

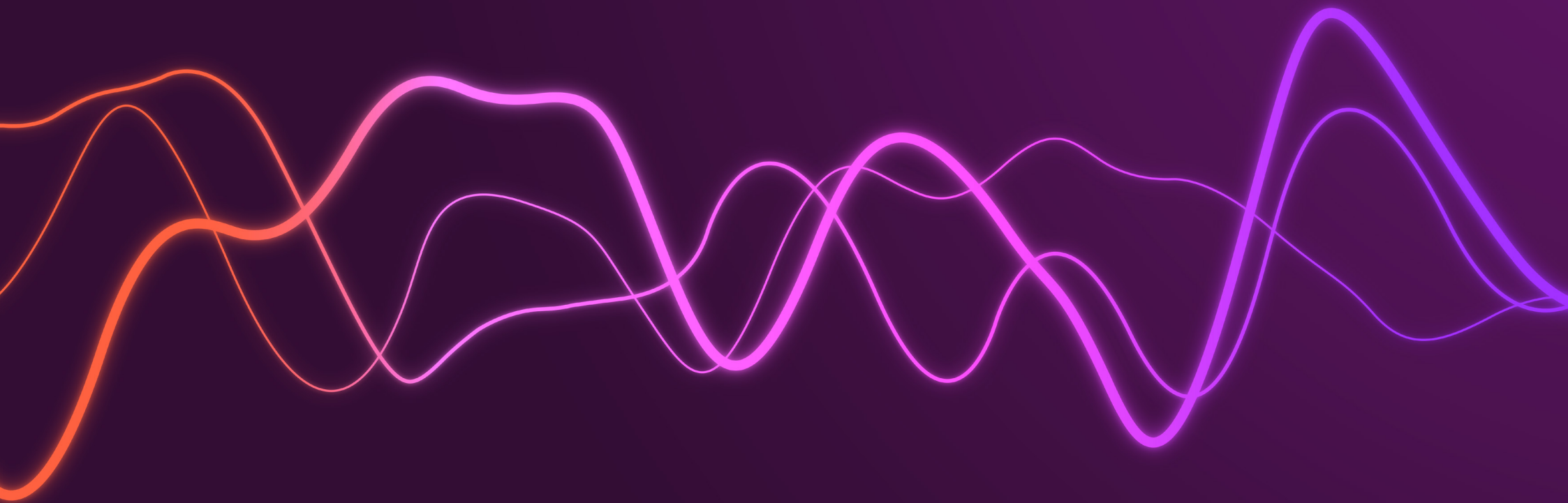
Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

THE BEAT | Bonds | Equities | Alternatives | Transition

# Capital Markets Group

## Nos sept thèmes clés pour 2024



# Table of Contents

---

3

Le consensus finira-t-il par voir juste en 2024 ?

---

5

Corrélation entre les actions et les obligations : à suivre ?

---

7

Les risques de baisse liés aux politiques monétaires restrictives s'estompent

---

10

Qu'en est-il de l'inflation ?

---

13

Le cas des actions japonaises

---

15

Est-ce opportun d'acheter des titres chinois ?

---

17

Les marchés privés offrent des points d'entrée potentiellement intéressants

---

20

Idées en matière d'allocation d'actifs



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, les Actions, les Investissements alternatifs et les Actifs de 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).

S'inspirant des recherches menées par notre pôle Capital Markets Group, The BEAT synthétise nos perspectives annuelles et répertorie sept thèmes clés pour 2024.

# Capital Markets Group

## Nos sept thèmes clés pour 2024

Le contexte d'investissement en ce début d'année 2024 est très différent de celui qui prévalait il y a un an. L'inflation semble avoir atteint un pic, les taux d'intérêt vont probablement baisser et les portefeuilles équilibrés pourraient à nouveau retrouver leur rôle habituel. Le pôle Capital Markets Group dévoile nos sept thèmes clés pour 2024.

### 1 Prévisions du consensus

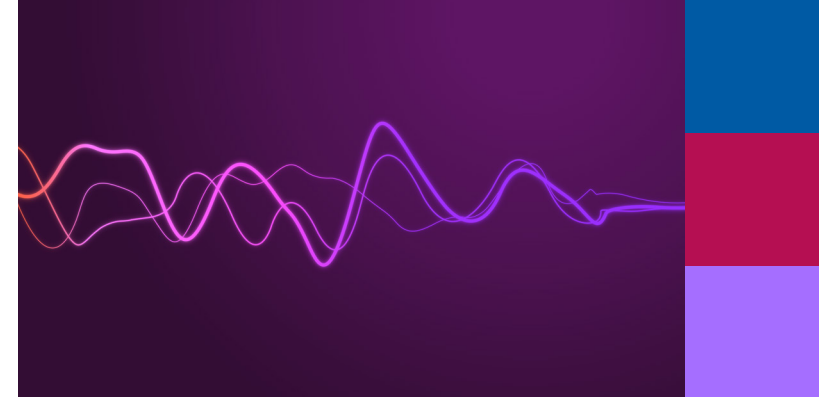
Verront-elles juste en 2024 ? Il s'agit d'une question piège, car de nombreuses prévisions du consensus ayant associé fondamentaux économiques et performance des actifs se sont lourdement trompées au cours des deux dernières années. Les choses pourraient s'avérer différentes en 2024, en premier lieu parce que les conditions initiales ne sont pas du tout les mêmes qu'en 2023, ce qui pourrait aider un peu le consensus à viser juste. En bref, nous suggérons une position neutre ou une légère surpondération des actions et nous dénouons notre sous-pondération de la durée pour tendre vers globalement plus de neutralité. Nous finançons ces positions en réduisant les positions à courte durée et les liquidités.

### 2 Corrélation actions/obligations

La corrélation profondément négative entre les actions et les obligations a joué un rôle central pour les caractéristiques risques/performances attrayantes des portefeuilles équilibrés (60/40) depuis la crise financière mondiale. C'était le cas jusqu'à l'apparition de la pandémie en 2020, qui a engendré une forte hausse de la corrélation ayant limité les avantages de la diversification des obligations, ce qui s'est avéré particulièrement problématique lorsque les obligations et les actions se sont vendues au même moment en 2022. Les obligations ont connu une autre année difficile en 2023, mais lorsque nous nous projetons vers 2024, les valorisations de départ des obligations mondiales nous semblent attirantes. Pour les portefeuilles équilibrés, surtout, nous nous attendons à ce que les facteurs de la corrélation positive entre les actions et les obligations induisent une corrélation plus faible au cours de l'année à venir.

### 3 Politique monétaire

L'un des débats importants du début de l'année 2023 concernait le fait de savoir si le resserrement de la politique monétaire ferait en fin de compte entrer l'économie en récession. Cela n'a pas été le cas, mais le thème dominant ayant couvert la plus grande partie de l'année 2023 a été la résistance de la croissance américaine et la hausse surprenante. Malgré cela, le débat sur les risques à l'horizon 2024 reste centré sur les conséquences de la politique monétaire. Nous pensons qu'il existe des risques de baisse, mais que la croissance est moins en difficulté et que les risques liés à la croissance diminueront encore si la désinflation se poursuit de manière favorable.



## 4 Inflation

L'inflation américaine chutera vraisemblablement de manière décisive au cours des 12 prochains mois, à mesure que les chocs transitoires de l'offre et de la demande liés à la pandémie s'estompent. En fait, toutes les principales composantes du panier de l'IPC ont connu des chocs importants liés à la pandémie. À l'heure actuelle, ces effets s'inversent rapidement. Selon nous, l'indice PCE de base américain devrait passer de 3,5 % à moins de 2,6 % (à savoir le taux de prévision du consensus) d'ici la fin de l'année 2024.

Nous anticipons également une désinflation rapide dans la zone euro, mais pour d'autres raisons. Par rapport aux États-Unis, nous n'identifions pas autant de signes de pressions inflationnistes dues à la surchauffe des économies dans la région. Au contraire, les pressions sur l'inflation sous-jacente dans la zone euro semblent être principalement exogènes, l'inflation « importée » étant accentuée par le choc énergétique de 2022. À mesure que ces dynamiques s'estompent ou s'inversent, l'inflation devrait, selon nous, se replier à 2,0 %.

## 5 Actions japonaises

Les investisseurs ont eu un vif regain d'intérêt pour les actions japonaises en 2023. En 2024, la question la plus importante sera de savoir si cette récente surperformance est durable. Le marché soutient actuellement la renaissance du Japon et nous partageons ce point de vue à moyen terme, mais nous reconnaissons qu'il pourrait y avoir des heurts à l'avenir. Les valorisations étant désormais au même niveau que la médiane à long terme, la performance totale sera portée principalement par la croissance des bénéficiaires. Même si nous sommes optimistes quant aux actions japonaises pour 2024, il existe des risques à surveiller.

## 6 Chine

Un rebond temporaire des actions chinoises est possible en 2024, compte tenu du soutien du gouvernement à court terme, des valorisations bon marché et d'un positionnement plus léger. Toutefois, les investisseurs devraient faire abstraction d'un quelconque répit temporaire, car les difficultés structurelles restent bien ancrées. Les problématiques liées à l'immobilier en Chine poseront probablement des difficultés à l'économie chinoise en 2024 et au-delà, car près de 70 % de la richesse des ménages en Chine sont liés à la valeur des biens immobiliers. En outre, nombreux sont ceux à estimer que la prime de risque politique pour la Chine est vraisemblablement trop élevée.

## 7 Investissements alternatifs : Marchés privés

Les marchés privés ont connu une série de perturbations au cours des trois dernières années, pour aboutir à un ajustement des prix des actifs à un degré jamais atteint depuis la crise financière mondiale. Par conséquent, de nombreux acteurs des marchés privés ont réagi en ralentissant leurs engagements privés, voire en les interrompant complètement. Cette série d'événements entraîne la première correction des prix à l'échelle du secteur sur les marchés privés depuis la crise financière mondiale, et les investisseurs tentent d'identifier les opportunités et les risques qui y sont liés. Nous évaluons les opportunités dans trois secteurs distincts: les marchés qui ont déjà sensiblement réajusté les prix ; les marchés qui ont connu de modestes variations des valorisations, à des niveaux acceptables ; et les marchés sur lesquels nous prévoyons une baisse prolongée des valorisations. Nous identifions des opportunités sur tous les marchés pour l'année 2024.



# Le consensus finira-t-il par voir juste en 2024 ?

Le consensus verra-t-il juste en 2024 ? Il s'agit d'une question piège, car de nombreuses prévisions du consensus ayant associé fondamentaux économiques et performance des actifs se sont lourdement trompées au cours des deux dernières années. Cependant, les choses pourraient s'avérer différentes en 2024, en premier lieu parce que les conditions initiales ne sont pas du tout les mêmes qu'en 2023, ce qui pourrait aider un peu le consensus à viser juste.

Prenons d'abord le marché obligataire. Les attentes étaient élevées en matière de performances des obligations en 2023, car le consensus prévoyait une récession et des baisses de taux vers le milieu de l'année. Ceci s'est avéré faux, car les rendements obligataires étaient déjà très bas au début de l'année et ne reflétaient pas la réalité économique qui a fini par advenir au fur et à mesure de l'année.

Ce qui est différent est que le niveau des rendements est sensiblement plus élevé au départ, notamment les taux directeurs. De plus, l'inflation a vraisemblablement atteint son plus haut niveau et s'oriente à la baisse, ce qui pourrait permettre aux banques centrales d'abaisser les taux en 2024. La vigueur persistante du marché du travail, qui a dépassé les attentes,

pourrait permettre un atterrissage en douceur, plutôt qu'un atterrissage brutal. En d'autres termes, l'économie est susceptible de ralentir au cours de l'année à venir, mais pas de s'effondrer.

La conséquence en matière d'investissement est que le niveau du risque de défaut pourrait rester plus bas malgré un ralentissement de l'économie. Cela signifie que les niveaux des rendements globaux de nombreux produits obligataires, y compris dans les segments « investment grade », « core », du haut rendement et des emprunts bancaires, sont mieux adaptés en 2024 pour rémunérer les investisseurs en contrepartie des risques qu'ils ne l'étaient l'an passé.

À partir de là, nous pouvons prendre position sur les valorisations des actions qui repose sur la détention d'un flux de trésorerie disponible et sur la manière dont il est évalué dans les différentes classes d'actifs. Il s'agit manifestement de vastes domaines et il n'existe pas de solution unique. Néanmoins, notre thèse

d'investissement sera influencée par le taux auquel nous actualisons ces flux de trésorerie. Pour nous, il s'agit d'un élément essentiel pour créer des opportunités d'investissement.



Les conditions initiales en 2024 devraient permettre au consensus d'être juste.



**Jim Caron**  
Chief Investment Officer  
Portfolio Solutions Group



Du côté des actions, nous pensons que le creux observé dans la croissance des bénéfiques a atteint son point bas et que la croissance repartira à la hausse en 2024 et 2025. Toutefois, les questions sont les suivantes : 1) quel sera le taux de cette croissance ? 2) Quel sera son rythme ? Et 3) quel sera le multiple associé à cette croissance ? Nous sommes d'avis que les performances des actions s'amélioreront en 2024 grâce à la reprise de la croissance des bénéfiques. Autre aspect important en ce qui concerne les actions autres que celles des « 7 magnifiques »<sup>1</sup>, les valeurs de comparaison seront plus faciles à dépasser, car de nombreux multiples se trouvent à des niveaux égaux ou inférieurs aux moyennes à long terme.

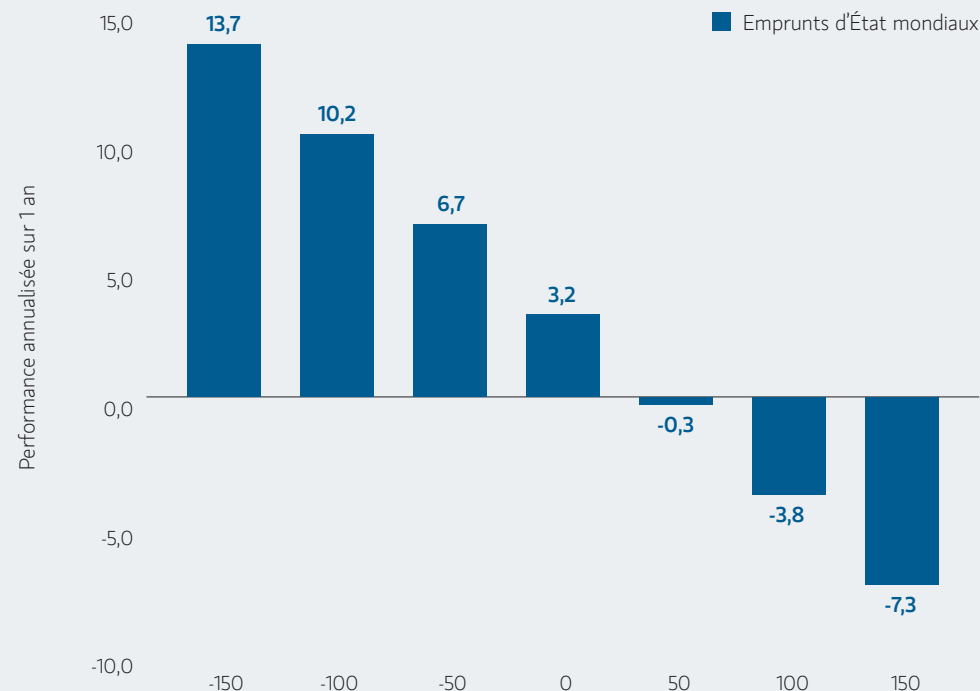
Ajoutons à cela la possibilité d'une baisse des taux d'actualisation, et la valeur actuelle de la valorisation du marché actions dans son ensemble pourrait augmenter, comme le montre la hausse des multiples. Au fond, notre avis est que les conditions financières pourraient s'assouplir grâce à la baisse de l'inflation et des taux directeurs. Ceci pourrait

induire des bénéfiques prévisionnels à un an plus élevés d'ici fin 2024 et soutenir les multiples et les prix jusqu'à la fin de l'année.

Les instruments à courte duration et les instruments monétaires sont intéressants pour atténuer le risque en raison de leurs taux de rendement de départ plus élevés. Si toutefois les taux d'intérêt baissent de fait cette année, les investisseurs devront peut-être évaluer l'incidence potentielle sur leur performance totale d'une pondération trop élevée en liquidités. Toutes choses égales par ailleurs, il existe un scénario de risque dans lequel l'inflation ne baisse pas suffisamment et devient impossible à anticiper, induisant de nouvelles hausses des taux directeurs.

**THE BEAT POINTS À RETENIR:** Nous suggérons une position neutre ou une légère surpondération des actions et nous dénouons notre sous-pondération de la duration pour tendre vers globalement plus de neutralité. Nous finançons ces positions en réduisant les positions à courte duration et les liquidités.

### Impact des rendements sur les prix des obligations



Fonte: Les obligations internationales sont représentées par l'indice Bloomberg US Treasury. Performances totales à 1 an reflétant les données du 12/08/2022 au 12/08/2023. Les définitions des indices peuvent être consultées dans la section « Informations ». Les indices n'incluent ni frais, ni droits, ni commissions de ventes, lesquels auraient pour effet de réduire la performance. L'indice n'est pas géré et ne doit pas être considéré comme un investissement. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les prévisions/estimations sont basées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, elles peuvent donc ne pas se concrétiser.

**Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

<sup>1</sup> Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia and Tesla.

# Corrélation entre les actions et les obligations

La corrélation profondément négative entre les actions et les obligations a joué un rôle central pour les caractéristiques risques/performances attrayantes des portefeuilles équilibrés (60 % actions/40 % obligations) depuis la crise financière mondiale de 2008-2009. C'était le cas jusqu'à l'apparition de la pandémie de COVID-19 en 2020, qui a engendré une forte hausse de la corrélation ayant limité les avantages de la diversification des obligations, ce qui s'est avéré particulièrement problématique lorsque les obligations et les actions ont corrigé au même moment en 2022.

Les obligations ont connu une autre année difficile en 2023, mais lorsque nous nous projetons vers 2024, les valorisations de départ des obligations mondiales nous semblent attrayantes. Pour les portefeuilles équilibrés, surtout, nous nous attendons à ce que les facteurs de la corrélation positive entre les actions et les obligations induisent une corrélation plus faible au cours de l'année à venir.

À moyen et long terme, la corrélation entre les actions et les obligations est principalement déterminée par la croissance et l'inflation, et plus particulièrement par l'incertitude quant à la croissance et à l'inflation, ainsi que par l'interaction des deux. Au cours des trois dernières années, c'est le caractère fortement variable de l'inflation qui

a entraîné une hausse significative de la corrélation entre les principales classes d'actifs.

Selon nous, l'incertitude liée à l'inflation finira par se stabiliser à un niveau plus bas, correspondant globalement aux tendances observées avant la COVID-19. Nous attribuons principalement le choc inflationniste de ces deux dernières années à une combinaison improbable de deux chocs de l'offre qui, ensemble, se sont renforcés et ont permis à l'inflation et à l'incertitude liée à l'inflation d'atteindre leurs niveaux les plus élevés depuis trente ans.

En fin de compte, selon nous, les forces structurelles qui ont atténué la variabilité de l'inflation depuis les années 1980 demeurent et ne se sont pas inversées



La corrélation entre les actions et les obligations devrait redevenir légèrement négative, avec à la clé une année 2024 plus « normale ».



**Florian Regnery**  
Senior Associate  
Portfolio Solutions Group

de manière significative ces dernières années. L'une des raisons pour lesquelles l'inflation a été moins volatile avant la COVID-19 que dans les années 1970, par exemple, peut être attribuée aux améliorations en matière de politique monétaire. Les banques centrales ont

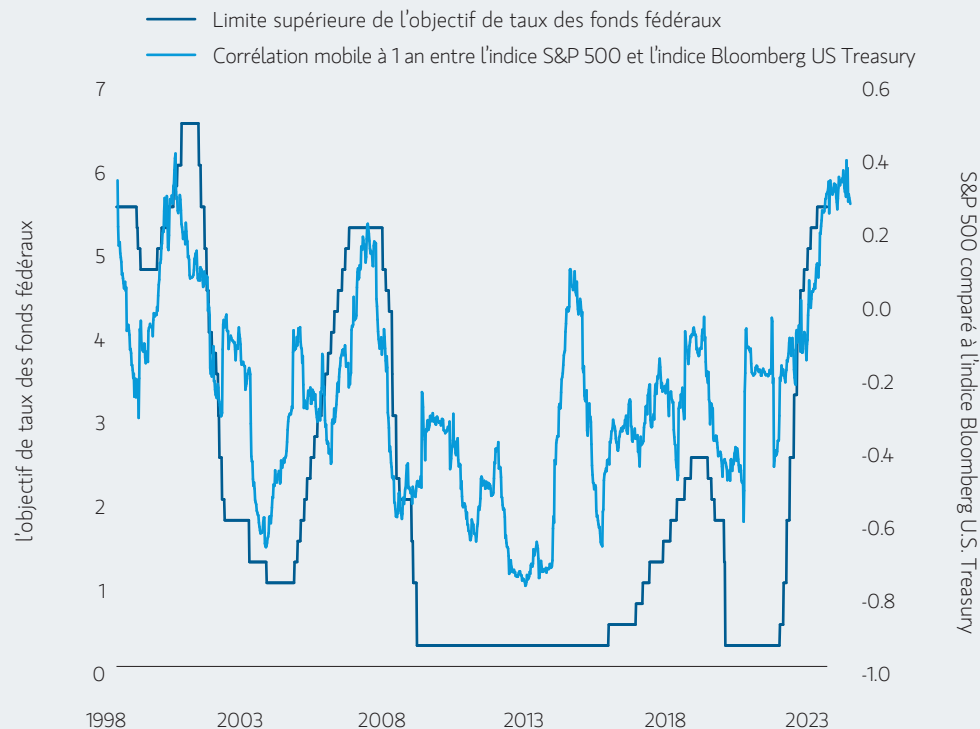
appris de leurs erreurs passées, ont approfondi leur compréhension de leurs économies et ont développé des outils de prévision plus performants ; ainsi la volatilité de l'inflation et celle de la production ont diminué.

De notre point de vue, les banques centrales ont remporté la bataille contre le risque d'inflation galopante. L'examen des prévisions d'inflation bien ancrées nous amène à conclure que les banques centrales mondiales ont pu défendre leur crédibilité, ce qui joue un rôle important pour garantir une faible variabilité de l'inflation à long terme. Les effets des chocs de l'offre devraient continuer à s'atténuer en 2024, la plupart des secteurs de l'économie continuant de se rééquilibrer. En outre, les signes que l'inflation constatée a été moins importante devraient atténuer l'incertitude liée à l'inflation. Par conséquent, la corrélation actions/obligations devrait, selon nous, être plus faible en 2024.

Ce point de vue s'appuie en partie sur le fait que nous anticipons que les banques centrales endossent à nouveau leur rôle de « prêteur en dernier ressort » (ou « put »), mais sous une forme atténuée, les progrès durables en matière de

désinflation permettant aux banques centrales d'être plus attentives aux risques liés à la croissance économique. Il s'agit d'un phénomène caractéristique des environnements macroéconomiques de fin de cycle. Historiquement, les mesures à haute fréquence de la corrélation entre les actions et les obligations ont augmenté lorsque les banques centrales ont relevé leurs taux, mais ont diminué lorsque les investisseurs ont commencé à anticiper un assouplissement de la politique monétaire. Selon nous, ce schéma devrait se répéter en 2024. Avec le « retour à la normale » de l'économie mondiale après les perturbations post-pandémie de l'offre et de la demande, les obligations offrant des perspectives de performance totale attrayantes et, surtout, la corrélation entre les actions et les obligations revenant à des niveaux légèrement négatifs, l'année 2024 devrait être une année de retour à la « normalité ».

### L'influence du taux des fonds fédéraux sur la corrélation entre les actions et les obligations



Fonte: Bloomberg, Réserve fédérale. La performance de l'indice est fournie à titre indicatif seulement et n'est pas destinée à illustrer la performance d'un investissement spécifique. Les prévisions/estimations sont basées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, elles peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**



# Les risques de baisse liés aux politiques monétaires restrictives s'estompent

L'un des débats importants du début de l'année 2023 concernait le fait de savoir si le resserrement de la politique monétaire ferait en fin de compte entrer l'économie en récession. Cela n'a pas été le cas, mais le thème dominant ayant couvert la plus grande partie de l'année 2023 a été la résistance de la croissance américaine et la hausse-surprise. Malgré cela, le débat sur les risques à l'horizon 2024 reste centré sur les conséquences de la politique monétaire. Nous pensons qu'il existe des risques de baisse, mais que la croissance est moins en difficulté et que les risques liés à la croissance diminueront encore si la désinflation se poursuit de manière favorable.

**Même si la question politique continue de poser une difficulté, cette dernière s'éloigne.** Le terme « décalages longs et variables » a été créé par Milton Friedman en 1960, dont l'analyse historique a conclu qu'il fallait en moyenne entre 12 et 18 mois après l'adoption d'une politique pour en observer ses effets sur l'activité économique. De fait, les responsables actuels de la Fed continuent de prévoir entre 12 et 24 mois de décalage entre un choc de politique monétaire et le creux dans l'activité économique.

Au cours du récent cycle dans lequel nous sommes, la Fed a relevé ses taux pour la première fois en mars 2022, mais les conditions financières ont réellement commencé à se resserrer vers la fin du troisième trimestre 2021 en prévision de cette hausse. Les conditions financières ont ensuite continué de se resserrer jusqu'à la fin de l'année 2022, laissant présager que l'activité économique

atteindrait son point le plus bas entre le quatrième trimestre 2023 et le quatrième trimestre 2024. Notons que les décalages sur cette période sont liés à un creux dans le PIB, pas à l'impact maximum sur la croissance du PIB. La courbe de réaction en forme de « bosse » qui est généralement considérée après un choc de politique monétaire montre un pic de ralentissement de la croissance dans les trois trimestres suivant le choc, la pleine réalisation de l'impact de celui-ci continuant de se produire sur une période plus longue, induisant des difficultés persistantes pour la croissance, quoique ces dernières se dissipent. Dans un discours prononcé en juillet dernier, le gouverneur de la Fed, Chris Waller, a souligné un point important en notant que si la politique fonctionne avec un décalage, « un changement de politique ne s'ensuit pas d'une longue période sans effet, pour aboutir ensuite à un changement brutal de la variable. »

Compte tenu de tous ces éléments, il est possible que l'impact maximal sur le PIB ait déjà été atteint, ou qu'il le soit encore dans douze mois (c'est-à-dire 24 mois après le resserrement). Mais même si l'effet différé de la politique constitue une difficulté permanente, ce frein à la croissance devrait se dissiper progressivement en l'absence d'un nouveau resserrement des conditions financières. Chris Waller remarque que rien ne laisse présager un changement

brutal. Même si le resserrement de la politique monétaire persiste, la difficulté que cela pose devrait être plus faible à l'avenir qu'elle ne l'a été au cours de l'année écoulée.

**Les nouveaux indices des conditions financières de la Fed permettent de définir à la fois l'optimisme et l'incertitude.** En juin dernier, la Fed a commencé à publier sa propre série d'indices des conditions financières (ICF), qui donnent certaines informations. Les

“ Il existe d'autres raisons de se montrer optimistes quant aux pressions en matière de politique monétaire en 2024.



**GREG WATERMAN**  
Vice President  
Portfolio Solutions Group

analystes de la Fed soulignent deux points essentiels dans la manière dont ces indices ont été conçus, qui sont tous deux utiles pour définir les risques à l'horizon 2023. Tout d'abord, ils ont été conçus pour évaluer « la mesure dans laquelle les conditions financières constituent des difficultés ou des effets bénéfiques pour l'activité économique » et ont été calibrés de manière à ce que leur niveau se traduise directement par le niveau d'impact négatif ou positif sur le PIB au cours des 12 prochains mois. Deuxièmement, ils différencient ces ICF en tenant compte des décalages avec lesquels les conditions financières influencent l'économie réelle, en établissant des périodes rétrospectives. Reconnaisant l'existence de « décalages variables », ils ont construit deux indices, l'un avec une fenêtre rétrospective d'un an (décalage plus court) et l'autre avec une fenêtre rétrospective de trois ans (décalage plus long). La version la plus courte suggère déjà que les difficultés en matière de politique monétaire sont derrière nous. La version la plus longue présage toujours d'un effet négatif de 88 points de base sur la croissance du PIB réel au cours de l'année à venir. C'est considérable, même si cette mesure montre que le pic des difficultés qu'a connues la croissance sur 12 mois a été atteint en décembre dernier.

### Que nous apprend la résistance de la croissance en 2023 pour 2024 ?

La Réserve fédérale de New York a récemment conclu que « nous nous attendions à un ralentissement persistant de l'activité réelle à l'heure actuelle,

même si l'on tient compte des décalages de l'impact qu'a eu la politique monétaire par le passé. » Ils ont également indiqué que cela correspondait à des chocs de demande positifs.

Les chocs de demande positifs pourraient inclure un abandon progressif de la politique accommodante, des dépenses publiques plus importantes que prévu, des consommateurs qui dépensent leur excès d'épargne et des effets bénéfiques provenant de la reprise économique après la pandémie. Nombre de ces éléments s'estompent, ce qui explique pourquoi le consensus considère que la croissance du PIB au troisième trimestre 2023 est quelque peu transitoire et s'attend à une décélération à l'horizon 2024.

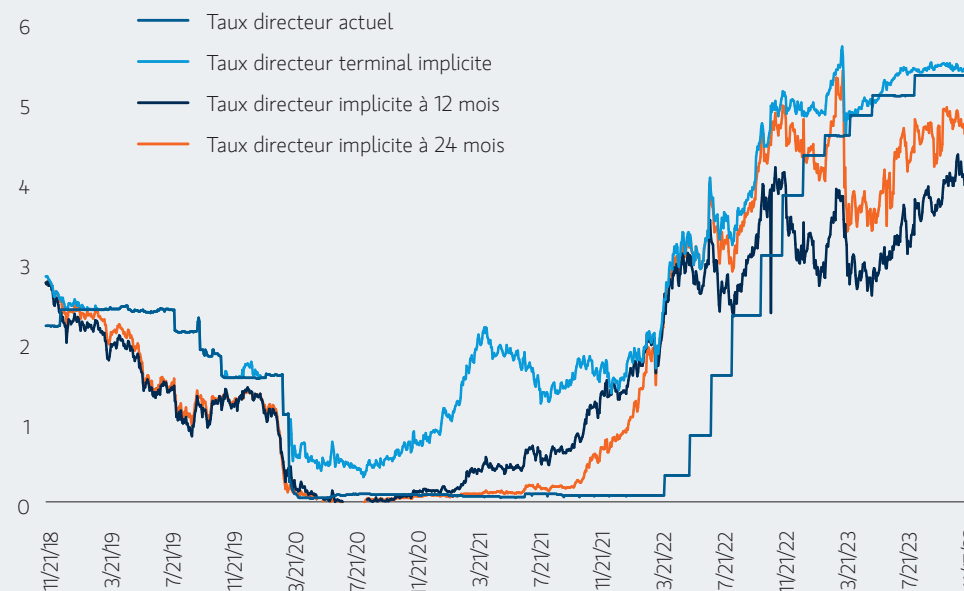
Il existe d'autres éléments qui ont probablement compensé les effets de la politique et profité démesurément aux États-Unis. Il existe un effet de richesse, car les taux plus élevés font baisser la valorisation des actifs financiers ; un effet de change, car les taux plus élevés se traduisent par une monnaie plus forte et des conséquences négatives pour les exportations nettes ; et un effet des coûts d'emprunt par le biais d'une dette à taux variable. D'autres mécanismes de transmission interviennent par le biais du coût du capital, de l'accès au crédit et de l'investissement.

Aux États-Unis, les consommateurs s'endettent principalement par le biais du crédit hypothécaire à taux fixe. Si les propriétaires sont actuellement dissuadés de vendre ou de refinancer à cause de

la hausse des taux, la majorité d'entre eux ne voit pas d'augmentation de leurs charges hypothécaires mensuelles. Le cas des États-Unis est unique, car les consommateurs de la plupart des régions hors États-Unis sont davantage exposés aux emprunts à taux variables où les mensualités peuvent augmenter. Les entreprises ont bénéficié d'un avantage

semblable grâce aux taux fixes, car elles ont tiré parti de la faiblesse des taux au cours de la dernière décennie pour émettre à moindre coût des emprunts à long terme et à taux fixe. Il s'agit probablement d'un facteur parmi ceux qui ont contribué au caractère exceptionnel de la croissance américaine en 2023.

Taux directeurs actuels et prévisionnels



Fonte: Réserve fédérale, MSIM Capital Markets Group. La performance de l'indice est fournie à titre indicatif seulement et n'est pas destinée à illustrer la performance d'un investissement spécifique. Les prévisions/estimations sont basées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, elles peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

Les emprunts à taux fixe peuvent compenser l'impact de la hausse des taux à court terme, mais ils sont plus vulnérables à une politique de « taux durablement plus élevés ». Ceci est d'autant plus vrai au cours du cycle actuel, qui connaît les hausses cumulées des taux directeurs les plus importantes depuis près de 40 ans. Certains secteurs de l'économie ont marqué une « pause », en particulier les ventes de logements existants, mais aussi les marchés du crédit où les volumes se sont avérés faibles. De ce point de vue, l'évolution de l'inflation et de la politique monétaire devient un élément important de la discussion, étant donné les risques qui s'intensifient lorsque les taux sont maintenus à un niveau élevé et qui s'atténuent si la politique monétaire venait à se normaliser plus rapidement.

**Notre point de vue sur l'inflation nous rend plus optimistes quant aux risques liés à la politique monétaire et aux perspectives de croissance pour 2024.**

Nous pensons que l'inflation américaine devrait chuter de manière décisive en 2024, lorsque les chocs d'offre et de demande transitoires liés à la pandémie s'estomperont. Il s'agit d'un élément essentiel qui soutient notre optimisme croissant, car la désinflation atténuée deux risques majeurs et constitue même un catalyseur positif.

Le premier risque qui est atténué est le risque de nouvelles mesures politiques. Alors que les difficultés posées par le resserrement des conditions financières devraient s'estomper, l'inflation persistante et de nouvelles mesures

politiques poseraient de nouvelles difficultés. Ce risque est en partie écarté par l'accent que le marché a mis récemment sur un scénario d'atterrissage en douceur, mais le scénario d'une inflation persistante demeure une composante essentielle du débat concernant les perspectives.

En second lieu, comme cela a été évoqué, les emprunts à taux fixes ont compensé l'impact de la hausse des taux directeurs, notamment aux États-Unis. Pour les secteurs clés de l'économie, le coût du capital plus élevé a induit une pause, et non une réinitialisation majeure. La persistance des taux élevés augmente le risque de ne faire que retarder le problème plutôt que l'éviter. Toutefois, une normalisation plus précoce et plus importante des politiques atténue ce risque.

Enfin, dans un scénario idéal, l'inflation devrait baisser suffisamment pour que le marché anticipe une politique plus souple, ce qui entraînerait un assouplissement des conditions financières. Cet assouplissement des conditions financières inverse l'équation des risques et présente un catalyseur positif pour les prévisions de croissance.

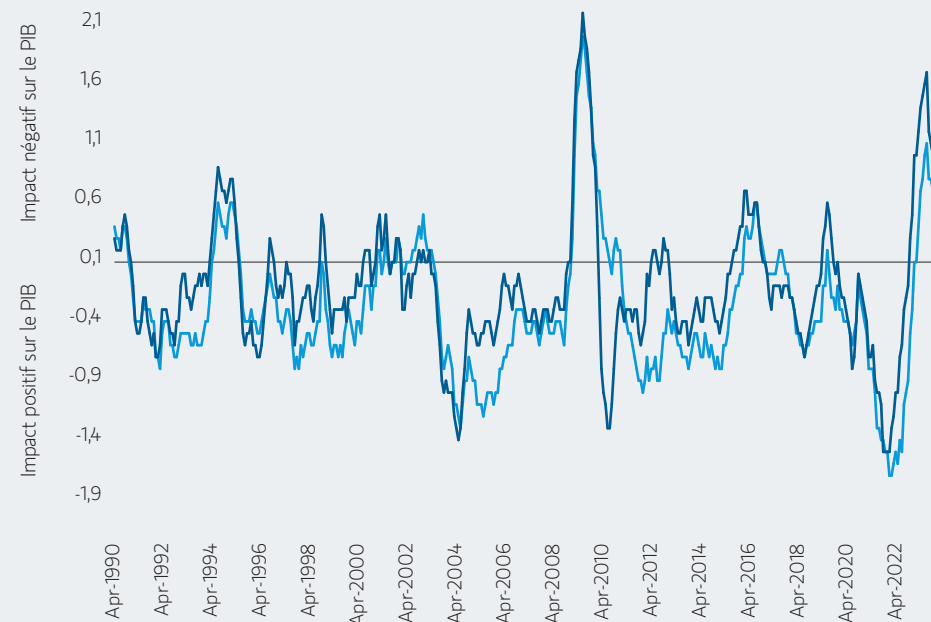
**THE BEAT POINTS À RETENIR:** Il existe d'autres raisons de se montrer optimistes quant aux pressions en matière de politique monétaire en 2024. Le débat sur les risques de politique reste au cœur de nos perspectives pour 2024. Bien qu'il ne soit pas certain que les problèmes de croissance dus au resserrement des conditions financières se soient dissipés

ou qu'ils continuent à persister en 2024, nous sommes davantage convaincus que ces difficultés s'atténueront à l'avenir, plus qu'au cours des 12 à 24 derniers mois. Notre opinion selon laquelle l'inflation diminuera de manière décisive au cours des 12 prochains mois renforce notre optimisme, car cela élimine le risque de

nouvelles mesures politiques, atténué les risques potentiellement exposés par une politique de « taux durablement plus élevés » et offre la possibilité d'un assouplissement des conditions financières, ce qui aurait des conséquences positives sur la croissance.

**Plus la période rétrospective est longue, plus les difficultés sont importantes**

- Conditions financières de la Réserve fédérale américaine, analyse mensuelle, fenêtre rétrospective sur un an (décalages courts)
- Conditions financières de la Réserve fédérale américaine, analyse de référence, fenêtre rétrospective sur trois ans (décalages longs)



Fonte: Réserve fédérale, MSIM Capital Markets Group. La plage de données s'étend du 30/04/1990 au 18/10/2023. À titre d'illustration uniquement. Cette illustration montre comment l'équipe de gestion du portefeuille met en place son processus d'investissement dans des conditions de marché normales.

# La désinflation cyclique devrait l'emporter sur les pressions inflationnistes structurelles en 2024

L'inflation américaine chutera vraisemblablement de manière décisive au cours des 12 prochains mois, à mesure que les chocs transitoires de l'offre et de la demande liés à la pandémie s'estompent. En fait, toutes les principales composantes du panier de l'indice des prix à la consommation (IPC) (à savoir le logement, les biens et les services) ont connu des chocs importants liés à la pandémie. À l'heure actuelle, ces effets s'inversent rapidement. Selon nous, l'inflation de l'indice américain des dépenses de consommation de base (PCE) devrait passer de 3,5 % à moins de 2,6 % (à savoir le taux de prévision du consensus) d'ici la fin de l'année 2024.

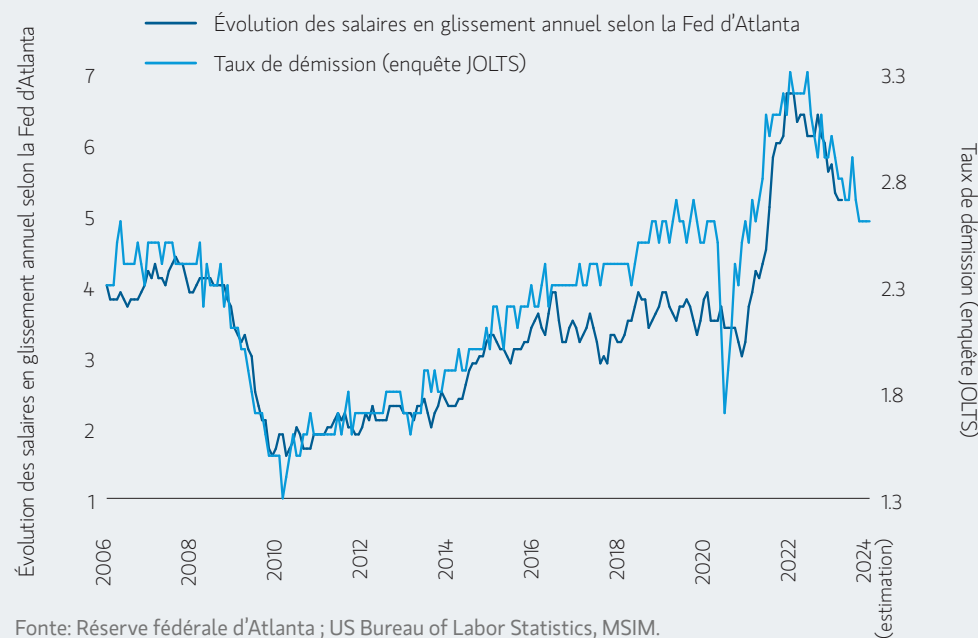
Nous anticipons également une désinflation rapide dans la zone euro, mais pour d'autres raisons. Par rapport aux États-Unis, nous n'identifions pas autant de signes de pressions inflationnistes dues à la surchauffe des économies dans la région. Au contraire, les pressions sur l'inflation sous-jacente dans la zone euro semblent être principalement exogènes, l'inflation des prix des biens importés étant accentuée par le choc énergétique de 2022. À mesure que ces dynamiques s'estompent ou s'inversent, l'inflation devrait, selon nous, se replier à 2,0 %.

## États-Unis : la voie de la désinflation est toute tracée

La croissance des salaires, principal moteur de l'inflation des services et des logements, est une variable essentielle pour les perspectives d'inflation aux États-Unis. Le marché du travail américain continue de se normaliser, tant du point

de vue de l'offre que de la demande ; le nombre d'embauches a diminué et le taux d'activité a progressé, grâce à la réduction des transferts gouvernementaux, à l'atténuation des préoccupations en matière de santé et à une volonté accrue de reprendre le travail. L'immigration a également induit un choc positif de l'offre de main d'œuvre. Les premières estimations suggèrent que le pic de 1,2 million de nouveaux arrivants sur le marché du travail, atteint en 2016, sera dépassé en 2023. La croissance des salaires a déjà sensiblement ralenti et les indicateurs avancés laissent présager que d'autres ajustements sont à venir. Le taux de démission publié dans l'enquête JOLTS (Job Openings and Labor Turnover Survey) indique que la croissance des salaires devrait ralentir d'environ 0,7 % au cours des huit prochains mois.

## Le taux de démission publié dans l'enquête JOLTS indique un ralentissement de la croissance des salaires



Fonte: Réserve fédérale d'Atlanta ; US Bureau of Labor Statistics, MSIM. À titre d'illustration uniquement. Les prévisions/estimations reposent sur les conditions de marché actuelles, qui sont susceptibles d'évoluer, et peuvent ne pas se concrétiser.

L'inflation de la composante logement, qui a bondi de 8,2 % d'une année sur l'autre, devrait ralentir davantage, car les prix des loyers s'ajustent à une réponse historique de l'offre à la pénurie de logements. Il y a au total près de 1,68 million de logements en construction, un record historique. Les prix des loyers continueront vraisemblablement de baisser à mesure que le marché intégrera ces logements.

Le marché des biens de consommation s'est rapidement rééquilibré depuis que l'inflation des biens a atteint un pic de 10,5 % en juin 2022. Après un retour à la normale dans la chaîne d'approvisionnement, les stocks ont été ajustés à la hausse. Cela vaut aussi dans le secteur automobile, qui a été fortement touché par les perturbations de la chaîne d'approvisionnement après la pandémie, mais qui a vu ses stocks augmenter d'environ 130 000 unités depuis janvier 2022. La combinaison de stocks élevés, de la baisse des prix de

détail et d'une plus grande prudence de la part des consommateurs induira vraisemblablement une actualisation découlant de la concurrence. Les prix des biens auront très probablement une incidence négative sur l'IPC en 2024.

Si l'inflation diminue, elle est tout de même susceptible de rester supérieure à l'objectif de la Fed. Par conséquent, la Fed fera-t-elle davantage pour atteindre son objectif ou se contentera-t-elle du niveau actuel ? Nous pensons que c'est la seconde hypothèse qui se produira, car le coût (et le risque) d'une baisse de l'inflation pourrait l'emporter sur les avantages d'une correction naturelle de la trajectoire de l'inflation vers l'objectif au fil du temps.

Toutefois, le marché continue de se méfier des risques de hausse-surprise de l'inflation, celle-ci s'étant avérée créative en la matière ces dernières années. Nous pensons que la tendance désinflationniste de la dernière

décennie a pris fin et que des forces résiduelles (augmentation des déficits, démondialisation, décarbonation et hausse des rapports de dépendance) pourraient nourrir les pressions inflationnistes. Cela pourrait entraîner une augmentation permanente des primes de terme, ce qui signifie que les modèles et les relations historiques de baisse des rendements à long terme par rapport aux fondamentaux économiques peuvent être affaiblis.

**THE BEAT POINTS À RETENIR:** Bien que les gains à réaliser dans le segment obligataire puissent s'avérer plus limités que ceux des cycles précédents, nous pensons que les rendements des obligations sont en meilleure position et peuvent constituer une meilleure couverture des actions en 2024.



Bien que les gains à réaliser dans le segment obligataire puissent s'avérer plus limités que ceux des cycles précédents, nous pensons que les rendements des obligations sont en meilleure position et peuvent constituer une meilleure couverture des actions en 2024.



**EWA TUREK SEMMELROTH**  
Executive Director  
Portfolio Solutions Group

**Zone euro : l'inflation est-elle transitoire, en fin de compte ?** Pour comprendre la nature des pressions inflationnistes dans la zone euro par rapport aux États-Unis, il est judicieux de commencer par examiner les différentes réactions aux confinements liés COVID-19. Aux États-Unis, des mesures de relance plus importantes et plus agressives ont fait augmenter le revenu disponible, ce qui a entraîné une hausse de la consommation réelle de biens et, en fin de compte, une surchauffe de l'économie qui s'est répercutée sur l'inflation sous-jacente. Les données relatives au revenu disponible et à la consommation de biens dans la zone euro ne montrent pas d'écart semblables par rapport à la tendance, ce qui traduit des mesures de relance liées à la COVID-19 moins agressives.

Pourquoi donc l'inflation sous-jacente dans la zone euro a-t-elle augmenté alors que l'économie n'était pas en surchauffe ? Il est probable que l'inflation des biens aux États-Unis ait été « importée » en Europe, puis accentuée par la crise énergétique qui a suivi l'invasion de l'Ukraine, laquelle a stimulé l'inflation des prix des denrées alimentaires et de l'énergie et entraîné simultanément une dépréciation de l'euro. Finalement, ces chocs sur l'inflation globale ont alimenté l'inflation sous-jacente, mais, comme

le suggère le travail de Pierre-Olivier Gourinchas,<sup>2</sup> économiste en chef au FMI, il existe moins de signes qu'il ne s'agissait pas simplement d'un épisode transitoire dû à des chocs sur l'inflation globale.

La modélisation « bottom-up » fait également apparaître des risques de baisse de l'inflation dans la zone euro par rapport à ce que prévoit le consensus pour 2024. Comme il n'y a guère de signes indiquant une spirale salaires-prix, la croissance des salaires devrait ralentir, selon nous, mais restera supérieure à 2,5 % en 2024. La contribution des services à l'IPC total devrait ainsi diminuer, à 1-1,25 % d'une année sur l'autre. Les effets de base sont susceptibles de maintenir la contribution de l'énergie à l'inflation en dessous de 50 points de base (pb), même dans des scénarios plus optimistes pour les prix de l'énergie. Enfin, la baisse des prix des biens et des denrées alimentaires devrait selon nous se poursuivre, car les données sur la consommation montrent des signes d'affaiblissement et l'activité industrielle reste modérée en raison de facteurs cycliques et structurels. Le consensus tablant sur 2,5 % dans la zone euro, nous pensons qu'une baisse-surprise de l'IPC est possible.

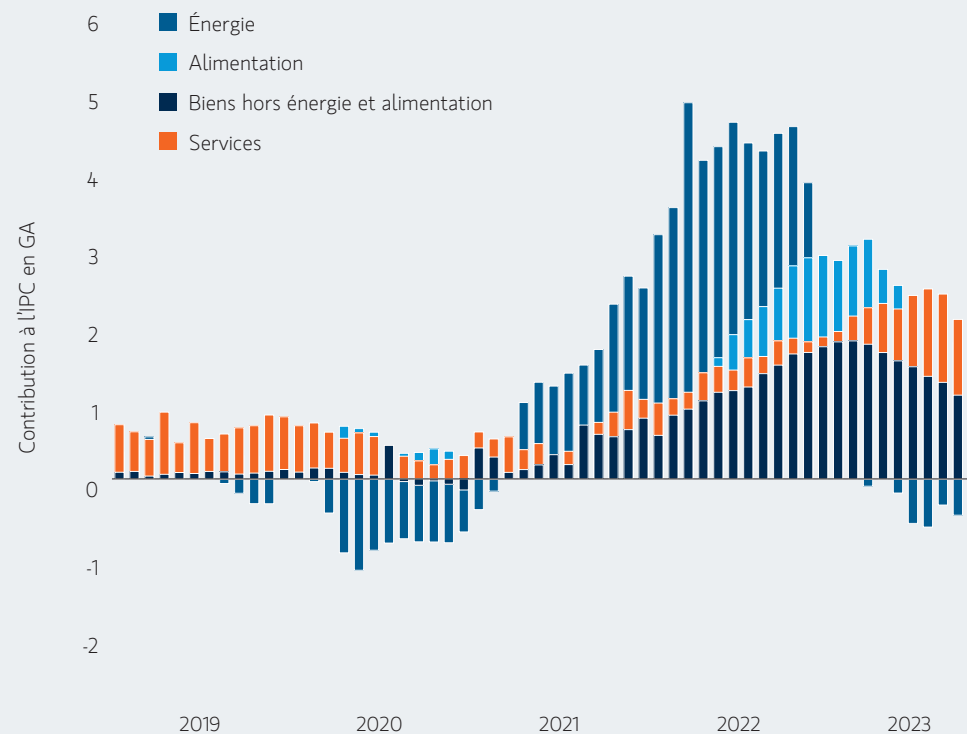
Si l'inflation dans la zone euro s'avérait finalement transitoire, le risque que la Banque centrale européenne se soit

montrée trop ferme est clairement accru. Le scénario ci-dessus conduirait probablement à une réévaluation à la baisse des anticipations d'inflation, ce qui pourrait facilement ramener les taux du Bund à 10 ans vers 2 %. Avec une

croissance et une inflation plus faibles, les taux réels dans la zone euro devraient baisser plus rapidement qu'aux États-Unis, ce qui soutient le dollar en termes relatifs.

### L'inflation dans la zone euro est alimentée par l'énergie et les biens américains « importés »

Contribution à l'IPC d'une année sur l'autre



Fonte: Eurostat ; MSIM. À titre d'illustration uniquement

<sup>2</sup> « Stabilisation macroéconomique dans un contexte d'inflation volatile », Gourinchas (2023).



# Actions japonaises: surpondération structurelle et débats principaux

Les investisseurs ont eu un vif regain d'intérêt pour les actions japonaises en 2023. Le facteur qui a le plus contribué à ce regain est la perspective que le Japon sorte enfin d'une période déflationniste longue de trois décennies. Un retour durable de l'inflation vers les 2 % visés par la Banque du Japon (BOJ) augmenterait la croissance annuelle du PIB nominal du Japon d'un niveau similaire. Les entreprises japonaises ont longtemps été confrontées à l'impossibilité de répercuter la hausse des prix, une dynamique qui pourrait finir par changer.

Quels facteurs favorisent un retour structurel de l'inflation ? Tout d'abord, l'inflation médiane pondérée du Japon, une mesure de l'ampleur de l'inflation, a atteint +1,8 % en glissement annuel au T3 2023, un niveau record depuis 1992, lorsque le Japon était au bord de la déflation. Le retour actuel de l'inflation est également dû à une inflation plus forte dans le secteur des services. Dans le secteur des services, hors loyers fictifs, l'inflation est à 2,9 % en glissement annuel, soit son plus haut niveau depuis 1997. Surtout, la croissance des salaires au Japon s'accélère, sous l'effet conjugué des tensions sur le marché du travail des efforts synchronisés du gouvernement et de la BOJ pour accroître les salaires. Il semble que la rotation des employés soit plus élevée, ce qui entraînerait une

croissance des salaires à mesure que les gens changent d'emploi.

À l'avenir, la question la plus importante est de savoir si la surperformance des actions japonaises est durable. Jusqu'à présent, le marché est convaincu de la renaissance du Japon, si l'on en juge par le rebond considérable des multiples au niveau de l'indice. Nous partageons ce point de vue à moyen terme, mais nous reconnaissons qu'il pourrait y avoir des heurts à l'avenir. Les valorisations étant désormais au même niveau que la médiane à long terme, la performance totale sera portée principalement par la croissance des bénéficiaires. Même si nous sommes optimistes quant aux actions japonaises, nous voudrions souligner plusieurs thèmes/facteurs de risque principaux à surveiller en 2024:

## 1. L'ENVIRONNEMENT EXTÉRIEUR : GÉOPOLITIQUE ET ÉCONOMIE MONDIALE

Les actions japonaises dépendent de la vigueur de la demande extérieure. La demande occidentale pour les exportations japonaises a résisté cette année, mais des signes d'essoufflement sont apparus en Chine et en Asie. L'évolution de la situation géopolitique entre les États-Unis et la Chine présente à la fois une opportunité et un risque pour le Japon. D'une part, le statut du Japon en tant qu'allié des États-Unis dans le Pacifique est renforcé et les entreprises japonaises profiteraient de la stratégie commerciale « Chine+1 ». D'autre part, les blocus américains dans les secteurs de la technologie et des semi-conducteurs pourraient nuire à la capacité du Japon d'exporter des produits technologiques adaptés vers la Chine.

## 2. LE YEN JAPONAIS : TRAJECTOIRE ET PORTÉE

Les bénéficiaires des entreprises japonaises, notamment des exportateurs, ont bénéficié d'effets bénéfiques sur le marché des changes au cours des deux dernières années, en raison de la faiblesse du yen, la Banque du Japon étant restée globalement accommodante alors que les autres banques centrales mondiales montraient davantage de fermeté. En ce début d'année 2024, les cycles de resserrement de la Fed et de la BCE pourraient avoir pris fin, mais la Banque du Japon ne fait que commencer. La faiblesse du yen pourrait toucher à sa fin, ce qui est favorable aux exportateurs. Toutefois, il est moins probable d'observer une forte appréciation, car les taux « durablement plus élevés » constituent toujours le scénario central aux États-Unis, tandis que le rythme du resserrement de la Banque du Japon devrait continuer d'être progressif.

### 3. AVANCÉES DANS LA RÉFORME DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE, AMÉLIORATION DES MARGES BÉNÉFICIAIRES ET DE LA PERFORMANCE DES ACTIONNAIRES

Les marges bénéficiaires des entreprises japonaises, de l'ordre de 6 %, restent bien inférieures à celles de leurs homologues du G3 (les États-Unis et la zone euro dépassent respectivement 12 % et 9 %). La performance des actionnaires, mesurée par le taux prévisionnel de rentabilité des capitaux propres, est de 8,5 % pour les actions japonaises, tandis que ce taux est respectivement de 18 % et 12 % pour les actions américaines et de la zone euro. Les réformes sont présentées comme un nouveau changement structurel dans les entreprises japonaises, mais nous pensons que le véritable changement prendra des années à se mettre en place et qu'il est peu probable qu'il adienne en 2024.

### 4. POSITIONNEMENT DES INVESTISSEURS ET FLUX DE CAPITAUX

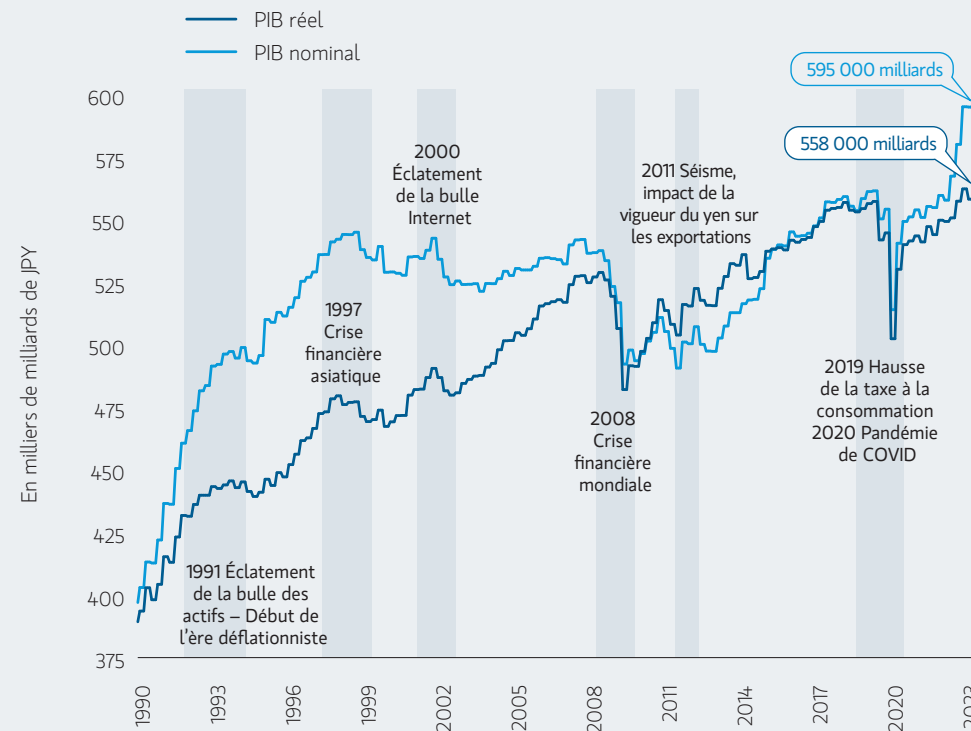
Les investisseurs en actions internationales ont augmenté leurs positions actives dans les actions japonaises, mais restent proches de la neutralité par rapport à l'indice de référence des actions internationales. Les données de la Bourse de Tokyo suggèrent que les flux d'investissement étrangers et domestiques ne sont pas tendus, tandis que les flux d'investissement cumulés nets étrangers sont globalement stables depuis 2013. Une augmentation des flux domestiques provenant des investisseurs de détail et des fonds de retraite d'entreprise devrait être observée en 2024, suite aux réformes des comptes d'épargne individuels (NISA) et des fonds de retraite d'entreprise.

“ La surperformance des actions japonaises est-elle tenable ? Le marché en est convaincu et nous sommes du même avis à moyen terme. Néanmoins, il pourrait y avoir des soubresauts par la suite.



**ERIC ZHANG**  
Executive Director  
Portfolio Solutions Group

### Le Japon a enfin dépassé son plafond de PIB nominal depuis 30 ans



Fonte: Bureau du Cabinet du Japon, MSIM. À titre d'illustration uniquement.

# Chine : les investisseurs verront-ils plus loin que la reprise attendue de la croissance ?

En octobre 2023, le gouvernement chinois a annoncé l'émission d'emprunts d'État chinois (CGB) à hauteur de 1 000 milliards de yuans (CNY) pour les aides aux administrations locales et les investissements dans les infrastructures dans les régions touchées par des catastrophes naturelles l'an dernier. Cette décision est présentée comme un signe positif dans l'attitude du gouvernement, qui se veut à nouveau « favorable à la croissance ». Ces aides atténueront temporairement les difficultés financières des administrations locales, tandis que les investissements dans les infrastructures soutiendront probablement l'économie par le biais des investissements en immobilisations.

Pour nous, il s'agit simplement d'une répétition de l'ancienne politique chinoise, qui s'appuie sur l'investissement pour soutenir la croissance « économique », alors que la croissance de la consommation, des exportations, de l'immobilier et de l'investissement privé reste atone.

Du point de vue du secteur manufacturier et de la production industrielle, l'indice des prix à la production et les niveaux de stocks pourraient baisser en 2024. Le gouvernement chinois ayant pris des mesures de relance, une reprise économique cyclique est possible en 2024. Toutefois, le caractère durable et la durée de la reprise cyclique restent une question plus importante, d'autant plus que les problèmes structurels concernant le niveau élevé d'endettement et les

difficultés dans le secteur immobilier ne sont toujours pas résolus. Il existe le risque que la reprise cyclique soit de courte durée dans le contexte d'un ralentissement durable.

Les difficultés dans l'immobilier en Chine risquent de peser sur l'économie chinoise en 2024 et au-delà. Cela s'explique par deux choses : 1) la taille et l'importance du secteur, et 2) le déclin des deux dernières années pourrait en fait n'être que le début d'une tendance à la baisse plus longue. À un moment donné, le secteur immobilier chinois a été estimé comme étant la plus grande classe d'actifs au monde, représentant près de 60 000 milliards de dollars, soit plus de trois fois la taille de l'économie chinoise. 70 % de la richesse des ménages en Chine sont liés à la valeur des biens immobiliers.

“

Un rebond temporaire des actions chinoises est possible au début de l'année 2024 en dépit des problèmes structurels et des risques politiques.

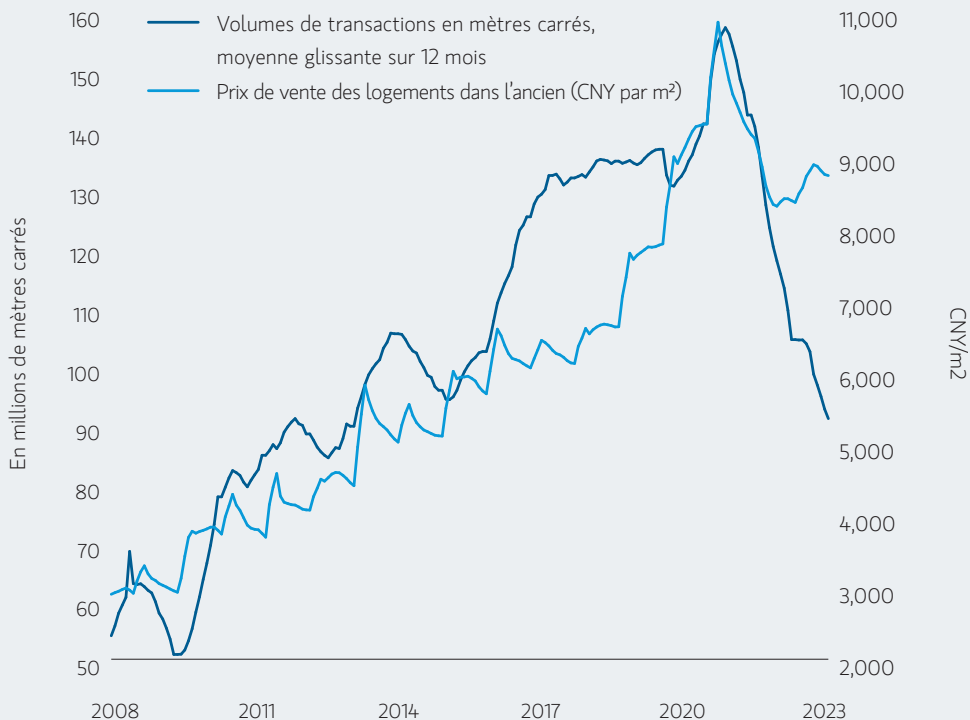


**SCHUYLER HOOPER**  
Executive Director  
Portfolio Solutions Group

Bien que les prix des logements existants aient baissé de 22 % par rapport à leur niveau le plus élevé, il est probable que de nouvelles baisses se produisent et que les promoteurs immobiliers soient confrontés à de nouvelles pertes financières. La destruction de richesse

causée par la déflation des prix de l'immobilier entamera durablement la confiance des consommateurs et des entreprises, ce qui aura à son tour un impact sur la consommation privée et l'investissement privé.

## La valeur des biens immobiliers et le volume des transactions en Chine sont en baisse



Fonte: MSIM, Macrobond. Au 11/12/2023. À titre d'illustration uniquement.

Les actions chinoises (MSCI China), actuellement valorisées à moins de 10x les bénéfices prévisionnels, se négocient avec une décote importante par rapport aux actions internationales. Cependant, pour que les valorisations soient réévaluées durablement, trois choses doivent se produire, selon nous:

1. La Chine doit entreprendre de profondes réformes structurelles pour rééquilibrer son économie et assainir sa dette avant que les investisseurs ne reprennent confiance dans le fait que la Chine a renoué avec une croissance durable et une relance.
2. Les relations entre les États-Unis et la Chine doivent s'améliorer sensiblement, ce qui atténuerait les craintes de découplage technologique et financier.
3. La visibilité des bénéfices des entreprises doit s'améliorer. En particulier, les bénéfices des entreprises chinoises suivent une tendance baissière à long terme depuis 2018, même avant les mesures de confinement liées à la pandémie et la crise de l'immobilier.

Selon nous, l'impact des mesures de relance budgétaire sur les bénéfices des entreprises chinoises sera limité. Jusqu'à présent, le déploiement des mesures de relance se concentre toujours sur l'offre, alors que la faiblesse de la demande reste ignorée. Il en résulte une économie excédentaire, déflationniste, qui continuera à exercer une pression à la baisse sur les bénéfices des entreprises.

**THE BEAT POINTS À RETENIR:** Un rebond temporaire des actions chinoises est possible en 2024, compte tenu du soutien du gouvernement à court terme, d'effets de base plus faibles, des valorisations bon marché et d'un positionnement plus léger. Toutefois, les investisseurs devraient faire abstraction d'un quelconque répit temporaire, car les difficultés structurelles restent bien ancrées. En outre, nombreux sont ceux à estimer que la prime de risque politique pour la Chine est vraisemblablement trop élevée.

# Les marchés privés offrent des points d'entrée potentiellement intéressants

Les marchés privés ont connu une série de perturbations au cours des trois dernières années, pour aboutir à un ajustement des prix des actifs à un degré jamais atteint depuis la crise financière mondiale.

En résumé:

- En 2022, les investisseurs ont constaté une corrélation positive entre les performances négatives des portefeuilles d'actions cotées et de titres obligataires en raison, entre autres, de la hausse des taux d'intérêt.
- Les valorisations privées ont ensuite accusé un retard caractéristique.
- Les portefeuilles ont également connu une performance privée relativement solide au cours des années qui précèdent 2022, profitant des tendances porteuses dans des secteurs tels que les logiciels, les soins de santé et la transition énergétique, créant de la valeur ajoutée grâce à la croissance interne et externe des revenus, à l'amélioration des marges et à la hausse des multiples.
- En outre, puisque les marchés financiers se sont adaptés à des taux directeurs plus élevés, les distributions aux investisseurs provenant des portefeuilles privés ont diminué.

- Enfin, les données des investisseurs (plus de 200 régimes de retraite publics américains Fonte : Public Plans Data) suggèrent que l'écart entre les allocations privées réelles et cibles était, au niveau du secteur, plus étroit que lors des corrections précédentes ; par rapport à leur historique, il était donc plus probable que les allocations sur les marchés privés dépassent les niveaux cibles.

Par conséquent, de nombreux acteurs des marchés privés ont subi un grave « effet dénominateur » et ont réagi en ralentissant leurs engagements privés, voire en les interrompant complètement. Cette situation a eu un effet négatif marqué sur les levées de fonds sur les marchés privés. Si cela a eu une incidence sur le volume des fonds levés, il est également vrai que le rythme des levées de capitaux a été perturbé ; les gestionnaires d'actifs qui lèvent des fonds sont largement en mesure d'atteindre

leurs objectifs, mais il leur faut beaucoup plus de temps pour y parvenir.

Le ralentissement des levées de capitaux et les taux d'intérêt plus élevés ont eu pour impact en aval de faire baisser sensiblement les volumes des transactions. D'après les données de Preqin, les volumes de crédit privé au

cours des trois premiers trimestres de 2023, par exemple, représentaient moins d'un quart de leurs niveaux il y a deux ans, car les opérations de refinancement et les changements d'actionariat ont été retardés en raison des contraintes liées aux fonds propres et à l'attractivité du capital emprunté.

“

Les marchés privés ont connu une série de perturbations au cours des trois dernières années, pour aboutir à un ajustement des prix des actifs à un degré jamais atteint depuis la crise financière mondiale, ce qui crée un point d'entrée potentiellement intéressant.



**STEVE TURNER**  
Featured Contributor  
Portfolio Solutions Group

Cette série d'événements entraîne la première correction des prix à l'échelle du secteur sur les marchés privés depuis la crise financière mondiale, et les investisseurs tentent d'identifier les opportunités et les risques qui y sont liés. Pour répondre à cela, nous catégorisons les marchés privés en trois groupes:

**1. LES MARCHÉS AYANT DÉJÀ SENSIBLEMENT RÉAJUSTÉ LES PRIX**

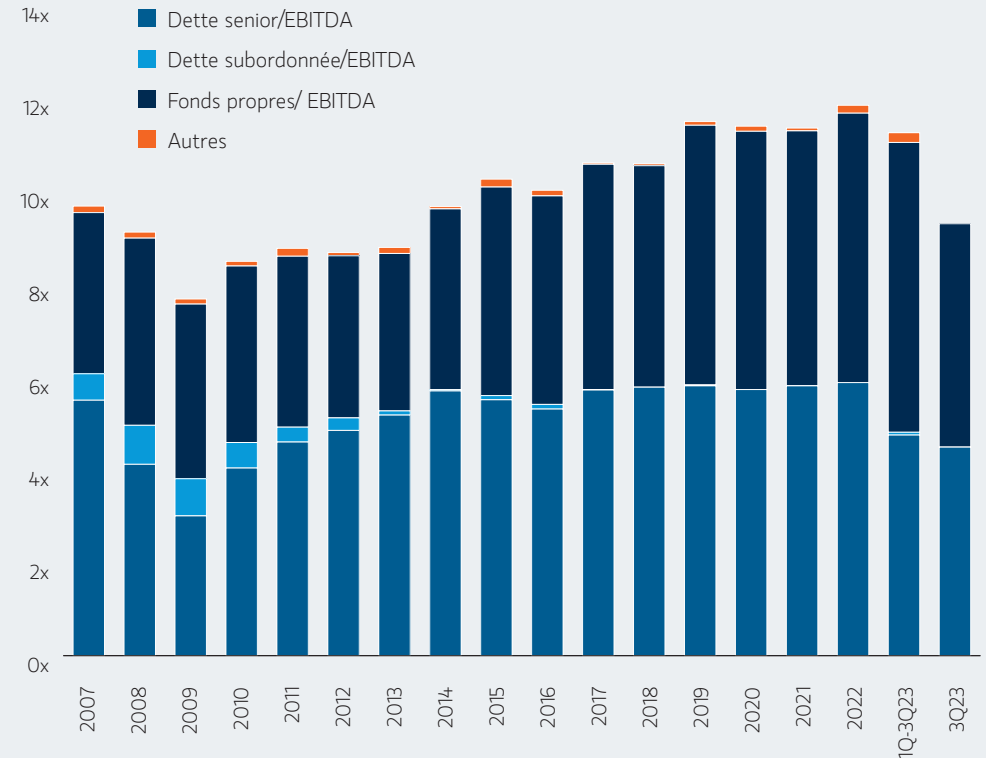
Dans cette première catégorie, nous identifions les marchés privés qui réagissent le plus rapidement aux influences agissant sur les valorisations. Cela inclut les principaux marchés immobiliers, avec une baisse de 12 % de la valeur des principaux marchés immobiliers américains sur une période d'un an close le 30 septembre 2023 (Fonte : Indice NCREIF Property) en raison de la relation directe entre les taux d'intérêt et les taux de capitalisation pour les principaux actifs immobiliers. En private equity, les marchés du capital-risque se sont également redressés relativement rapidement, car les augmentations de capital qui ont suivi ont permis de déterminer clairement les prix ; en particulier, les marchés de capital-risque investissant dans des entreprises en phase avancée ont enregistré des baisses de valorisations spectaculaires. Sur les marchés obligataires, le bouleversement des nouvelles émissions de crédit public a créé des prix et des conditions favorables sur les marchés du crédit privé en tant que Fonte alternative de capital pour les emprunteurs au cours de l'année 2023. Si la demande croissante des investisseurs érode actuellement les surperformances des prêts aux entreprises de premier rang,

il existe toutefois une opportunité en 2024 pour les stratégies de crédit privé qui sont considérées comme très flexibles eu égard aux circonstances spécifiques de l'entreprise, au positionnement de la structure du capital et aux conditions de prêt, alors que les entreprises cherchent à combler la croissance, à améliorer l'efficacité de leurs bilans ou simplement à augmenter la liquidité. Dans ce contexte, les prêteurs spécialisés peuvent obtenir une prime, car la demande des investisseurs n'a pas suivi le rythme de l'offre d'opportunités de prêt.

**2. LES MARCHÉS AYANT CONNU DE MODESTES VARIATIONS DES VALORISATIONS, À DES NIVEAUX SANS DOUTE ACCEPTABLES**

Les données de valorisation observables sur les marchés de buyout et des actions de croissance en private equity s'ajustent plus lentement, en partie parce que les transactions peu nombreuses qui sont actuellement effectuées concernent des entreprises de qualité supérieure. Toutefois, le Graphique 9 montre que nous commençons à observer une baisse des valorisations, et lorsque les volumes de transactions se redresseront plus largement, nous devrions observer un nouveau ralentissement des prix. En gardant cela à l'esprit, les investisseurs peuvent faire un effort conscient au début de l'année 2024 pour concentrer une part disproportionnée de leur capital sur le marché des petites et moyennes entreprises, aux dépens des grandes capitalisations. Sur ce marché, il existe d'après nous des opportunités d'investissement à des valorisations plus faibles, avec un endettement plus faible,

**Multiples de valorisation sur les marchés privés**



Fonte: Federal Reserve Bank of Atlanta; US Bureau of Labor Statistics, MSIM



des points positifs dans l'environnement actuel. En outre, les données historiques montrent que la croissance des bénéficiaires sur le marché des petites et moyennes entreprises au cours des périodes de détention a été nettement supérieure à celle des investissements dans les grandes capitalisations. Cela s'explique par les possibilités de conquérir des parts de marché, d'optimiser et de professionnaliser ces investissements plus modestes, ainsi que de payer des multiples d'entrée plus faibles et de recourir moins souvent à l'effet de levier.

Plusieurs secteurs privés, tels que les investissements dans la décarbonation, ont été quelque peu protégés des pressions sur les valorisations en raison de taux d'actualisation plus élevés, d'une forte demande de prêts en capital et d'une forte demande des investisseurs en actions pour participer à des opportunités à impact positif. Bien que le coût de l'énergie renouvelable ait considérablement baissé, les trois dernières années ont montré qu'une transition accélérée des combustibles fossiles à un mix énergétique purement renouvelable est problématique. Selon nous, la transition doit nécessairement être complexe, ce qui crée une immense opportunité d'investissement. Les investisseurs doivent s'intéresser aux stratégies suffisamment flexibles pour trouver des poches où le capital vient à manquer dans les secteurs, les chaînes de valeur et la structure du capital concernés afin de trouver le meilleur compromis entre

impact positif et performances financières attrayantes.

### 3. LES MARCHÉS SUR LESQUELS NOUS PRÉVOYONS UNE BAISSÉ PROLONGÉE DES VALORISATIONS

Le private equity (PE) spécialisé dans les grandes capitalisations est très sensible aux coûts de financement et, selon nous, les valorisations devraient baisser lorsqu'un nombre croissant de transactions seront conclues à faible coût arriveront à maturité. Il faut donc faire preuve de patience avant que les valorisations des grandes capitalisations en private equity n'offrent un point d'entrée intéressant.

Dans les segments « value added » et « opportunistic » de l'immobilier, les investisseurs peuvent utiliser les poches de pénurie d'actifs pour se protéger contre les pressions sur les valorisations et s'aligner sur des thèmes structurels importants, par exemple en privilégiant l'immobilier résidentiel par rapport à l'immobilier de bureaux et, au sein de ce segment, en favorisant les conversions très demandées en cabinets médicaux. Cependant, nous restons très sélectifs en ce qui concerne les prix dans ces deux segments de l'immobilier, où l'on s'attend à ce que les échéances de la dette entraînent de nouvelles baisses de prix, créant potentiellement un important point d'entrée pour les investisseurs en actifs immobiliers en 2024.



Les investissements dans la décarbonation ont été quelque peu protégés des pressions sur les valorisations en raison de taux d'actualisation plus élevés et de l'engouement des investisseurs en capitaux d'emprunt et en fonds propres désireux de participer à des opportunités à impact positif. Bien que le coût de l'énergie renouvelable ait considérablement baissé, une transition accélérée des combustibles fossiles à un mix énergétique purement renouvelable est problématique. D'après nous, cette transition est nécessairement complexe, ce qui crée une immense opportunité d'investissement.



**STEVE TURNER**  
Featured Contributor  
Portfolio Solutions Group

# Cadre d'investissement du pôle Capital Markets

## Allocations représentatives du Portfolio Solutions Group

D'ALLOCATION D'ACTIFS	NOTRE OPINION					COMMENTAIRE
	--	-	=	+	++	
<b>OBLIGATIONS</b> Duration						Nous situons la fourchette intermédiaire pour les rendements à 10 ans entre 3,5 et 5,5% mais la trajectoire en 2024 devrait osciller vers les 4% car les baisses de taux directeurs attendues sont contrebalancées par une certaine normalisation de la prime de terme.
<b>OBLIGATIONS</b> Obligations d'entreprises						Notre allocation aux obligations d'entreprises est désormais neutre car nous sommes désormais plus optimistes quant à la performance des titres HY ; les titres IG font toujours l'objet d'une légère sous-pondération. Le risque de défaut devrait rester contenu en cas d'atterrissage en douceur de l'économie.
<b>ACTIONS</b> Niveau de risque						Nous passons de « neutre » à « surpondéré », car nous pensons que l'essentiel de la performance attendue en 2024 est déjà réalisé avec le récent rebond des actions. Les perspectives macroéconomiques sont positives, mais la croissance des bénéfices, inférieure à la tendance, et la valorisation constituent sans doute une contrainte.
<b>INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS</b> Actifs non cotés						La valorisation des actions non cotées diminue encore, ce qui reflète la hausse des coûts de financement. Notre recommandation à l'égard des actifs non cotés est passée de « sous-pondérer » à « neutre » car nous identifions un éventail d'opportunités plus vaste avec des valorisations moins risquées.
<b>INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS</b> Hedge Funds						Les hedge funds profitent de la hausse des taux d'intérêt et des possibilités accrues de sélection des titres.
<b>INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS</b> Matières premières						Nous sommes neutres à l'égard des principaux marchés de matières premières, le déficit d'offre porteur pour les cours étant contrebalancé par le ralentissement de l'activité.
<b>TRANSITION</b> Liquidités / durée courte						Nous passons d'une surpondération à une position neutre sur les liquidités. Les liquidités peuvent être mieux employées pour financer des investissements dans des obligations d'entreprises à durée plus longue, aussi bien IG que HY, et renforcer de manière sélective l'exposition aux actions en profitant des replis.

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 signaux reflètent l'opinion du pôle Capital Markets Group à l'égard de chaque classe d'actifs.

# Allocation aux actions internationales représentative du Portfolio Solutions Group

■ ALLOCATION ACTUELLE

■ MODIFICATION PAR RAPPORT AU T4 2023

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

EQUITY	NOTRE OPINION					COMMENTAIRE
	--	-	=	+	++	
<b>RÉGION</b> Marchés développés			■			Dans l'ensemble, nous sommes neutres l'égard des actions des marchés développés, avec une opinion différente selon la région considérée (voir ci-dessous)
<b>RÉGION</b> États-Unis			■	■		La valorisation des actions américaines reflète déjà de bonnes nouvelles pour l'année 2024. Cela fera office de limiteur de vitesse en 2024 pour le marché dans son ensemble mais les multiples de valorisation sont soutenus par des perspectives plus clémentes sur le front des taux d'intérêt. La bonne tenue de la croissance devrait se traduire par des BPA substantiels.
<b>RÉGION</b> Zone euro		■				La croissance atone et le déstockage dans le secteur manufacturier pèsent sur les bénéfices tandis que la baisse des taux de la BCE devrait enrayer l'augmentation des marges dans le principal secteur de l'UE, celui de la finance.
<b>RÉGION</b> Japon				■		La sortie du Japon de la déflation stimulera les revenus des entreprises, la réforme de la gouvernance des entreprises améliorera leurs marges bénéficiaires. Par ailleurs, les investisseurs individuels et la réforme des fonds de pension devraient soutenir l'afflux de capitaux vers les actions. Les actions japonaises ne sont plus sous-évaluées mais leur valorisation reste raisonnable.
<b>RÉGION</b> Marchés émergents			■			Les perspectives s'améliorent : les prévisions de croissance pour la Chine et les autres marchés émergents sont revus à la hausse tandis que les mesures de relance soutiennent la croissance en Chine. Les valorisations semblent attrayantes et l'amélioration des conditions externes pourrait soutenir les bénéfices dans les marchés émergents.
<b>STYLE</b> Croissance vs « value »				■		La dynamique des révisions de bénéfices est favorable aux valeurs de croissance et le contexte macroéconomique est porteur. Néanmoins, la croissance inférieure à la tendance ne plaide guère pour les titres « value », plus sensibles à la conjoncture.
<b>STYLE</b> Grandes vs petites capitalisations				■		Le coût du capital reste élevé et les grandes capitalisations nous semblent mieux armées pour résister à cette pression que les petites capitalisations, plus fragiles.
<b>STYLE</b> Qualité				■		Les titres de qualité ont le vent en poupe lorsque la croissance est inférieure à la tendance. Cela n'équivaut pas à un positionnement sectoriel défensif, qui consiste à équilibrer l'exposition aux secteurs cycliques.
<b>STYLE</b> Dividendes			■			Les valeurs de rendement présentent à nos yeux un profil de risque équilibré.

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 signaux reflètent l'opinion du pôle Capital Markets Group à l'égard de chaque classe d'actifs.

# Allocations aux obligations internationales représentatives du Portfolio Solutions Group

FIXED INCOME	NOTRE OPINION					COMMENTAIRE
	--	-	=	+	++	
<b>OBLIGATIONS</b> Bons du Trésor américain			■			Maintenir une durée plus proche du niveau neutre en ciblant l'échéance à cinq ans.
<b>OBLIGATIONS</b> Obligations indexées sur l'inflation			■			Les rendements réels restent élevés mais peuvent encore baisser avec la décre de l'inflation.
<b>OBLIGATIONS</b> Emprunts d'État de la zone euro		■	■			La désinflation conjuguée à la croissance atone améliorent le profil risque/rendement de la durée en zone euro.
<b>OBLIGATIONS</b> Dettes émergentes en devise forte			■	■		La décre de l'inflation, la baisse des coûts de financement et l'accélération de la croissance (favorisée par le virage accommodant de la Fed) devraient créer un contexte favorable pour les spreads et les taux.
<b>OBLIGATIONS</b> Dettes émergentes en devise locale Obligations			■			La faiblesse des rendements de la dette émergente en devise locale par rapport aux obligations d'entreprises américaines pourrait limiter l'afflux de capitaux ; toutefois les devises émergentes pourraient enfin avoir le vent en poupe à mesure que les marchés s'adapteront à la baisse du taux des Fed funds.
<b>OBLIGATIONS COTÉES</b> Obligations municipales			■	■		Les rendements à fiscalité équivalente restent attractifs ; cette classe d'actifs peut rivaliser avec les actions
<b>OBLIGATIONS COTÉES</b> Investment Grade		■				Les spreads devraient rester faibles et, d'un point de vue tactique, les gains liés à la durée pourraient être limités après le récent rebond.
<b>OBLIGATIONS COTÉES</b> MBS/ABS					■	Forte conviction à l'égard des ABS et un rendement par unité de qualité du crédit qui reste attractif ; le revenu des ménages se porte bien en raison d'un chômage limité.
<b>OBLIGATIONS COTÉES</b> High Yield			■	■		Le rendement tout compris des titres spéculatifs reste attractif en cas d'atterrissage en douceur de l'économie, qui se traduirait par un risque de défaut contenu.
<b>OBLIGATIONS COTÉES</b> Prêts bancaires			■	■		Un positionnement désormais neutre car la politique de la Fed devrait peser sur les taux courts. Nous privilégions également la qualité du crédit, qui est généralement moins bonne pour les prêts

- 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 informations figurant dans le présent document ne présument pas des objectifs financiers, circonstances ou besoins spécifiques d'un investisseur en particulier. Les signaux reflètent l'opinion du pôle Capital Markets Group à l'égard de chaque classe d'actifs.

# Allocation aux actifs alternatifs représentative du Portfolio Solutions Group

ALTERNATIVE ASSETS	NOTRE OPINION					COMMENTAIRE
	--	-	=	+	++	
<b>ACTIFS NON COTÉS</b> Immobilier		■				L'immobilier commercial enregistre une correction significative car les taux d'actualisation sont corrélés aux taux d'intérêt à long terme. La patience est de mise car le refinancement de la dette à des taux plus élevés engendre progressivement des ajustements de valorisation.
<b>ACTIFS NON COTÉS</b> Infrastructures				■		En dépit des ajustements de valorisation qui se poursuivent pour les actifs non cotés dans leur ensemble, nous avons relevé les infrastructures à « surpondérer » pour refléter éventail d'opportunités plus riche, qui offre selon nous des points d'entrée plus raisonnables.
<b>ACTIFS NON COTÉS</b> ResFontes naturelles				■		Certains pays riches en resFontes naturelles profitent de solides fondamentaux à long terme tels que l'augmentation de la demande d'aliments et le déclin des terres arables dans le cas des investissements agricoles.
<b>ACTIFS NON COTÉS</b> Private equity			■			Les opportunités concernant les entreprises de taille intermédiaire sont moins sensibles à l'effet de levier. Les investissements liés à la transition énergétique et à la transformation numérique sont recherchés, ce qui devrait soutenir les prix actuels.
<b>ACTIFS NON COTÉS</b> Dette privée				■		Les bouleversements sur les marchés obligataires organisés continuent de créer des opportunités dans le domaine du crédit aux entreprises et du crédit spécialisé non cotés. La concurrence pour les prêts non cotés s'est accentuée mais les cours corrigés des risques restent légèrement supérieurs à leur niveau moyen de long terme.
<b>ACTIFS ALTERNATIFS LIQUIDES</b> Hedge Funds				■		Dans le domaine des hedge funds, les stratégies long/short qui pratiquent une sélection des titres bottom-up axée sur les fondamentaux bénéficient actuellement d'une plus grande dispersion des performances et de corrélations moins marquées pour la performance des différentes classes d'actifs. Elles profitent également des rendements au comptant plus élevés.
<b>ACTIFS ALTERNATIFS LIQUIDES</b> Matières premières			■			Nous sommes neutres à l'égard des principaux marchés de matières premières, le déficit d'offre porteur pour les cours étant contrebalancé par le ralentissement de l'activité.

- 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 informations figurant dans le présent document ne présumant pas des objectifs financiers, circonstances ou besoins spécifiques d'un investisseur en particulier. Les signaux reflètent l'opinion du pôle Capital Markets Group à l'égard de chaque classe d'actifs.

# Capital Markets Group

Le pôle Capital Markets 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. Il vient en soutien du pôle MSIM Portfolio Solutions Group, qui 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  
SEMMLROTH**  
*Executive Director*



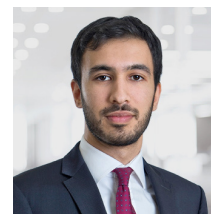
**ERIC ZHANG**  
*Executive Director*



**SCHUYLER HOOPER**  
*Executive Director*



**GREG WATERMAN**  
*Vice President*



**UMAR MALIK**  
*Vice President*



**FLORIAN REGNERY**  
*Senior Associate*



**CHRIS CHIA**  
*Senior Associate*



# Asset Allocation Committee

Le Comité d'allocation d'actifs est un organe indépendant composé de professionnels de l'investissement expérimentés issus des différents métiers au sein de MSIM et d'Eaton Vance. Le pôle Capital Markets 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 and Head of Investment Strategy for the High Yield team*

**CRAIG BRANDON**

*Portfolio Manager and Co-Head of the Municipals team*

**JIM CARON**

*CIO, Portfolio Solutions Group*

**RICHARD FORD**

*Portfolio Manager and Co-Head of the Broad Markets Fixed Income team*

**JONATHAN G. ISAAC**

*Portfolio Specialist*

**JITANIA KANDHARI**

*Deputy CIO, Solutions & Multi Asset Group; Head of Macro & Thematic Research, Emerging Markets; Portfolio Manager*

**VISHAL KHANDUJA**

*Portfolio Manager and Co-Head of the Broad Markets Fixed Income team*

**CHRISTOPHER REMINGTON**

*Portfolio Specialist*

**ANDREW SLIMMON**

*Senior Portfolio Manager and Head of Applied Equity Advisors*

**STEVEN TURNER**

*Portfolio Solutions Group*

## 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 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 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. **Les titres adossés à des créances hypothécaires et à des actifs** (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

### DÉFINITIONS DES INDICES

L'indice **Bloomberg U.S. Treasury** inclut des emprunts du Trésor américain.

The **MSCI China Index** capture large and mid-cap representation across China A-shares, B-shares, H-shares, Red-chips and P-chips. It reflects the Mainland China and Hong Kong opportunity set from an international investor's perspective.

### 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 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

**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.

The **NCREIF Property Index** is a quarterly, unleveraged composite total return for private commercial real estate properties held for investment purposes only. All properties in the NPI have been acquired, at least in part, on behalf of tax-exempt institutional investors and held in a fiduciary environment.

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.

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 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 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 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.

## 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.

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'enregistrement : 1981121. Siège social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres 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.

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 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.

## 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 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 à des fins d'utilisation à Hong Kong et ne peut être diffusé qu'après d'« investisseurs professionnels » au sens du Securities and Futures Ordinance (décret sur les valeurs mobilières et les contrats à terme) de Hong Kong (Cap 571). Le contenu du présent document n'a été révisé ni approuvé par aucune autorité de réglementation, y compris la Securities and Futures Commission de Hong Kong. En conséquence, à moins que la loi en vigueur ne 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.