Branch Office Allemagne Junghofstrasse 13-15 60311 Francfort Allemagne (Catégorie : Branch Office (FDI) selon § 53b KWG) **Italie :** Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) est une succursale de Morgan Stanley Investment Management Limited, société enregistrée au Royaume-Uni, agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority (FCA) et dont le siège social est situé au 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) dont le siège est à Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Milano, Italie, est enregistrée en Italie sous le numéro d'entreprise et le numéro de TVA 08829360968. **Pays-Bas :** Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, Pays-Bas. Téléphone : 312-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management est une succursale de Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni. **Suisse :** Morgan Stanley & Co. International plc, Londres, succursale de Zurich Autorisée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers ("FINMA"). Inscrit au registre du commerce de Zurich CHE-115.415.770. 1981121. Siège social : Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Suisse, Téléphone +41 (0) 44 588 1000. Fax Télécopieur : +41(0) 44 588 1074.

ÉTATS-UNIS

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

Veuillez examiner attentivement les objectifs de placement, les risques, les frais et les dépenses des fonds avant d'investir. Les prospectus contiennent cette information, et d'autres, sur les fonds. Pour obtenir un prospectus, téléchargez-le

sur morganstanley.com/im ou composez le 1-800-548-7786. Veuillez le lire attentivement avant d'investir.

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

NON ASSURÉ PAR LE FDIC | ABSENCE DE GARANTIE BANCAIRE | POSSIBLE PERTE DE VALEUR | NON ASSURÉ PAR DES AGENCES GOUVERNEMENTALES FÉDÉRALES | CE N'EST PAS UN DÉPÔT BANCAIRE

Hong Kong : Le présent document est publié par Morgan Stanley Asia Limited aux fins d'utilisation à Hong Kong et ne peut être diffusé qu'auprès d'« investisseurs professionnels » au sens du Securities and Futures Ordinance (décret sur les valeurs mobilières et les contrats à terme) de Hong Kong (Cap 571). Le contenu du présent document n'a été révisé ni approuvé par aucune autorité de réglementation, y compris la Securities and Futures Commission de Hong Kong. En conséquence, à moins que la loi en vigueur ne prévoit 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 une invitation à souscrire ou à acheter, directement ou indirectement, au public ou à tout membre du public à Singapour autre que (i) un investisseur institutionnel en vertu de l'article 304 des Futures Act, chapitre 289 de Singapour (« SFA ») ; (ii) une « personne concernée » (qui comprend un investisseur qualifié) en vertu de l'article 305 de la LFT, et cette distribution est conforme aux conditions précisées à l'article 305 de la LFT ; ou (iii) conformément aux conditions de toute autre disposition applicable de la SFA. **Australie :** La présente publication est diffusée en Australie par Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN : 122040037, licence AFS No 314182, qui accepte la responsabilité de son contenu. La présente publication, ainsi que l'accès à celle-ci, est réservée aux « clients wholesale » selon l'acceptation de ce terme dans la loi sur les sociétés en vigueur en Australie.

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 d'ententes de gestion de placements discrétionnaires (« IMA ») et d'ententes de conseils en placement (« AAI »). Il ne s'agit pas d'une recommandation ni d'une sollicitation de transactions ou d'offre d'instruments financiers spécifiques. En vertu d'un accord AMI, 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. Les clients assument l'ensemble des profits et des pertes liés à l'investissement; 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 AAI ou une AMI, 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 additionnels peuvent être compris en plus des frais mentionnés ci-dessus. Des frais indirects peuvent également être supportés, tels que des commissions de courtage pour les titres cotés. 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, et porte le numéro d'enregistrement 410 (Directeur du Bureau des Finances Locales de Kanto (Entreprises d'Instruments Financiers)), Membres : La Investment Trusts Association du Japon, la Japan Investment Advisers Association et l'Association des sociétés d'instruments financiers de type II.

INFORMATION IMPORTANTE

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

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 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 support 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 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 le consentement écrit express 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 (MSIM) est la division de gestion d'actifs de Morgan Stanley.

Ce document peut être traduit dans d'autres langues. Lorsqu'une telle traduction est réalisée, 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.

Rendez-vous sur notre site www.morganstanley.com/im