

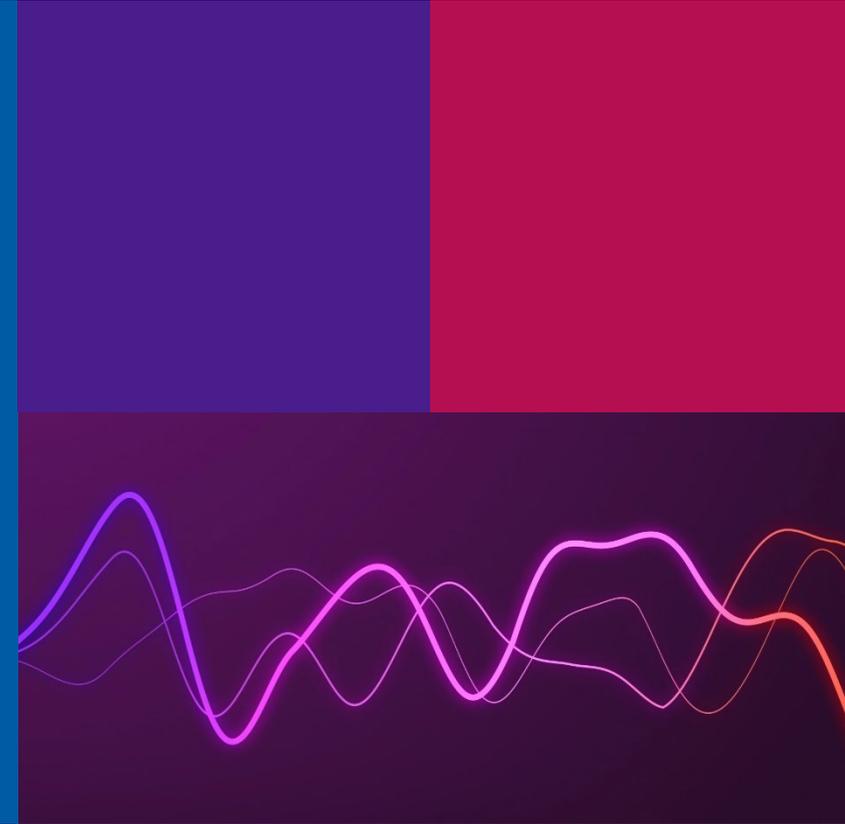
Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

# The BEAT

BONDS | EQUITIES | ALTERNATIVES | TRANSITION

Octobre 2024



Previously known as the Monthly Market Monitor.

## GRANDES IDÉES

## Les thèmes clés du mois d'octobre

**Franchir le pic d'incertitude**

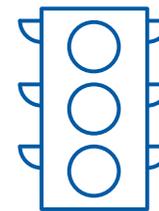
**Le pic d'incertitude devrait intervenir en octobre.** Depuis quelque temps, les marchés doivent se battre avec le début des baisses de taux de la Fed et les résultats de la présidentielle américaine, tant à la Maison-Blanche qu'au Congrès. Ces incertitudes ont renforcé la volatilité et ont entraîné une grande fluctuation des prix des actifs. Mais début novembre, nous connaissons les résultats des entreprises et les marchés seront libérés de cette incertitude, ce qui pourrait permettre aux prix de se stabiliser. Il faut naturellement s'attendre à des surprises, mais les décisions d'allocation d'actifs pourront être prises avec plus de confiance une fois ce pic d'incertitude franchi.

**Pourquoi la Fed a-t-elle commencé par une baisse de taux de 50 pb ?**

**L'incertitude règne sur le marché du travail.** Plusieurs explications raisonnables peuvent justifier cette première baisse des taux de 50 points de base (pb). Cela va d'une tentative de « rattrapage » de la Fed, qui regrette de ne pas avoir commencé son cycle en juillet, à une intervention sécurisante censée consolider la perspective d'un soft landing. Nous restons néanmoins sceptiques et pensons que d'autres motifs ont probablement motivé la Fed. Par exemple, elle craint peut-être que le marché du travail, dont l'état détermine ses réactions, soit en moins bon état que ne le suggèrent les données. A noter que les données relatives à l'emploi sont volatiles et régulièrement révisées à la baisse depuis la pandémie, en raison notamment des incertitudes liées l'immigration. Ce n'est qu'une théorie, mais nous allons suivre la situation de près.

**Élection présidentielle américaine : Que savons-nous vraiment ?**

**Les déclarations des candidats - et la manière dont ils gouvernent par la suite - peuvent être différents.** La principale incertitude concerne la vice-présidente Kamala Harris. Selon une analyse scientifique du site Voteview.com, ses votes au Sénat sont très progressistes et très à gauche. Elle promet toutefois de gouverner en tant que présidente « modérée ». Les incertitudes sont moins nombreuses avec Donald Trump puisqu'il a déjà été président. Les politiques des deux candidats pourraient creuser le déficit, mais tous deux estiment que leurs dépenses seront financées : D. Trump via la déréglementation et les droits de douane, K. Harris via des politiques progressistes de redistribution. Mais ce qui importera le plus, c'est la composition du Congrès, qui pourrait favoriser - ou non - leurs projets. C'est surtout cet aspect que nous allons suivre attentivement.

**L'inflation est-elle morte ?**

**Peut-être pas encore, mais simplement endormie.** Selon le narratif entourant la baisse récente des taux de la Fed, c'est le repli de l'inflation qui l'a confortée dans cette idée. Toutefois, l'explication n'est peut-être pas aussi simple. D'autres banques centrales, comme la Banque d'Angleterre, la BCE et d'autres, ont lancé un cycle de baisse des taux, mais ont ensuite dû ralentir le rythme prévu en raison d'une inflation finalement assez tenace et des tensions persistantes sur le marché du travail/les salaires. La Fed devrait réduire régulièrement ses taux d'intérêt d'ici le reste de l'année et en 2025, pour finir l'année 2026 autour des 3 %. Si les États-Unis sont confrontés aux mêmes tendances que les autres économies mondiales, la Fed pourrait avoir du mal à mener à bien les baisses de taux qu'elle a prévues. Cela pourrait faire planer un risque pour les valorisations des actifs, qui sont relativement élevées.

## GRANDES IDÉES

# Portfolio Solutions Group - Nos 4 meilleures idées pour le mois d'octobre

## Maintien de la sous-pondération de la duration

**Les baisses de taux sont bien intégrées dans les prix.** Malgré la baisse des taux de 50 pb annoncée par la Fed, nous restons sous-exposés en duration. Nous pensons en effet que les prix de marché anticipent 250 pb de réduction des taux et un taux directeur qui finira par s'établir à 3 %. Nous pensons par ailleurs que la courbe des taux va continuer à se pentifier avec le cycle d'assouplissement de la Fed. Les spreads de taux moyens à long terme entre les fonds de la Fed et le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans est de 75 pb. Donc même si la Fed ramène comme prévu son taux directeur à 3 %, le taux à 10 ans pourrait finir proche de 3,75 %. Autrement dit, être surexposé à la duration ne constituera pas une couverture optimale.

## Actions : Une potentielle transition des valeurs défensives vers les valeurs cycliques

**Une inflexion positive des données relatives aux surprises économiques pourrait mettre un terme à la tendance défensive dans l'esprit des marchés.** Le thème clé de 2023 a été la résilience de la croissance, avec des données économiques régulièrement supérieures aux prévisions. Cette tendance s'est poursuivie jusqu'en avril 2024, moment à partir duquel les données ont commencé à être inférieures aux attentes et ont continué à se dégrader jusqu'en août. C'est fort logiquement que les secteurs défensifs ont commencé à surperformer les secteurs cycliques et que les facteurs défensifs se sont imposés (par exemple, volatilité faible vs. volatilité élevée). L'inflexion positive des surprises économiques au cours du mois qui vient de s'écouler doit être surveillée car elle pourrait entraîner une montée en puissance des valeurs cycliques.

## Réduction de l'exposition sur le segment High Yield à Neutre et sous-pondération des obligations Investment Grade.

**Les spreads étant serrés, le potentiel de surperformance est limité.** Nous ne sommes pas devenus négatifs à l'égard des obligations High Yield (HY). Nous continuons à anticiper un soft landing et, par conséquent, un cycle de défaut modeste. Ce passage d'un positionnement surpondéré à neutre témoigne de notre volonté de prendre des bénéfices, puisque les rendements obligataires ont chuté après la baisse des taux de la Fed de 50 pb et le resserrement des spreads qui en a découlé. Compte tenu de ce resserrement, nous nous interrogeons sur le potentiel de surperformance issu des spreads par rapport aux performances générées par la duration. Comme nous pensons que la duration est devenue un facteur plus important pour les performances, nous préférons nous renforcer sur les obligations Investment Grade (IG) à duration courte grâce à la réduction de l'exposition aux titres HY.

## Sortie du marché actions français

**Un marché qui patine.** Nous avons initié une exposition aux actions françaises au début de l'été car la volatilité politique avait fortement réduit les valorisations des actifs français (avec une hausse des spreads des emprunts d'État), qui sont retombées à des niveaux inédits depuis les conséquences de la crise financière de 2012. Compte tenu des performances solides des actions européennes, nous avons cherché à nous positionner sur le marché français et à miser sur un rebond. Les actions françaises ont effectivement rebondi après leur trou d'air au début de l'été, mais les secteurs ont moins pâti de la politique intérieure que de l'évolution de la demande chinoise (consommation et luxe par exemple). Nous pensons que le marché actions français va souffrir et nous cherchons à réduire notre exposition.

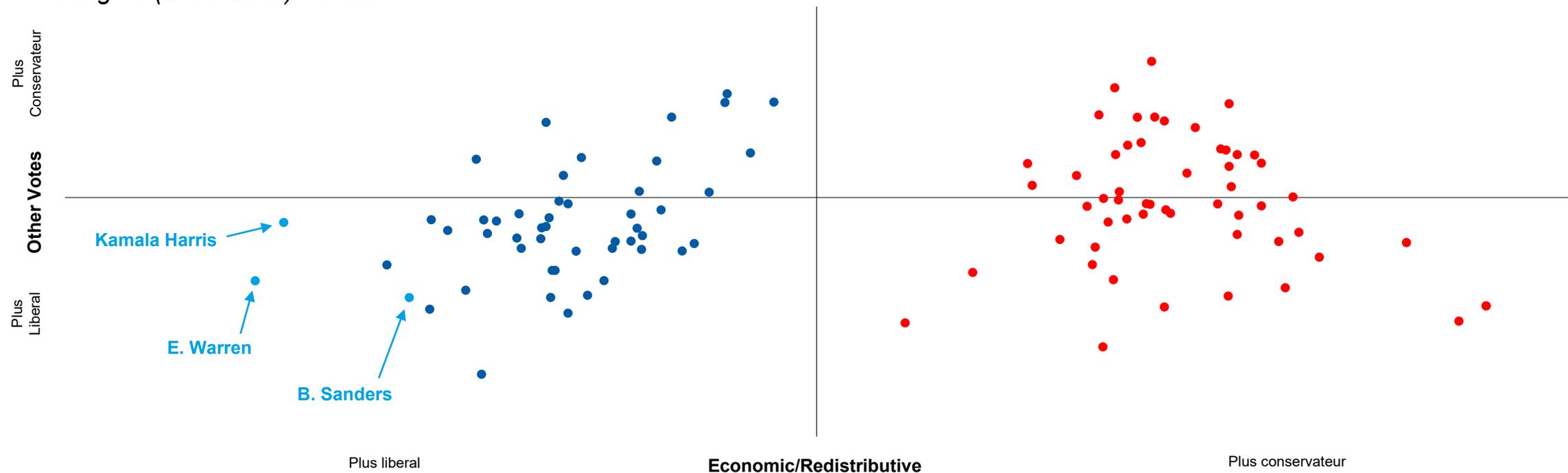
GRANDES IDÉES

# Nous savons qui est Trump. Mais qui est Harris ? Est-elle très à gauche ou à gauche ?

Les déclarations des candidats - et la manière dont ils gouvernent par la suite - peuvent être différentes. La principale incertitude concerne la vice-présidente Kamala Harris. Selon une analyse scientifique, ses votes au Sénat sont très progressistes et d'extrême gauche. Les politiques des deux candidats risquent de creuser le déficit, même si la composition du Congrès limitera ou facilitera leurs projets.

## Voteview.com qualifie les votes de Kamala Harris de très à gauche

115<sup>e</sup> Congrès (2017-2019) - Sénat



Source : Voteview.com, MSIM Portfolio Solutions Group. Données au 15 septembre 2024. Le site Voteview permet aux utilisateurs de visualiser tous les votes par appel nominal (« roll call ») au Congrès dans toute l'histoire américaine sur une carte du pays et sur une carte idéologique libérale-conservatrice fournissant des données sur les positions idéologiques des sénateurs et des membres de la Chambre des représentants ayant voté. Développé par Poole & Rosenthal, Université de Princeton, 1993. 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, elles peuvent donc ne pas se concrétiser.

GRANDES IDÉES

# Les projets de déréglementation de D. Trump pourraient stimuler l'économie

D. Trump a considérablement assoupli la réglementation lors de son premier mandat et s'est engagé à la réduire encore davantage en cas de réélection. Il est peu probable qu'une telle perspective fasse beaucoup réagir les marchés le jour du scrutin, mais cela pourrait avoir des conséquences marquées s'il l'emporte.

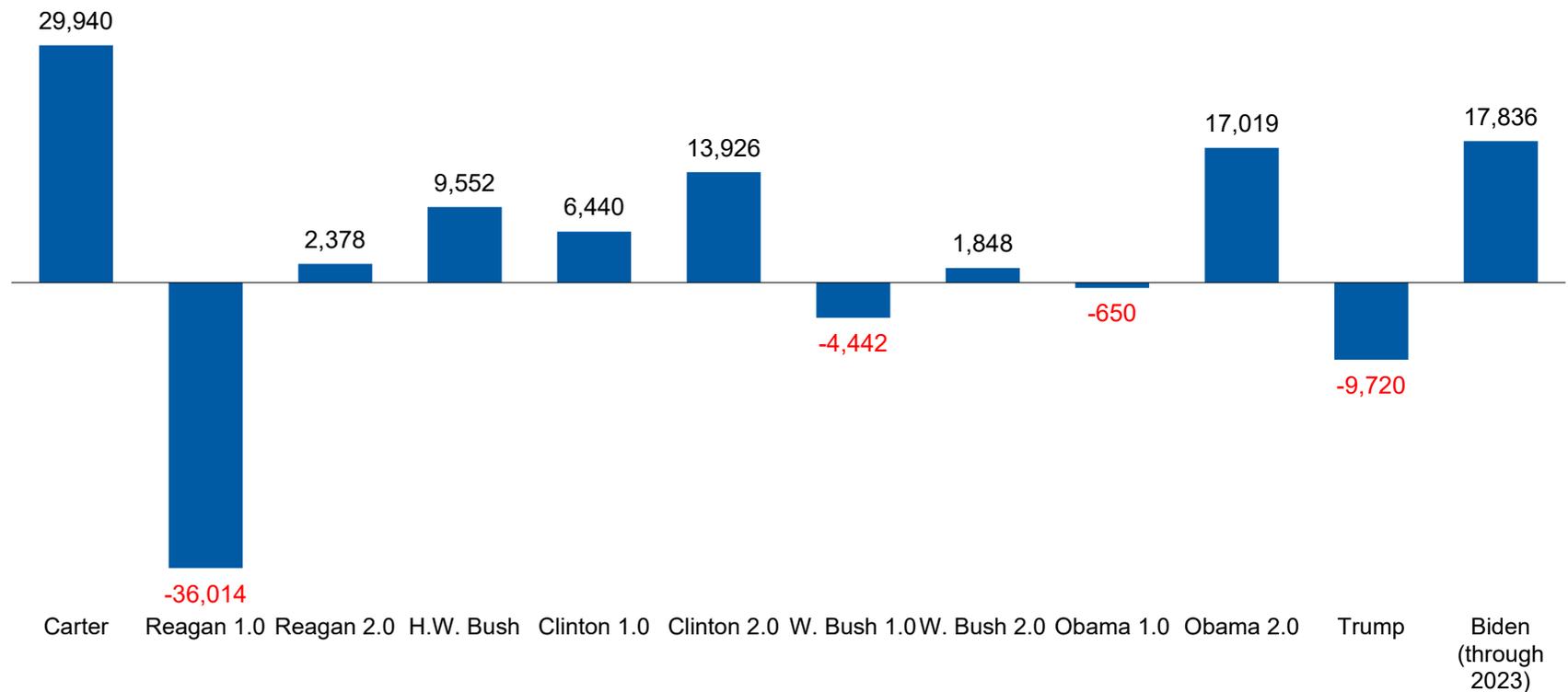
**Contexte général**

La décision récente de la Cour Suprême sur la doctrine Chevron pourrait avoir plus d'impact sur la réglementation que tout ce que le Président fait.

**Trump** : déréglementation généralisée, en particulier dans les secteurs de l'énergie, de l'IA, des cryptomonnaies et du logement.

**Harris** : déréglementation sélective et re-réglementation  
Réduction des dépenses pour le logement et les petites entreprises, accroissement des lois antitrust, financières et environnementales.

**Évolution du nombre de pages dans le Registre fédéral, par mandat présidentiel**  
*Une approche imparfaite d'estimer les réformes réglementaires*



Source : Macrobond, calculs MSIM. Données au 13 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, elles peuvent donc ne pas se concrétiser.

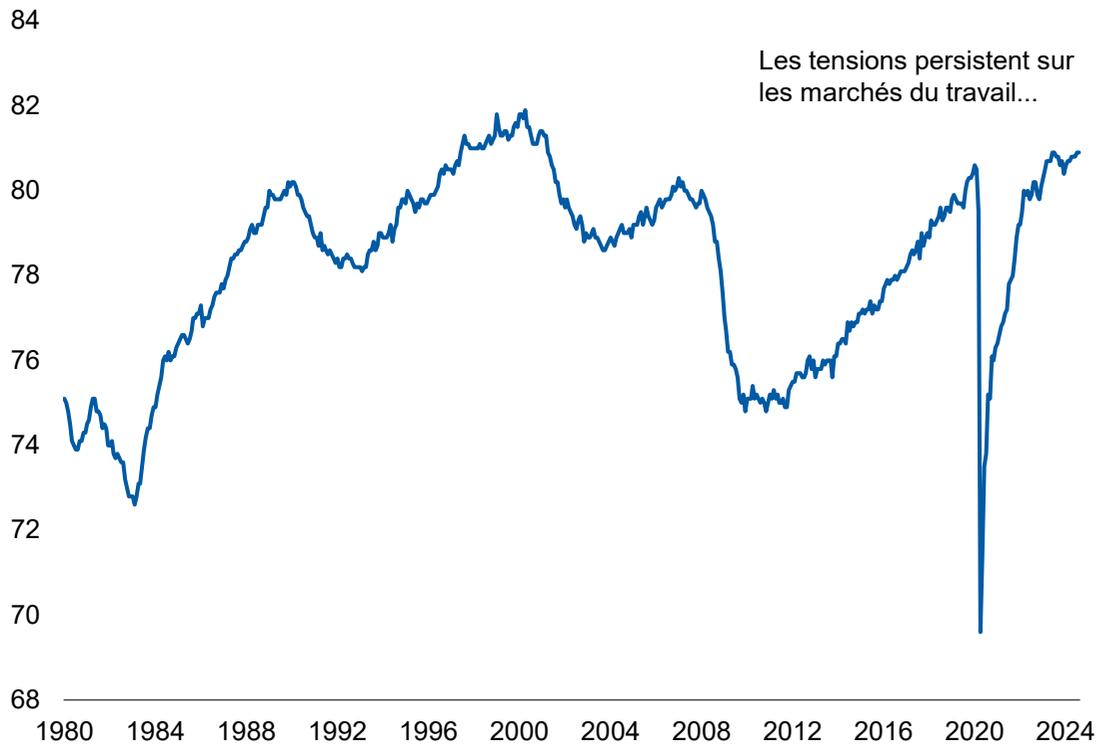
GRANDES IDÉES

# Le chômage pourrait être plus élevé que ne l'indiquent les données

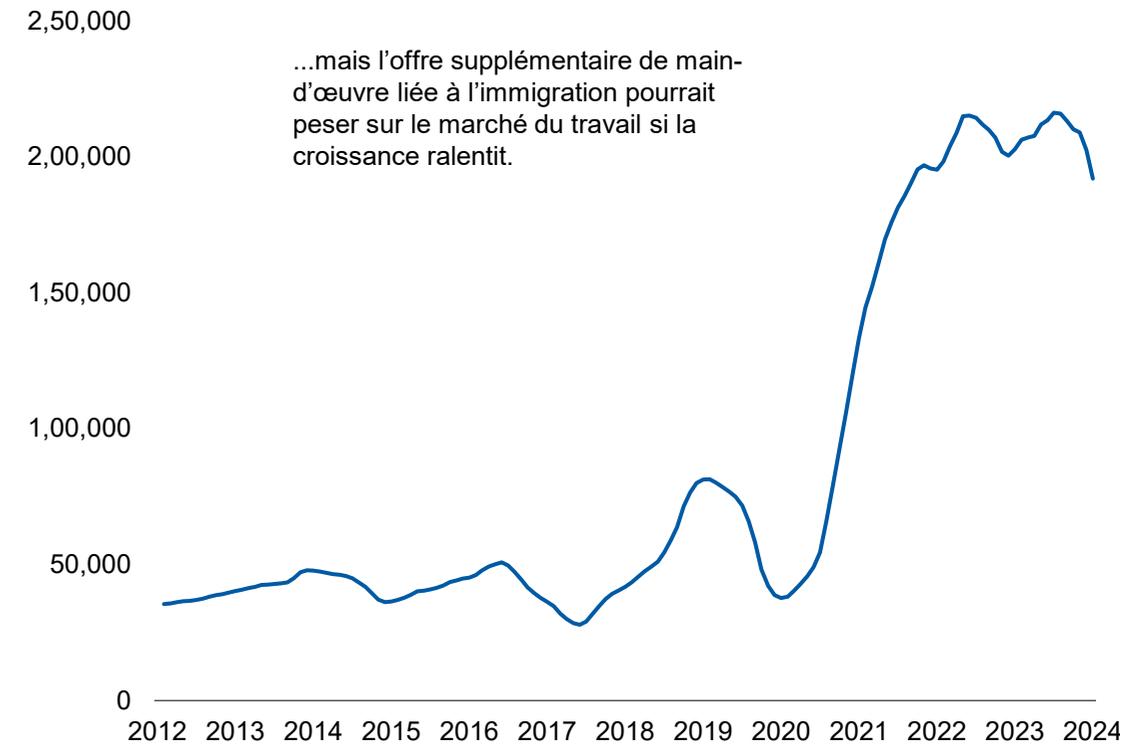
Certains grands indicateurs, comme le ratio emploi/population (à gauche) témoignent toujours de tensions sur le marché du travail, mais ils ne reflètent pas précisément l'impact de l'immigration. Les « rencontres frontalières » dans le sud-ouest (à droite) ont nettement augmenté ces dernières années. C'est pourquoi le « vrai » taux de chômage est probablement plus élevé que ne le laissent présager de nombreuses données.

**Les données générales sur l'emploi n'intègrent peut-être pas suffisamment l'impact de l'immigration**

*Ratio emploi/population, 25 à 54 ans, en %*



*Nombre total d'interception à la frontière, frontière terrestre du sud-ouest, moyenne mobile sur 1 an*



Source : Macrobond, MSIM. Données au 31 août 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, elles peuvent donc ne pas se concrétiser.

GRANDES IDÉES

# Si l'on se fie aux cycles passés, les actions vont progresser après la baisse des taux de la Fed

Lors des cycles précédents, les actions se sont toujours bien comportées après la première baisse des taux de la Fed, en particulier en l'absence de récession. Les valorisations sont élevées et le consensus prévoit une accélération - plutôt qu'une baisse - du BPA. Le potentiel de hausse des actions après la première baisse pourrait donc s'avérer plus limité au cours du cycle entamé.

**Lors des précédents cycles d'assouplissement de la Fed :**

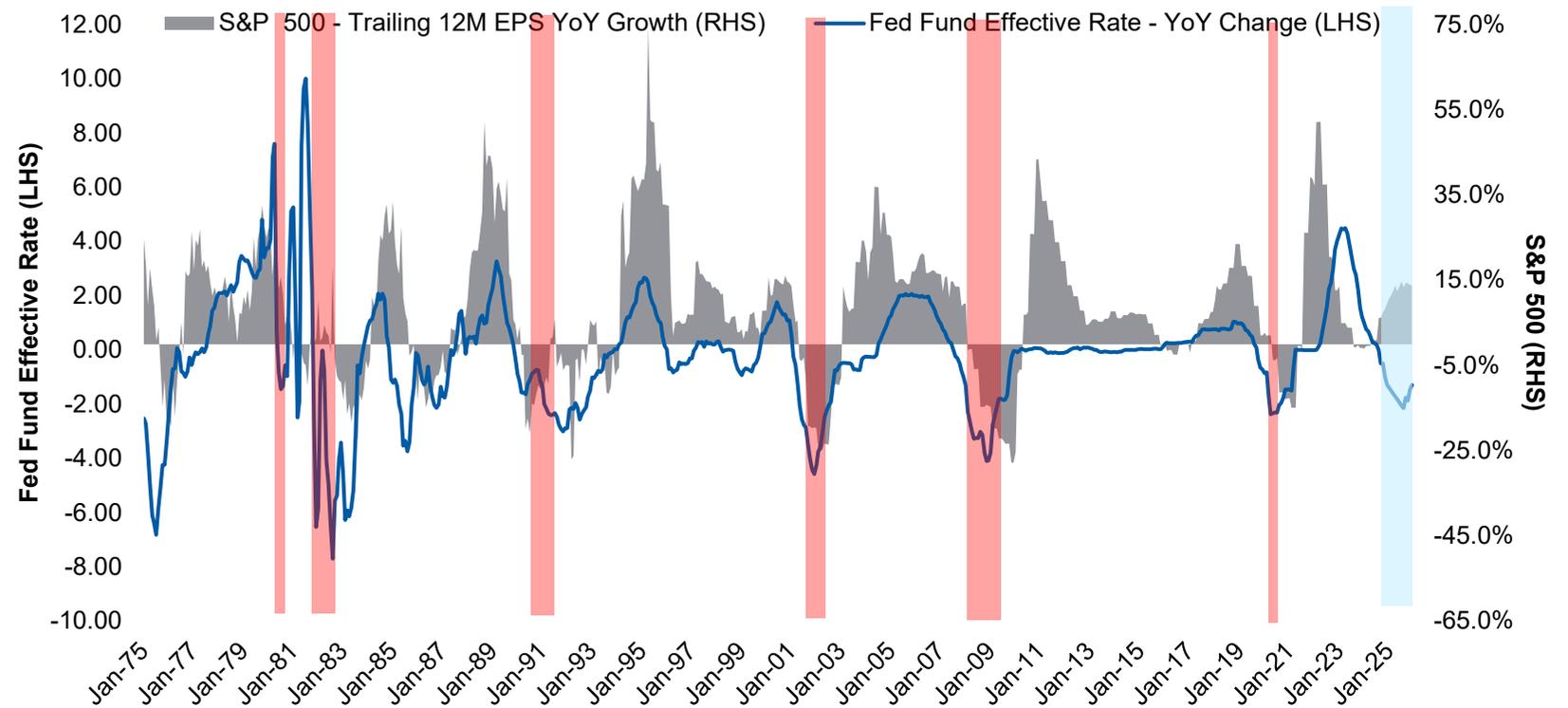
- La performance moyenne du S&P 500 a été de 11 %.
- Lors des périodes marquées par une baisse des taux de la Fed et l'absence de récession, la performance moyenne du S&P 500 a été de 21 %.
- Les actions ont surperformé les obligations à long terme 50 % du temps.
- Les valeurs cycliques sous-performent généralement les valeurs défensives après la première réduction, récession ou pas.

**Pourquoi ce cycle est-il différent ?**

- Historiquement, les baisses de taux de la Fed s'accompagnent d'une croissance plus faible des bénéfices, puisque la politique est ajustée à cause du ralentissement de la croissance.
- Ce cycle d'assouplissement est unique car le consensus prévoit une accélération des BPA malgré les baisses de taux. Ce scénario de croissance est plausible si l'on suppose que la Fed n'est pas trop « behind the curve ».

**Selon le consensus, le BPA du S&P va augmenter malgré la baisse des taux de la Fed**

*Croissance du BPA sur les 12 derniers mois en glissement annuel, estimations au-delà de septembre 2024 ; variation des fonds de la Fed en glissement annuel*



Source : BofA Global Research, Bloomberg, MSIM. Données au 21 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, elles peuvent donc ne pas se concrétiser.

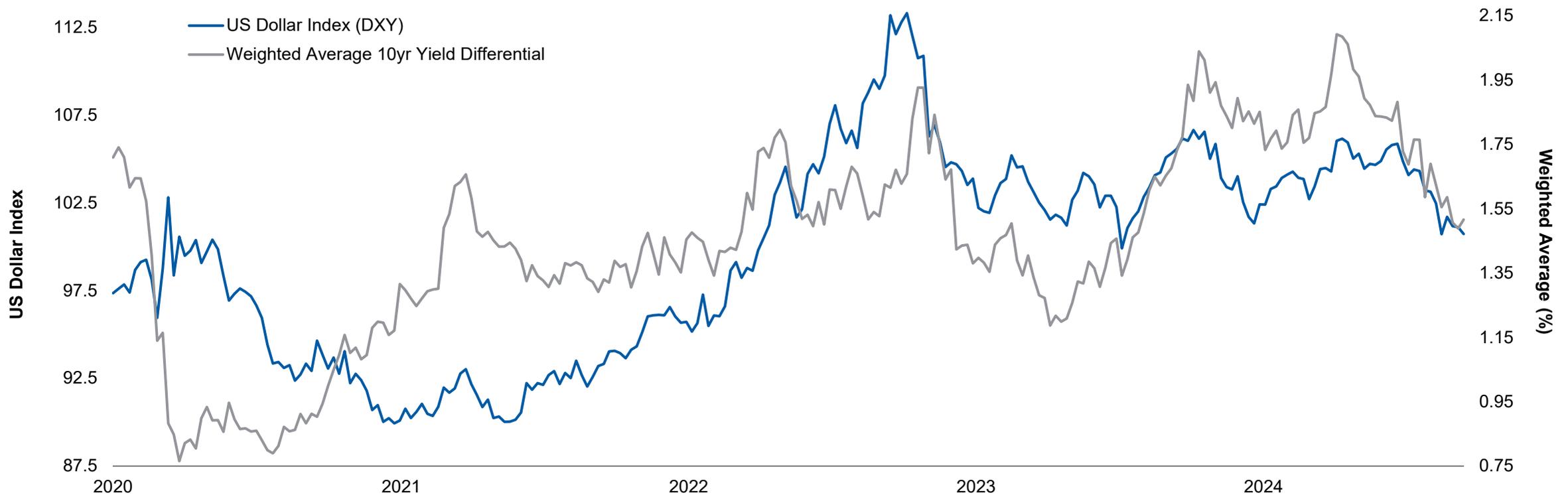
## GRANDES IDÉES

## Le rétrécissement des écarts de taux fait baisser le dollar

Les différentiels de rendement ont largement façonné la trajectoire du dollar depuis le début du cycle de relèvement des taux en 2022. Après la pandémie, les dynamiques de croissance et d'inflation des pays développés ont été largement déterminées par des « drivers » mondiaux communs, malgré l'existence de nuances au niveau des régions. C'est donc le niveau élevé des taux américains qui est à l'origine de la divergence entre le dollar américain et les principales devises.

### L'indice du dollar américain évolue de concert avec l'écart de rendement

*US Dollar Index vs différentiel de rendement*



Source : Bloomberg, MSIM. Données au 16 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, elles peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

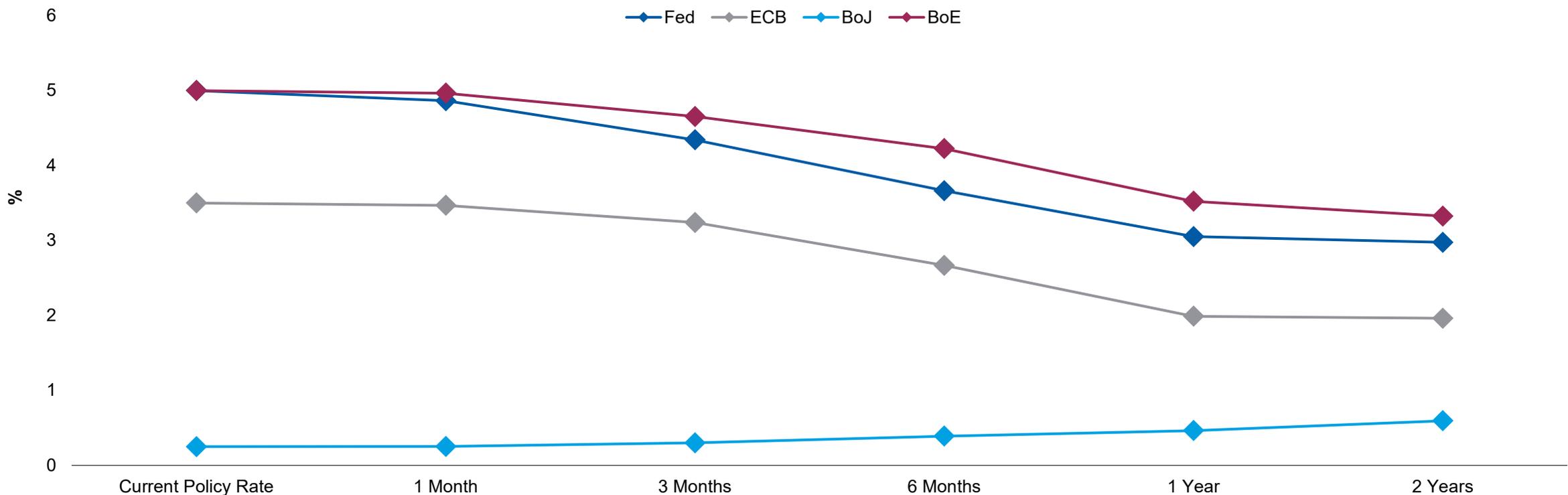
## GRANDES IDÉES

## Maintien de la sous-pondération en duration

Depuis les premières baisses de taux, le marché prévoit encore un assouplissement de 200 pb de la part de la Fed et de 150 - 200 pb de la BCE et de la BoE au cours des deux prochaines années. La situation de la BoJ est plus que singulière. Maintenant que les baisses de taux des banques centrales du G3 sont largement anticipées, le risque serait une inflation plus tenace que prévu ou des tensions plus persistantes sur le marché de l'emploi/les salaires.

### Des trajectoires très nettes de baisse des taux anticipées, sauf au Japon

*Taux directeurs implicites des banques centrales du G4*



Source : Bloomberg, MSIM. Données au 23 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, elles peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

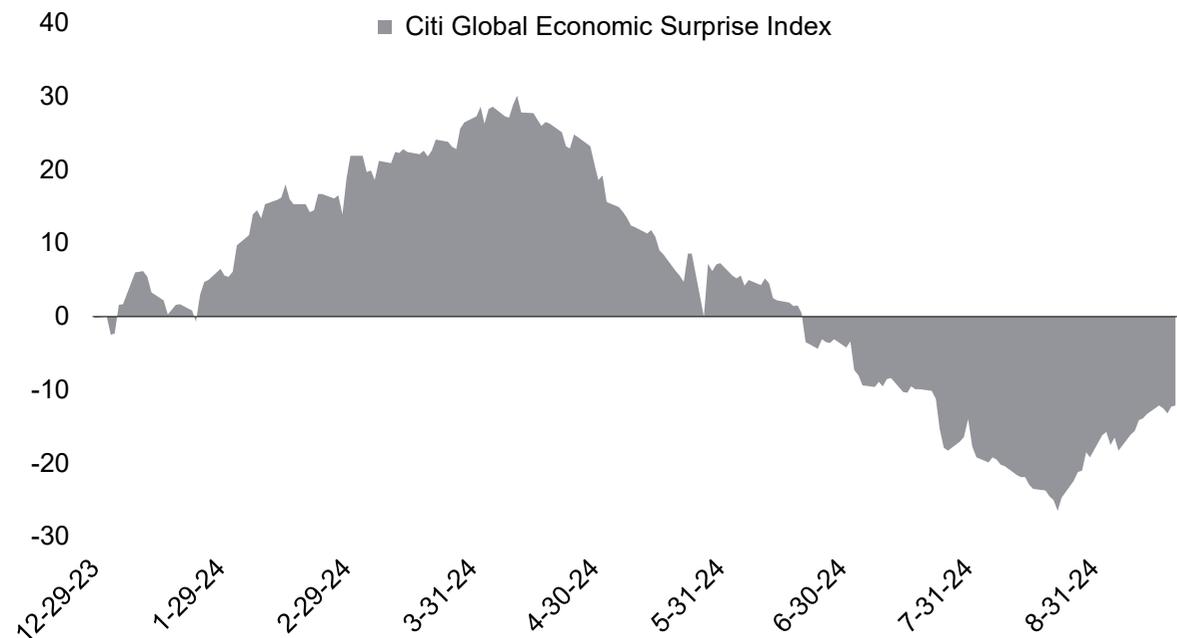
GRANDES IDÉES

# Une inflexion des données de surprises économiques est à surveiller, car elle pourrait entraîner un rebond des valeurs cycliques

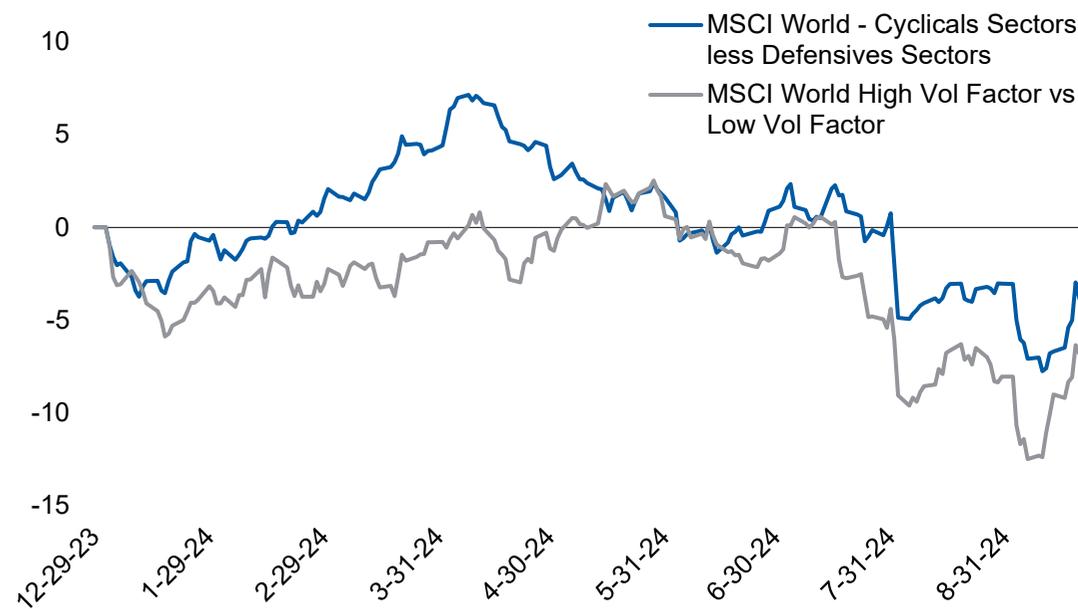
La résilience de la croissance initiée en 2023 s’est poursuivie jusqu’en avril 2024, mais les surprises économiques ont été moins fréquentes d’avril à août. Même si les marchés actions ont progressé pendant l’essentiel de cette période, les tendances sectorielles et factorielles sont devenues « défensives », ce qui est logique compte tenu du ralentissement de la croissance économique. Avec l’embellie des données de surprises économiques, les valeurs cycliques pourraient retrouver le faveur des marchés.

**Après leur repli d’avril à août, les indices mondiaux de surprises économiques se sont redressés au cours du dernier mois**

*Citi Economic Surprise Index - Global*



**Les secteurs et les facteurs affichaient un biais défensif depuis mai, mais cette tendance s’est quelque peu inversée depuis début septembre**  
*MSCI World Cyclical vs Defensive, MSCI World High Vol Factor vs Low Vol*



Source : Bloomberg, MSIM. Données au 21 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, elles peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

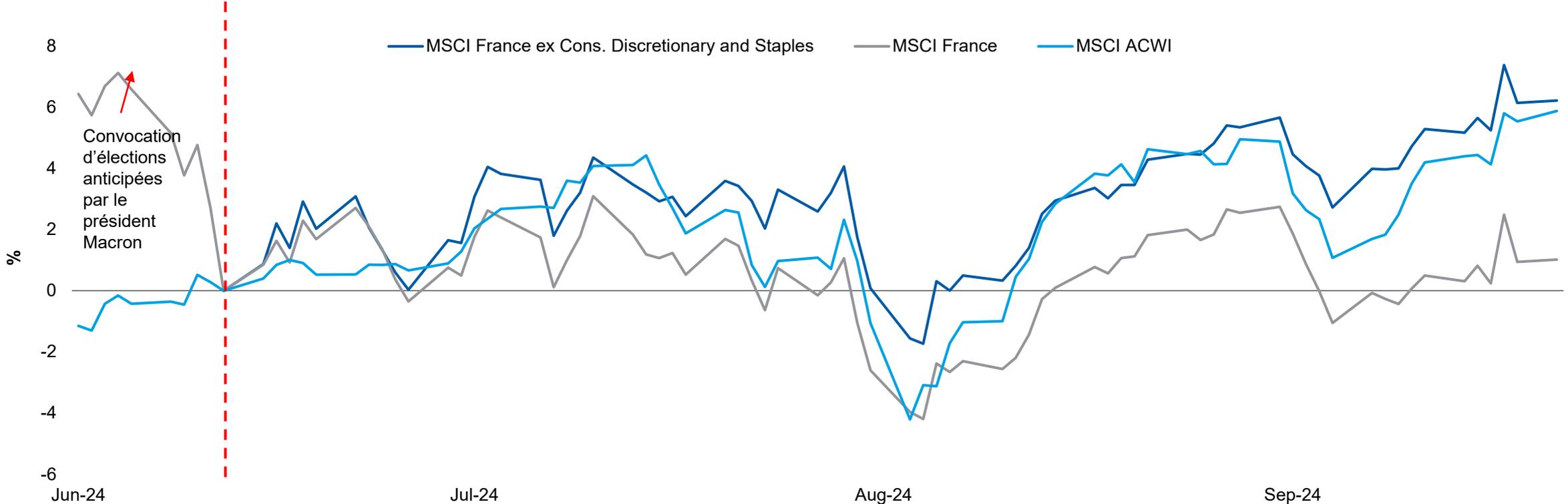
GRANDES IDÉES

# Sortie du marché actions français

La volatilité provoquée par l'incertitude politique en juin nous a incités à nous positionner sur le marché français. Ce dernier s'est effectivement redressé après l'accalmie de la situation politique, mais les entreprises du secteur de la consommation, qui dépendent moins de facteurs nationaux que de la demande chinoise, ont sous-performé. Compte tenu de notre prudence à moyen terme à l'égard de la Chine et de ses implications pour la France, nous cherchons à alléger notre exposition.

## Les secteurs de la consommation ont pesé sur le marchés actions français

MSCI France vs MSCI AC World Total Return



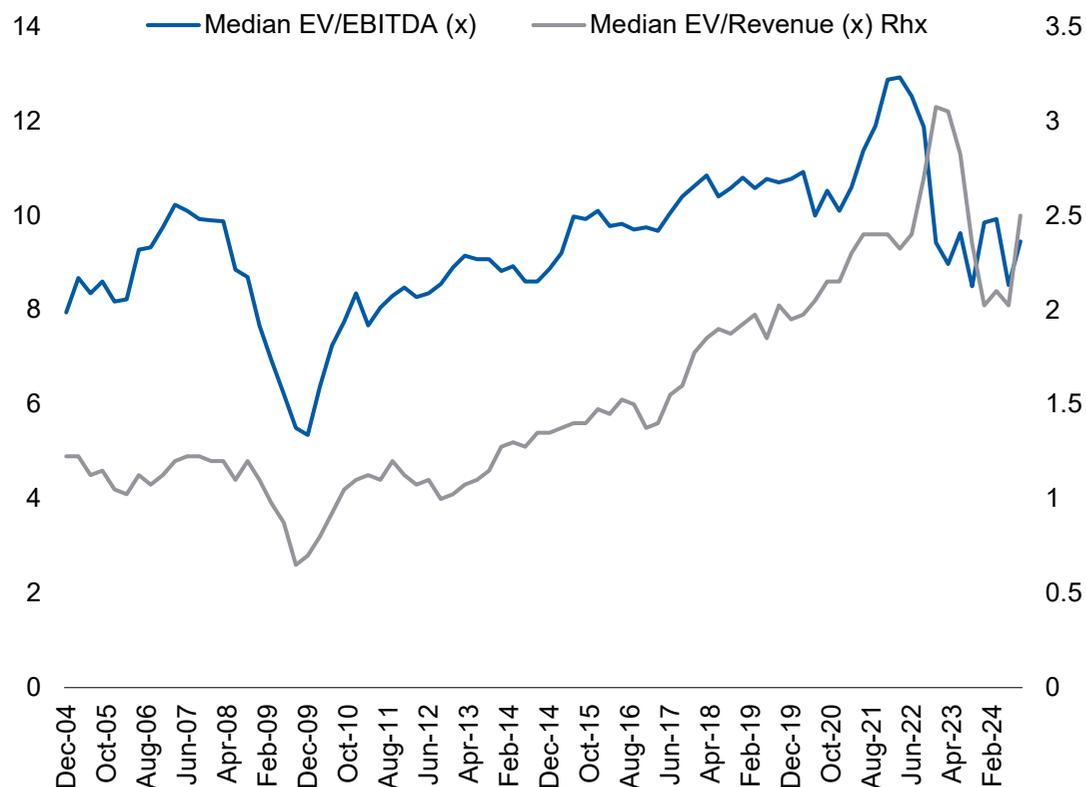
Source : Bloomberg, MSIM. Données au 23 septembre 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux du Portfolio Solutions Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou 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, elles peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

GRANDES IDÉES

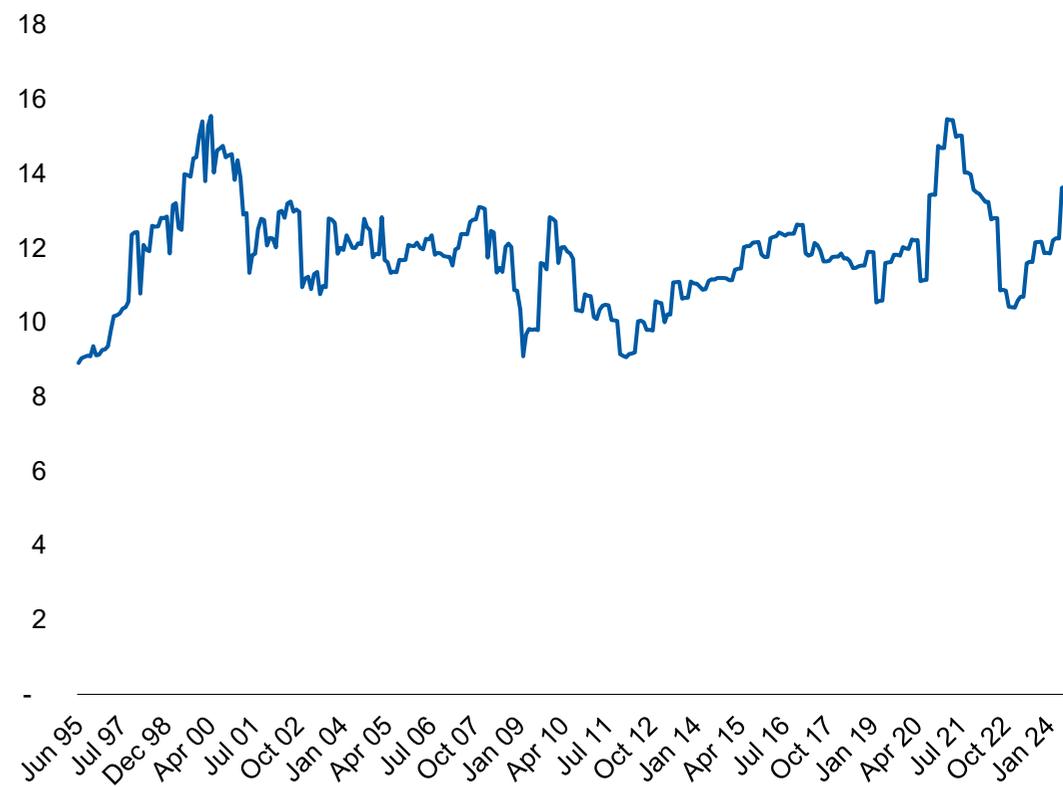
# Le Private Equity présente un meilleur point d'entrée que les marchés cotés

Les valorisations du Private Equity se sont normalisées à des niveaux plus bas en 2024, mais avec une certaine volatilité des données. A l'inverse, les valorisations des marchés cotés ont encore augmenté.

## Multiples de valorisation de opérations de buyout



## EV/EBITDA de l'indice MSCI World



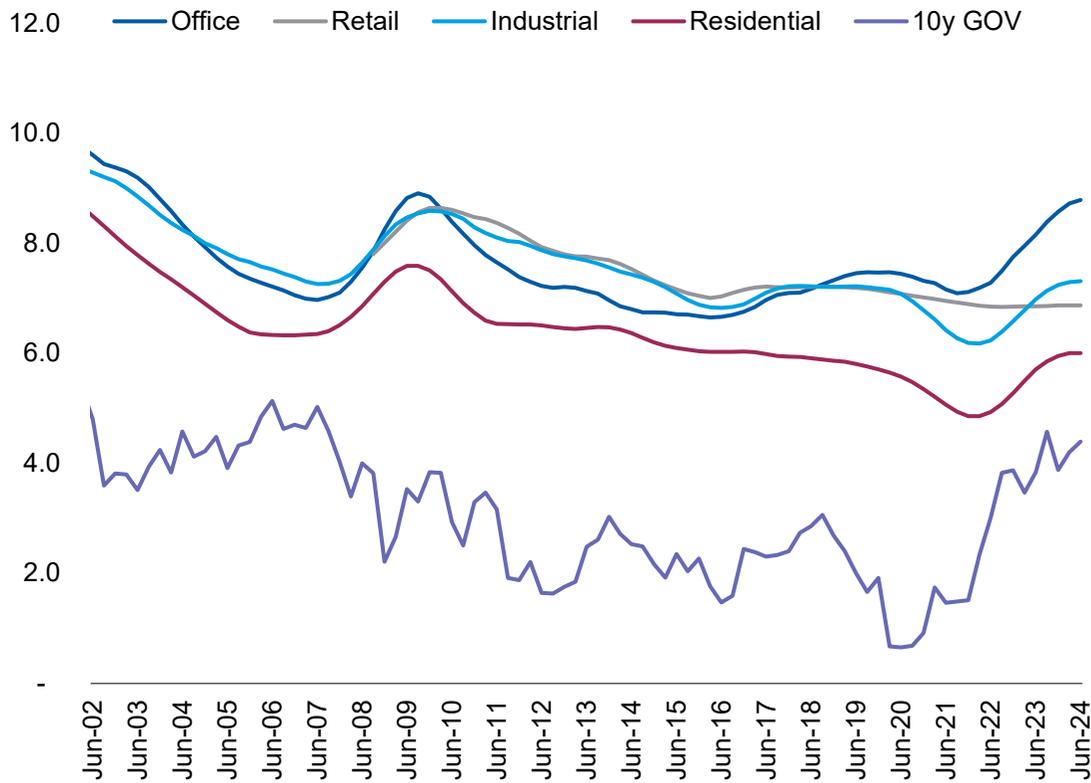
Sources : Bloomberg, Preqin, données au 30 septembre 2024. Ces informations reflètent le point de vue du Portfolio Solutions Group à la date du présent document et non à une date ultérieure, et peuvent être modifiées sans préavis en fonction de l'évolution des circonstances et des conditions de marché. Les dettes senior sont des prêts garantis par un collatéral qui doivent être remboursés avant les autres dettes lorsqu'une entreprise est en défaut de paiement. La dette subordonnée est un prêt qui se classe derrière les autres dettes (ex : la dette senior) en cas de défaut de paiement de l'entreprise, et qui comporte donc plus de risques pour le prêteur. 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. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

GRANDES IDÉES

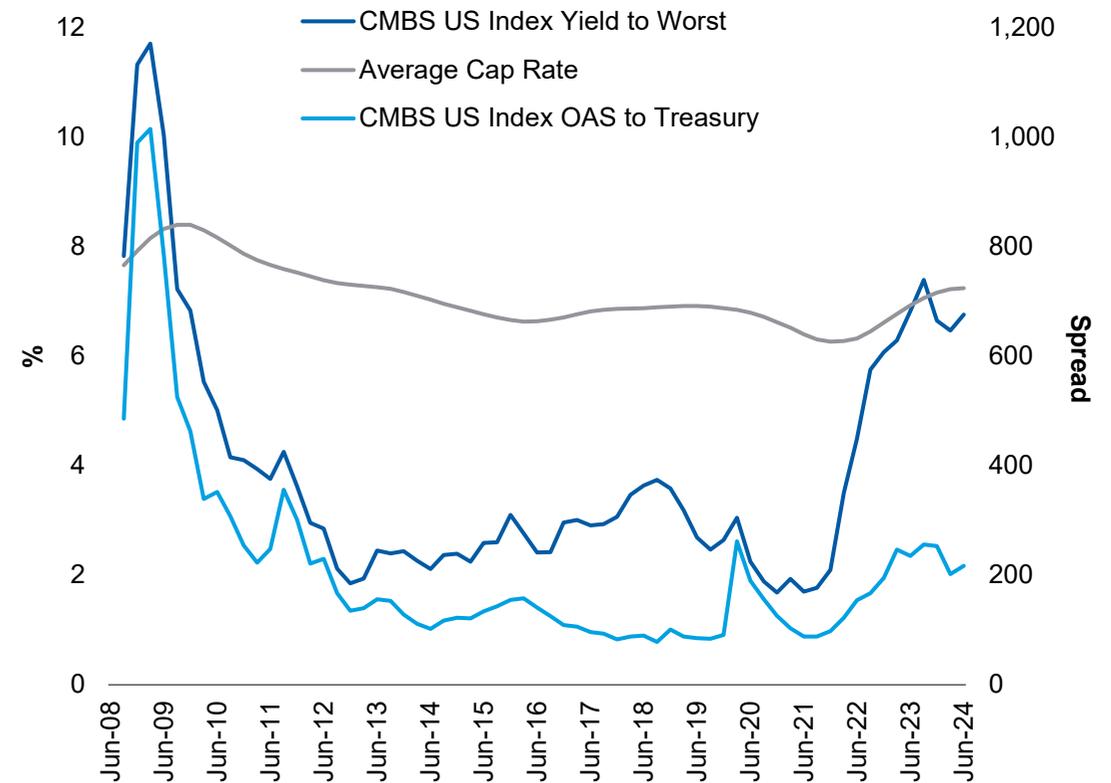
# De nouvelles opportunités dans les foncières de l'immobilier commercial

Les valorisations des actifs d'immobilier commercial sont redevenues intéressantes face à la hausse des taux d'intérêt et à une offre abondante. Nous anticipons une augmentation des volumes cette année en raison des prochaines échéances de remboursement de la dette, ce qui renforcera encore l'attractivité des points d'entrée.

## Taux de capitalisation



## Taux de capitalisation vs. coût de la dette

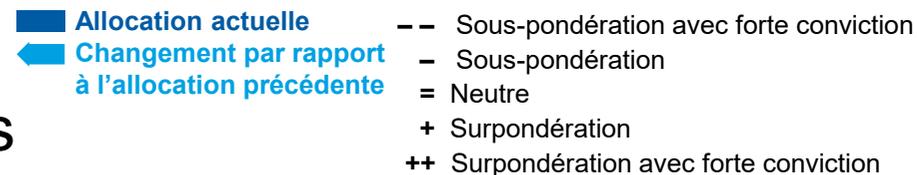


Sources : CoStar, Bloomberg. Au 30 juin 2024. Ces informations reflètent le point de vue du Portfolio Solutions Group à la date du présent document et non à une date ultérieure, et peuvent être modifiées sans préavis en fonction de l'évolution des circonstances et des conditions de marché. Cette présentation ne doit pas être interprétée comme une recommandation d'investissement ou de recherche. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

GRANDES IDÉES

# Cadre d'investissement du groupe Capital Markets

## Allocations représentatives du Portfolio Solutions Group



Allocation d'actifs	Notre opinion					Commentaire
	--	-	=	+	++	
<b>Obligations</b>						
Duration		■				Avec le réajustement des anticipations relatives aux futures baisses de taux et la baisse des rendements à long terme, nous avons décidé de renforcer notre sous-pondération de la duration. Aux États-Unis, nous pensons que les huit baisses de taux anticipées pour l'année prochaine sont excessives. Loin de s'effondrer, la conjoncture économique est plutôt en train de se normaliser et les rendements pourraient augmenter sur l'ensemble de la courbe. La situation en Europe n'est pas très différente. Nous continuons de privilégier le crédit mondial : nous surpondérons la dette émergente et les ABS.
Crédit				■		
<b>Actions</b>						
Niveau de risque			■			Un soft landing est clairement favorable aux actifs risqués, mais notre optimisme est quelque peu limité par l'absence d'une prime de risque élevée sur les actions. Dans ce contexte, nous adoptons un comportement opportuniste et cherchons à exploiter les anomalies de valorisation, tant à la hausse qu'à la baisse.
<b>Actifs alternatifs</b>						
Actifs non cotés			→	■		Selon nous, la modération prix des actifs et la faiblesse des volumes de transactions sur les marchés du Private Equity ont atteint un point d'inflexion à la mi-2024. Les flux de trésorerie des investisseurs devraient se redresser sous l'effet d'une augmentation de l'activité de marché et les prix des actifs devraient offrir un point d'entrée intéressant. Sur le segment de la dette privée, les prix et les conditions des prêts sont désormais conformes à leur moyenne à long terme, mais avec les taux élevés et le niveau modeste des défauts, les attentes en matière de performance totale demeurent élevées.
Hedge Funds				■		
Matières premières			■			Les Hedge funds bénéficient d'un environnement de marché favorable pour les gérants expérimentés. Nous privilégions encore les stratégies market neutral, d'actions de « valeur relative » et macroéconomiques. Nous sommes neutres sur les principaux marchés de matières premières : l'augmentation des risques géopolitiques est contrebalancée par d'importantes capacités inutilisées sur certains marchés (pétrole par ex.), ce qui limite le potentiel haussier en l'absence de perturbations physiques.
<b>Transition</b>						
Liquidités/Duration courte				■		Nous avons renforcé notre sous-pondération de la duration et avons adopté une approche « barbell » avec d'autres segments du marché du crédit pour accroître la capacité de rendement de la stratégie.

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 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.

GRANDES IDÉES

# Obligations internationales

## Positions représentatives du Portfolio Solutions Group

- Allocation actuelle
- ← Changement par rapport à l'allocation précédente
- Sous-pondération avec forte conviction
- Sous-pondération
- = Neutre
- + Surpondération
- ++ Surpondération avec forte conviction

Obligations	Notre opinion					Commentaire
	--	-	=	+	++	
<b>Obligations</b>						
Bons du Trésor américain		■				Le marché des taux américains anticipe un scénario économique bien plus morose que celui du crédit ou des actions. Nous faisons à peu près le même constat que le crédit et les actions, même si certains de ces marchés semblent vraiment trop optimistes.
Obligations indexées sur l'inflation			■			À moyen terme, nous pensons que les TIPS présentent un meilleur potentiel que les emprunts d'État nominaux.
Emprunts d'État de la Zone Euro		■				Comme aux États-Unis, les obligations de la zone euro se sont inscrites en forte hausse. Parallèlement, les prévisions de croissance du consensus pour 2025 et 2026 semblent plus élevées que les estimations de la croissance potentielle du PIB à long terme.
Emprunt d'État de pays émergents en devise forte				■		Nous prévoyons un ralentissement de la croissance des pays émergents au 2e semestre 2024 ; la volatilité des taux pourrait augmenter. Toutefois, une détérioration mineure de ces deux facteurs ne devrait entraîner qu'un élargissement limité des spreads, c'est-à-dire des performances excédentaires positives.
Emprunt d'État de pays émergents en devise locale			■			La baisse des rendements américains et la dépréciation du dollar ont entraîné un rebond de la dette émergente en devise locale (8 % pour l'indice GBI depuis la fin juin). Nous nous demandons si cet environnement peut durer à court terme. Si la Fed se montre plus accommodante que prévu, cela pourrait être dû à des facteurs susceptibles de déclencher une fuite vers le dollar.
<b>Obligations cotées</b>						
Obligations municipales				■		La récente réduction de notre exposition aux obligations municipales semble avoir été judicieuse, les valorisations de la classe d'actifs ayant diminué par rapport aux emprunts d'État. Nous pensons désormais que les obligations municipales offrent un potentiel de valorisation convaincant pour les investisseurs soumis à l'impôt.
Obligations Investment Grade	→	■				Nous avons légèrement réduit la sous-pondération des obligations d'entreprise IG car la surpondération des obligations HY a été réaffectée en partie à des obligations IG à court terme. Les spreads sont proches de leurs plus bas historiques, la surperformance par rapport aux bons du Trésor devrait être minime et les titres IG restent sensibles au moindre événement extrême.
MBS/ABS					■	Les titres adossés à des actifs (ABS) font l'objet d'une forte conviction et le rendement par unité de qualité de crédit reste intéressant. Les taux hypothécaires fixes américains à 30 ans sont plus élevés que les rendements des obligations d'entreprises notées BB, ce qui est rarement arrivé sur les 25 dernières années.
Obligations High Yield			■	←		Compte tenu du resserrement des spreads, nous nous interrogeons sur le potentiel de surperformance issu des spreads par rapport aux performances générées par la duration.
Prêts bancaires			■			Une fois ajustés en fonction de la courbe à terme et des écarts de notation, les prêts bancaires semblent un peu moins attractifs que les obligations High Yield. En outre, les prêts bancaires subissent souvent une décollecte lors des cycles de baisse des taux.

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 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.

GRANDES IDÉES

# Actions internationales

## Positions représentatives du Portfolio Solutions Group

Actions	Notre opinion					Commentaire
	--	-	=	+	++	
<b>Actions régionales</b>						
<i>Marchés développés</i>						
États-Unis						Nous sommes neutres vis-à-vis des actions américaines. Les valorisations ont presque renoué avec leur pic depuis le début de l'année (env. 20,7x pour 2025 selon le consensus) et les prévisions du consensus concernant la croissance des chiffres d'affaires et des marges sont déjà optimistes. Si l'on anticipe des baisses de taux dans un scénario de soft landing, l'indice devrait selon nous évoluer dans une fourchette étroite.
Zone euro						Nous continuons à surpondérer les actions européennes via des segments spécifiques du marché, dont le rendement/risque est favorable. Les banques européennes nous semblent toujours attractives, même si nous allons alléger notre exposition aux valeurs françaises.
Japon						L'appréciation du yen constitue une menace pour les actions japonaises, mais ce risque semble correctement intégré compte tenu de la baisse des valorisations qui présentent désormais une décote de 20 % par rapport aux actions mondiales. Nous maintenons notre surpondération car le yen devrait s'apprécier progressivement, alors que les réformes structurelles se poursuivent.
<i>Marchés émergents</i>						L'absence de hard landing au niveau mondial et la poursuite du cycle de baisse des taux des banques centrales des pays développés sont favorables aux actifs des pays émergents. Les inquiétudes structurelles persistent en Chine et il est très peu probable que les bénéfices s'améliorent de manière durable. Nous sommes neutres car les valorisations sont déjà faibles et le sentiment est négatif.
<b>Style</b>						
Croissance vs « value »						Les indices axés sur le style « croissance » restent exposés de manière disproportionnée aux tendances de la Big Tech, pour lesquelles nous cherchons à maintenir une exposition au risque proche de la neutralité.
Qualité						Avec une prime de risque des actions faible et une accélération de la croissance économique limitée par le risque inflationniste, nous continuons à privilégier le facteur Qualité. Cette stratégie est équilibrée via une exposition cyclique ciblée.
Grandes capitalisations vs petites capitalisations						Le potentiel de surperformance des petites capitalisations est limité car il nécessite un contexte « Goldilocks » en termes de croissance et d'inflation
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.

- Allocation actuelle
- ◀ Changement par rapport à l'allocation précédente
- Sous-pondération avec forte conviction
- Sous-pondération
- = Neutre
- + Surpondération
- ++ Surpondération avec forte conviction

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 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.

## GRANDES IDÉES

## Actifs alternatifs

## Positions représentatives du Portfolio Solutions Group

Actifs alternatifs	Commentaire
<b>Actifs non cotés</b>	
Private Equity	Bien qu'il soit difficile de généraliser les tendances sur les marchés non cotés, la modération des prix des actifs et le faible volume de transactions sur le segment du <b>Private Equity</b> ont selon nous atteint leur point d'inflexion tant attendu mi-2024. Les flux de trésorerie des investisseurs devraient se redresser à la faveur de l'augmentation de l'activité de marché, alors que les prix des actifs offrent un point d'entrée intéressant pour les stratégies capables de créer de la valeur dans un environnement marqué par un service de la dette plus onéreux et des multiples de levier plus faibles. Nous continuons à privilégier des stratégies offrant des opportunités prometteuses et une solide expertise pour accélérer la croissance du chiffre d'affaires et des marges et pour optimiser la structure du capital. Nous pensons que le mid-market est particulièrement bien placé pour générer des performances attractives dans ce contexte.
Actifs réels non cotés	<p>Les valorisations de l'<b>immobilier commercial</b> ont encore baissé, à l'image de l'indice des principaux marchés immobiliers qui a enregistré son septième trimestre de baisse consécutive. Cette tendance s'explique par des coûts d'endettement plus élevés et une offre abondante. L'arrivée à maturité cette année d'un montant important 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.</p> <p>Les <b>infrastructures privées</b> bénéficient de l'impact de plusieurs méga-tendances, dont la dématérialisation de la société et des économies et la transition énergétique. Sur ces deux segments, nous observons une divergence des performances et des valorisations faites en fonction des structures opérationnelles sous-jacentes. Par exemple, la baisse des prix de l'énergie a desservi les entreprises de production d'énergie renouvelable fortement exposées aux prix de marché. Les propriétaires contraints à la vente pourraient obtenir des valorisations plus faibles que prévu, ce qui pourrait créer des opportunités ciblées. Dans le domaine du numérique, des capitaux considérables ont été déployés dans le domaine des installations « hyperscale », en particulier ces douze derniers mois sous l'effet de l'engouement pour l'IA. Les opportunités plus petites, comme les centres de données de colocation, ont subi moins de pressions en matière de valorisation. Les opportunités offertes par les entreprises ayant une clientèle de grande qualité pourraient constituer une diversification intéressante dans le domaine des centres de données.</p>
Dette privée	Sur le <b>segment de la dette privée</b> , les prix et les conditions des prêts sont désormais conformes à leur moyenne à long terme, mais avec les taux élevés et le niveau modeste des défauts, les attentes en matière de performance totale demeurent élevées. Alors que les entreprises cherchent toujours des moyens pour gérer leurs flux de trésorerie, les fournisseurs de solutions personnalisées pourraient profiter des prix et des conditions favorables des opportunités encore exploitables face à des mandats de gestion plus rigides.
<b>Actifs alternatifs liquides</b>	
Hedge Funds	Les <b>Hedge funds</b> bénéficient d'un environnement de marché favorable pour les gérants expérimentés. Nous privilégions encore les stratégies market neutral, de « valeur relative » sur les actions, et macroéconomiques. 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. Concerne les stratégies actions, nous restons convaincus du potentiel des stratégies fondamentales de type long/short equity. Nous sommes également de plus en plus optimistes à l'égard des stratégies quantitatives sur actions, qui bénéficient de la réduction de la corrélation entre les prix des actifs au niveau des valeurs individuelles.
Matières premières	Nous adoptons un positionnement neutre sur les principaux <b>marchés de matières premières</b> . Le rebond de l'activité manufacturière soutient certes la demande de matières premières, mais les capacités inutilisées importantes de l'OPEP et l'offre globalement soutenue des pays non-membres de l'OPEP devraient, pour l'heure, limiter la hausse des prix du pétrole.

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. Remarque : La sur/sous-pondération des marchés non cotés concerne les décisions relatives au flux de nouveaux investissements, et non au stock d'investissements existants.

# Glossaire des termes

## Définitions des indices

**Indice Bloomberg des matières premières** est un indice largement diversifié qui suit les contrats à terme sur les matières premières physiques.

**Indice Bloomberg Euro-Aggregate Corporates** se compose d'obligations émises en euros ou dans les anciennes monnaies des 16 pays souverains participant à l'Union monétaire européenne (UEM)

**Indice Bloomberg Global Aggregate Ex-USD** est une mesure générale des investissements mondiaux en dette à taux fixe de qualité supérieure, à l'exclusion de la dette libellée en USD.

**L'indice Bloomberg Municipal Bond** est un indice non géré d'obligations municipales négociées aux États-Unis.

**L'indice Bloomberg Municipal Bond** est un indice non géré d'obligations municipales négociées aux États-Unis.

**Indice Bloomberg Pan-European High Yield** couvre l'univers des dettes à taux fixe, sub-investment grade, libellées en euros ou dans d'autres devises européennes (à l'exception du franc suisse).

**L'indice Bloomberg Municipal Bond** est un indice non géré d'obligations municipales négociées aux États-Unis.

**Indice Bloomberg des agences américaines** mesure les titres d'agence émis par des organismes gouvernementaux américains, des sociétés quasi fédérales et la dette d'entreprise ou étrangère garantie par le gouvernement américain.

**Indice Bloomberg U.S. Aggregate** est un indice non géré d'obligations nationales de qualité supérieure, y compris des titres de sociétés, d'État et adossés à des créances hypothécaires.

**Indice Bloomberg U.S. Asset Backed Securities (ABS)** mesure les ABS avec le type de garantie suivant : carte de crédit et de paiement, prêt automobile et prêt aux services publics.

**Indice Bloomberg CMBS États-Unis** mesure le marché des transactions CMBS de conduits et de fusion avec une taille de transaction actuelle minimale de 300 millions de dollars.

**Indice Bloomberg des obligations d'entreprises américaines de qualité supérieure** est un indice non géré qui mesure le rendement des titres de sociétés de qualité supérieure au sein de l'indice Barclays U.S. Aggregate.

**Indice Bloomberg des titres adossés à des créances hypothécaires américaines (MBS)** mesure les titres intermédiaires adossés à des créances

hypothécaires d'agence émis par la GNMA, la FNMA et la FHLMC.

**Indice Bloomberg des bons du Trésor américain** mesure les instruments de dette publique émis par le Trésor américain.

**Indice de volatilité CBOE (VIX)** suit les volatilités implicites d'un large éventail d'options sur l'indice S&P 500.

**Indice CBOE S&P 500 BuyWrite** mesure la performance d'une hypothétique stratégie d'achat-vente sur l'indice S&P 500.

**Indice ICE BofA des bons du Trésor américain indexé sur l'inflation** suit la performance de la dette souveraine indexée sur l'inflation libellée en USD et émise publiquement par le gouvernement américain.

**ICE BofA Fixed Rate Preferred Securities Index** est un indice non géré de titres privilégiés à taux fixe émis aux États-Unis.

**Indice ICE BofA European Union Government Bond** suit l'évolution de la dette souveraine émise publiquement par les pays membres de l'Union européenne.

**L'indice ICE BofA U.S. High Yield** est un indice non géré d'obligations d'entreprises américaines non IG.

**L'indice ICE® BofA® Developed Markets High Yield Ex-Subordinated Financial (Hedged)** est un indice non géré d'obligations d'entreprises « investment grade » des marchés développés mondiaux, couvert en dollars.

**Indice FTSE 100** est un indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière non géré représentant la performance des 100 plus grandes sociétés de premier ordre cotées au Royaume-Uni, qui passent le contrôle de la taille et de la liquidité.

**Indice FTSE All Small** se compose de toutes les sociétés des indices FTSE SmallCap et FTSE Fledgling.

**L'indice FTSE WGBI** mesure la performance des obligations souveraines à taux fixe en monnaie locale notées investment grade.

**L'indice J.P. Morgan Corporate Emerging Market Bond Index Broad Diversified** est un indice non géré d'obligations d'entreprises des pays émergents, libellées en USD.

**L'indice J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified** est un indice non géré d'obligations libellées en USD, avec des échéances supérieures à un an et émises par des gouvernements de pays émergents.

**L'indice J.P. Morgan Government Bond Index - Emerging Market (GBI-EM) Global Diversified** est un indice non géré d'obligations libellées en devises locales, avec des échéances supérieures à un an et émises par des gouvernements de pays émergents.

**L'indice MSCI Emerging Markets** est un indice non géré composé d'actions ordinaires des marchés émergents.

**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.

**Indice Morgan Stanley Capital International All Country Asia Pacific (MSCI AC Asia Pac)** est un indice de rendement total non géré, pondéré en fonction de la capitalisation boursière, qui mesure la performance des marchés boursiers de 15 pays de la région du Pacifique, dont l'Australie, la Chine, Hong Kong, l'Inde, l'Indonésie, le Japon, la Corée, la Malaisie, la Nouvelle-Zélande, le Pakistan, les Philippines, Singapour, le Sri Lanka, Taïwan et la Thaïlande.

**Indice MSCI Japan** : L'indice MSCI Japan est conçu pour mesurer la performance des segments des grandes et moyennes capitalisations du marché japonais.

**Indice Morgan Stanley Capital International (MSCI) World** est un indice non géré de titres de participation sur les marchés développés.

**Morgan Stanley Capital International (MSCI) Monde hors États-Unis Indice des petites capitalisations** est un indice non géré de titres de participation à petite capitalisation sur les marchés développés, à l'exclusion des États-Unis.

**L'indice Morgan Stanley Capital International (MSCI) All Country World Index (ACWI)** est un indice pondéré par la capitalisation boursière du flottant conçu pour mesurer la performance des marchés actions sur les marchés développés et émergents mondiaux.

**L'indice Morgan Stanley Capital international (MSCI) World** est un indice ajusté par le flottant et pondéré par la capitalisation boursière et qui est conçu pour mesurer la performance globale du marché des actions des marchés développés.

## INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

## Glossaire des termes et à propos des risques

## Définitions des indices (suite)

**Indice Morgan Stanley Capital International Europe, Australasie, Extrême-Orient (MSCI EAEQ)** est un indice non géré d'actions des marchés développés, à l'exclusion des États-Unis et du Canada.

L'indice MSCI USA est conçu pour mesurer la performance des grandes et moyennes capitalisations du marché américain. Composé de 713 titres, l'indice couvre environ 85 % de la capitalisation boursière ajustée du flottant des marchés aux États-Unis et au Canada.

Morningstar LSTA US Leveraged Loan Index est un indice non géré du marché institutionnel des prêts à effet de levier. Avant le 29 août 2022, le nom de l'indice était S&P/LSTA Leveraged Loan Index.

**Indice Nikkei 225 Stock Average** est un indice non géré pondéré par les prix de 225 sociétés japonaises les mieux notées cotées dans la première section de la Bourse de Tokyo.

L'indice Russell 1000® est un indice non géré regroupant 1 000 grandes capitalisations américaines.

L'indice Russell 1000® Growth est un indice non géré composé de valeurs de croissance parmi les grandes capitalisations américaines.

L'indice Russell 1000® Value est un indice non géré de titres « value » parmi les grandes capitalisations américaines.

L'indice Russell 2000® est un indice non géré regroupant 2 000 petites capitalisations américaines.

L'indice Russell 2500® est un indice non géré regroupant environ 2 500 petites et moyennes capitalisations américaines.

L'indice Russell 2000® est un indice non géré regroupant 2 000 petites capitalisations américaines.

L'indice S&P 500® est un indice non géré composé de grandes capitalisations et couramment utilisé pour mesurer la performance du marché actions américain.

**Indice STOXX Europe 600** est un indice numérique à composante fixe conçu pour fournir une représentation large mais liquide des sociétés de grande, moyenne et petite capitalisation en Europe.

Les indices ICE BofA : Les indices ICE® BofA® ne sont pas destinés à être redistribués ou à d'autres usages ; ils sont fournis « en l'état », sans garantie et sans responsabilité. Eaton Vance a préparé ce rapport et ICE Data Indices, LLC ne l'approuve pas, ne garantit pas, ne révisé pas et n'approuve pas les produits Eaton Vance. BofA® est une marque déposée sous licence de Bank of America Corporation aux États-Unis et dans d'autres pays.

**Indices MSCI** : Source : MSCI. Les données fournies par MSCI ne peuvent être reproduites ou utilisées à d'autres fins. MSCI ne donne aucune garantie, n'a pas préparé ou approuvé ce rapport, et décline toute responsabilité en vertu des présentes.

**Indices J.P. Morgan** : Les informations ont été obtenues auprès de sources jugées fiables, mais J.P. Morgan ne garantit pas leur exhaustivité ou leur exactitude. L'index est utilisé avec autorisation. L'Index ne peut être copié, utilisé ou distribué sans l'approbation écrite préalable de J.P. Morgan. Droits d'auteur 2019, J.P. Morgan Chase & Co. Tous droits réservés.

Les indices S&P Dow Jones sont des produits de S&P Dow Jones Indices LLC (« S&P DJI ») et ont été utilisés sous licence. S&P® et S&P 500® sont des marques déposées de S&P DJI ; Dow Jones® est une marque déposée de Dow Jones Trademark Holdings LLC (« Dow Jones ») ; S&P DJI, Dow Jones et leurs sociétés affiliées respectives ne cautionnent pas, ne soutiennent pas, ne vendent pas et ne promeuvent pas le Fonds, n'ont aucune responsabilité à cet égard et ne sont pas responsables des erreurs, omissions ou interruptions des indices S&P Dow Jones.

Sauf indication contraire, les performances de l'indice ne reflètent pas l'impact des commissions de vente, des commissions, des dépenses, des taxes ou de l'effet de levier applicables. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Données fournies à titre d'information uniquement. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures. Veuillez vous reporter à la fin du document pour obtenir des informations complémentaires importantes.

## Termes

**Ratios de rendement des administrations municipales par rapport aux bons du Trésor** sont des indicateurs de valeur relative qui mesurent la richesse ou le bon marché des rendements des obligations municipales par rapport aux rendements des obligations du Trésor à échéance comparable.

**Rendement au pire** est une mesure qui reflète le rendement potentiel le plus bas obtenu sur une obligation sans défaut de l'émetteur. Le yield to worst est calculé en effectuant des hypothèses du pire des cas sur l'émission en calculant les rendements qui seraient obtenus si l'émetteur utilisait les dispositions, incluant le remboursement anticipé, l'achat ou le fonds d'amortissement.

## À propos du risque

Il ne peut être garanti que la liquidation des sûretés garantissant un investissement puisse satisfaire l'obligation de l'émetteur en cas de non-paiement, ou que les sûretés puissent être facilement liquidées. La concrétisation des bénéfices de toute sûreté peut être différée ou limitée. **Produits** – La valeur des investissements dans les matières premières sera généralement affectée par les mouvements globaux du marché et les facteurs spécifiques à une industrie ou à une marchandise particulière, notamment les conditions météorologiques, les embargos, les tarifs douaniers ou les développements sanitaires, politiques, internationaux et réglementaires. Les investissements dans des titres de créance peuvent être affectés par des changements dans la solvabilité de l'émetteur et sont soumis au risque de non-paiement du principal et des intérêts. La valeur des titres de créance peut également baisser en raison de préoccupations réelles ou perçues quant à la capacité de l'émetteur à effectuer les paiements du principal et des intérêts. **Durée** – Les titres à durée plus longue ont tendance à être plus sensibles aux variations de taux d'intérêt que les titres à durée plus courte. **Actions** – La valeur des placements en actions est sensible à la volatilité des marchés boursiers. **Étranger** – Les investissements dans des instruments ou des devises étrangers peuvent comporter un risque et une volatilité plus importants que les investissements américains en raison de conditions de marché, économiques, politiques, réglementaires, géopolitiques ou autres défavorables. Dans les pays émergents, ces risques peuvent être plus importants. **Agence gouvernementale** – Bien que certaines agences parrainées par le gouvernement américain puissent être agréées ou parrainées par des lois du Congrès, leurs titres ne sont ni émis ni garantis par le Trésor américain. Un déséquilibre entre l'offre et la demande sur le marché obligataire peut entraîner des incertitudes quant aux valorisations et une plus grande volatilité, une moindre liquidité, un élargissement des spreads de crédit et un manque de transparence des prix de marché. En général, il y a peu d'information publique sur les émetteurs municipaux. **Indexé sur l'inflation** – Les paiements d'intérêts sur les titres indexés sur l'inflation peuvent varier considérablement et fluctueront à mesure que le principal et les intérêts sont ajustés en fonction de l'inflation. Les investissements dans des titres indexés sur l'inflation peuvent perdre de la valeur si le taux d'inflation réel est différent du taux de l'indice d'inflation. Lorsque les taux d'intérêt augmentent, la valeur de certains investissements obligataires est susceptible de baisser. Le London Interbank Offered Rate, ou LIBOR, est utilisé dans les secteurs bancaires et financiers mondiaux pour déterminer les taux d'intérêt d'une variété d'instruments financiers (tels que les instruments de dette et les dérivés) et d'accords d'emprunt. L'ICE Benchmark Administration Limited, l'administrateur du LIBOR, devrait cesser de publier certains paramètres du LIBOR le 31 décembre 2021 et les autres paramètres du LIBOR le 30 juin 2023. Le processus de transition peut impliquer, entre autres, une volatilité ou une illiquidité accrue sur les marchés pour des instruments qui dépendent actuellement du LIBOR, tels que les titres de créance à taux variable. Les investissements dont la note est inférieure à « investment grade » (généralement appelés « junk bonds ») sont généralement soumis à une plus grande volatilité des prix et à une plus faible liquidité que les investissements mieux notés. **Maturité** – Les obligations à long terme sont généralement plus sensibles aux variations des taux d'intérêt que les obligations à court terme. **Actions privilégiées** – Lorsque les taux d'intérêt augmentent, la valeur des actions privilégiées diminue généralement. **Remboursement anticipé - MBS** – Les titres adossés à des créances hypothécaires sont soumis au risque de remboursement anticipé. **Remboursement anticipé - Prêt bancaire** – Les prêts bancaires sont soumis à un risque de remboursement anticipé. **Immobilier** – Les variations de la valeur des biens immobiliers ou les ralentissements économiques peuvent avoir un effet négatif important sur les émetteurs du secteur immobilier, y compris les FPI.

## INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

**Considérations sur les risques**

La diversification ne supprime pas le risque de perte.

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 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 sont soumis à la capacité d'un émetteur de rembourser le principal et les intérêts (risque de crédit), aux fluctuations des taux d'intérêt (risque de taux d'intérêt), à la solvabilité de l'émetteur et à la 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. Les investissements alternatifs sont de nature spéculative et comportent un degré de risque élevé. Très peu liquides, ils sont généralement assortis de frais plus élevés que les autres investissements et peuvent induire le recours à l'effet de levier, aux ventes à découvert et aux produits dérivés, pouvant ainsi accroître le risque de perte sur investissement. Ces investissements sont destinés aux investisseurs qui comprennent ces risques et sont en mesure de les tolérer. La performance peut être volatile et l'investisseur peut perdre une partie importante, voire la totalité, du capital engagé.

Il n'y a aucune garantie qu'une stratégie d'investissement fonctionnera dans toutes les conditions du marché et il revient 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 la Stratégie comprennent un certain nombre de titres et ne reproduisent pas nécessairement la performance d'un indice. 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 gestionnaires 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.

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 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 Société ne fournit pas de conseils d'ordre fiscal. Les informations fiscales contenues dans le présent document sont générales et ne sont pas exhaustives par nature. Ce document n'a pas vocation à, et n'a pas été rédigé pour être utilisé en vue de permettre aux contribuables d'éviter les pénalités qui pourraient leur être infligées. Quelle que soit la juridiction, les lois fiscales sont complexes et en constante évolution. Nous vous invitons à consulter systématiquement votre propre professionnel juridique ou fiscal en vue d'obtenir des informations relatives à votre situation personnelle.

Les graphiques et diagrammes fournis dans le présent document le sont uniquement à titre d'illustration. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

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 en termes 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.

## INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

Il est interdit de reproduire, copier, modifier, utiliser pour créer un document dérivé, interpréter, afficher, publier, poster, mettre sous licence, intégrer, distribuer ou transmettre tout ou une partie de ce document, directement ou indirectement, ou de divulguer son contenu à des tiers sans le consentement écrit explicite 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.

### 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.**

**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 de 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 :

### **EMOA**

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

Au sein de 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.

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 20 121 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 : Branch Office (FDI) selon § 53b KWG). **Danemark :** MSIM FMIL (succursale de Copenhague), Gorrissen Federspiel, Axel Towers, Axeltovej 2, 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 toute 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 à être utilisé uniquement par un investisseur institutionnel ou un investisseur qualifié. 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.

## INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

## 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 prévoie des exceptions, ce document ne devra pas être publié, diffusé, distribué ni adressé aux particuliers résidant à Hong Kong, ni mis à leur disposition. **Singapour** : Ce document 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 22122040037, AFSL No. 314182 et ses affiliés et ne constitue pas une invitation à investir. Morgan Stanley Investment Management (Australia) 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 offre d'instruments financiers particuliers. En vertu d'une convention IMA, en ce qui concerne la gestion des actifs d'un client, le client prescrit à l'avance les politiques de gestion de base et charge MSIMJ de prendre toutes les décisions d'investissement en fonction de l'analyse de la valeur des titres et MSIMJ accepte cette mission. Le client doit déléguer à MSIMJ les pouvoirs nécessaires à l'investissement. MSIMJ exerce les pouvoirs délégués en fonction des décisions d'investissement de MSIMJ, et le client s'interdit d'émettre des instructions individuelles. Tous les profits et pertes d'investissement reviennent aux clients ; le principal n'est pas garanti. Les investisseurs doivent étudier attentivement les objectifs d'investissement, la nature des risques et les frais associés à la stratégie avant d'investir. À titre de commission de conseils en investissement pour une gestion conseillée (IAA) ou une discrétionnaire (AMIIMA), le montant des biens assujettis au contrat multiplié par un certain taux (la limite supérieure est de 2,20% 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.

RO 3891689 Exp 10/31/2025