

Morgan Stanley

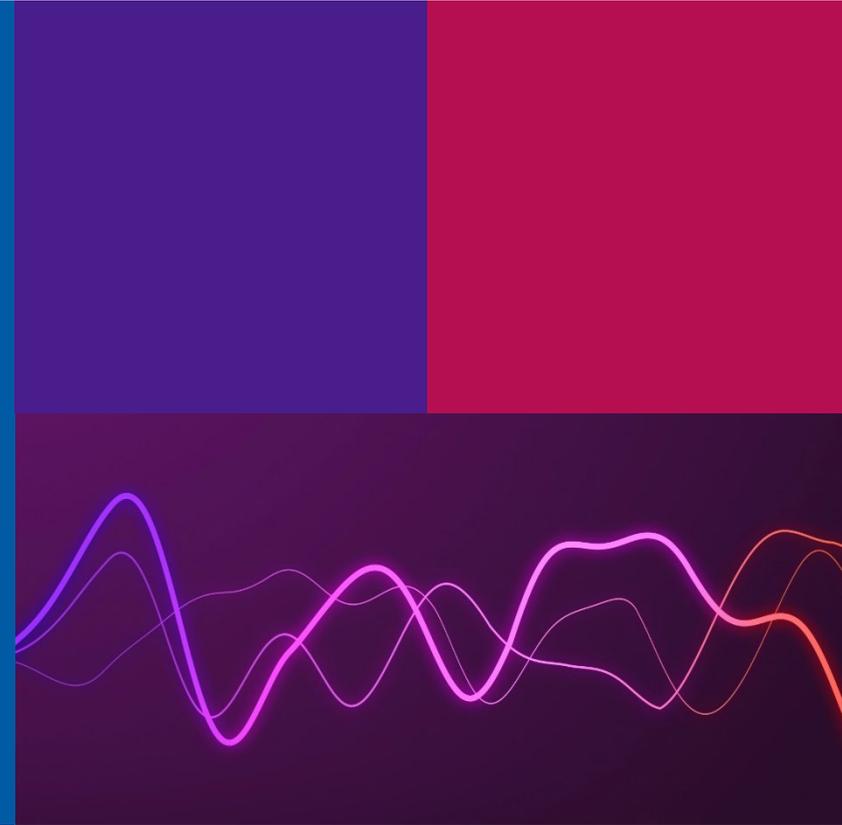
INVESTMENT MANAGEMENT

The BEAT

BONDS | EQUITIES | ALTERNATIVES | TRANSITION

Décembre 2024

Previously known as the Monthly Market Monitor.



GRANDES IDÉES

Les thèmes clés pour décembre 2024

**Politique monétaire : L'ennui, c'est bien**

Les banques centrales mondiales devraient réduire leurs taux directeurs et les maintenir relativement bas en 2025 (à l'exception du Japon, qui les remonte prudemment). La volatilité devrait alors baisser et des rendements obligataires évoluer dans une fourchette étroite ce qui pourrait être vu comme ennuyant mais serait plutôt une bonne chose. La surprise serait plutôt si l'inflation se désancrait et que les marchés anticipaient une hausse des taux. Mais ce serait une tendance défavorable, car elle déstabiliserait les valorisations des actifs risqués qui comptent sur la stabilité des taux. Selon nous, le taux terminal de la Fed pourrait s'établir entre 3,50 % et 4,0 %, alors que le consensus table sur un taux inférieur à 3,5 %. Mais si les taux restent plus élevés, autrement dit s'ils ne baissent pas trop, cela ne nous dérangerait pas.

**La politique budgétaire sera au cœur de l'action en 2025**

Prodigalité vs austérité. Certains pays européens, comme l'Allemagne, ont certes besoin d'une politique budgétaire expansionniste, mais aux États-Unis, c'est l'austérité quant à elle qui doit s'imposer. La fiscalité et les droits de douane seront sur le devant de la scène, et certaines réductions d'impôts pourraient être prolongées, et d'autres non. Les droits de douane seront probablement assez ciblés et auront des implications à la fois sur la demande et l'offre. N'oublions pas non plus la déréglementation, qui pourrait avoir le plus gros impact. La situation sera complexe et mieux vaut ne pas se contenter de réponses trop simplistes. En matière d'investissement, il y aura des gagnants et des perdants, mais c'est bien la politique budgétaire qui sera au cœur de l'action et que nous allons suivre de près.

**2025 : More About the "E" Than the "P"**

D'importantes modifications de nos portefeuilles. La sélection d'actifs (éléments clés de la génération d'alpha) devrait être davantage source de rendements que se focaliser sur les multiples (beta). La croissance des revenus et la qualité sont davantage présentes sur le marché global que sur un nombre restreint de valeurs. Les frontières entre les styles de gestion (growth vs value et grandes vs petites capitalisations) seront poreuses. Les valorisations devraient augmenter de manière globale et la sélection des investissements dépendra en grande partie de la politique budgétaire, de la fiscalité, des droits de douane ou encore de la déréglementation.

**L'inflation, l'élément imprévisible de 2025**

Ancrée ou pas ? L'inflation a baissé, mais restera-t-elle à des niveaux assez bas qui permettront aux banques centrales de réduire encore leurs taux ? Ou bien va-t-elle se désancrer, et donc ralentir ou interrompre complètement les baisses de taux ? Voici donc la variable clé à surveiller en 2025, puisqu'elle influencera la politique monétaire et dictera la politique budgétaire. Nous pensons que l'inflation restera stable, mais qu'elle n'atteindra pas l'objectif fixé. Autrement dit, les banques centrales pourraient ne pas atteindre les taux terminaux qu'elles visent. Cela n'est pas dérangeant tant que les marchés du travail restent suffisamment dynamiques mais, dans le cas contraire, des tensions pourraient apparaître. Nous suivrons donc avec attention l'évolution de l'inflation.

GRANDES IDÉES

Portfolio Solutions Group - Nos 5 meilleures idées pour le mois d'octobre

Prêts bancaires : Neutre -> Surpondération

Valorisation relative attractive. Les spreads des prêts bancaires ne s'étant pas resserrés autant que ceux des autres segments risqués des marchés obligataires, nous pensons que certaines valorisations sont attractives en terme de valeur relative. Les spreads des « discount margin » des prêts bancaires vs. High Yield approchent des pics historiques sur de nombreux segments de notation du marché. C'est pourquoi nous transférons une partie de notre exposition au crédit du segment High Yield vers les prêts bancaires.

Exposition globale aux actions : Sous-pondération > Neutre

La dynamique post-électorale est favorable aux actions. Notre scénario central table toujours sur un « soft landing », favorable aux fondamentaux des actions. À court terme, le résultat de l'élection américaine pourrait inciter les investisseurs qui avaient réduit leur exposition au risque avant le scrutin à revenir sur le marché, et « précipiter » en partie la hausse des actions prévue l'année prochaine. Mais à moyen terme, nous n'avons pas encore assez d'informations pour déterminer toutes les conséquences du second mandat de Donald Trump sur les actions.

Actions européennes : Légère surpondération -> Sous-pondération

Quand ça ne va pas, ça ne va vraiment pas. Le second mandat de Donald Trump est venu s'ajouter à longue liste des tendances pénalisant les actions européennes. Les incertitudes sur le plan commercial compromettent la probabilité d'un rebond cyclique de la zone et devrait toucher plus durement les grands secteurs des marchés actions européens, comme les Matériaux, l'Industrie et l'Automobile. En Europe, nous continuons à privilégier les banques. Nous sommes séduits par les bienfaits structurels liés au niveau élevé du rendement du capital, dans un contexte marqué par des taux plus élevés et des valorisations attractives.

Actions américaines : Sous-pondération > Légère surpondération

Renforcement de l'exposition hors mega cap. La probabilité d'un soft landing étant toujours élevée, nous pensons que la dynamique post-électorale bénéficiera aux actions américaines. Nous avons augmenté notre exposition aux actions américaines hors mega cap car elles sont selon nous mieux positionnées à une expansion des bénéfiques et des valorisations.

Surpondération de la duration

Des niveaux plus intéressants en guise de couverture. Pour la première fois depuis plusieurs années, nous avons décidé de surpondérer la duration dans nos portefeuilles. Après leur récente hausse, les rendements du 10-year U.S. Treasury se sont rapprochés de niveaux qui limitent désormais le potentiel haussier. Les obligations constituent donc une meilleure couverture de notre exposition accrue aux actions et de notre exposition cyclique aux États-Unis.

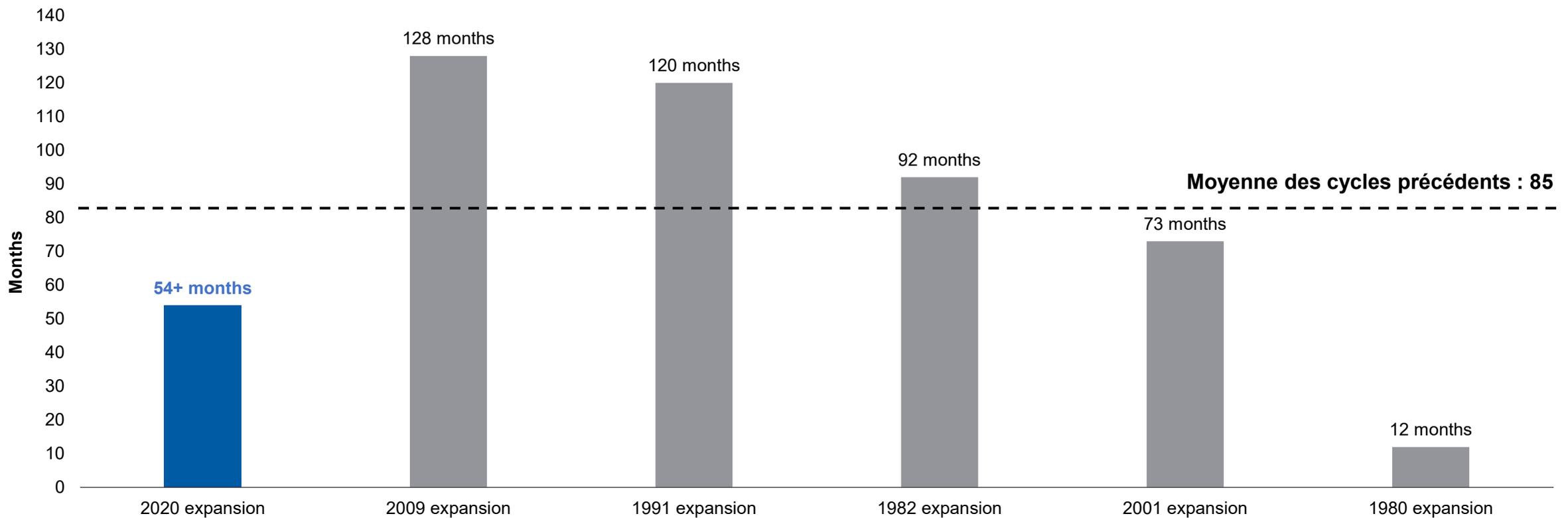
GRANDES IDÉES

La phase actuelle d'expansion économique est encore jeune par rapport aux cycles précédents

Nous continuons de penser que le niveau réel du chômage est plus élevé que ce qu'indiquent les statistiques, mais cela ne constitue pas un signe de récession. Par rapport aux phases précédentes d'expansion économique, l'expansion actuelle post-Covid est encore relativement jeune et sa durée est inférieure d'environ 30 mois à la durée moyenne des cinq dernières expansions.

La phase actuelle d'expansion économique est encore jeune par rapport à la moyenne historique récente

Durée de l'expansion actuelle et des cinq dernières phases d'expansion économique



Source : NBER, MSIM. Données au 12 novembre 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux du Portfolio Solutions Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

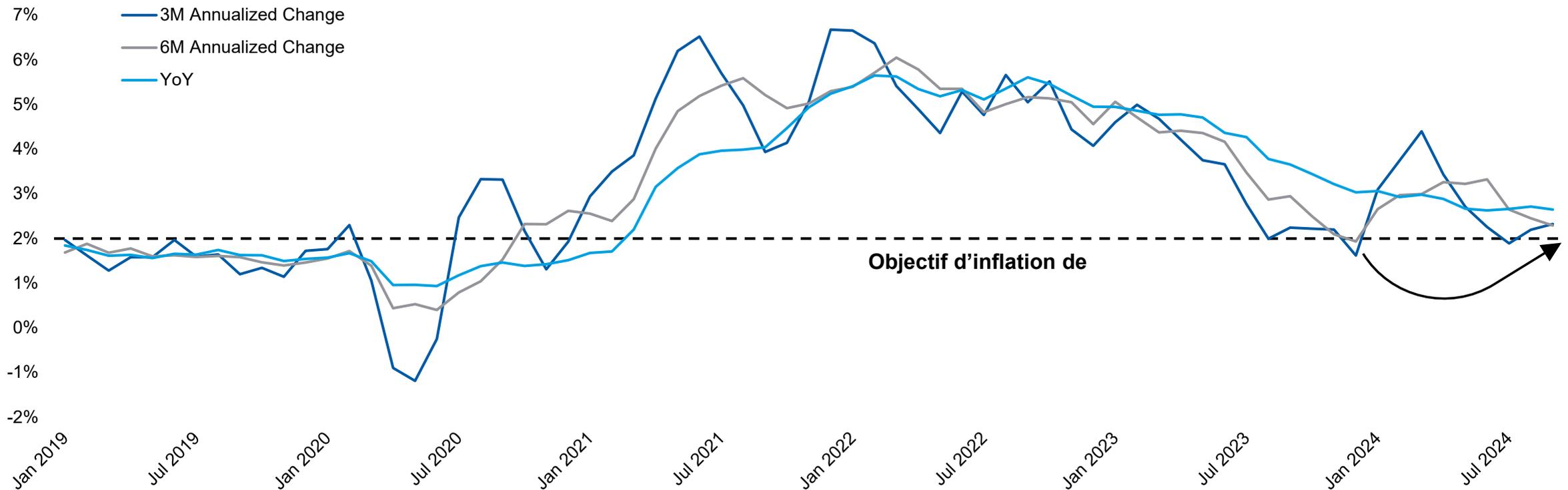
GRANDES IDÉES

L'inflation, l'élément imprévisible pour 2025

L'inflation sous-jacente, à savoir le Personal Consumption Expenditures (PCE), baisse depuis le Q4 2022. Mais le taux de variation de cette baisse a ralenti ces derniers temps, avec des niveaux absolus toujours supérieurs à l'objectif de la Fed. L'évolution de l'inflation devra être suivie de près car elle permettra de savoir si les banques centrales pourront atteindre les taux terminaux prévus.

La tendance baissière de l'inflation semble se stabiliser

Indice PCE sous-jacent aux États-Unis selon diverse mesures annualisées (3 mois, 6 mois, YoY)



Source : Bloomberg, MSIM. Données au 12 novembre 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux du Portfolio Solutions Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

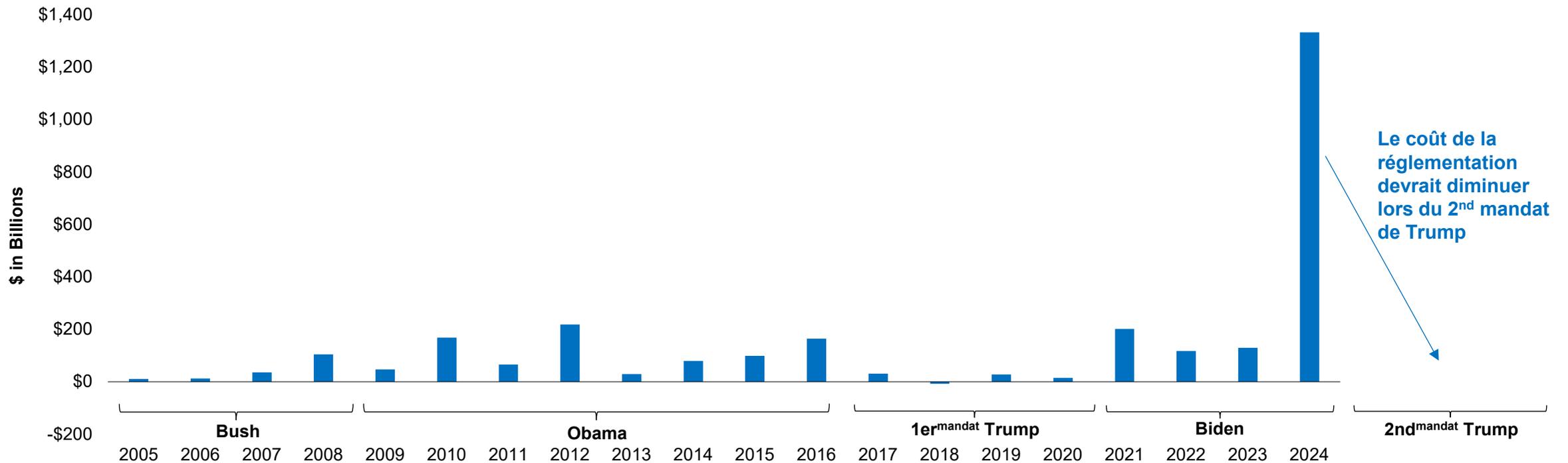
GRANDES IDÉES

Les dépenses induites par la réglementation pourraient diminuer avec l'administration Trump

Donald Trump a considérablement réduit les réglementations fédérales lors de son premier mandat et a ainsi allégé le coût total de la réglementation. Lors de son premier mandat, les dépenses publiques en matière de réglementation se sont élevées en moyenne à 16Mds de dollars par an, soit beaucoup moins que les quelques 450Mds de dollars dépensés sous l'administration Biden. Nous pensons que ces coûts vont à nouveau diminuer lors du second mandat de Donald Trump.

Le durcissement de la réglementation fédérale accroît les déficits budgétaires

Coûts annuels liés à la réglementation sous chaque administration



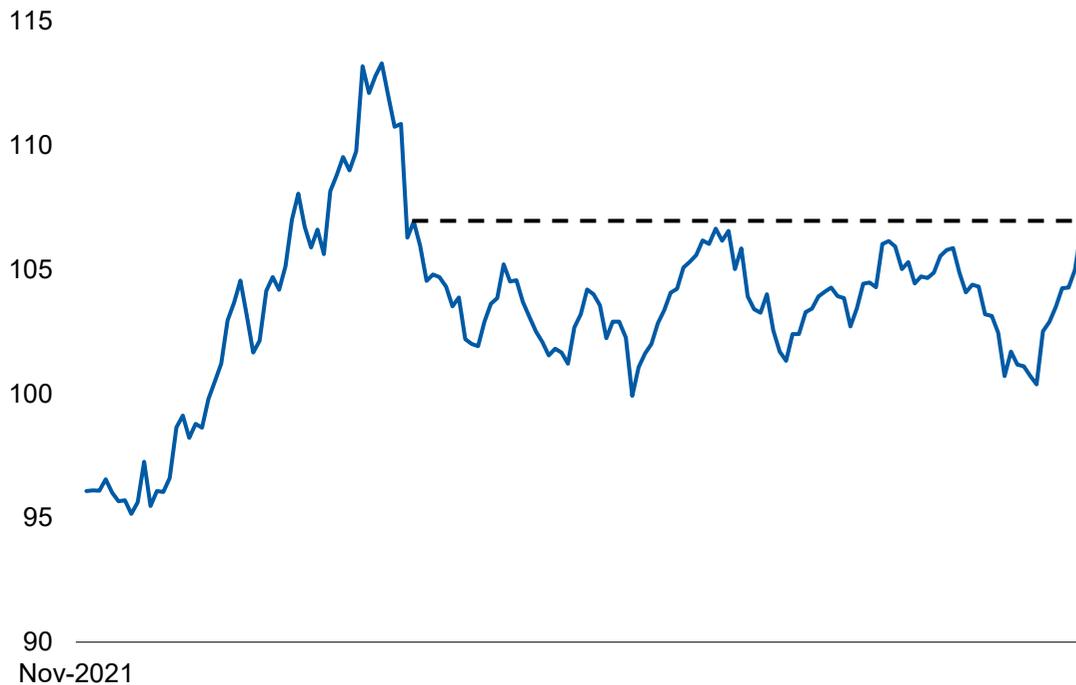
Source : RegRodeo.com, MSIM. Données au 15 novembre 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux du Portfolio Solutions Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

GRANDES IDÉES

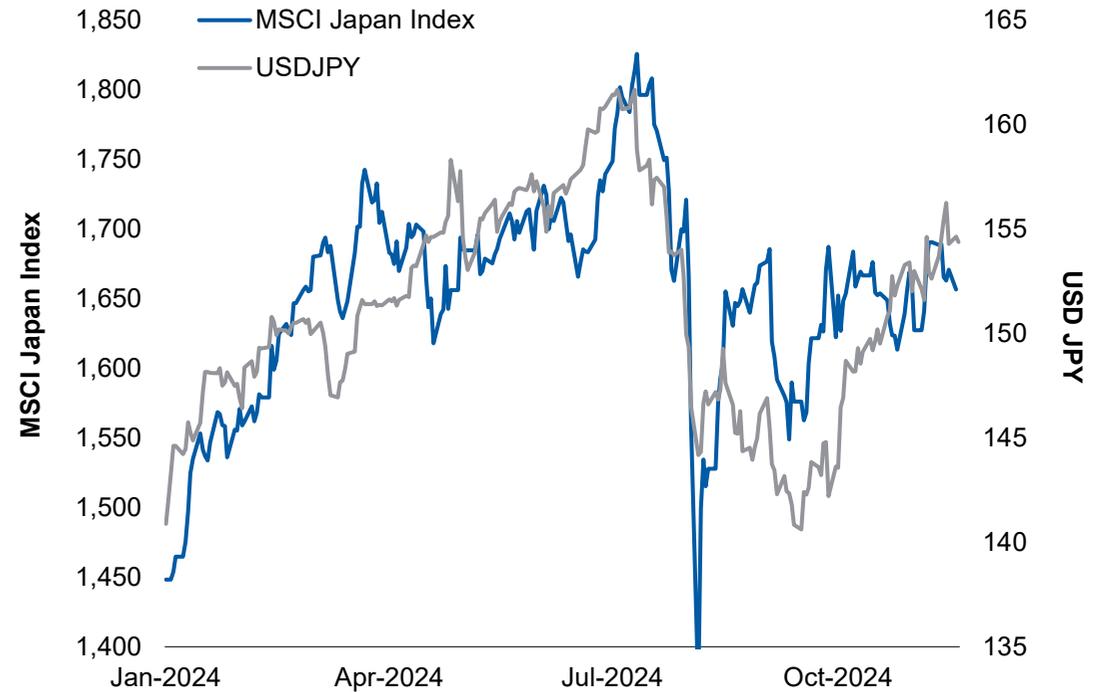
La poursuite de l'exceptionnalisme américain prolonge la vigueur du dollar

La résilience de l'économie américaine, le cycle limité de baisse des taux de la Fed et la politique « America First » du président Trump réorientent les flux de capitaux vers les États-Unis, et confèrent des valorisations élevées aux actifs américains et au dollar. Cette tendance atténue le risque d'une nouvelle appréciation marquée du yen et d'un nouveau débouclage forcé des opérations de portage, ce qui est favorable à un rebond des actions japonaises.

Le dollar a renoué avec un plus haut sur deux ans en novembre...
USD (DXY)



...limitant l'appréciation du yen et soutenant les actions japonaises
Indice MSCI Japan et taux de change USD/JPY



Source : Bloomberg, MSIM. Données au 19 novembre 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux du Portfolio Solutions Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

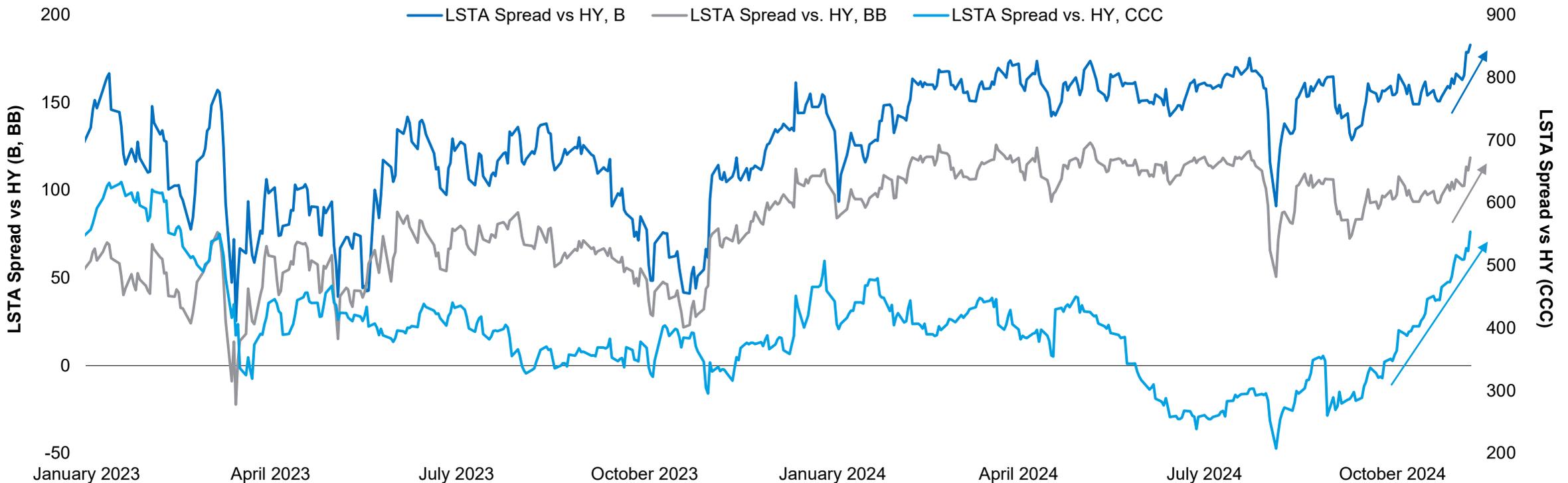
GRANDES IDÉES

Surpondération des prêts bancaires

Les prêts bancaires ont participé au rebond récent, mais leurs spreads se sont moins resserrés que ceux d'autres classes d'actifs, comme le High Yield. Nous pensons néanmoins que les prêts bancaires offrent désormais une meilleure compensation du risque de crédit que de nombreux autres segments du marché obligataire.

Les spreads des prêts bancaires approchent d'un niveau record par rapport à ceux du High Yield

Spreads (discount margin) des prêts bancaires sur 4 ans vs spreads OAS des obligations HY dans chaque catégorie de notation : B, BB (gauche, en points de base (pb)) et CCC (droite, en pb)



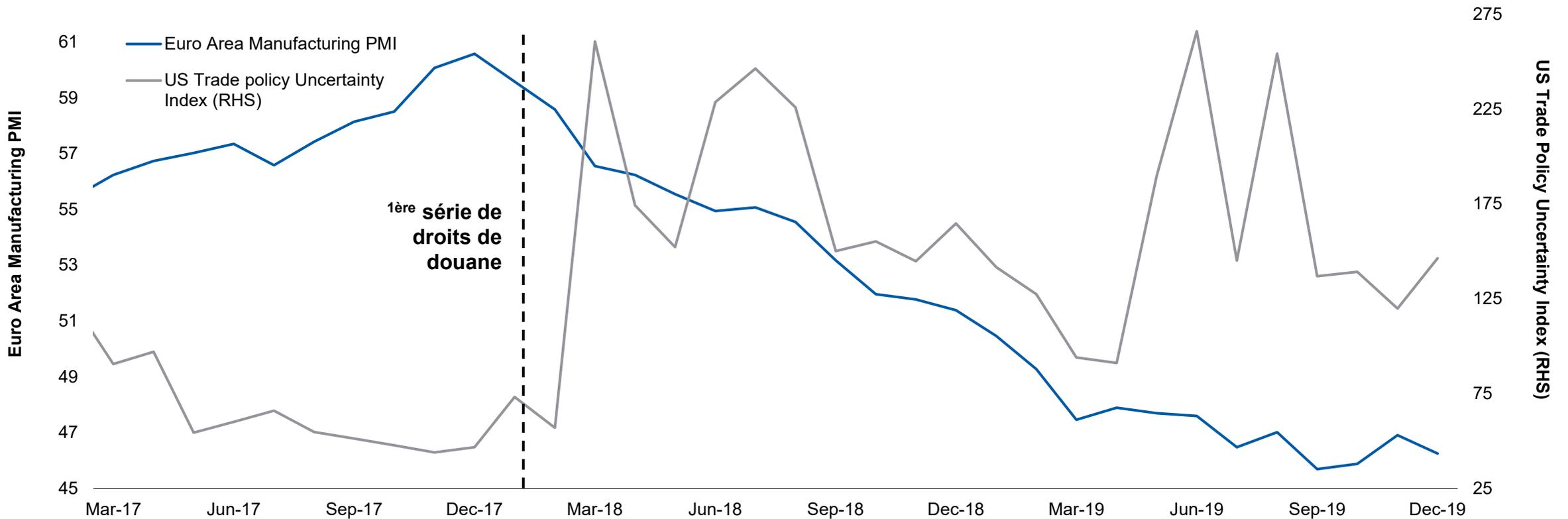
Source : Macrobond, MSIM. Données au 8 novembre 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux du Portfolio Solutions Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

GRANDES IDÉES

Sous-pondération des actions européennes

Les incertitudes suscitées par les droits de douane vont probablement peser sur les niveaux d'activité en Europe ; certains des secteurs les plus durement touchés font partie des plus pondérés de l'indice MSCI Europe, comme l'Industrie et les Matériaux. Cette tendance vient s'ajouter à la liste des évolutions structurelles négatives qui pénalisent actuellement les actions européennes.

L'augmentation des incertitudes commerciales a sensiblement fait baisser les niveaux d'activité en Zone Euro lors du premier mandat de Trump
PMI manufacturier de la zone euro et incertitudes commerciales



Source : Bloomberg, MSIM. Données au 19 novembre 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux du Portfolio Solutions Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

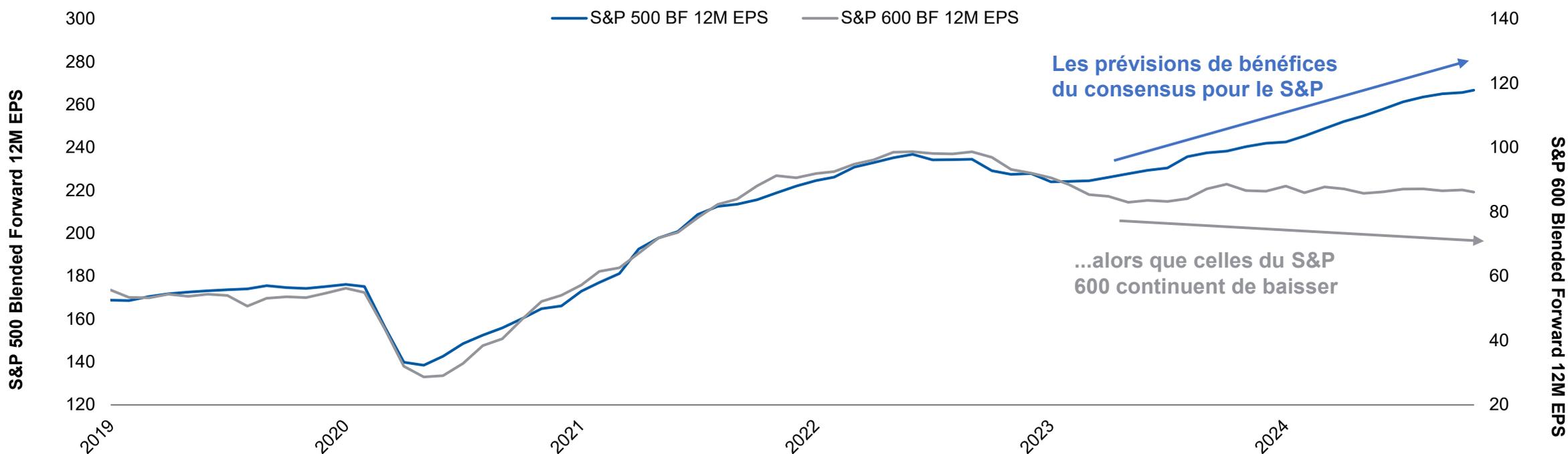
GRANDES IDÉES

Surpondération des actions américaines : Renforcement de l'exposition hors megacap

Les tendances en matière de bénéfices des grandes et des petites/moyennes capitalisations divergent depuis le début de l'année 2023. Les prévisions de bénéfices du consensus pour le S&P 500 ont encore augmenté (sous l'effet notamment des mega cap), alors que celles du S&P 600 ont continué à diminuer. Nous continuons d'anticiper une nouvelle convergence de ces tendances, grâce au rebond probable des bénéfices de l'ensemble du marché en 2025.

Les tendances en matière de bénéfices des mega cap et du marché au sens large devraient à nouveau converger

S&P 500 Blended Forward (BF) 12-month EPS (gauche) and S&P 600 BF 12-month EPS (droite)



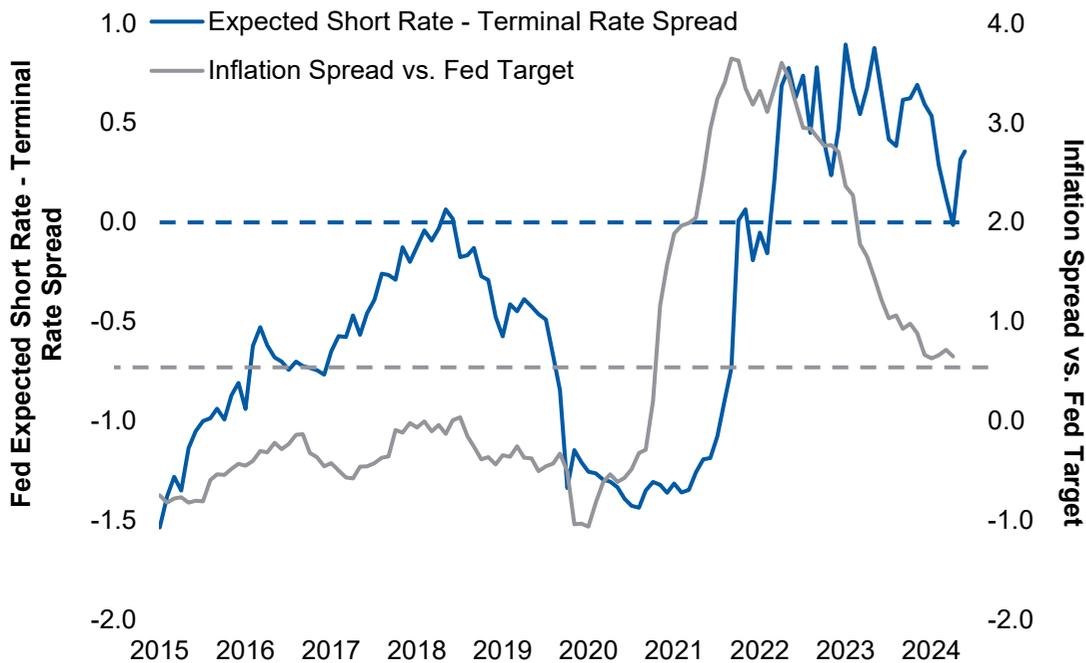
Source : RegRodeo.com, MSIM. Données au 15 novembre 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux du Portfolio Solutions Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

GRANDES IDÉES

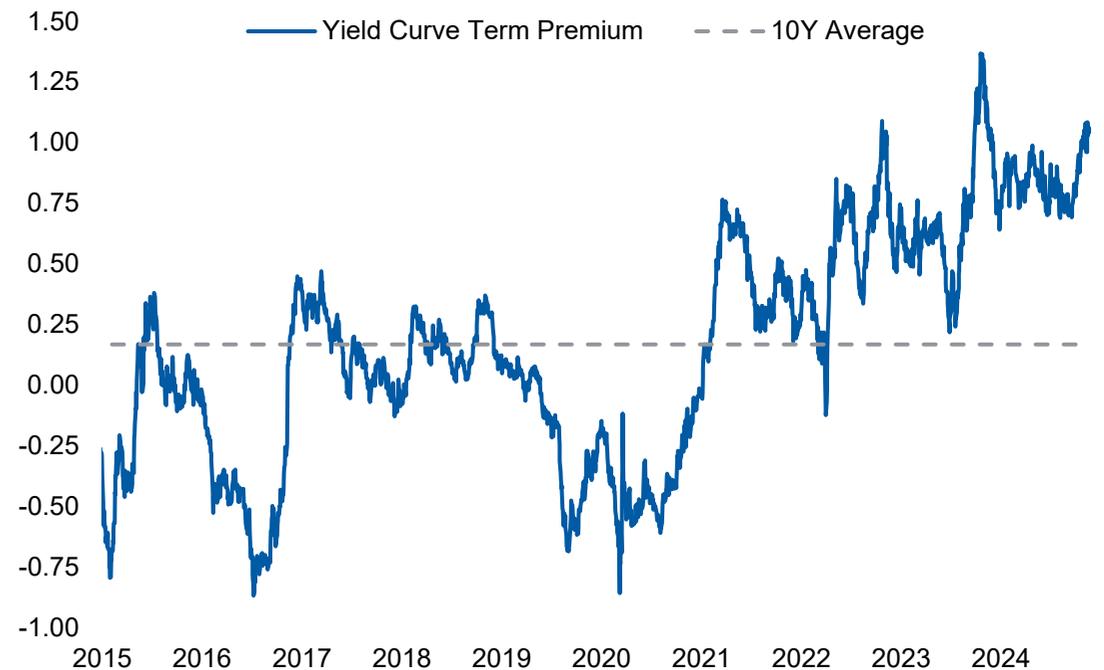
Nous sous-pondérons désormais la duration

Compte tenu de la récente hausse des taux, nous sommes désormais surexposés en duration car le potentiel de hausse des rendements nous semble limité. La décomposition des données de la courbe des taux montre que les taux courts anticipés restent supérieurs au taux terminal de la Fed, tandis que l'inflation s'est stabilisée juste au-dessus des niveaux cibles. Les primes de terme se sont également approchées de pics sur 10 ans le mois dernier.

Les taux courts anticipés restent supérieurs au taux terminal de la Fed et l'inflation s'est stabilisée à env. 0,5 % au-dessus de l'objectif
 10-year zero coupon expected short rate spread to Fed terminal rate (%), gauche), core PCE spread to 2% target (%), droite)



La prime de terme approche de son pic sur dix ans
 10-year zero coupon term premium (%) and 10-year historical average



Source : Bloomberg, Banque fédérale de réserve de San Francisco, MSIM. Données au 19 novembre 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux du Portfolio Solutions Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

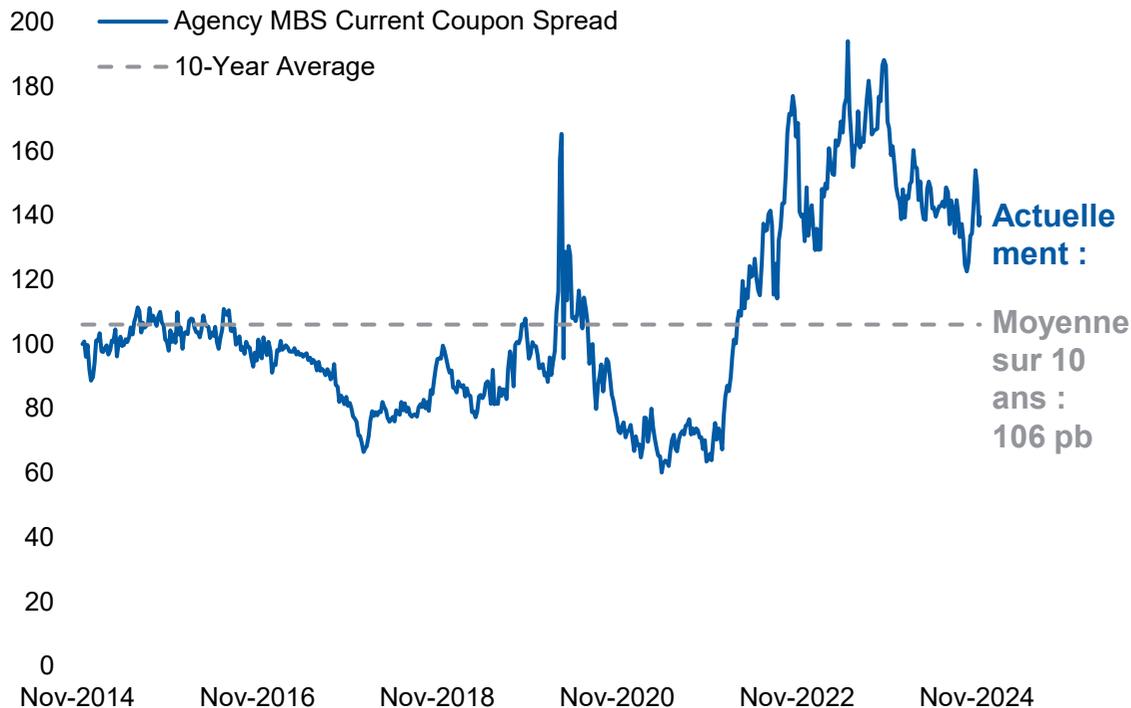
GRANDES IDÉES

Les spreads des MBS restent attractifs en termes absolus et relatifs

Nous restons très convaincus par le potentiel des MBS, car les valorisations restent attractives, tant par rapport aux moyennes à long terme que par rapport aux obligations d'entreprise IG. Les spreads des MBS d'agences sont désormais supérieurs à ceux des titres d'entreprises BBB, une dynamique inédite depuis la période ayant précédé la crise financière mondiale.

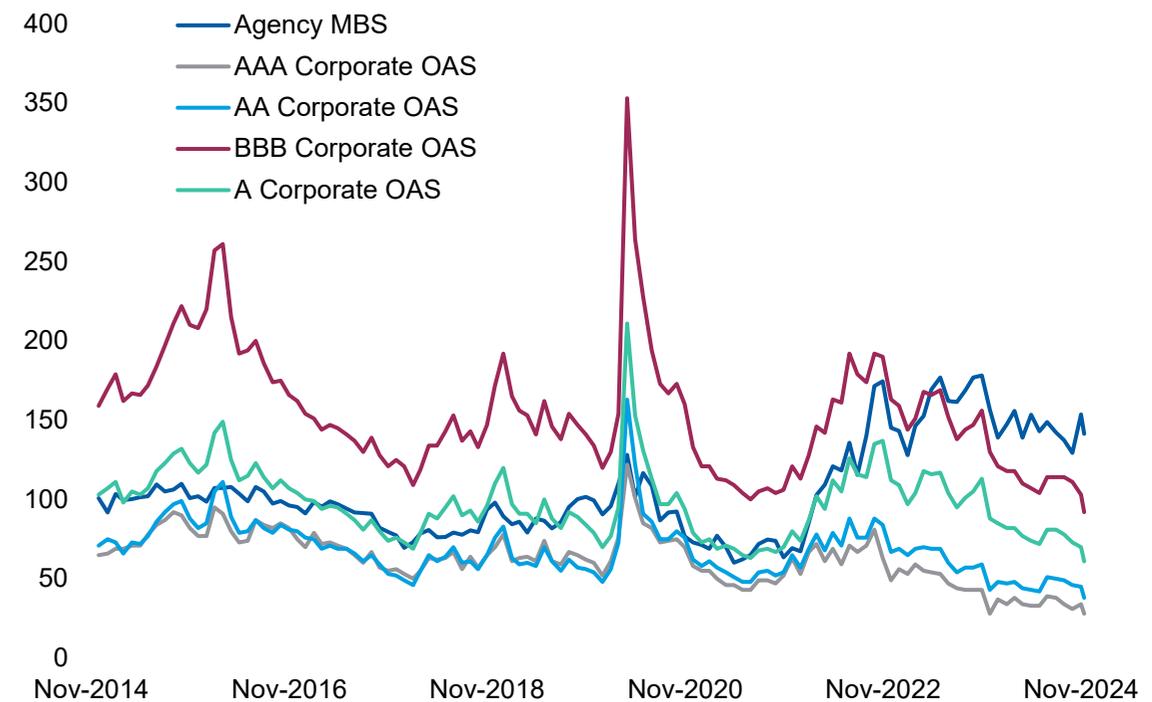
Les spreads des MBS d'agences restent plus larges que leurs moyennes à long terme

Spread (en points de base)



Les MBS d'agences semblent bon marché par rapport aux obligations d'entreprises IG

Utilities YTD performance vs. consumer staples/health care blended average



Source : NBER, MSIM. Données au 12 novembre 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux du Portfolio Solutions Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

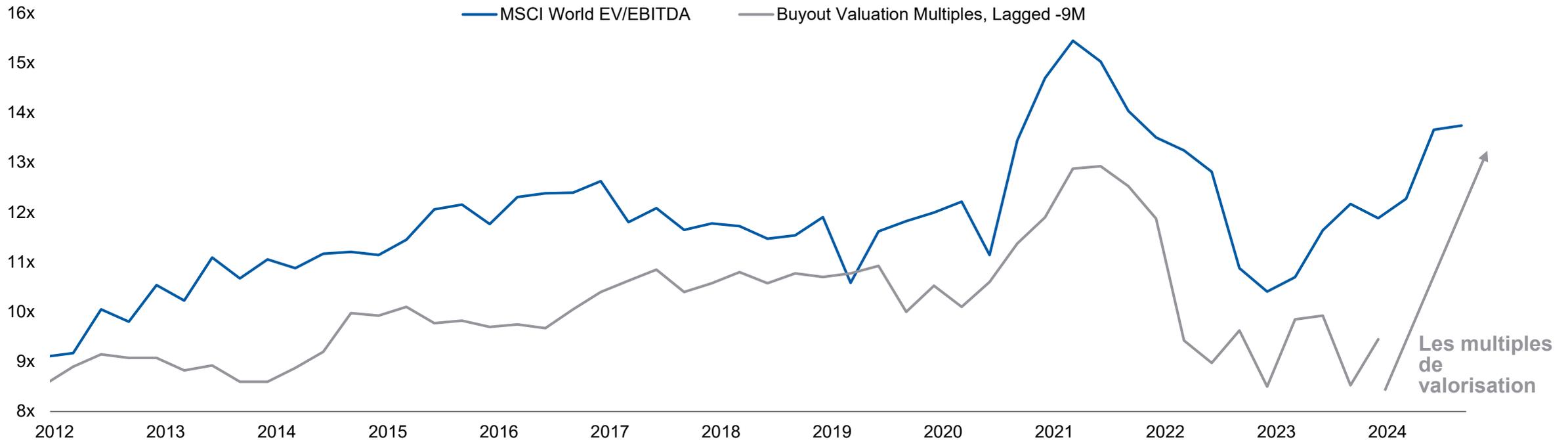
GRANDES IDÉES

Le Private Equity reste attractif par rapport aux actions cotées

Les performances du Private Equity ont toujours affiché un décalage de plusieurs trimestres, voire d'une année entière, par rapport aux actions cotées. Les multiples de valorisation des marchés actions augmentent depuis le début 2023, mais le Private Equity reste relativement bon marché. Nous tablons sur une résorption des écarts de valorisation et sur une hausse des multiples des opérations de buyout dans le sillage des actions cotées.

Les performances du Private Equity affichent un décalage d'environ une année par rapport à celles des actions cotées ; nous anticipons néanmoins un rebond avec un décalage dans le temps

Multiple EV/EBITDA du MSCI World et multiple des opérations de buyout des fonds de Private Equity (décalage de 9 mois)



Sources : Bloomberg, Preqin, données au 30 septembre 2024. Ces informations reflètent le point de vue du Portfolio Solutions Group à la date du présent document et non à une date ultérieure, et peuvent être modifiées sans préavis en fonction de l'évolution des circonstances et des conditions de marché. Les dettes senior sont des prêts garantis par un collatéral qui doivent être remboursées avant les autres dettes lorsqu'une entreprise est en défaut de paiement. La dette subordonnée est un prêt qui se classe derrière les autres dettes (ex : la dette senior) en cas de défaut de paiement de l'entreprise, et qui comporte donc plus de risques pour le prêteur. L'EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) reflète l'efficacité opérationnelle à court terme d'une entreprise. Un ratio Dette/EBITDA plus faible reflète généralement une entreprise plus saine d'un point de vue financier, représentant un niveau plus élevé de liquidités provenant des bénéfices pour couvrir les paiements de la dette, ce qui est considéré comme moins risqué pour un investisseur. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

GRANDES IDÉES

Cadre d'investissement du groupe Capital Markets

Allocations du Portfolio Solutions Group

■ Allocation actuelle
 ← Modification

-- Sous-pondération / Forte conviction
 - Sous-pondération
 = Neutre
 + Surpondération
 ++ Surpondération / Forte conviction

Allocation d'actifs	Notre opinion					Commentaire
	--	-	=	+	++	
Obligations						
Duration				←	■	Pour la première fois depuis quelques années, nous avons décidé de surpondérer la duration dans nos portefeuilles. Après leur récente hausse, les rendements des 10-year U.S. Treasury (UST) se sont rapprochés de niveaux qui limitent désormais le potentiel haussier. Les obligations constituent donc une meilleure couverture de notre exposition accrue aux actions et de notre exposition cyclique aux États-Unis.
Crédit			■	←		
Actions						
Niveau de risque			■			Notre scénario central table toujours sur un « soft landing », qui serait favorable aux fondamentaux des actions. À court terme, le résultat de l'élection américaine pourrait inciter les investisseurs qui avaient réduit leur exposition au risque avant le scrutin à revenir sur le marché, et « précipiter » en partie la hausse des actions prévue l'année prochaine. Mais à moyen terme, nous n'avons pas encore assez d'informations pour déterminer toutes les conséquences du second mandat de Donald Trump sur les actions.
Actifs alternatifs						
Marchés privés					■	L'issue de l'élection américaine devrait accroître les volumes de transactions, mais son impact sera probablement inégal sur les opportunités de croissance et les risques au sein de chaque segment. Les distributions, actuellement faibles, devraient augmenter, alors que les prix des actifs offrent des point d'entrée potentiellement attractifs. Sur le segment de la dette privée, les prix et les conditions des prêts sont désormais alignés sur leur moyenne à long terme. Cependant, compte tenu des taux élevés et de la faiblesse des défauts, les anticipations en termes de performance totale demeurent élevées.
Hedge Funds	□□				■	Les Hedge Funds profitent d'un environnement de marché favorable pour les gestionnaires possédant une solide expertise. Nous maintenons une préférence pour les stratégies market neutral, les stratégies de valeur relative en actions et les stratégies macro.
Matières premières			■			Nous restons neutres sur les marchés clés des matières premières : les risques géopolitiques grandissants sont équilibrés par d'importantes capacités inutilisées sur certains marchés (pétrole par ex.), ce qui limite le potentiel haussier en l'absence de perturbations physiques.
Transition						
Liquidités/Duration courte		■		←		Notre neutralité vis-à-vis des actions et l'augmentation de la duration au sein de nos portefeuilles ont entraîné une diminution de notre position en liquidités et sur les instruments à faible duration.

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

GRANDES IDÉES

Global Fixed Income

Positions représentatives du Portfolio Solutions Group

■ Allocation actuelle
 ← Modification

-- Sous-pondération / Forte conviction
 - Sous-pondération
 = Neutre
 + Surpondération
 ++ Surpondération / Forte conviction

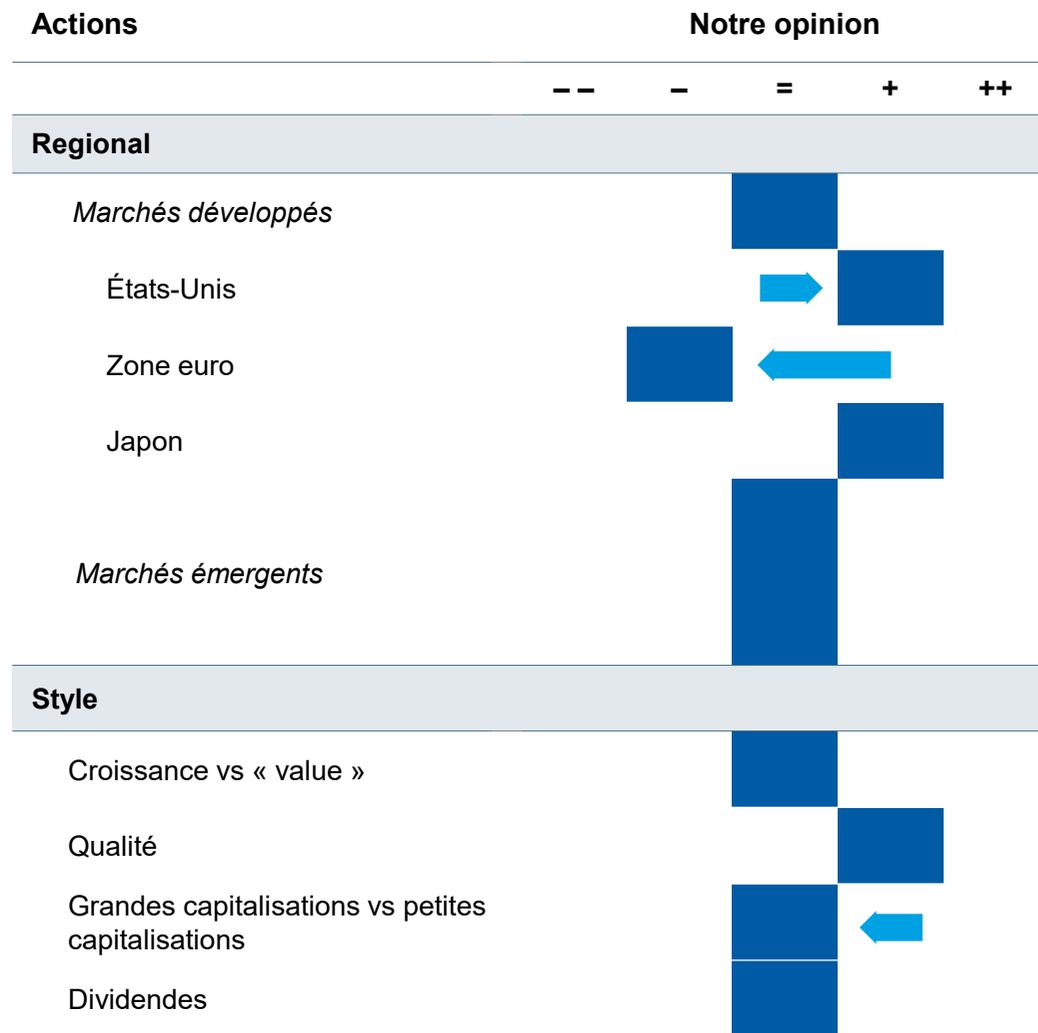
Obligations	Notre opinion					Commentaire
	--	-	=	+	++	
Obligations						
U.S.-Treasuries				←	■	Nous surpondérons désormais légèrement la durée : après leur hausse récente, les rendements se situent à des niveaux qui devraient leur permettre d'assurer une couverture plus efficace de notre exposition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

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

GRANDES IDÉES

Actions internationales

Positions représentatives du Portfolio Solutions Group



■ Allocation actuelle
 ← Modification

-- Sous-pondération / Forte conviction
 - Sous-pondération
 = Neutre
 + Surpondération
 ++ Surpondération / Forte conviction

Commentaire

Nous surpondérons désormais légèrement les actions américaines : La probabilité d'un soft landing restant élevée, la dynamique post-électorale est positive pour les actions américaines. Nous avons augmenté notre exposition aux actions américaines sur des segments autres que celui des mega cap, car ils sont selon nous mieux positionnés pour enregistrer une expansion des bénéfices et des valorisations.

Nous sous-pondérons désormais des actions européennes : Les incertitudes suscitées par les droits de douane freinent la croissance et aggravent les tendances structurelles négatives qui pénalisent déjà les actions européennes. En Europe, nous continuons à privilégier les banques, car le rendement du capital reste attractif compte tenu des anticipations actuelles du taux terminal et des valorisations bon marché.

Le risque d'une forte appréciation du yen et l'impact négatif que cela ferait peser sur les actions japonaises sont atténués par un regain de vigueur du dollar, qui est dû à la croissance américaine et aux écarts de taux d'intérêt avec le reste du monde. L'amélioration des tendances structurelles domestiques du Japon se poursuit et les valorisations demeurent relativement peu élevées.

La 2^e administration Trump fait planer l'incertitude sur les pays émergents dépendants des exportations, en raison des politiques protectionnistes et des droits de douane. La Chine fait face à des tendances extérieures défavorables, tandis que l'absence d'une politique budgétaire volontariste réduit les perspectives de reflation et de reprise de l'économie.

Les indices axés sur le style « croissance » restent exposés de manière disproportionnée aux tendances de la Big Tech, pour lesquelles nous cherchons à maintenir une exposition au risque proche de la neutralité.

Avec une faible prime de risque des actions et une accélération de la croissance économique limitée par le risque inflationniste, nous continuons à privilégier le facteur Qualité. Cette stratégie est compensée par une exposition cyclique ciblée.

Les petites capitalisations souffrent toujours de la présence de valeurs de mauvaise qualité au sein de leur indice. Toutefois, après une baisse des bénéfices et l'élection de Trump, les performances des actions (hors mega cap) devraient enfin s'améliorer.

Les valeurs générant des dividendes présentent à nos yeux un profil de risque équilibré. Un rendement du dividende élevé, en tant que facteur de style indépendant, n'est pas nécessairement synonyme de « qualité », même si de nombreux fonds axés sur les dividendes recherchent également des facteurs de qualité.

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

GRANDES IDÉES

Actifs alternatifs

Positions représentatives du Portfolio Solutions Group

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

À titre d'information uniquement et ne constitue ni une offre ni une recommandation d'achat ou de vente de titres particuliers ou de suivi d'une stratégie de gestion particulière. Les opinions tactiques exprimées ci-dessus sont une représentation générale des opinions et applications de notre équipe, exprimées à des fins de communication client. Les allocations individuelles des équipes peuvent être différentes. Les informations figurant dans le présent document ne présument pas des objectifs financiers, circonstances ou besoins spécifiques d'un investisseur en particulier. Les signes reflètent l'opinion du Portfolio Solutions Group pour chaque classe d'actifs. Remarque : La sur/sous-pondération des marchés non cotés concerne les décisions relatives au flux de nouveaux investissements, et non au stock d'investissements existants.

Glossaire des termes

Définitions des indices

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

L'indice MSCI EMU (European Economic and Monetary Union) réplique les performances des grandes et moyennes capitalisations des dix pays développés de l'Union économique et monétaire européenne. Avec 241 titres, l'indice couvre environ 85% de la capitalisation boursière ajustée du flottant de l'UEM.

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

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

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

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

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

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

INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

Glossaire des termes et à propos des risques

Définitions des indices (suite)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Termes

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

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

À propos du risque

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

INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

Considérations sur les risques

La diversification ne supprime pas le risque de perte.

En général, la valeur des actions varie également en fonction des activités spécifiques d'une entreprise. Les investissements sur les marchés étrangers s'accompagnent de risques particuliers, notamment des risques de change, politiques, économiques et de marché. Les risques associés aux investissements dans les pays émergents sont plus élevés que ceux associés aux investissements dans les pays développés étrangers. Les titres obligataires sont soumis à la capacité d'un émetteur de rembourser le principal et les intérêts (risque de crédit), aux fluctuations des taux d'intérêt (risque de taux d'intérêt), à la solvabilité de l'émetteur et à la liquidité générale du marché (risque de marché). Dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, les prix des obligations pourraient baisser et entraîner des périodes de volatilité et des rachats plus importants. Dans un environnement de taux d'intérêt en baisse le portefeuille peut générer des revenus moindres. Les titres à plus long terme peuvent être plus sensibles aux variations des taux d'intérêt. Les investissements alternatifs sont de nature spéculative et comportent un degré de risque élevé. Très peu liquides, ils sont généralement assortis de frais plus élevés que les autres investissements et peuvent induire le recours à l'effet de levier, aux ventes à découvert et aux produits dérivés, pouvant ainsi accroître le risque de perte sur investissement. Ces investissements sont destinés aux investisseurs qui comprennent ces risques et sont en mesure de les tolérer. La performance peut être volatile et l'investisseur peut perdre une partie importante, voire la totalité, du capital engagé.

Il n'y a aucune garantie qu'une stratégie d'investissement fonctionnera dans toutes les conditions du marché et il revient à chaque investisseur d'évaluer sa capacité à investir à long terme, surtout pendant les périodes de détérioration du marché.

Les comptes dédiés gérés séparément peuvent ne pas être adaptés pour tous les investisseurs. Les comptes dédiés gérés conformément à la Stratégie comprennent un certain nombre de titres et ne reproduisent pas nécessairement la performance d'un indice. Merci d'étudier attentivement les objectifs d'investissement, les risques et les frais associés à la stratégie avant d'investir. Un niveau d'investissement minimum est requis.

Vous trouverez des informations importantes sur les gestionnaires financiers dans la partie 2 du formulaire ADV.

Les opinions et les points de vue et/ou les analyses exprimés sont ceux de l'auteur ou de l'équipe de gestion à la date de publication : ils peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique et ne pas se concrétiser. En outre, les opinions ne seront pas mises à jour ou corrigées dans le but de refléter les informations publiées a posteriori, des situations existantes ou des changements se produisant après la date de publication. Les opinions exprimées ne reflètent pas les opinions de tous les gérants de portefeuille de Morgan Stanley Investment Management (MSIM) et ses filiales et sociétés affiliées (collectivement désignées par « la Société »). Elles peuvent ne pas être prises en compte dans toutes les stratégies et les produits proposés par la société.

Les prévisions et/ou estimations fournies dans le présent document sont susceptibles de changer et pourraient ne pas se matérialiser. Les informations concernant les performances attendues et les perspectives de marché sont basées sur la recherche, l'analyse et les opinions des auteurs ou de l'équipe de gestion. Ces conclusions sont de nature spéculative, peuvent ne pas se concrétiser et ne visent pas à prédire la performance future d'une stratégie ou d'un produit proposé par la Société. Les résultats futurs peuvent considérablement varier en

fonction de facteurs tels que l'évolution des marchés des valeurs mobilières ou des marchés financiers ou des conditions économiques générales.

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

Ce document constitue une communication générale, qui n'est pas impartiale et toute l'information qu'il contient a été préparée uniquement à des fins d'information et d'éducation et ne constitue pas une offre ni une recommandation d'achat ni de vente d'un titre en particulier ni d'adoption d'une stratégie de placement particulière. Les informations contenues dans le présent document ne s'appuient pas sur la situation d'un client en particulier. Elles ne constituent pas un conseil d'investissement et ne doivent pas être interprétées comme constituant un conseil en matière fiscale, comptable, juridique ni réglementaire. Avant de prendre une décision d'investissement, les investisseurs doivent solliciter l'avis d'un conseiller juridique et financier indépendant, y compris s'agissant des conséquences fiscales.

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

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

Les indices ne sont pas gérés et ne comprennent ni frais, ni droits, ni commissions de vente. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Tout indice mentionné dans le présent document est la propriété intellectuelle du fournisseur concerné (y compris les marques déposées). Les produits basés sur des indices ne sont pas sponsorisés, approuvés, vendus ou promus par le fournisseur concerné, qui se dégage de toute responsabilité à leur égard.

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

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

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

INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

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

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

DISTRIBUTION

Le présent document s'adresse et ne doit être distribué exclusivement qu'aux personnes résidant dans des pays ou territoires où une telle distribution ou mise à disposition n'est pas contraire aux lois et réglementations locales en vigueur.

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

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

EMOA

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

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

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

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

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

Italie : MSIM FMIL (succursale de Milan), (Sede Secondaria di Milano), Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20 121 Milan, Italie. **Pays-Bas :** MSIM FMIL (succursale d'Amsterdam), Tour Rembrandt, 11e étage Amstelplein 1 1096HA, Pays-Bas. **France :** MSIM FMIL (succursale de Paris), 61, rue de Monceau, 75008 Paris, France. **Espagne :** MSIM FMIL (succursale de Madrid), Calle Serrano 55, 28006, Madrid, Espagne. **Allemagne :** MSIM FMIL succursale de Francfort, Große Gallusstraße 18, 60312 Francfort, Allemagne (Catégorie : Branch Office (FDI) selon § 53b KWG). **Danemark :** MSIM FMIL (succursale de Copenhague), Gørrissen Federspiel, Axel Towers, Axeltovej 2, 1609 Copenhague V, Danemark.

MOYEN-ORIENT

Dubaï : MSIM Ltd (Bureau de représentation, Unit Precinct 3-7 th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubaï, 506501, Émirats arabes unis. Téléphone : +97 (0)14 709 7158).

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

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

États-Unis

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

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

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

INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

ASIE-PACIFIQUE

Hong Kong : Le présent document est diffusé par Morgan Stanley Asia Limited aux fins d'utilisation à Hong Kong et ne peut être diffusé qu'auprès d'« investisseurs professionnels » au sens du Securities and Futures Ordinance (décret sur les valeurs mobilières et les contrats à terme) de Hong Kong (Cap 571). Le contenu du présent document n'a été révisé ni approuvé par aucune autorité de réglementation, y compris la Securities and Futures Commission de Hong Kong. En conséquence, à moins que la loi en vigueur ne prévoise des exceptions, ce document ne devra pas être publié, diffusé, distribué ni adressé aux particuliers résidant à Hong Kong, ni mis à leur disposition. **Singapour** : Ce document est diffusé par Morgan Stanley Investment Management Company et ne saurait être considéré comme une offre de souscription ou d'achat, directe ou indirecte, présentée au public ou à des membres du public de Singapour autres que (i) des investisseurs institutionnels selon la définition de l'article 304 de la Securities and Futures Act (SFA), chapitre 289, (ii) des « personnes concernées » (ce qui inclut les investisseurs accrédités) au sens de l'article 305 de la SFA, la distribution du présent document étant conforme aux conditions énoncées à l'article 305 de la SFA ou (iii) les personnes concernées par toute autre disposition applicable de la SFA, et conformément aux conditions de celle-ci. Cette publication n'a pas été vérifiée par l'Autorité monétaire de Singapour. **Australie** : Ce document est publié par Morgan Stanley Investment Management (Australie) Pty Ltd ABN 22122040037, AFSL No. 314182 et ses affiliés et ne constitue pas une invitation à investir. Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited donne les moyens aux filiales de MSIM de fournir des services financiers à la clientèle de gros en Australie. Une invitation à investir ne peut être proposée que lorsqu'aucune publication d'information n'est requise par la Corporations Act 2001 (Cth) (la « Corporations Act »). Toute invitation à investir ne pourra pas être considérée comme telle si une publication d'information est requise par la Corporations Act 2001 et ne sera faite qu'à des personnes ayant le statut de « client de gros » (wholesale client), tel que défini dans la Corporations Act. Ce document ne sera pas déposé auprès de l'Australian Securities and Investments Commission.

Japon : Pour les investisseurs professionnels, ce document est distribué à titre informatif seulement. Pour ceux qui ne sont pas des investisseurs professionnels, ce document est fourni par Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. (« MSIMJ ») dans le cadre de conventions de gestion de placements discrétionnaires (« IMA ») et de conventions de conseils en placement (« AAI »). Il ne s'agit pas d'une recommandation ni d'une sollicitation de transactions ou offre d'instruments financiers particuliers. En vertu d'une convention IMA, en ce qui concerne la gestion des actifs d'un client, le client prescrit à l'avance les politiques de gestion de base et charge MSIMJ de prendre toutes les décisions d'investissement en fonction de l'analyse de la valeur des titres et MSIMJ accepte cette mission. Le client doit déléguer à MSIMJ les pouvoirs nécessaires à l'investissement. MSIMJ exerce les pouvoirs délégués en fonction des décisions d'investissement de MSIMJ, et le client s'interdit d'émettre des instructions individuelles. Tous les profits et pertes d'investissement reviennent aux clients ; le principal n'est pas garanti. Les investisseurs doivent étudier attentivement les objectifs d'investissement, la nature des risques et les frais associés à la stratégie avant d'investir. À titre de commission de conseils en investissement pour une gestion conseillée (IAA) ou une discrétionnaire (AMIIMA), le montant des biens assujettis au contrat multiplié par un certain taux (la limite supérieure est de 2,20% par année (taxes comprises)) sera engagé proportionnellement à la durée du contrat. Pour certaines stratégies, des honoraires conditionnels peuvent être compris en plus des frais mentionnés ci-dessus. Des frais indirects peuvent également être supportés, tels que des commissions de courtage pour des titres émis par des personnes morales. Étant donné que ces frais et dépenses sont différents selon le contrat et d'autres facteurs, MSIMJ ne peut pas préciser les taux, les limites supérieures, etc. à l'avance. Tous les clients doivent lire attentivement les documents fournis avant la conclusion et l'exécution d'un contrat. Ce document est émis au Japon par MSIMJ, société enregistrée sous le n° 410 (Directeur du Bureau des Finances Locales Kanto (entreprises d'instruments financiers)), membre des organisations suivantes : Japan Securities Dealers Association, Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association et Type II Financial Instruments Firms Association.

RO 4053403 Exp 12/31/2025