

Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

THE **BEAT** | Bonds | Equities | Alternatives | Transition

Perspectives annuelles pour 2025



Sommaire

3

Comment investir sur des marchés dont les valorisations sont élevées ?

5

Les marchés haussiers parviennent à maturité grâce à l'optimisme

7

En matière de gestion obligataire, le crédit titrisé pourrait être la solution idéale

9

Une relance décourageante : La Chine ne peut se contenter de mesures de bricolage pour rebondir

12

L'impact de l'IA générative sur les marchés privés



Précédemment intitulée Monthly Market Monitor, The BEAT est une publication mensuelle qui fait le lien entre les événements de marché et les portefeuilles des investisseurs. Elle couvre les Obligations (Bonds), les Actions (Equities), les Investissements alternatifs (Alternatives) et les Actifs de transition (Transition) (c'est-à-dire les liquidités et équivalents de liquidités que les investisseurs peuvent mobiliser pour opérer une « transition » vers d'autres classes d'actifs).

The Portfolio Solutions Group

Nos cinq thèmes clés pour 2025

L'environnement d'investissement attendu au début 2025 est assez intéressant. Les marchés actions et obligataires semblent avoir atteint leur potentiel de valorisation et la victoire écrasante des républicains aux élections américaines pourrait avoir des répercussions mondiales. La Chine peine toujours à retrouver son équilibre, tandis que l'IA pourrait offrir aux actifs alternatifs des opportunités d'investissement prometteuses. L'équipe Portfolio Solutions Group s'est penchée sur cinq sujets majeurs pour 2025.

1 Comment investir sur des marchés dont les valorisations sont élevées ?

par Jim Caron

CEO, Portfolio Solutions Group

Les investisseurs sont rarement d'accord, quel que soit le sujet ; après tout, il y a un acheteur et un vendeur pour chaque prix. Mais à l'aube de 2025, ils semblent s'accorder sur une chose : Les valorisations de marché semblent avoir atteint leur potentiel et peu d'entre eux estiment que les actifs sont bon marché. C'est le cas pour les obligations et les actions, qui sont les classes d'actifs les plus négociées. La question qui se pose alors pour 2025 est la suivante : Comment investir sur des marchés dont les valorisations sont élevées ? La réponse la plus simple est d'optimiser la sélection des actifs au sein des portefeuilles, dans la mesure où leurs attributions de performance pourraient avoir un impact bien plus important que lors des dernières années. En d'autres termes, il faut privilégier l'alpha au beta.

2 Les marchés Bull parviennent à maturité grâce à l'optimisme

par Andrew Slimmon

Head of Applied Equity Advisors

Le 30 septembre 2022, le S&P 500 affichait -25 % depuis le début de l'année. Mais sur un plan historique, des corrections de 25 % ont souvent fait émerger d'excellentes opportunités d'achat. Il s'est avéré que la performance sur 12 mois de l'indice S&P fin septembre 2023 était de +20 % et que l'année 2024 a été tout aussi fructueuse en devenant la deuxième année du marché Bull en cours. Selon nous, nous entrons dans la « phase d'optimisme » du marché Bull, au cours de laquelle les investisseurs devraient être encore plus optimistes que lors des deux dernières années. La dernière étape d'un marché Bull, avant le prochain marché Bear, est la « phase d'euphorie » - et c'est une zone dangereuse. Mais elle intervient plus tard. Vous allez aimer 2025.

3 En matière de gestion obligataire, le crédit titrisé pourrait être la solution idéale

par Vishal Khanduja, CFA

Head of Broad Markets Fixed Income

Alors que 2025 se profile, nous pensons que la politique monétaire dépassera les attentes actuelles du marché, sous l'effet d'une croissance modérée et d'une tendance désinflationniste irrégulière, mais persistante. Si le scénario central reste tributaire des données économiques, l'environnement post-élections américaines l'a rendu de plus en plus dépendant des différentes politiques. Si la politique budgétaire devient plus accommodante avec l'augmentation des droits de douane, nous prévoyons de nouvelles pressions haussières sur les rendements, une pentification des courbes de taux et une augmentation des primes de risque, ce qui finira par entraîner une hausse des taux terminaux. Nous pensons toutefois que les prix de marché actuels reflètent l'hypothèse haussière de notre scénario central. D'autre part, un cycle monétaire modéré, associé à une consommation soutenue, des bilans d'entreprise robustes et une demande solide d'actifs risqués de la part des investisseurs, devrait être de bon augure pour les différents segments obligataires. Nous pensons que ce sont les crédits titrisés, et en particulier les MBS américains, qui offriront les meilleures opportunités.

4 Une relance décourageante : La Chine ne peut se contenter de mesures de bricolage pour rebondir

par **Jitania Kandhari**

Deputy CIO of the Solutions and Multi-Asset Group, Head of Macro and Thematic Research for the Emerging Markets Equity team, Co-Lead Portfolio Manager, Passport Equity

Depuis septembre, les responsables politiques chinois ont annoncé toute une série de mesures de relance afin de redynamiser leur économie et de stimuler les cours des actions. Cependant, de nombreux facteurs - un endettement élevé, le surinvestissement, une bulle immobilière qui ne dégonfle pas, une consommation intérieure léthargique et les pressions commerciales internationales - continuent à entretenir les faiblesses structurelles de l'économie chinoise que les plans de relance ne peuvent pas résoudre à eux seuls. Selon les enseignements tirés d'autres pays surendettés, le chemin de la stabilité passera par l'assainissement des créances douteuses via des dépréciations ou des restructurations, suivies d'une recapitalisation des banques. Cette solution est indéniablement douloureuse, mais en l'absence de mesures aussi radicales, les plans de relance ne feront qu'apporter des réconforts éphémères. Une transformation plus profonde doit avoir lieu en Chine pour pérenniser la santé de l'économie.

5 L'impact potentiel de l'IA générative sur les marchés privés

par **Steve Turner**

Head of Investment Selection for the Portfolio Solutions Group

L'impact de l'intelligence artificielle (IA) générative sur la performance du marché privé devrait être un thème d'investissement majeur en 2025. Les sociétés de Private Equity devraient participer à cette tendance en investissant dans les « IA-natives » mais aussi dans des entreprises cherchant à accroître leurs revenus et leur rentabilité via des applications d'IA. Il faut toutefois reconnaître que certaines des premières opportunités sont du côté des infrastructures privées. Les deux thèmes clés à l'origine de cette tendance liés aux infrastructures sont la numérisation de la société et des économies, ainsi que la transition énergétique mondiale. Ces deux méga-thèmes convergent lorsque les besoins en data alimentent la demande en électricité, ce qui crée de multiples opportunités d'investissement.



Comment investir sur des marchés dont les valorisations sont élevées?

Les investisseurs sont rarement d'accord, quel que soit le sujet ; après tout, il y a un acheteur et un vendeur pour chaque prix. Mais à l'aube de 2025, ils semblent s'accorder sur une chose : Les valorisations de marché semblent avoir atteint leur potentiel et peu d'entre eux estiment que les actifs sont bon marché. C'est le cas pour les obligations et les actions, qui sont les classes d'actifs les plus négociées.

La question qui se pose alors pour 2025 est la suivante : Comment investir sur des marchés dont les valorisations sont élevées ? La réponse la plus simple est d'optimiser la sélection des actifs au sein des portefeuilles, dans la mesure où leurs attributions de performance pourraient avoir un impact bien plus important que lors des dernières années. En d'autres termes, il faut privilégier l'alpha au beta. Entrons dans le vif du sujet !

OBLIGATIONS : LE PLUS GRAND DÉFI, CERTES, MAIS PEUT-ÊTRE LA MEILLEURE OPPORTUNITÉ

Les obligations offrent le défi le plus redoutable car leurs perspectives de performance et leurs valorisations sont directement liées à la trajectoire annoncée des taux directeurs. La majorité des performances des obligations provient de la durée, c'est-à-dire leur sensibilité aux fluctuations des taux d'intérêt. Concrètement, plus de 80 % de la performance de l'indice Bloomberg Aggregate Bond a pu être attribué à la durée au cours des 40 dernières années. L'essentiel de la performance restante est généré par le coupon et, enfin, par la convexité.

Comme la Fed devrait encore réduire ses taux, une grande partie des performances des obligations est déjà intégrée dans les prix. En outre, comme les spreads de crédit sont proches de niveaux historiquement bas, le potentiel de performance des investisseurs passifs est désormais très faible.

Mais c'est bien là que réside l'opportunité. S'il est vrai que les investisseurs obligataires passifs, qui comptent principalement sur le beta pour obtenir des performances, font face à des défis immenses, l'inverse est vrai pour ceux privilégiant des stratégies obligataires actives. Ces investisseurs actifs comptent moins sur le cycle des taux d'intérêt (le beta) pour générer des performances. Ils préfèrent s'appuyer sur la sélection des actifs.

Comme la majorité des investisseurs obligataires ont recouru à des stratégies passives, le choix des stratégies actives ont toutes les chances de compléter leurs performances en générant de l'alpha et ainsi de tirer leur épingle du jeu.

ACTIONS : LES FACTEURS ET L'ALPHA PRENNENT LE DESSUS SUR LE BETA

Comme l'indique notre thème de prédilection pour 2025, les valorisations sont au cœur du débat sur les actions. Elles sont souvent mesurées par les ratios cours/bénéfices (ou PER), qui sont actuellement

élevés et semblent avoir atteint tout leur potentiel. Autrement dit, il pourrait être difficile pour les actions de tirer l'essentiel de leurs performances d'une augmentation des multiples traditionnels (ou beta) sur

“

Par conséquent, nous pensons que l'alpha, et non le beta, va prendre une place croissante dans l'attribution des performances. Cette tendance pourrait être alimentée par les secteurs « value » de l'« ancienne » économie qui profiteront des bienfaits des secteurs technologiques de la « nouvelle » économie, les dépenses d'investissement, l'IA et l'électrification permettant aux secteurs cycliques d'accroître leur productivité.

Jim Caron
CEO, Portfolio Solutions Group



les marchés actions. Les multiples peuvent certes augmenter, mais il faudrait pour cela une certaine forme d'« exubérance irrationnelle ». Pour beaucoup, un PER de 22x est élevé et difficile à dépasser de manière durable dans les conditions actuelles. Nous sommes d'accord.

Les valorisations des marchés actions dépendent généralement de trois variables : le niveau des taux d'intérêt, le coût des risques de crédit et de défaut et la composition de l'indice lui-même (composé de plus de valeurs à P/E élevé ou faible ?). Comme la dynamique initiée par la baisse des taux d'intérêt est derrière nous et que la courbe des taux se pentifie, les gains reposant sur l'augmentation des multiples ont probablement perdu un facteur de soutien. La progression des cours de bourse pourrait donc devenir plus dépendante des bénéfices de l'ensemble du marché.

Par conséquent, nous pensons que l'alpha, et non le beta, va prendre une place croissante dans l'attribution des performances. Cette tendance pourrait être alimentée par les secteurs value de l'« ancienne » économie qui profiteront des bienfaits des secteurs technologiques de la « nouvelle » économie, les dépenses d'investissement, l'IA et l'électrification permettant aux secteurs cycliques d'accroître leur productivité.

La Graphique 1 montre qu'il existe un écart important entre le marché au sens large (représenté par l'indice S&P 500 équipondéré) et sa version pondérée par la capitalisation boursière. En positionnant

judicieusement les portefeuilles et en sélectionnant minutieusement les actifs et les styles de gestion actifs, nous pensons qu'il sera possible de combler cet écart de performance en 2025. La ligne entre styles de gestion (growth, value, petites, moyennes et grandes capitalisations) risque d'être fine.

Conclusion

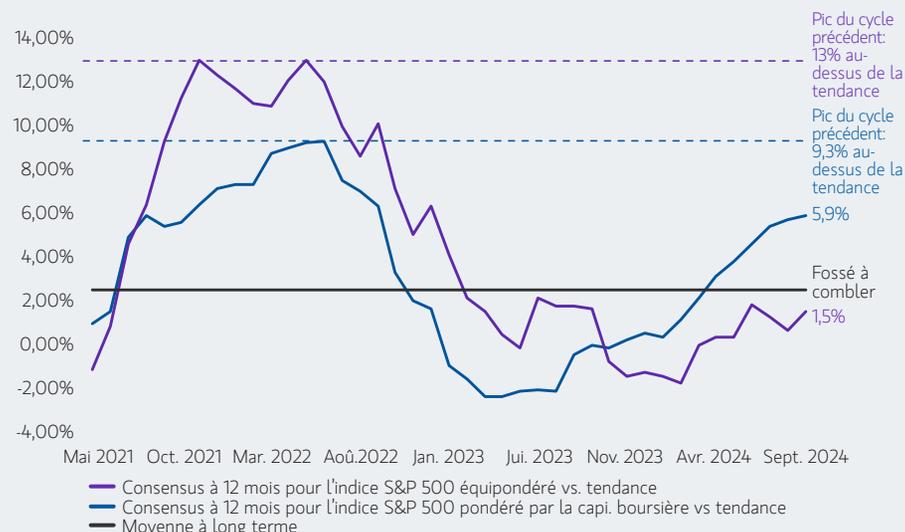
Selon nous, il est temps de modifier notre manière d'évaluer les performances de marché, en délaissant les approches sectorielles trop étroites et en privilégiant les approches factorielles plus larges. Nous préférons nous concentrer sur le rendement des flux de trésorerie, la croissance des bénéficiaires, le pouvoir de fixation du prix, la rentabilité et la solidité des bilans. Plutôt que de simplement sélectionner un secteur unique, il va devenir de plus en plus important de sélectionner des investissements et des gestionnaires capables d'exploiter cette valeur au sein même des secteurs. Concernant les obligations, la gestion active est essentielle pour générer de l'alpha par rapport au beta fourni par le cycle des taux d'intérêt. Nous pensons par ailleurs que les actifs alternatifs et les investissements sur les marchés privés joueront un rôle croissant dans les portefeuilles équilibrés et bien diversifiés, d'autant plus que leurs valorisations reflètent mieux les dynamiques de début de cycle que celles des marchés publics, qui réagissent plus tard dans le cycle.

AFFICHAGE 1

Un écart à combler

Le BPA du S&P 500 équipondéré, actuellement inférieur à la moyenne, peut renouer avec les niveaux historiquement compatibles avec les pics cycliques

Indices S&P 500 capi-pondérés et équipondérés - BPA à 12 mois pondéré par rapport à la tendance exponentielle à long terme (indicateur du BPA ajusté des variations cycliques)



Source : Portfolio Solutions Group. Au 30 septembre 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux du Portfolio Solutions Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

Thèmes d'investissement

Les marchés Bull parviennent à maturité grâce à l'optimisme

Rétrospectivement, le marché Bull en cours et les décisions correspondantes des investisseurs ont suivi une logique cohérente qui a déjà été observée par le passé. Selon moi, il s'agit d'un **signal assez clair de ce qui nous attend en 2025.**

Le 25 octobre, Applied Equity Advisors 2022 avait organisé notre webcast du Q3 2022 pour les investisseurs. L'époque était particulièrement douloureuse. Le 30 septembre 2022, le S&P 500 affichait -25 % depuis le début de l'année.¹ Les investisseurs étaient vraiment apeurés.

L'un des graphiques que nous avons utilisés lors du webcast montrait que les corrections historiques de -25 % avaient fait apparaître d'excellentes opportunités d'achat.

La performance de l'indice S&P 500 lors des 12 mois suivant les corrections de -25 % était de **+22 %** en moyenne, soit **le double** de la performance annuelle moyenne des actions.²

Un an plus tard, ce point bas de 2022 a produit un résultat similaire. La performance sur 12 mois de l'indice S&P à fin septembre 2023 a été de **+20 %**, un niveau très proche de la moyenne historique ! Mais les investisseurs se sont-ils montrés plus agressifs sur les marchés actions fin 2022/début 2023, sachant que les corrections les plus marquées créent de formidables opportunités ? Absolument pas.

Les investisseurs étaient extrêmement pessimistes début 2023.

« LES MARCHÉS BULL NAISSENT DU PESSIMISME. »³

C'est ce qui s'est passé en 2023. Le S&P 500 est reparti de l'avant, mais le niveau de vente des particuliers et des sceptiques de Wall Street était très élevé.^{4,5} Rien ne fut donc différent cette fois-ci. À mon avis, 2024 a été similaire à la *deuxième année* d'un marché Bull. Après une année d'outflows sur les actions, comme en 2023, ceux-ci ont commencé à se tarir alors que le marché repartait de plus belle. Les investisseurs ont réalisé qu'ils avaient commis une erreur en délaissant les actions et leur pessimisme a disparu.⁶ Tout comme les sceptiques de Wall Street.

“

À mon avis, nous entrons dans la phase d'optimisme du « cycle émotionnel » du marché Bull. Les flux vont probablement devenir plus positifs et Wall Street fera preuve d'un optimisme bien plus marqué dans leurs perspectives.



Andrew Slimmon
Head of Applied Equity Advisors

¹ Bloomberg.

² Bloomberg.

³ Sir John Templeton, 1966.

⁴ Flux au sein des fonds. Strategas.

⁵ Selon 11 stratégestes Wall Street U.S. equity, la performance du S&P 500 ne devait être que de +4,6 % en 2023.

⁶ Au troisième trimestre 2024, les flux nets sur les actions sur les 12 derniers mois - après avoir été fortement négatifs - sont redevenus neutres, pas nécessairement positifs, mais pas aussi négatifs qu'en 2023. Strategas.

« LES MARCHÉS BULL SE NOURRISSENT DU SCEPTICISME. »

Si 2023 et 2024 ont constitué les deux premières années classiques d'un marché bull, je ne vois aucune raison de penser que la troisième année (2025) ne le sera pas également.

« LES MARCHÉS BULL PARVIENNENT À MATURITÉ GRÂCE À L'OPTIMISME. »

À mon avis, nous entrons dans la phase d'optimisme du « cycle émotionnel » du marché bull. Je pense que les investisseurs et Wall Street seront beaucoup plus optimistes qu'ils ne l'ont été ces deux dernières années. Les flux vont probablement devenir nettement plus positifs et Wall Street aura des perspectives bien plus positives.

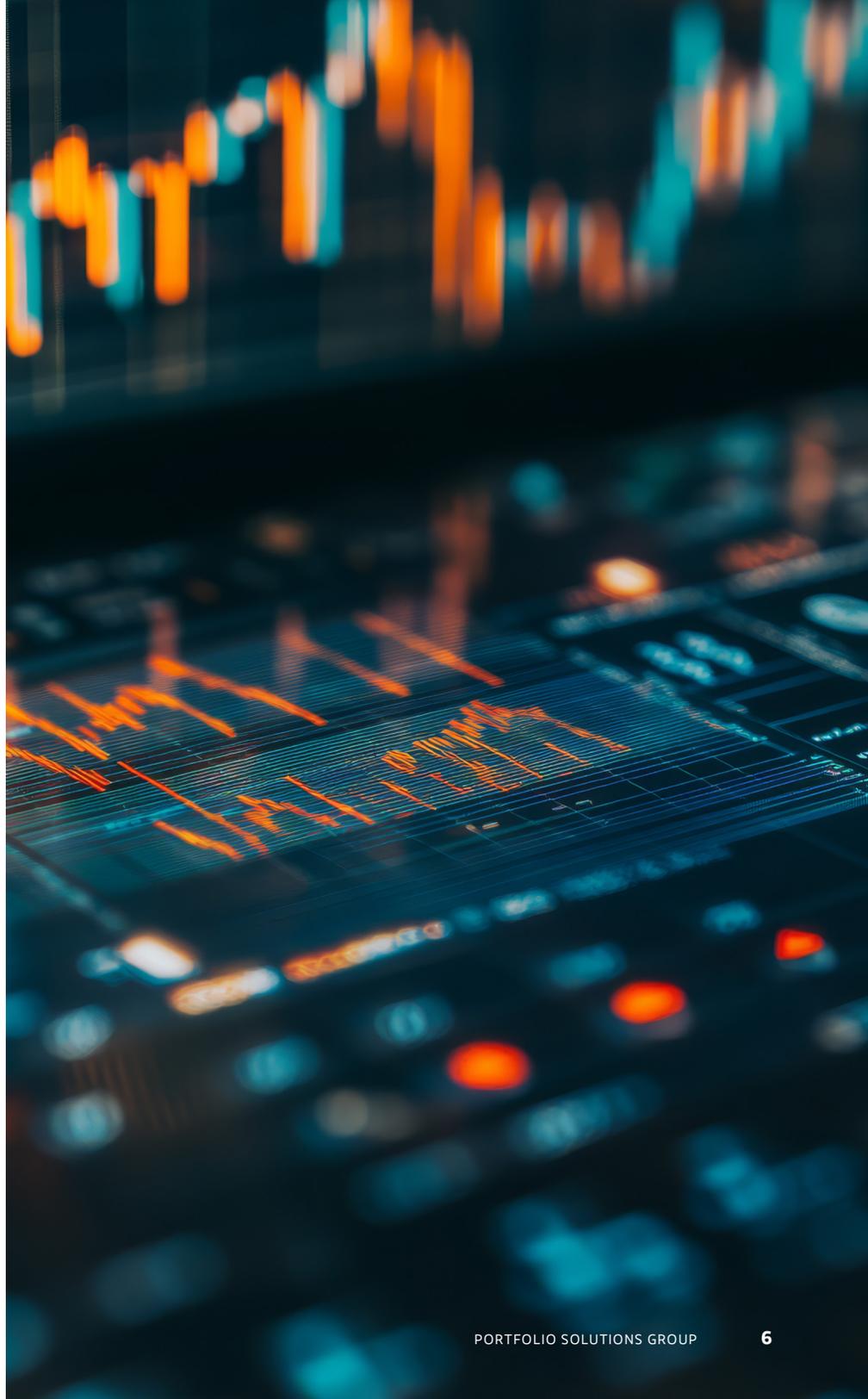
Un tel scénario serait favorable aux marchés boursiers et aux investisseurs exposés aux actions en 2025.

Bien entendu, la dernière étape d'un marché bull avant le prochain marché bear correspond à la « phase d'euphorie ».

Et c'est une zone dangereuse.

Oui, il faut s'y attendre, mais elle interviendra plus tard. Nous devons d'abord passer par la phase d'optimisme.

Profitez de 2025 !



En matière de gestion obligataire, le crédit titrisé pourrait être la solution idéale

Dans notre scénario central pour 2025, nous pensons que la politique monétaire dépassera les attentes actuelles du marché, sous l'effet d'une croissance modérée et d'une tendance désinflationniste irrégulière, mais persistante. Si le scénario central reste tributaire des données économiques, l'environnement post-élections américaines l'a rendu de plus en plus dépendant des politiques menées.

Si la politique budgétaire devient plus accommodante avec l'augmentation des droits de douane, nous prévoyons de nouvelles pressions haussières sur les rendements, une pentification des courbes de taux sous l'effet des pressions inflationnistes et une augmentation des primes de risque, ce qui finira par entraîner une hausse des taux terminaux. Nous pensons toutefois que les prix de marché actuels reflètent l'hypothèse haussière de notre scénario central.

D'autre part, un cycle monétaire modéré, associé à une consommation soutenue, des bilans d'entreprise robustes et une demande solide d'actifs risqués de la part des investisseurs, devrait être de bon augure pour les différents segments obligataires. Alors que 2025 approche à grands pas, les valorisations des indices intègrent déjà une part substantielle du potentiel haussier. Compte tenu de notre optimisme sur le plan macroéconomique, de la stabilité des fondamentaux des bilans et de la demande toujours aussi soutenue d'instruments obligataires, les spreads intègrent logiquement un optimisme important. En

fait, les spreads de crédit des obligations Investment Grade et High Yield sont proches de leurs plus bas niveaux à long terme.

Ce contexte semble donc propice à la sélection active des secteurs et des titres. En effet, les trajectoires économiques et l'évolution des politiques vont encore accroître la dispersion des fondamentaux, et les taux d'intérêt et la volatilité des spreads resteront élevés.

Dans l'ensemble, nous pensons que le niveau actuellement élevé des rendements initiaux plaide largement en faveur d'une allocation aux obligations, lesquelles devraient remplir leur double mission à savoir générer du revenu/une performance totale et conserver une corrélation négative avec les actifs risqués au sein des portefeuilles des clients.

Nos portefeuilles sont positionnés de manière à surpondérer le risque de crédit. Toutefois, conscients des valorisations élevées et des éventuels pics de volatilité à court terme sous l'effet des politiques qui seront menées, nous sommes dans la

partie basse du spectre de surpondération du risque par rapport aux trois dernières années. Nous surpondérons notamment le secteur de la titrisation (Mortgage-Backed Securities (MBS), Collateralized Mortgage-Backed Securities (CMBS) et Asset-Backed Securities (ABS)), les émissions Investment

Grade du secteur de la Finance, les prêts bancaires à taux variable en-dessous de la notation investment Grade et certains émetteurs High Yield. Nous privilégions également les stratégies de pentification des courbes et les positions longues sur le dollar américain.

“

Les meilleures opportunités demeurent sur le segment du crédit titrisé, en particulier les MBS américains. Les ménages américains bénéficiant d'une bonne notation de crédit présentent des situations financières solides, ce qui devrait continuer à soutenir le crédit à la consommation et les autres types de crédit, d'autant plus que les prix de l'immobilier restent bien orientés.

Vishal Khanduja, CFA
Head of Broad Markets
Fixed Income



MACRO

Nous sommes sous-exposés en duration aux États-Unis et nous détenons des « U.S. curve steepeners », car nous pensons qu'elle va continuer à se normaliser en raison de nouvelles pressions haussières sur les rendements et de l'augmentation des primes de risque. L'assouplissement de la politique budgétaire, le resserrement de la politique monétaire (par rapport aux anticipations antérieures), les guerres commerciales et l'accélération de la croissance américaine sont de bon augure pour le dollar. La seule réserve à notre optimisme serait une dégradation substantielle du marché de l'emploi américain.

OBLIGATIONS INVESTMENT GRADE

Comme les valorisations semblent plutôt élevées, nous sous-pondérons le risque de crédit investment grade (IG), mais surpondérons les obligations court terme dont les rendements sont plus élevés. Plus spécifiquement, nous préférons les titres IG en euro à leurs homologues en dollar car leurs valorisations sont moins onéreuses et nous surpondérons les émissions financières, qui semblent plus attractives que les émissions non-financières.

TITRISATION

Les meilleures opportunités demeurent sur le segment du crédit titrisé, en particulier les MBS américains (émis ou non par des agences). Les ménages américains bénéficiant d'une bonne notation de crédit présentent des situations financières solides, ce qui devrait continuer à soutenir le crédit à la consommation et les autres types de crédit, d'autant plus que les prix de l'immobilier restent bien orientés. Nous sommes sélectifs vis-à-vis des ABS et des CMBS. Concernant les ABS, nous privilégions les ABS business-oriented, comme

les whole business securitizations, et les ABS aéronautiques, car ils offrent des spreads nettement plus importants et semblent attractifs. Sur le segment des CMBS, nous cibons tout particulièrement le logement collectif, le logement individuel, la logistique, les hôtels de grande qualité, les centres commerciaux et les bureaux de prestige. Dans l'ensemble, nous sommes montés en gamme en matière de qualité de crédit.

OBLIGATIONS HIGH YIELD ET PRÊTS BANCAIRES

Nous surpondérons légèrement les obligations HY pour profiter du niveau historiquement élevé des rendements absolus/réels, qui devraient soutenir les performances et protéger les investisseurs en cas d'élargissement des spreads de crédit. Nous préférons désormais les prêts bancaires aux obligations en raison de leur coupon à taux variable, de leur niveau de subordination dans les structures de capital, d'un portage plus élevé et d'un profil ajusté du risque attractif.

MARCHÉS ÉMERGENTS

Compte tenu des incertitudes entourant les futures politiques américaines après la victoire écrasante des républicains, nos portefeuilles n'incluent que quelques titres des marchés émergents, sans véritable allocation dédiée. La sélection des pays et des titres reste essentielle. Une croissance plus forte mais des taux plus élevés et une détérioration des échanges commerciaux mondiaux ne sont généralement pas propices à une bonne performance des marchés émergents. Cela dit, nous sommes convaincus que les pays dotés de perspectives économiques solides, d'une croissance satisfaisante, d'une inflation en baisse et d'une banque centrale capable et désireuse de réduire les taux d'intérêt malgré les changements politiques aux États-Unis sont susceptibles d'enregistrer de bonnes performances.



Une relance décourageante: La Chine ne peut se contenter de mesures de bricolage pour rebondir

Depuis septembre, les responsables politiques chinois ont annoncé toute une série de mesures de relance afin de redynamiser leur économie et de stimuler le cours des actions. Cependant, de nombreux facteurs - un endettement élevé, le surinvestissement, une bulle immobilière qui ne dégonfle pas, une consommation intérieure léthargique et les pressions commerciales internationales - continuent à entretenir les faiblesses structurelles de l'économie chinoise que les plans de relance ne peuvent pas résoudre à eux seuls.

DIFFICULTÉS STRUCTURELLES : LA DETTE ET LE SURINVESTISSEMENT ONT ENTRAÎNÉ UNE BAISSÉ DE LA PRODUCTIVITÉ ET UNE TENDANCE DÉFLATIONNISTE

Les difficultés de la Chine tiennent essentiellement à sa dette colossale, avec un ratio dette totale/PIB qui s'élève à près de 350 %. La dépendance de l'État à sa croissance financée par la dette a érodé la productivité, chaque yuan injecté dans l'économie générant un rendement décroissant. Autre défi majeur, le surinvestissement. Près de 45 % du PIB de la Chine est consacré à des projets qui doivent composer avec une demande intérieure en forte baisse. Cette avalanche de capacités excédentaires s'est traduite par une baisse des taux d'utilisation et des pressions déflationnistes sur les prix à la production et à la consommation. Le fait que le PIB nominal soit récemment devenu inférieur au PIB réel est inquiétant. Cela a en effet un impact direct sur les bénéfices des entreprises et, par extension, sur la confiance des investisseurs et la stabilité des marchés actions.

BULLE IMMOBILIÈRE : L'UN DES PILIERS DE LA RICHESSE S'EST MUÉ EN UN HANDICAP

Le marché immobilier, l'un des piliers de la richesse et de l'activité économique de la Chine, est soumis à de fortes tensions. Avec environ 90 millions de logements vides et des prix de l'immobilier en chute libre, l'effet de richesse positif qu'offrait autrefois l'immobilier est aujourd'hui un frein à l'économie. L'immobilier représente environ 60 % du patrimoine net des Chinois, ce qui contraste fortement avec les États-Unis, où la proportion est plus proche de 27 %. Cette dépendance à l'immobilier en tant que réserve de richesse rend le pays vulnérable à la moindre dégradation de ce secteur. Quelle que soit la solution économique retenue, elle devra s'attaquer aux défis du secteur immobilier et à ses répercussions sur les niveaux de patrimoine, la consommation et la stabilité financière.

CONSOMMATION ET EXPORTATIONS : LA GRANDE DIVERGENCE

Les efforts déployés pour stimuler la consommation intérieure se sont révélés largement insuffisants. L'efficacité de l'assouplissement de la politique monétaire pour stimuler la confiance des ménages contraste fortement avec les États-Unis. En Chine, comme nous l'avons dit, une part importante du patrimoine net des ménages est liée à l'immobilier. Contrairement aux États-Unis où la baisse des taux d'intérêt

encourage les dépenses des ménages, les consommateurs chinois hésitent à accroître leurs dépenses en raison des craintes suscitées par l'instabilité du marché immobilier et par l'absence d'un filet de sécurité sociale.

Jusqu'à présent, la consommation a été éclipsée par les investissements ininterrompus dans le secteur manufacturier, le commerce et les infrastructures. L'initiative « Made in China 2025 » contraint Pékin à remonter la

“

Selon les enseignements tirés d'autres pays surendettés, le chemin de la stabilité passera par l'assainissement des créances douteuses via des dépréciations ou des restructurations de dette, suivies d'une recapitalisation des banques.

Jitania Kandhari

Deputy CIO of the Solutions and Multi-Asset Group, Head of Macro and Thematic Research for the Emerging Markets Equity team, Co-Lead Portfolio Manager, Passport Equity



chaîne de valeur en produisant des biens plus haut de gamme, des véhicules électriques jusqu'aux technologies aérospatiales. Cependant, comme la demande intérieure reste insuffisante pour absorber cette production, la Chine compte de plus en plus sur les exportations pour soutenir sa croissance. La consommation des ménages représente 72 % du PIB mondial, contre 53 % du PIB chinois. Une tendance bien connue de l'économie du développement permet de mieux cerner la situation : À mesure que la richesse nationale augmente, une part croissante de la consommation est consacrée aux Services au détriment des Biens. Alors que la Chine suit les traces des géants manufacturiers que sont l'Allemagne et le Japon, elle est confrontée aux mêmes limites : un vaste appareil manufacturier, axé sur les exportations, mais sans marché intérieur capable d'absorber la production.

Depuis les années 1990, la part de l'industrie manufacturière dans le PIB de l'Allemagne s'est stabilisée, mais la consommation intérieure limitée de biens a entraîné une augmentation importante des exportations nettes. La trajectoire économique de la Chine est tout aussi dépendante des exportations, ce qui accroît les excédents commerciaux et accentue les tensions avec des pays comme les États-Unis et l'Europe.

**PRESSIONS COMMERCIALES :
RÉSILIENCE OU RÉTICENCE ?**

Malgré la montée des tensions commerciales, en particulier avec les États-Unis, la Chine a globalement conservé sa part du marché en réorientant ses exportations vers l'UE et les pays émergents. Les États-Unis importent peut-être moins de Chine, mais d'autres régions ont pris le relais. Toutefois, ces efforts posent problèmes. Les politiques commerciales agressives ont provoqué des représailles internationales, avec une

diminution des investissements directs étrangers (FDI) et une réticence croissante des investisseurs à se positionner sur le marché chinois. Si la Chine veut conserver sa place dans le commerce mondial, elle doit équilibrer ses ambitions de croissance par un sens aigu de la diplomatie et une ouverture aux investissements étrangers.

LA NATURE CYCLIQUE DES MESURES DE RELANCE : UN ÉCHO DE LA « DÉCENNIE PERDUE » DU JAPON

Depuis la crise financière mondiale, la Chine a déployé cinq grands programmes de relance, qui n'ont fait que retarder une échéance inévitable. Le dernier paquet de relance de la Chine, le cinquième en 15 ans, témoigne d'un schéma récurrent d'interventions budgétaires et monétaires qui stimulent temporairement la croissance (Graphique 1). Historiquement, chaque plan de relance a permis au marché de se dresser à court terme, mais comme le dernier cycle de 2022 l'a montré, ces effets commencent à s'estomper. La « Lost Decade » du Japon dans les années 1990 offre un parallèle qui donne à réfléchir.

Dans la plupart des pays, la croissance monétaire provoque des pressions inflationnistes dans la mesure où elle augmente la demande par rapport à la production. La situation actuelle de la Chine présente des similitudes avec celle du Japon dans les années 1990, où l'inverse s'était produit, l'expansion du crédit ayant alimenté l'offre de l'économie (production) plutôt que de stimuler la demande (consommation). La production augmente plus que la demande, source de déflation plutôt que d'inflation. Au Japon, les politiques de l'offre n'ont pas réussi à rééquilibrer l'économie et à redynamiser la croissance. La part de la consommation consommation share dans le PIB japonais a atteint son plus faible niveau à 63,3 % en 1991 (comparé contre 53,4 % pour la Chine en 2023), et il lui a fallu 17 ans pour

AFFICHAGE 1

Les cinq plans de relance de la Chine ont entraîné cinq épisodes de hausse des actions, mais sans rebond durable

Impact des plans de relance chinois sur le PIB nominal et les marchés actions



Source : Recherche MSIM et EME. Au 30 septembre 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe Emerging Markets Equity à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**



augmenter de 10 points de pourcentage. En 2008, la part de la consommation dans le PIB atteignait 73,8 %, soit toujours moins que la moyenne mondiale.

Au cours de cette période, la part du Japon dans le PIB mondial global est tombée de 15 % à 7,9 %. Après le pic de son économie dans les années 1980, le Japon a connu une très longue stagnation entrecoupée de brefs rebonds du marché qui ont atteint en moyenne 45 %. Le marché chinois, sous l'effet des plans de relance, a également rebondi à cinq reprises lors des derniers cycles, d'environ 35 % (Graphique 2), avec des points hauts moins élevés et des points bas moins extrêmes.

**LA TRAJECTOIRE À SUIVRE:
UN RÉAJUSTEMENT DOULOUREUX
MAIS NÉCESSAIRE**

Tant que la Chine ne s'attaquera pas aux problèmes de fond - endettement excessif et investissements inefficaces - les plans de relance ne resteront que du bricolage. Les autorités semblent capables de gonfler temporairement la croissance nominale et d'orchestrer des rebonds cycliques des marchés à court terme, mais elles ne seront

pas en mesure d'assurer une reprise économique durable ou un véritable rebond des marchés actions.

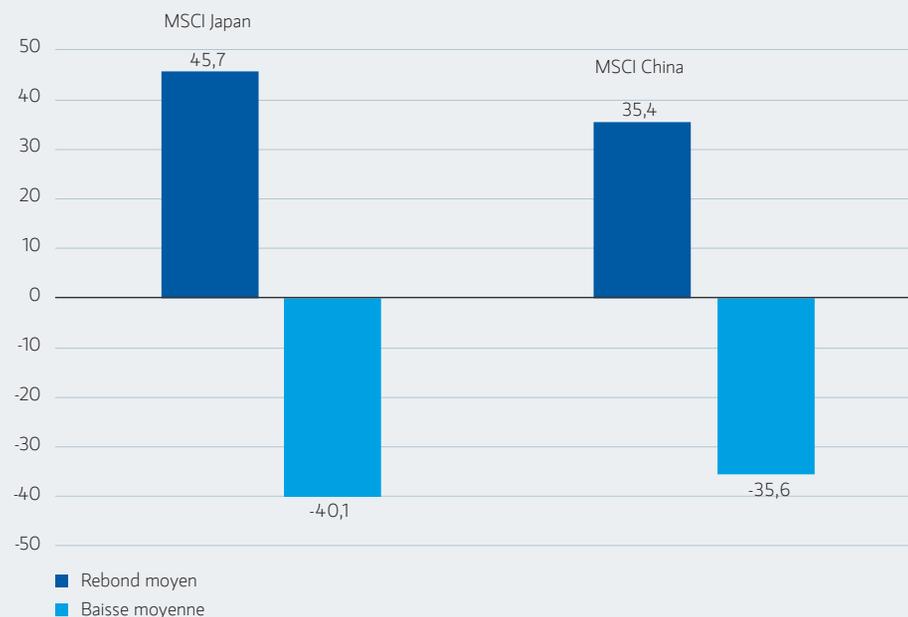
Il n'existe aucune solution miracle aux déficiences du modèle de croissance économique chinois. Au fil des années, les déséquilibres de l'économie chinoise se sont creusés et seules une restructuration complète de la dette et une redistribution des revenus sous l'égide de l'État permettront d'obtenir des changements positifs.

Selon les enseignements tirés d'autres pays surendettés, le chemin de la stabilité passera par l'assainissement des créances douteuses via des dépréciations ou des restructurations de dette, suivies d'une recapitalisation des banques. Cette approche sera indéniablement douloureuse, puisqu'elle entraînera des pertes, mais en l'absence de mesures aussi radicales, les plans de relance ne feront qu'apporter des réconforts éphémères. Une transformation plus profonde doit être enclenchée pour pérenniser la santé de l'économie.

GRAPHIQUE 2

Le marché chinois s'apparente à celui du Japon dans les années 1990

Hausses et baisses moyennes lors des grandes tendances baissières, indices MSCI China et Japan



Source : MSIM, recherche EME, Bloomberg. Au 16 octobre 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe Emerging Markets Equity à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

L'impact de l'IA générative sur les marchés privés

Les valorisations des marchés privés ont subi une forte baisse, comme l'illustrent les sept trimestres négatifs consécutifs des performances totales de l'immobilier core non coté entre le 30 septembre 2022 et le 30 juin 2024 (indice NCREIF Property). Cet ajustement baissier prolongé a débuté en 2022 lorsque les marchés privés, dont les performances étaient élevées, et les investisseurs, confrontés à une moindre marge de manœuvre en matière d'allocation, ont dû composer avec la hausse des taux d'intérêt. L'impact est encore perceptible aujourd'hui dans les levées de fonds des marchés privés, qui sont nettement plus faibles et plus lentes que par le passé. En aval également, le nombre de transactions reste atone, malgré de légers signes de reprise.

Alors que les transactions reprennent des couleurs sur les marchés privés, les Hedge Funds offrent toujours une solution immédiate et concrète pour générer des performances ajustées du risque attractives. Après avoir évolué dans un environnement difficile en termes d'alpha entre 2012 et 2022, l'alpha moyen généré par les plateformes de Hedge Funds multi-gérants sur la dernière période de 12 mois, par exemple, a largement dépassé celui des stratégies long-only sur actions. Cette situation s'explique par deux facteurs qui devraient persister en 2025. Premier facteur, les Hedge Funds long-short bénéficient de l'environnement de taux d'intérêt plus élevés grâce au « short rebate » (revenus générés par le réinvestissement du produit des ventes à découvert). Deuxième facteur, peut-être le plus important, la volatilité plus élevée et la dispersion accrue entre les actifs éligibles offrent aux Hedge Funds capables de mettre en œuvre des stratégies flexibles un nombre accru d'opportunités de génération d'alpha.

La dette privée a également bénéficié assez tôt de l'évolution des conditions de marché. En 2025, nous pensons que les prix des prêts senior aux entreprises seront proche des moyennes à long terme, avec des rendements globaux attractifs et des caractéristiques défensives renforcées grâce à un meilleur alignement des intérêts, un moindre effet de levier et des contributions accrues d'equity. L'un des segments de la dette privée qui, selon nous, devrait particulièrement bien se comporter en 2025 est celui des « special situations lending ». Ces stratégies sont suffisamment flexibles pour cibler les emprunteurs performants mais « non-conforming », bénéficient d'un flux de transactions croissant et de prix attractifs, alors que les entreprises continuent à s'adapter à l'augmentation des charges d'intérêt et à d'autres évolutions de leur environnement.

L'année 2025 devrait offrir de meilleures opportunités d'investissement en

fonds propres equity sur les marchés privés. Nous assistons actuellement au premier réajustement généralisé des prix des investissements en equity sur les marchés privés depuis la crise financière mondiale. Cette tendance a notamment

été déclenchée par l'arrivée à maturité de solutions de financement relativement bon marché et par une confiance accrue dans la perspective d'un « soft landing » de l'économie. Les points d'entrée offerts par la baisse des multiples de l'entreprise value

“

L'impact de l'IA générative sur le marché privé devrait être un thème d'investissement majeur en 2025. Nous pensons que les entreprises tenteront d'accroître leurs revenus et leur rentabilité grâce à des applications de l'IA et nous reconnaissons que certaines des premières opportunités sont du côté des infrastructures privées.

Steve Turner
Head of Investment Selection for
the Portfolio Solutions Group



GRAPHIQUE 1

Les multiples de valorisation des opérations de buyout devraient converger



Source : Portfolio Solutions Group. Au 30 septembre 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux du Portfolio Solutions Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.** L'EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) reflète l'efficacité opérationnelle à court terme d'une entreprise. Un ratio dette/EBITDA plus faible reflète généralement une entreprise plus saine d'un point de vue financier, représentant un niveau plus élevé de liquidités provenant des bénéfices pour couvrir les paiements de la dette, ce qui est considéré comme moins risqué pour un investisseur.

sont favorables aux nouveaux investissements. Bien que nécessaires, ces multiples ne sont toutefois pas suffisants pour générer des performances attractives à l'avenir. Les gérants ont également besoin de solutions extrêmement compétitives pour se lancer dans des initiatives de croissance des revenus, pour accroître les marges et mettre en place une structure de capital adaptée, le tout dans un environnement caractérisé par une augmentation du service de la dette et des multiples d'endettement plus faibles, et au sein duquel la croissance organique jouera sans doute un rôle plus important que la croissance externe. Selon nous, le segment du mid-market sur le marché du Private Equity offre aux investisseurs l'environnement le plus propice à ce type d'initiative. Selon nos données, les investissements sur le mid-market peuvent accélérer la croissance des bénéfices tout en étant moins dépendants de l'effet de levier. Compte tenu de l'environnement opérationnel que nous prévoyons pour 2025, nous sommes optimistes à l'égard de ce segment de marché.

L'un des ajustements de prix les plus manifestes en réponse au nouveau régime de taux d'intérêt a été observé dans l'immobilier non coté. Nous anticipons une augmentation du nombre de transactions en raison de l'arrivée à maturité des financements existants et de l'obligation des investisseurs de procéder à des recapitalisations sur la base de coûts de financement plus élevés. Comme l'écart entre la valeur des biens immobiliers et les coûts d'emprunt reste serré sur certains segments, il est essentiel de faire preuve d'une sélectivité accrue dans l'attente d'un creusement de cet écart. La classe d'actifs doit également composer avec une demande positive mais en phase de ralentissement sur des segments où l'offre est élevée, ce qui pèse sur les loyers et le taux d'occupation. Toutefois, les perspectives opérationnelles à long terme sont prometteuses. L'offre devrait diminuer sensiblement en 2025 et les marchés de la dette restent relativement solides. Nous pensons donc que l'immobilier privé offre

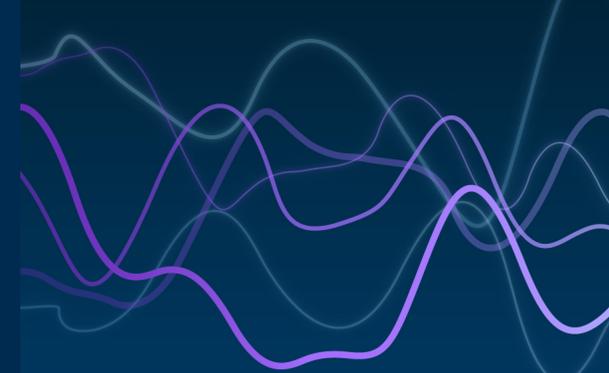
une opportunité intéressante aux prêteurs, aux stratégies « net lease » et aux investisseurs en equity.

L'impact de l'intelligence artificielle (IA) générative sur la performance du marché privé devrait être un thème d'investissement majeur en 2025. Les sociétés de Private Equity devraient participer à cette tendance en investissant dans les « IA-natives » mais aussi dans des entreprises cherchant à accroître leurs revenus et leur rentabilité via des applications d'IA. Il nous toutefois faut reconnaître que certaines des premières opportunités sont du côté des infrastructures non cotées. Deux thèmes clés liés aux infrastructures à l'origine de cette tendance sont la numérisation de la société et des économies, ainsi que la transition énergétique mondiale. Ces deux méga-thèmes convergent lorsque les besoins en data alimentent la demande en électricité, ce qui crée de multiples opportunités d'investissement.

L'IA générative est en train de démultiplier les opportunités d'investissement dans les infrastructures, alors que le marché de l'énergie est jugé inadéquat pour satisfaire le volume, la densité et la faible tolérance à l'intermittence énergétique des solutions d'IA générative. Les investisseurs privés peuvent cibler des segments engorgés et investir dans des solutions ad hoc, par exemple dans des terrains alimentés en énergie - comme des sites industriels ou des sites de production d'énergie en fin de vie -, ou encore dans des fournisseurs de solutions de stockage d'énergie, de refroidissement de l'eau et d'efficacité énergétique. Bien entendu, il sera également essentiel de procéder à des investissements massifs dans les centres de données et la production d'énergie primaire. Participer au déploiement de la « plomberie » des systèmes d'IA générative sera probablement un thème d'investissement clé en 2025.



Cadre d'investissement du pôle Capital Markets



Allocations représentatives du Portfolio Solutions Group

ALLOCATION D'ACTIFS	NOTRE OPINION					COMMENTAIRE
	--	-	=	+	++	
OBLIGATIONS Duration			→	■		Pour la première fois depuis plusieurs années, nous avons décidé de surpondérer la durée dans nos portefeuilles. Après leur récente hausse, les rendements des 10Y U.S. Treasury se sont rapprochés de niveaux qui limitent le potentiel haussier. Les obligations constituent donc une meilleure couverture de notre exposition aux actions et de notre exposition cyclique aux États-Unis.
OBLIGATIONS Crédit			■	←		
ACTIONS Niveau de risque			■			Notre scénario central table toujours sur un « soft landing », qui serait favorable aux fondamentaux des actions. À court terme, le résultat de l'élection américaine pourrait inciter les investisseurs qui avaient réduit leur exposition au risque à revenir sur le marché, et « précipiter » en partie la hausse des actions prévue l'année prochaine. Mais à moyen terme, nous n'avons pas encore assez d'informations pour déterminer toutes les conséquences du second mandat de Donald Trump sur les actions.
INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS Marchés privés				■		L'issue de l'élection américaine devrait accroître les volumes de transactions, mais son impact sera probablement inégal sur les opportunités de croissance et les risques au sein de chaque segment.
INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS Hedge Funds				■		Les Hedge Funds profitent d'un environnement de marché favorable pour les gestionnaires possédant une solide expertise. Nous maintenons une préférence pour les stratégies market neutral, les stratégies de valeur relative en actions et les stratégies macro.
INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS Matières premières				■		Nous restons neutres sur les matières premières : les risques géopolitiques grandissants sont équilibrés par d'importants capacités inutilisées sur certains marchés (pétrole par ex.), ce qui limite le potentiel haussier en l'absence de perturbations physiques.
TRANSITION Liquidités / Durée courte		■	←			Notre neutralité aux actions et l'augmentation de la durée au sein de nos portefeuilles ont entraîné une diminution de notre position en liquidités et sur les instruments à faible durée.

À titre d'information uniquement et ne constitue ni une offre ni une recommandation d'achat ou de vente de titres particuliers ou de suivi d'une stratégie de gestion particulière. Les opinions tactiques exprimées ci-dessus sont une représentation générale des opinions et applications de notre équipe, exprimées à des fins de communication client. Les informations figurant dans le présent document ne présumant pas des objectifs financiers, circonstances ou besoins spécifiques d'un investisseur en particulier. Les signes reflètent l'opinion du Portfolio Solutions Group pour chaque classe d'actifs.

Allocation aux actions internationales représentative du Portfolio Solutions Group



■ ALLOCATION ACTUELLE
■ VARIATION VS NOV. 2024

-- SOUS-PONDÉRATION AVEC FORTE CONVICTION
- SOUS-PONDÉRATION
= NEUTRE
+ SURPONDÉRATION
++ SURPONDÉRATION AVEC FORTE CONVICTION

ACTIONS	NOTRE POINT DE VUE					COMMENTAIRE
	--	-	=	+	++	
RÉGION Marchés développés			■			Nous surpondérons désormais légèrement les actions américaines : La probabilité d'un soft landing restant élevée, la dynamique post-électorale est positive pour les actions américaines. Nous avons augmenté notre exposition aux actions américaines sur des segments autres que celui des mega cap, car ils sont selon nous mieux positionnés pour enregistrer une expansion des bénéfiques et des valorisations.
RÉGION États-Unis			■	■		Nous avons décidé de sous-pondérer les actions européennes : Les incertitudes suscitées par les droits de douane freinent la croissance et aggravent les tendances structurelles négatives qui pénalisent déjà les actions européennes. En Europe, nous continuons à privilégier les banques, car les anticipations actuelles du taux terminal et des valorisations toujours bon marché rendent le rendement du capital toujours attractif.
RÉGION Zone euro		■	■	■		Le risque d'une forte appréciation du yen et l'impact négatif que cela ferait peser sur les actions japonaises sont atténués par un regain du dollar, qui est dû à la croissance américaine et aux écarts de taux d'intérêt avec le reste du monde. L'amélioration des tendances structurelles domestiques du Japon se poursuit et les valorisations demeurent relativement peu élevées.
RÉGION Japon				■		La 2è administration Trump fait planer l'incertitude sur les pays émergents dépendants des exportations, en raison des politiques protectionnistes et des droits de douane. La Chine subit de plein fouet l'impact de tendances extérieures défavorables, tandis que l'absence d'une politique budgétaire volontariste réduit les perspectives de reflation et de reprise de l'économie.
RÉGION Marchés émergents			■			
STYLE Croissance vs « value »			■			Les indices axés sur le style « croissance » restent exposés de manière disproportionnée aux tendances de la Big Tech, sur lesquelles nous cherchons à rester neutres.
STYLE Grandes vs petites capitalisations				■		Les small caps souffrent toujours de la présence de valeurs de mauvaise qualité au sein de leur indice. Toutefois, après une baisse des bénéfiques et l'élection de Trump, les performances des actions (hors mega cap) devraient enfin s'améliorer.
STYLE Qualité			■	■		Avec une faible prime de risque des actions et une accélération de la croissance économique limitée par le risque inflationniste, nous continuons à privilégier le facteur Qualité. Nous balançons avec une exposition cyclique ciblée.
STYLE Dividendes			■			Les valeurs générant des dividendes présentent à nos yeux un profil de risque équilibré. Un rendement du dividende élevé, en tant que facteur de style indépendant, n'est pas nécessairement synonyme de « qualité », même si de nombreux fonds axés sur les dividendes recherchent également des facteurs de qualité.

À titre d'information uniquement et ne constitue ni une offre ni une recommandation d'achat ou de vente de titres particuliers ou de suivi d'une stratégie de gestion particulière. Les opinions tactiques exprimées ci-dessus sont une représentation générale des opinions et applications de notre équipe, exprimées à des fins de communication client. Les informations figurant dans le présent document ne présument pas des objectifs financiers, circonstances ou besoins spécifiques d'un investisseur en particulier. Les signes reflètent l'opinion du Portfolio Solutions Group pour chaque classe d'actifs.

Allocations aux obligations internationales représentatives du Portfolio Solutions Group



■ ALLOCATION ACTUELLE
■ VARIATION VS NOV. 2024

-- SOUS-PONDÉRATION AVEC FORTE CONVICTION
- SOUS-PONDÉRATION
= NEUTRE
+ SURPONDÉRATION
++ SURPONDÉRATION AVEC FORTE CONVICTION

OBLIGATIONS	NOTRE OPINION					COMMENTAIRE
	--	-	=	+	++	
OBLIGATIONS U.S. Treasuries			➔	■		Nous surpondérons désormais légèrement la durée dans nos portefeuilles : Après avoir récemment augmenté, les rendements se situent à des niveaux qui devraient leur permettre d'assurer une couverture plus efficace de notre exposition aux actifs risqués.
OBLIGATIONS Inflation Linked Bonds			■			Les breakeven d'inflation ont augmenté récemment et, même s'ils pourraient encore augmenter, ils sont plus proches de leur juste valeur aujourd'hui qu'ils ne l'étaient il y a un mois.
OBLIGATIONS Eurozone Govt. Bonds			➔	■		A l'image des bons du Trésor, nous surpondérons légèrement la durée : Comme indiqué, les rendements se situent à des niveaux qui devraient leur permettre d'assurer une couverture plus efficace de notre exposition aux actifs risqués.
OBLIGATIONS EM Hard Currency Govt. Bonds				■		Les spreads de la dette émergente se sont nettement resserrés depuis la correction des prix l'été dernier. La classe d'actifs, encore un peu chère, présente encore un potentiel par rapport à d'autres segments obligataires très chers.
OBLIGATIONS EM Local Currency Govt. Bonds			■			La dette émergente en devise locale présente un certain potentiel en valeur relative, avec des valorisations non pas onéreuses mais assez proches de leur juste valeur historique. Toutefois, le résultat des élections américaines devrait contribuer à court terme à la vigueur du dollar et peser sur les performances de la classe d'actifs.
OBLIGATIONS COTÉES Municipal Bonds			■			Les spreads des obligations municipales se sont resserrés par rapport aux Bons du Trésor et sont désormais assez proches de leur « juste valeur ». La classe d'actifs reste intéressante pour les investisseurs imposables, mais légèrement moins qu'il y a un mois.
OBLIGATIONS COTÉES Investment Grade		■				Les spreads sont désormais à leurs plus bas historiques, la surperformance par rapport aux USTs devrait être minime et les titres IG restent sensibles au moindre événement extrême. Nos perspectives économiques favorables nous empêchent toutefois d'adopter une sous-pondération avec une forte conviction.
OBLIGATIONS COTÉES MBS/ABS					■	Les Asset Backed Securities font l'objet d'une forte conviction et le rendement par unité de qualité de crédit reste intéressant. Les taux des US 30Y fixed mortgage sont plus élevés que les rendements des obligations d'entreprises notées BB, ce qui est rarement arrivé ces 25 dernières années.
OBLIGATIONS COTÉES High Yield		■	➔			Compte tenu des spreads historiquement bas dans toutes les notations, le potentiel de hausse de la classe d'actifs nous semble limité et nous préférons nous tourner vers des secteurs obligataires affichant des valorisations moins élevées.
OBLIGATIONS COTÉES Bank Loans			➔	■		Les prêts bancaires n'ont pas autant rebondi que d'autres classes d'actifs obligataires risquées et les performances excédentaires semblent actuellement attractives, en particulier en termes relatifs.

À titre d'information uniquement et ne constitue ni une offre ni une recommandation d'achat ou de vente de titres particuliers ou de suivi d'une stratégie de gestion particulière. Les opinions tactiques exprimées ci-dessus sont une représentation générale des opinions et applications de notre équipe, exprimées à des fins de communication client. Les allocations individuelles des équipes peuvent être différentes. Les informations figurant dans le présent document ne présumant pas des objectifs financiers, circonstances ou besoins spécifiques d'un investisseur en particulier. Les signes reflètent l'opinion du Portfolio Solutions Group pour chaque classe d'actifs.

Commentaire du Portfolio Solutions Group



ACTIFS ALTERNATIFS

COMMENTAIRE

ACTIFS NON COTÉS Private Equity	Les cash flows des investisseurs devraient reprendre grâce à l'augmentation de l'activité de marché, offrant ainsi un point d'entrée attractif sur les actifs. Si dans le domaine du Private Equity, il est crucial de limiter l'exposition aux risques exogènes, l'élection américaine devrait accroître les volumes de transactions. Mais son impact sera probablement inégal sur les opportunités de croissance et les risques au sein de chaque segment. La perspective d'une déréglementation généralisée pourrait accroître les opportunités dans les secteurs de la Finance et de la Santé, et la moindre intervention des autorités antitrust pourrait être globalement positive pour les M&A. Toutefois, comme les politiques pro-croissance devraient également renforcer l'inflation, nous continuons à privilégier les stratégies axées sur le mid-market qui recourent moins à l'effet de levier et sont bien placées pour lancer des initiatives de gestion d'actifs visant à stimuler les marges et la croissance réelle des bénéficiaires.
ACTIFS NON COTÉS Private Real Estate	L'immobilier commercial core a mis fin à une série de sept trimestres négatifs consécutifs en enregistrant une performance totale positive au troisième trimestre. Cette très longue phase d'ajustement s'explique par des coûts d'endettement plus élevés et une offre abondante sur certains segments. L'arrivée à maturité cette année et en 2025 d'un montant considérable de dette de l'immobilier commercial devrait accroître les volumes de transactions et faire apparaître des points d'entrée intéressants. Les tendances favorables de la demande à long terme subsistent dans les secteurs clés, tandis que les difficultés au niveau de l'offre commencent à s'atténuer. Nous pensons que cette dynamique va entraîner un nouveau rebond des prix et offrir des opportunités prometteuses. Les infrastructures non cotées continuent à profiter des opportunités d'investissement liées aux mégatendances que sont la numérisation et la production énergétique. Ces thèmes convergent lorsque les services de données nécessitent de l'énergie et l'intelligence artificielle générative (IA) montre que le mix énergétique actuel est insuffisant en termes de volume, de densité et de fiabilité. Les investisseurs privés jouent un rôle clé dans la mise en place de ces infrastructures facilitatrices, avec des perspectives de croissance prometteuses. Le volume des transactions dans les infrastructures s'accroît également dans tous les secteurs, avec une plus grande utilisation des transports depuis le covid entraînant un rebond des taux d'utilisation des aéroports et des routes à péage. Aux États-Unis, il faut faire preuve de sélectivité afin de vérifier que l'activité d'investissement est alignée avec les ajustements qui seront apportés aux politiques. Si les investissements dans l'énergie éolienne et solaire terrestres, compétitifs en termes de coûts, bénéficient d'une dynamique irréversible, les mesures de soutien aux projets en phase de démarrage et subventionnés, comme l'énergie éolienne en mer et l'hydrogène, pourraient pâtir de l'augmentation de la production de pétrole et de gaz conventionnels. Jusqu'à présent, nous observons un soutien bipartisan en faveur de la production d'énergie nucléaire et de la généralisation de l'accès à l'Internet à haut débit, mais les futures politiques devront être analysées de près une fois que des informations plus détaillées seront connues.
ACTIFS NON COTÉS Private Credit	Les prix et les conditions des prêts sont désormais alignés sur leur moyenne à long terme. Cependant, les taux élevés et les faibles défauts soutiennent les attentes élevées sur la performance totale. Alors que les entreprises cherchent toujours des moyens pour gérer leurs flux de trésorerie, les stratégies dédiées aux « situations spéciales » peuvent profiter de prix et de conditions favorables offertes par les opportunités encore exploitables face à des mandats de gestion plus rigides.
ACTIFS ALTERNATIFS LIQUIDES Hedge Funds	Les Hedge Funds profitent d'un environnement de marché favorable pour les gestionnaires possédant une solide expertise. Nous maintenons une préférence pour les stratégies market neutral, les stratégies de valeur relative en actions et les stratégies macro. Dans le cadre des stratégies macro, nous privilégions les stratégies discrétionnaires présentant un biais tactique, afin d'exploiter les divergences favorables de prix de marché et de fondamentaux économiques. Concernant les stratégies actions, nous restons convaincus du potentiel des stratégies fondamentales long/short. Nous sommes également de plus en plus optimistes à l'égard des stratégies quantitatives, qui bénéficient de la faible corrélation avec le prix des actifs individuels, à cause d'incertitudes macroéconomiques et géopolitiques.
ACTIFS ALTERNATIFS LIQUIDES Commodities	Nous avons clôturé notre position sur les futures sur le pétrole. Les risques géopolitiques sont désormais plus binaires et le potentiel haussier semble limité sauf en cas de perturbations majeures de l'offre, ce qui réduit l'intérêt de la position en tant que couverture au sein de notre portefeuille.

À titre d'information uniquement et ne constitue ni une offre ni une recommandation d'achat ou de vente de titres particuliers ou de suivi d'une stratégie de gestion particulière. Les opinions tactiques exprimées ci-dessus sont une représentation générale des opinions et applications de notre équipe, exprimées à des fins de communication client. Les informations figurant dans le présent document ne présument pas des objectifs financiers, circonstances ou besoins spécifiques d'un investisseur en particulier. Les signes reflètent l'opinion du Portfolio Solutions Group pour chaque classe d'actifs.

Portfolio Solutions Group

Le pôle Portfolio Solutions Group produit des analyses macroéconomiques « top-down » sur les actions, les obligations et les actifs alternatifs, qui visent à aider les clients à tirer parti des fluctuations de la conjoncture économique et des perturbations de marché à travers le monde.

L'équipe élabore des solutions d'investissement multi-actifs personnalisées pour un large éventail de portefeuilles, qu'ils soient bien diversifiés ou hyper-concentrés.



JIM CARON
*Chief Investment
Officer,
Managing Director*



**EWA TUREK
SEMMELOTH**
Executive Director



ERIC ZHANG
Executive Director



SCHUYLER HOOPER
Executive Director



GREG WATERMAN
Vice President



UMAR MALIK
Vice President



CHRIS CHIA
Vice President



SACHIN RAGHAVAN
Associate

Comité d'allocation des actifs

Le Comité d'allocation d'actifs est un organisme indépendant composé de professionnels de l'investissement expérimentés issus des différents métiers au sein de MSIM et d'Eaton Vance. Le pôle Portfolio Solutions Group présente des idées de recherche et d'investissement multisectorielles au Comité d'allocation d'actifs, qui est chargé d'examiner leur pertinence pour s'assurer qu'elles répondent à des normes exigeantes en vue de leur inclusion dans les recommandations d'allocation d'actifs représentatives.

MARK BAVOSO

Senior Portfolio Manager, Global Multi-Asset Team

JUSTIN BOURGETTE

Portfolio Manager, Head of Investment Strategy for the High Yield Team

CRAIG BRANDON

Portfolio Manager, Co-Head of the Municipals Team

JIM CARON

Chief Investment Officer, Portfolio Solutions Group

AARON DUNN

Portfolio Manager, Co-Head of the Value Equity Team

GREG FINCK

Portfolio Manager, Co-Head of the Mortgage and Securitized Team

BRAD GODFREY

Co-Head of the Emerging Markets Team

KATIE HERR

Head of Fixed Income Product Strategy

LAUREN HOCHFELDER

*Co-Chief Executive Officer of MSREI
Head of MSREI Americas*

JITANIA KANDHARI

*Deputy CIO, Solutions & Multi Asset Group;
Head of Macro & Thematic Research, Emerging Markets,
Co-Lead Portfolio Manager, Passport Equity*

VISHAL KHANDUJA

*Portfolio Manager, Co-Head of the Broad Markets
Fixed Income Team*

KYLE LEE

*Portfolio Manager, Co-Head of the Emerging
Markets Team*

SCOTT R. NORBY

Private Credit and Equity

ANDREW SLIMMON

Senior Portfolio Manager, Head of Applied Equity Advisors

ANDREW SZCZUROWSKI

*Portfolio Manager, Co-Head of the Mortgage and
Securitized Team*

STEVEN TURNER

Head of Investment Selection, Portfolio Solutions Group

MARK VAN DER ZWAN

*Chief Investment Officer and Head of the AIP
Hedge Fund Team*

CONSIDÉRATIONS SUR LES RISQUES

Il ne peut être garanti qu'un portefeuille 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. Les valeurs boursières peuvent varier quotidiennement en fonction de facteurs économiques ou d'autre nature (par ex. catastrophes naturelles, crises sanitaires, terrorisme, conflits et troubles sociaux) qui ont des répercussions sur les marchés, les pays, les entreprises ou les gouvernements. Il est difficile de prévoir le calendrier, la durée et les éventuels effets négatifs (par ex. liquidité du portefeuille) liés à de tels événements. En conséquence, ce portefeuille expose l'investisseur à des pertes potentielles. Nous attirons votre attention sur le fait que ce portefeuille peut être soumis à des risques supplémentaires. **L'allocation d'actifs/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. En général, **la valeur des actions** varie en fonction des activités spécifiques d'une entreprise. Les investissements sur les marchés étrangers s'accompagnent de risques spécifiques, notamment des risques de change, politiques, économiques et de marché. Les risques associés aux investissements dans les **pays émergents** sont plus élevés que ceux associés aux investissements dans les pays développés étrangers. Les **titres 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 baisser 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 des taux d'intérêt. **Mortgage- and asset-backed securities** (MBS et ABS) sont sensibles au risque de remboursement anticipé et présentent un risque de défaut plus élevé, et peuvent être difficiles à évaluer et à vendre (risque de liquidité). Ils sont également soumis aux risques de crédit, de marché et de taux d'intérêt. Certains **titres du gouvernement américain**, tels que ceux émis par Fannie Mae

et Freddie Mac, ne sont pas adossés pleinement à une garantie de l'État. Il est possible que ces émetteurs ne disposent pas des fonds nécessaires pour rembourser leurs obligations à l'avenir. L'émetteur ou l'autorité gouvernementale qui contrôle le remboursement de la dette souveraine peut ne pas être disposé ou ne pas pouvoir rembourser le principal ou payer les intérêts lorsqu'ils sont dus conformément aux conditions de ces obligations. Les investissements sur les **marchés étrangers** s'accompagnent de risques spécifiques, notamment des risques de change, politiques, économiques et de marché. Les risques associés aux investissements dans les pays émergents sont plus élevés que ceux associés aux investissements dans les pays développés étrangers. Les investissements immobiliers sont soumis à des risques similaires à ceux liés à la propriété directe de biens immobiliers et sont sensibles à des facteurs tels que les compétences de gestion et les évolutions de la fiscalité. Les **titres illiquides et soumis à restrictions** peuvent être plus difficiles à vendre et à valoriser que les titres cotés en bourse (risque de liquidité). Les **instruments dérivés** peuvent être illiquides, augmenter les pertes de façon disproportionnée et avoir un impact négatif important sur la performance. La négociation sur les **marchés des matières premières** et l'exposition à ceux-ci peuvent comporter des risques importants et exposer le portefeuille à une plus grande volatilité. Les **portefeuilles peu diversifiés** investissent dans un nombre plus restreint d'émetteurs. De ce fait, toute évolution de la situation financière ou de la valeur de marché d'un émetteur donné est susceptible d'entraîner une volatilité accrue. En investissant dans des **titres d'une société de gestion**, le portefeuille est soumis aux risques sous-jacents liés aux titres des portefeuilles de cette société de gestion. Outre ses propres frais, un portefeuille supporte généralement sa part des frais de la société de gestion. Les **investissements alternatifs** sont destinés aux investisseurs qualifiés uniquement. Les investissements alternatifs, y compris les **fonds alternatifs**, disposent d'une faible liquidité et comportent, entre autres, les risques inhérents à l'investissement dans des titres et des produits dérivés, et peuvent avoir recours à l'effet de levier et aux ventes à découvert. Un investissement dans un fonds d'investissement alternatif peut être spéculatif et ne doit pas constituer un programme d'investissement complet. Cette synthèse est fournie à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre de vente ou une sollicitation d'une offre d'achat de participations dans un fonds.

DÉFINITIONS DES INDICES

L'**indice Bloomberg Aggregate Bond** est composé d'environ 6 000 obligations des marchés publics, dont des bons du Trésor américain, des obligations adossées à des créances hypothécaires, des obligations d'entreprises et des obligations Yankee, avec une échéance moyenne d'environ 10 ans.

L'indice **S&P 500®** mesure la performance du segment des grandes capitalisations du marché des actions américaines, et couvre environ 75 % de ce marché. L'indice comprend 500 grandes sociétés des principaux secteurs de l'économie américaine.

L'**indice S&P 500® Equal Weight** (EWI) est la version équipondérée de l'indice S&P 500. L'indice EWI regroupe les mêmes valeurs que l'indice S&P 500 capi-pondéré, mais chaque société le composant se voit attribuer une pondération fixe de 0,2 % du total de l'indice lors de chaque rééquilibrage trimestriel.

L'indice **MSCI China** contient les grandes et moyennes capitalisations des actions A, B, H, Red-chips et P-chips de Chine. Il reflète les opportunités offertes par la Chine continentale et Hong Kong pour un investisseur international.

L'indice **MSCI Japan** est un indice pondéré par la capitalisation boursière ajustée du flottant qui vise à reproduire la performance des actions d'entreprises japonaises cotées sur les bourses suivantes : Tokyo Stock Exchange, Osaka Stock Exchange, JASDAQ et Nagoya Stock Exchange. L'indice MSCI Japan est élaboré selon la méthodologie des indices boursiers mondiaux de l'univers d'investissement de MSCI de manière à couvrir 85 % de la capitalisation boursière totale flottante.

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.

L'**indice NCREIF Property** est un taux de rendement composite basé sur des séries temporelles trimestrielles correspondant aux performances d'investissement d'un vaste pool de biens immobiliers commerciaux individuels acquis sur le marché privé à des fins d'investissement uniquement.

INFORMATIONS IMPORTANTES

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les performances mentionnées dans le présent document sont celles d'indices représentatifs et ne sont pas censées illustrer la performance d'un investissement en particulier.

Il n'y a aucune garantie qu'une stratégie d'investissement puisse fonctionner 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.

Les comptes dédiés gérés séparément peuvent ne pas être adaptés pour tous les investisseurs. Les comptes dédiés gérés conformément à cette Stratégie peuvent détenir des titres qui ne suivent pas nécessairement la performance d'un indice particulier. Merci d'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 les questionnaires financiers dans la partie 2 du formulaire ADV.

Les opinions et les points de vue et/ou les analyses exprimés sont ceux de l'auteur ou de l'équipe de gestion à la date de publication : ils peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique et ne pas se concrétiser. En outre, les opinions ne seront pas mises à jour ou corrigées dans le but de refléter les informations publiées a posteriori, des situations existantes ou des changements se produisant après la date de publication. Les opinions exprimées ne reflètent pas les opinions de tous les gérants de portefeuille de Morgan Stanley Investment Management (MSIM) et ses filiales et sociétés affiliées (collectivement désignées par « la Société »). 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 performances attendues et les perspectives de marché sont basées sur la recherche, l'analyse et les opinions des auteurs ou de l'équipe de gestion. Ces conclusions sont de nature spéculative, peuvent ne pas se concrétiser et ne visent pas à prédire la performance future d'une stratégie ou d'un produit proposé par la Société. Les résultats futurs peuvent considérablement varier en fonction de facteurs tels que l'évolution des marchés des valeurs mobilières ou des marchés financiers ou des conditions économiques générales.

Ce document a été préparé sur la base d'informations publiques, de données élaborées en interne et d'autres sources externes jugées fiables. Toutefois, aucune garantie n'est donnée quant à la fiabilité de ces informations et la Société n'a pas cherché à vérifier en toute indépendance les informations provenant de sources publiques et externes.

DISTRIBUTION

Le présent document ne 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.

MSIM, la division de gestion d'actifs de Morgan Stanley (NYSE : MS) et ses sociétés affiliées ont passé des accords pour commercialiser leurs produits et services respectifs. Chaque société affiliée de MSIM est réglementée de manière appropriée dans la juridiction où elle opère. Les sociétés affiliées à MSIM sont : Eaton Vance Management (International) Limited, Eaton Vance Advisers International Ltd, Calvert Research and Management, Eaton Vance Management, Parametric Portfolio Associates LLC et Atlanta Capital Management LLC.

Ce document a été publié par une ou plusieurs des entités suivantes:

EMEA:

Ce document s'adresse aux clients professionnels/investisseurs accrédités uniquement.

Dans l'UE, les documents de MSIM et d'Eaton Vance sont publiés par MSIM Fund Management (Ireland) Limited (« FMIL »). FMIL est une société privée à responsabilité limitée par actions immatriculée en Irlande sous le numéro 616661 et réglementée par la Banque Centrale d'Irlande. Son siège social est situé à l'adresse 24-26 City Quay, Dublin 2, DO2 NY19, Irlande.

Ce document constitue une communication générale, qui n'est pas impartiale et toute l'information qu'il contient a été préparée uniquement à des fins d'information et de formation 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 d'investissement 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.

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 sponsorisés, approuvés, vendus ou promus par le fournisseur concerné, qui se dégage de toute responsabilité à leur égard.

Ce document n'est pas un produit du département de recherche de Morgan Stanley et ne doit pas être considéré comme un document ou une recommandation de recherche.

La Société n'a pas autorisé les intermédiaires financiers à utiliser ni à distribuer le présent document, à moins que cette utilisation et cette distribution ne soient effectuées conformément à la législation et à la réglementation en vigueur. De plus, les intermédiaires financiers sont tenus de s'assurer que les informations contenues dans ce document soient adaptées aux personnes à qui ils le fournissent au vu de leur situation et de leurs objectifs. La Société ne peut être tenue responsable et rejette toute responsabilité en cas d'utilisation abusive de ce document par tout intermédiaire financier.

Ce document peut être traduit dans d'autres langues. Lorsqu'une telle traduction est faite, seule la version anglaise fait foi. S'il y a des divergences entre la version anglaise et une version de ce document dans une autre langue, seule la version anglaise fait foi.

Il est interdit de reproduire, copier, modifier, utiliser pour créer un document dérivé, interpréter, afficher, publier, poster, mettre sous licence, intégrer, distribuer tout ou une partie de ce document, directement ou indirectement, ou de divulguer son contenu à des tiers sans le consentement écrit explicite de la Société. Il est interdit d'établir un hyperlien vers ce document, à moins que cet hyperlien ne soit destiné à un usage personnel et non commercial. Toutes les informations contenues dans le présent document sont la propriété des auteurs et sont protégées par la loi sur les droits d'auteur et par toute autre loi applicable.

Eaton Vance fait partie de Morgan Stanley Investment Management. Morgan Stanley Investment Management est la division de gestion d'actifs de Morgan Stanley.

En dehors de l'UE, les documents de MSIM sont publiés par Morgan Stanley Investment Management Limited (MSIM Ltd), une société agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre. Numéro d'immatriculation : 1981121. Siège social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

En Suisse, les documents de MSIM sont publiés par Morgan Stanley & Co. International plc, Londres, succursale de Zurich, une société agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (« FINMA »). Siège social : Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Suisse.

En dehors des États-Unis et de l'Union européenne, les documents d'Eaton Vance sont publiés par Eaton Vance Management (International) Limited (« EVMI ») 125 Old Broad Street, Londres, EC2N 1AR, Royaume-Uni, qui est agréé et réglementé au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority.

Italie: MSIM FMIL (succursale de Milan), (Sede Secondaria di Milano), Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Milan, Italie. **Pays-Bas:** MSIM FMIL (succursale d'Amsterdam), Tour Rembrandt, 11e étage Amstelplein 1 1096HA, Pays-Bas. **France:** MSIM FMIL (succursale de Paris), 61, rue de Monceau, 75008 Paris, France. **Espagne:** MSIM FMIL (succursale de Madrid), Calle Serrano 55, 28006, Madrid, Espagne. **Allemagne:** MSIM FMIL, Succursale de Francfort, Grosse Gallusstrasse 18, 60312 Francfort, Allemagne (Catégorie : Zweigniederlassung, FDI gem. § 53b KWG). **Danemark:** MSIM FMIL (succursale de Copenhague), Gorrissen Federspiel, Axel Towers, Axeltorv2, 1609 Copenhague V, Danemark.

MOYEN-ORIENT

Dubaï : MSIM Ltd (Bureau de représentation, Unit Precinct 3-7 th 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).

Ce document est distribué dans le Centre financier international de Dubaï par Morgan Stanley Investment Management Limited (bureau de représentation), une entité réglementée par la Dubai Financial Services Authority (« DFSA »). Il n'est destiné qu'à être utilisé par des clients professionnels et des contreparties de marché. Ce document n'est pas destiné à être distribué aux clients particuliers, et ceux-ci ne doivent pas agir sur la base des informations contenues dans ce document.

Ce document concerne un produit financier qui n'est soumis à aucune forme de réglementation ou d'approbation par la DFSA. La DFSA n'est pas responsable de l'examen ou de la vérification des documents relatifs à ce produit financier. Par conséquent, la DFSA n'a pas approuvé ce document ou tout autre document associé, ni pris de mesures pour vérifier les informations qui y figurent, et décline tout responsabilité à cet égard. Le produit financier auquel ce document se rapporte peut être illiquide et/ou soumis à des restrictions quant à sa revente ou son transfert. Les acheteurs potentiels sont tenus d'effectuer leurs propres vérifications concernant ce produit financier. Si vous ne comprenez pas le contenu de ce document, veuillez consulter un conseiller financier agréé.

États-Unis:

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.

AMÉRIQUE LATINE

(Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Uruguay)

Ce document est destiné uniquement aux investisseurs institutionnels ou qualifiés. Toutes les informations contenues dans ce document sont confidentielles et destinées à l'usage et à l'examen exclusifs de son destinataire visé et ne sauraient être transmises à un tiers. Ce document est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre publique, une sollicitation ou une recommandation d'achat ou de vente d'un(e) quelconque produit, service, instrument financier et/ou stratégie. La décision d'investir ne doit être prise qu'après avoir lu la documentation sur la stratégie et mené une due diligence approfondie et indépendante.

ASIE-PACIFIQUE

Hong Kong : Le présent document est diffusé 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 est diffusé par Morgan Stanley

Investment Management Company et 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 :** Ce document est publié par Morgan Stanley Investment Management (Australie) Pty Ltd ABN 2212204-0037, AFSL No. 314182 et ses affiliés et ne constitue pas une invitation à investir. Morgan Stanley Investment Management (Australie) Pty Limited donne les moyens aux filiales de MSIM de fournir des services financiers à la clientèle de gros en Australie. Une invitation à investir ne peut être proposée que lorsqu'aucune publication d'information n'est requise par la Corporations Act 2001 (Cth) (la « Corporations Act »). Toute invitation à investir ne pourra pas être considérée comme telle si une publication d'information est requise par la Corporations Act 2001 et ne sera faite qu'à des personnes ayant le statut de « client de gros » (wholesale client), tel que défini dans la Corporations Act. Ce document ne sera pas déposé auprès de l'Australian Securities and Investments Commission.

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 d'offre d'instruments financiers en particulier. En vertu d'une convention portant sur la gestion des actifs d'un client, le client indique à l'avance les politiques de gestion de base et charge MSIMJ de prendre toutes les décisions d'investissement en fonction notamment 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 sur la base de ses propres décisions d'investissement, 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. Avant d'investir, les investisseurs doivent étudier attentivement les objectifs d'investissement, la nature des risques et les frais associés à la stratégie. 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 2,20% 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 émis au Japon par MSIMJ, société enregistrée sous le n° 410 (Directeur du Bureau des Finances Locales Kanto (entreprises d'instruments financiers)), membre des organisations suivantes : Japan Securities Dealers Association, Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association et Type II Financial Instruments Firms Association.