

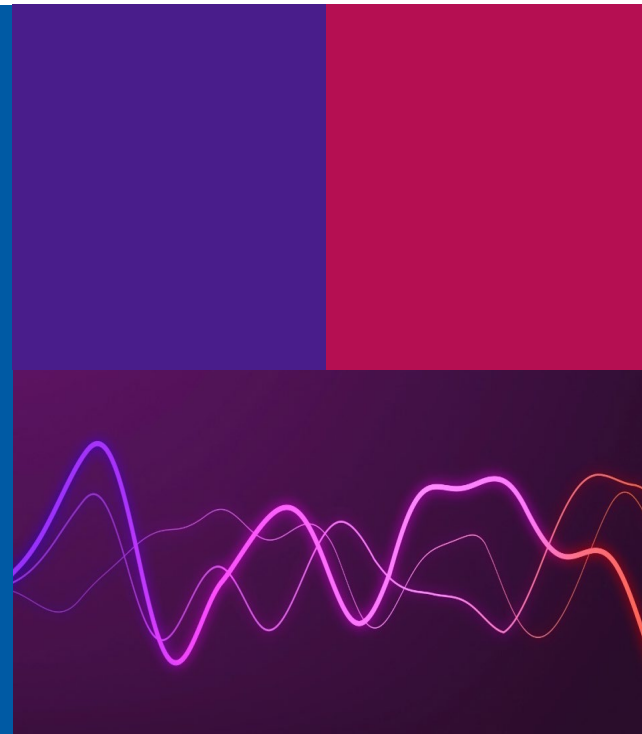
Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

The BEAT

BONDS | EQUITIES | ALTERNATIVES | TRANSITION

Mars 2025



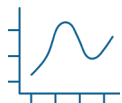
Previously known as the Monthly Market Monitor.

GRANDES IDÉES

Les thèmes clés pour mars 2025

**Europe : L'outsider**

Droits de douane, reconstruction et réindustrialisation. Tout le monde le sait, mais l'Europe sera la prochaine région à s'acquitter de nouveaux droits de douane. Mais l'annonce officielle pourrait encore déstabiliser les marchés. Cette perspective offrira selon nous une opportunité d'achat. Le consensus sous-pondérait fortement les actions européennes en 2025, mais elles enregistrent les meilleures performances des marchés développés depuis le début de l'année. Puisque les indices PMI se hissent progressivement au dessus de 50, l'Europe est en passe de rebondir. Un cessez-le-feu entre la Russie et l'Ukraine constituerait un facteur de soutien supplémentaire. Tout le monde aime les outsiders, n'est-ce pas ?

**Être ou ne pas être inflationniste**

Telle est la question. Les conséquences potentiellement inflationnistes des droits de douane font l'objet d'un vif débat. Soit ils ne sont pas inflationnistes car, sans compensation monétaire, ils n'entraînent qu'une hausse ponctuelle des prix soumise à des effets de substitution en faveur des biens moins onéreux. Soit ils le sont car ils perturbent les chaînes d'approvisionnement et crée des inefficiences qui exercent des pressions haussières durables sur les prix. Qu'en pense le marché ? Il semble avoir adopté une position intermédiaire, sous l'effet de la remontée des « breakeven points » d'inflation. La duration est donc menacée.

**Parlons d'enjeux budgétaires : Droits de douane, impôts, budget**

Un plan en trois parties. L'un des principaux objectifs de Donald Trump cette année est de faire voter un budget pro-croissance, en instaurant une politique budgétaire plus accommodante assortie d'allègements fiscaux, tout en cherchant à maîtriser le déficit. Comme nous l'avons évoqué en février, les droits de douane étaient la première étape pour générer les recettes nécessaires pour contrebalancer son plan de diminution de la fiscalité. À partir du mois de mars, la corrélation entre les deux éléments sera actée et nous serons attentifs aux secteurs susceptibles d'en bénéficier le plus.

**Croissance : La voie de la facilité**

Malgré des perturbations, la croissance reste soutenue. La croissance économique mondiale reste en phase d'expansion. À l'exception du Japon, les banques centrales mondiales conservent des politiques accommodantes ou, du moins, ne les durcissent pas. Elles soutiennent donc les bénéfices, les marges et les prix des actifs, ce qu'il ne faut pas perdre de vue puisqu'il s'agit d'un signal encourageant dans le bruit ambiant. Ces tendances favorisent un élargissement des performances de marché et sont propices à notre thématique de reprise cyclique.

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. Cette présentation ne doit pas être interprétée comme une recommandation d'investissement ou de recherche.

GRANDES IDÉES

Portfolio Solutions Group - Nos 4 meilleures idées

Renforcer l'exposition aux actions

Identifier des sources de valeur et de diversification en Europe. C'est aller à l'encontre du consensus que d'augmenter l'exposition aux actions européennes, mais c'est malgré tout notre approche actuelle. Pourquoi ? Plusieurs raisons à cela : Le rebond des indices PMI mondiaux, la faiblesse des anticipations de bénéfices qui devraient néanmoins surprendre à la hausse, les élections allemandes, la montée en puissance des politiques pro-croissance et les initiatives de diversification sont autant de facteurs favorables aux grandes capitalisations européennes. L'une de nos thématiques plaide en faveur d'un élargissement des marchés qui devrait favoriser les valeurs cycliques et les titres value, pour lesquels nous renforçons notre exposition aux États-Unis et en Europe.

Renforcer l'exposition au secteur européen de la construction

Des fondamentaux qui s'améliorent et une optionnalité positive. Après quelques années difficiles, le secteur européen de la construction et des matériaux de construction semble en passe de rebondir, grâce à l'impact progressif des baisses de taux sur l'activité. En outre, la probabilité d'un cessez-le-feu en Ukraine et les efforts de reconstruction susceptibles d'en découler pourraient accroître les BPA et offrir une optionnalité positive. Puisque le secteur présente des valorisations bon marché et qu'il est relativement immunisé des risques douaniers, il offre selon nous une opportunité attractive.

Les obligations sont-elles plus risquées que les actions ?

Duration. Nous sous-pondérons désormais légèrement la duration dans nos portefeuilles et nous pourrions continuer sur cette voie. Deux raisons à cela : 1) nous estimons que la courbe des taux pourrait continuer à se pentifier et 2) une politique budgétaire pro-croissance se met en place parallèlement aux droits de douane, ce qui laisse augurer une inflation légèrement plus élevée. C'est pourquoi nous préférons augmenter notre exposition aux actions au détriment des obligations sensibles à la duration. Toutefois, nous continuons à surpondérer les segments du marché du crédit moins sensibles à la duration et offrant un rendement élevé.

Un tournant pour l'immobilier

Stabilisation des prix sur fond d'amélioration des fondamentaux. Ces dernières années, les prix de l'immobilier ont connu un réajustement en réaction à la hausse des taux d'intérêt, à une offre excédentaire cyclique et, dans certains secteurs, une diminution séculaire de la demande. Toutefois, les perspectives opérationnelles à long terme s'améliorent nettement, avec une offre future qui diminue nettement et une stabilisation de la diminution de la demande dans certains secteurs. Les prix d'entrée étant nettement plus bas, ils offrent une bonne marge de sécurité et un point d'accès intéressant pour profiter de l'amélioration des fondamentaux.

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. Cette présentation ne doit pas être interprétée comme une recommandation d'investissement ou de recherche.

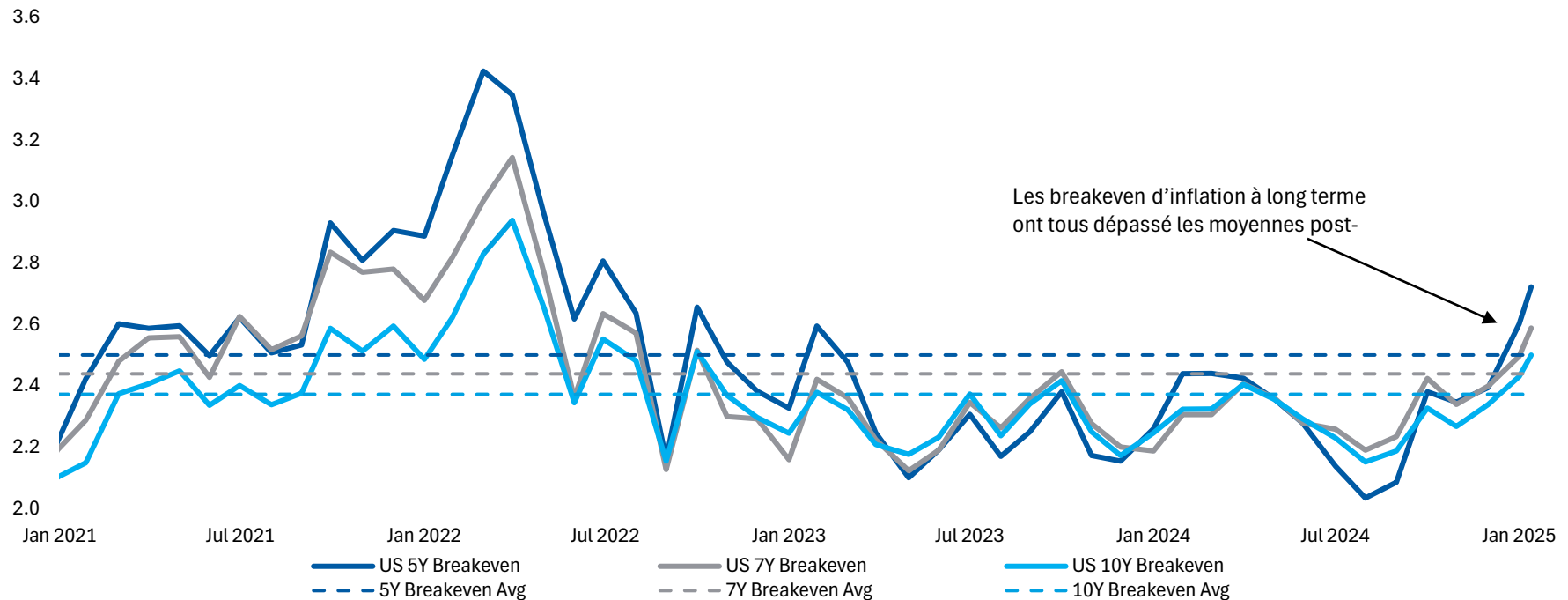
PRINCIPAUX THÈMES

Les indicateurs d'inflation liés à des données de marché augmentent

Les droits de douane sont-ils inflationnistes ? D'une part, en l'absence de compensation monétaire, l'impact se résume à une augmentation ponctuelle des prix qui sont ensuite soumis à des effets de substitution. D'autre part, les droits de douane perturbent les chaînes d'approvisionnement et créent des inefficiences susceptibles d'entraîner des flambées inflationnistes durables. Jusqu'à présent, les marchés semblent s'être rangés du côté de ce dernier argument, les breakevens à long terme ayant dépassé les moyennes post-pandémie pour la première fois depuis la fin de 2022.

Les breakeven d'inflation ont récemment dépassé les moyennes post-pandémie

Breakevens d'inflation à 5 ans, 7 ans et 10 ans (%) aux États-Unis et moyennes post-pandémie



Source : Bloomberg, MSIM. 11 février 2025. Les « breakeven d'inflation » sont un indicateur des anticipations d'inflation s'inspirant des données de marché. 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.**

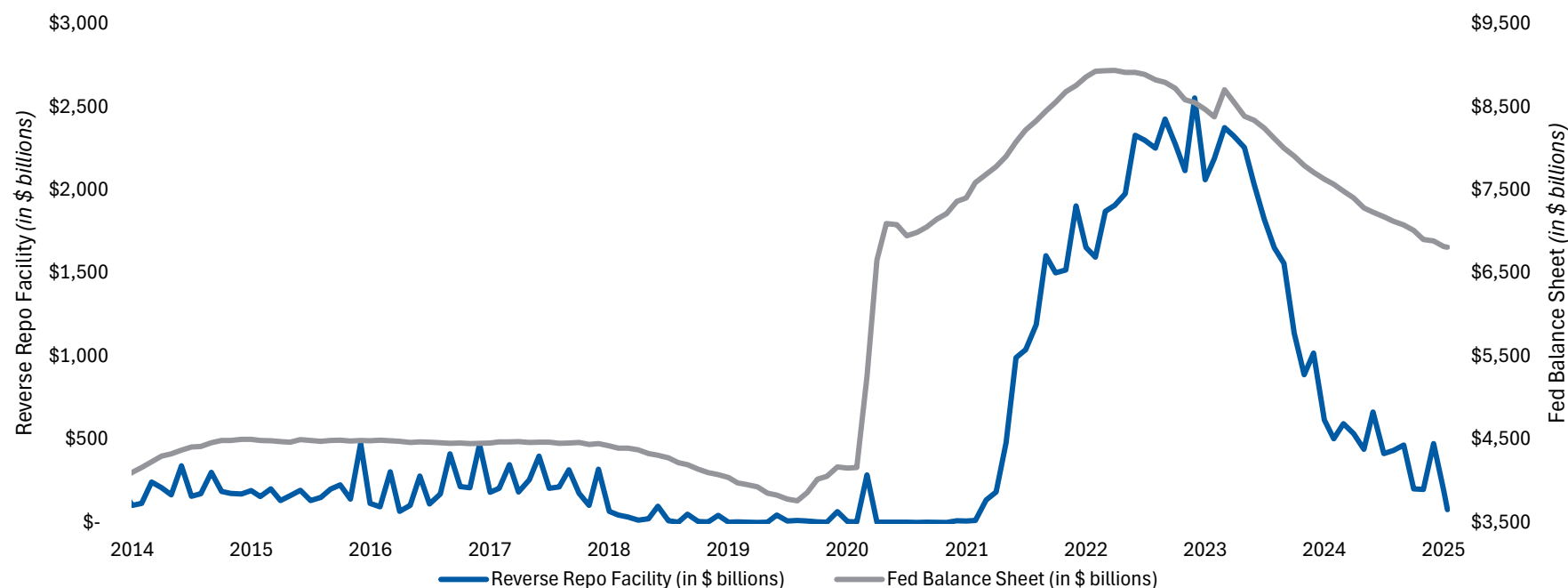
PRINCIPAUX THÈMES

Changement de régime : Transfert des excédents de liquidités du secteur public vers le secteur privé

Nous assistons à un jeu à somme nulle. L'augmentation des dépenses publiques de l'État évince le secteur privé. Nombreux sont ceux qui craignent que les plans de Trump visant à réduire les dépenses publiques ne nuisent à la croissance, mais nous ne pensons pas que ce soit le cas. Le secteur privé peut très bien remplacer le secteur public en tant que moteur de croissance, ce qui serait bénéfique puisque sa croissance est plus productive (une croissance plus élevée assortie d'un moindre impact sur l'inflation).

À mesure que les capitaux générés par les largesses budgétaires diminuent, le secteur privé peut devenir le moteur de la croissance

Bilan de la Fed (droite, en Mds USD), reverse repo facility (gauche, en Mds USD)



Source : Bloomberg, MSIM. 11 février 2025. 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 performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

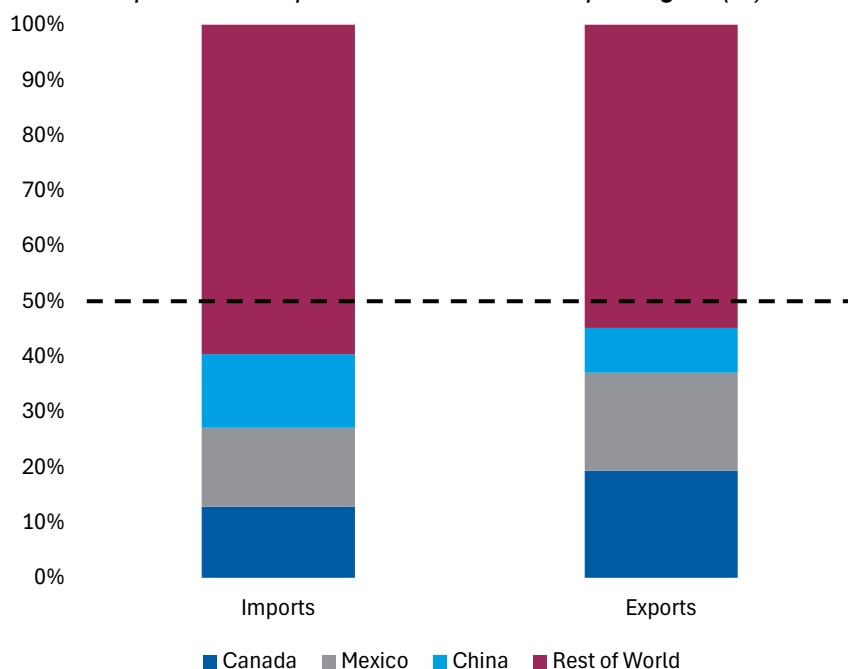
PRINCIPAUX THÈMES

Les droits de douane pèseront sur le commerce mondial, mais les risques menacent davantage le reste du monde (hors États-Unis)

Nous pensons toujours que les priorités politiques de l'administration Trump sont nettement positives pour les États-Unis (déréglementation, impôts) et négatives pour les autres pays (droits de douane). Le Canada, le Mexique et la Chine représentent environ 40 % des échanges commerciaux des États-Unis et devraient tous subir des surtaxes. Si le commerce représente environ 25 % du PIB des États-Unis, la proportion monte à environ 70 % du PIB du Canada et du Mexique.

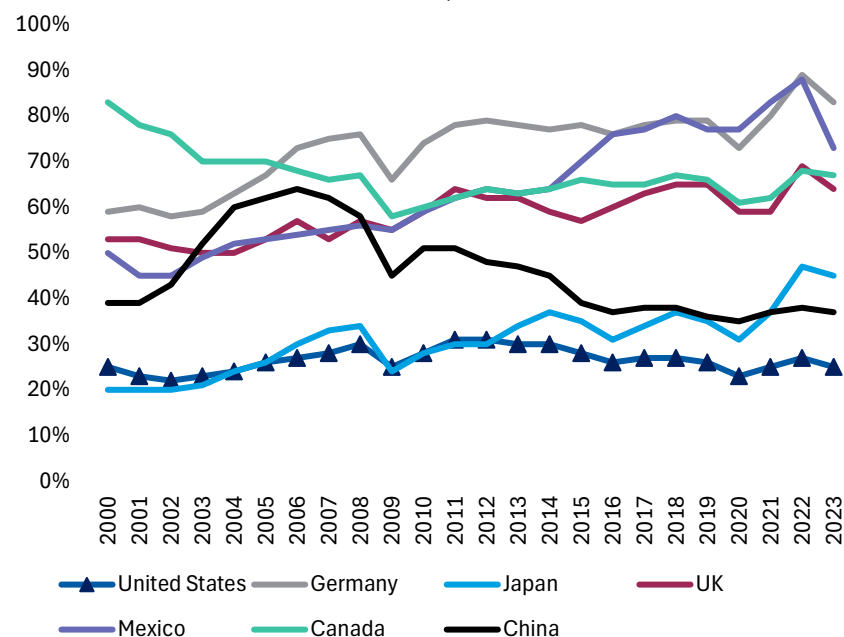
Le Canada, le Mexique et la Chine représentent environ 40 % des échanges commerciaux américains...

Part des importations/exportations américaines par région (%)



... mais les États-Unis sont moins dépendants du commerce que leurs homologues

Commerce de biens et de services, en % du PIB



Source : Banque mondiale, Council of Foreign Relations, MSIM. 11 février 2025. 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 performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

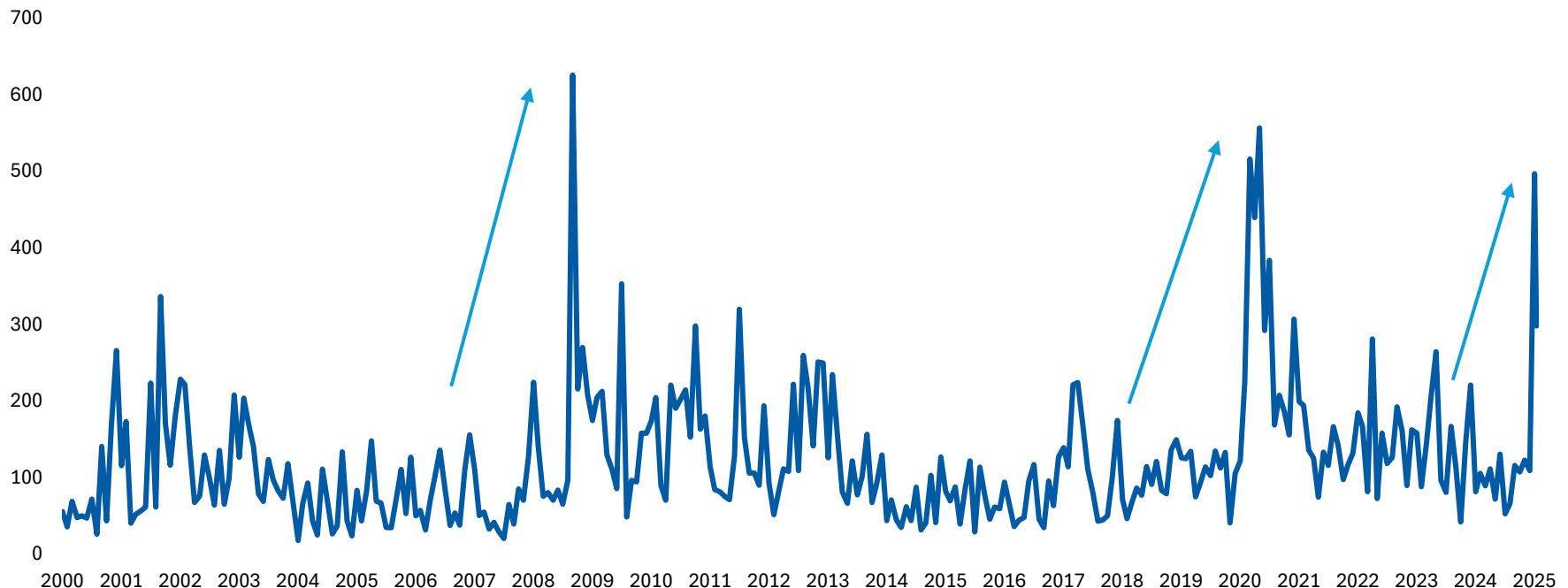
PRINCIPAUX THÈMES

L'incertitude liée à la politique économique est proche de son plus haut historique

La confusion accrue concernant l'évolution des droits de douane, des impôts et des dépenses publiques a propulsé les indicateurs d'incertitude relatifs à la politique économique à des niveaux inédits depuis 2008 et 2020. Les statistiques relatives à la croissance économique n'en restent pas moins solides et laissent toujours augurer une phase d'expansion. Nous suivons toujours de près ces signaux, malgré le bruit de marché et les incertitudes.

L'incertitude en matière de politique économique a atteint des niveaux comparables à ceux des crises passées

Indice d'incertitude de la politique économique américaine selon Baker, Bloom et Davis



Source : Bloomberg, MSIM. 11 février 2025. 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 performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

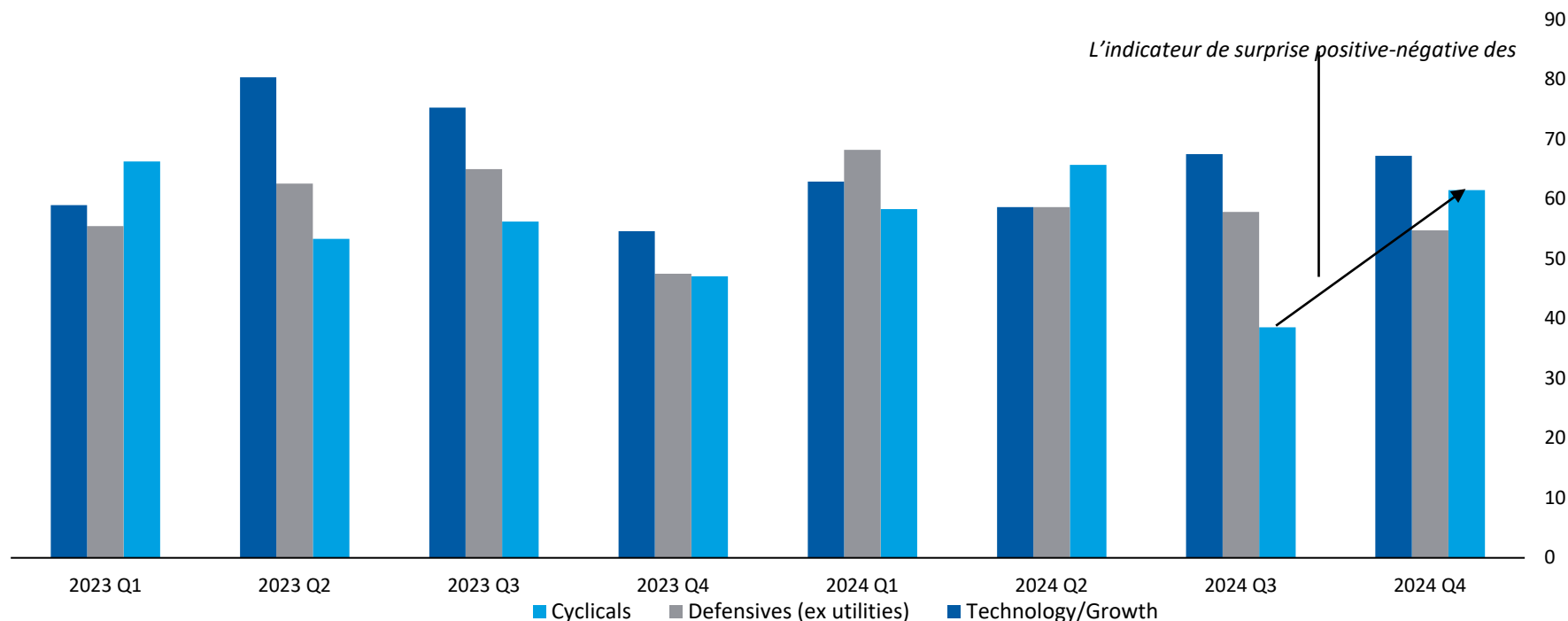
PRINCIPAUX THÈMES

Bilan des bénéfices du 4^e trimestre 2024 : Les matériaux alimentent l'embellie des secteurs cycliques

Environ 73 % des entreprises (par capitalisation boursière) ayant publié leurs résultats, les bénéfices des secteurs cycliques se sont sensiblement améliorés depuis le trimestre précédent, avec un écart moyen entre surprise positive et négative de 62 %, contre 39 % au trimestre précédent. Au sein des secteurs cycliques, l'amélioration marginale la plus marquée depuis le trimestre précédent est à mettre au crédit des matériaux, qui ont enregistré des surprises plus positives après un troisième trimestre difficile.

Ce sont les secteurs cycliques qui ont réservé le plus de surprises positives en matière de bénéfices au quatrième trimestre

Répartition de l'indicateur de surprise positive-négative par groupe de secteurs



Source : Bloomberg, MSIM. 11 février 2025. 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 performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

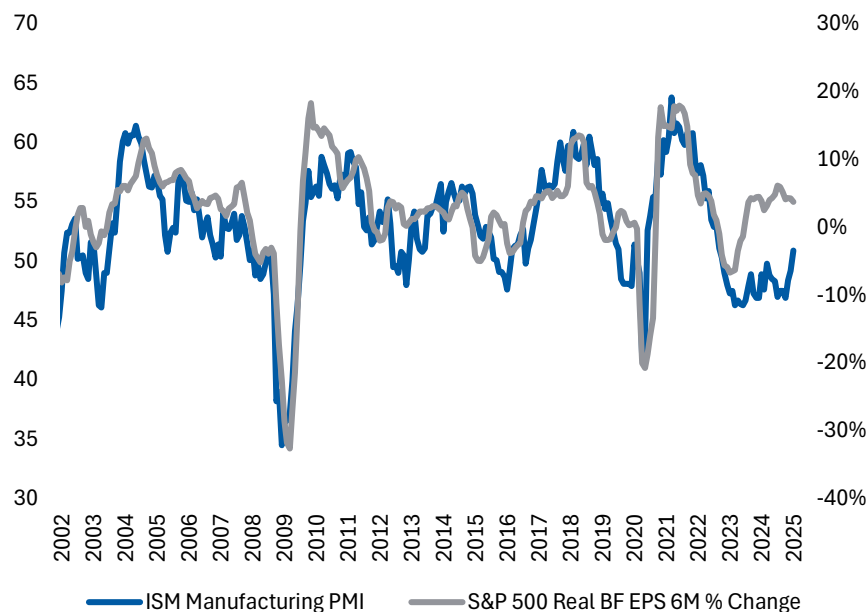
PRINCIPAUX THÈMES

La poursuite de la reprise de l'industrie manufacturière devrait profiter aux petites et moyennes capitalisations

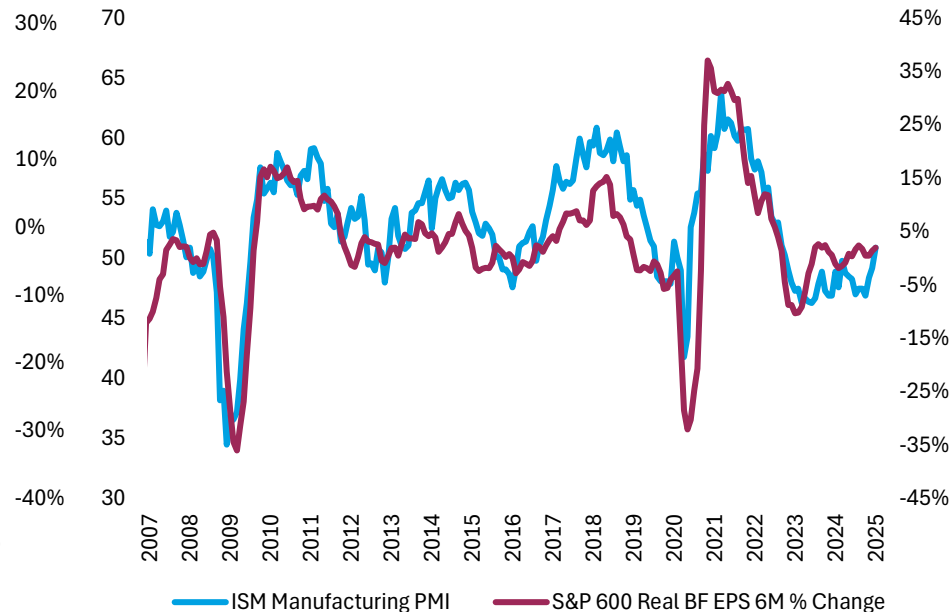
Les PMI manufacturiers ont toujours affiché des corrélations élevées avec la croissance des bénéfices. Les bénéfices des grandes capitalisations se sont dissociés de leur relation historique avec les indices PMI, tandis que les petites et moyennes capitalisations continuent d'évoluer dans le même sens. La poursuite du rebond du secteur manufacturier devrait profiter aux petites et moyennes capitalisations et favoriser l'élargissement des performances des marchés actions américains.

Le BPA des grandes capitalisations s'est affranchi de la tendance ... alors que pour celui des petites capitalisations, la corrélation se poursuit

ISM manufacturier (gauche), variation des BPA réels sur 6 mois du S&P 500 BF (droite)



ISM manufacturier (gauche), variation des BPA réels sur 6 mois du S&P 600 BF (droite)



Source : Bloomberg, MSIM. 11 février 2025. 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 performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

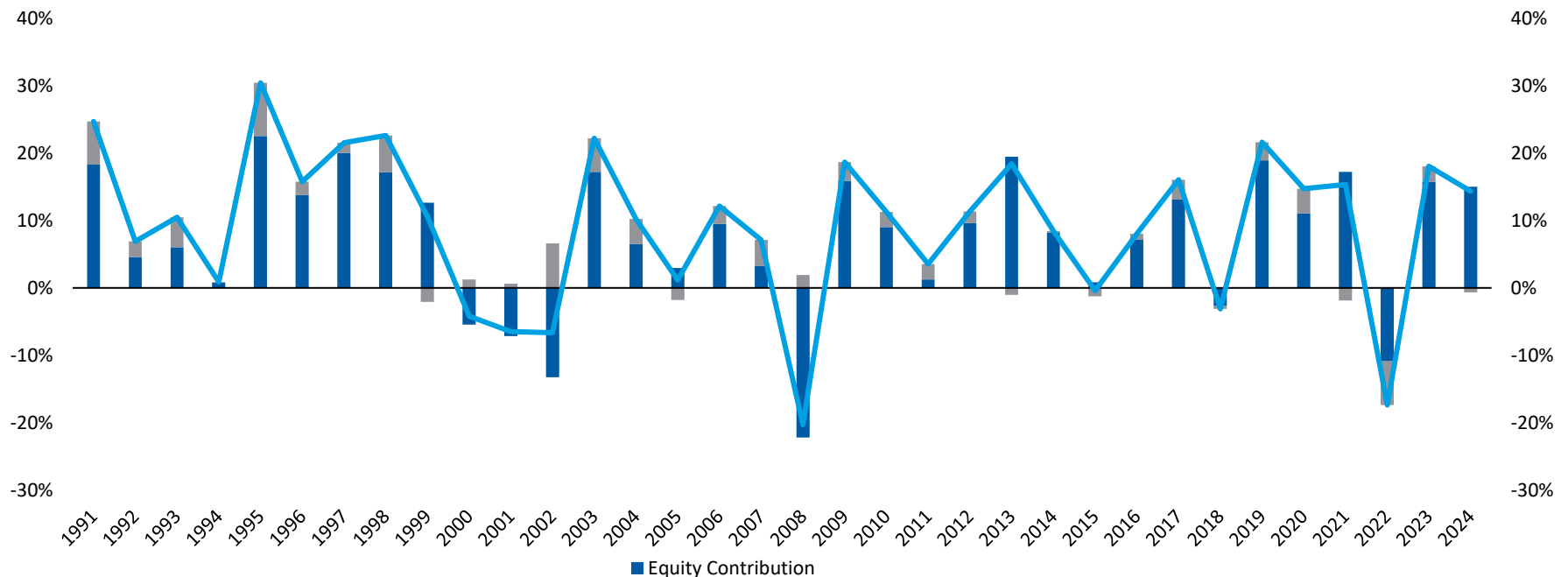
PRINCIPAUX THÈMES

Les actions devraient continuer à alimenter les performances dans une stratégie équilibrée

Nous pensons que les actions vont continuer à dicter les performances des portefeuilles équilibrés. A la seule différence que, si le cycle des taux d'intérêt continue à évoluer dans une fourchette étroite, les stratégies obligataires passives pourraient ne plus constituer une couverture efficace. Il faudra donc gérer de manière active le risque de duration dans les allocations obligataires.

Les actions devraient continuer à fournir les performances dans les stratégies équilibrées

Contributions à la performance dans un portefeuille 60/40 (mesuré par les indices S&P 500 et Bloomberg Global Aggregate Bond)



Source : Bloomberg, MSIM. Au 31 décembre 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.**

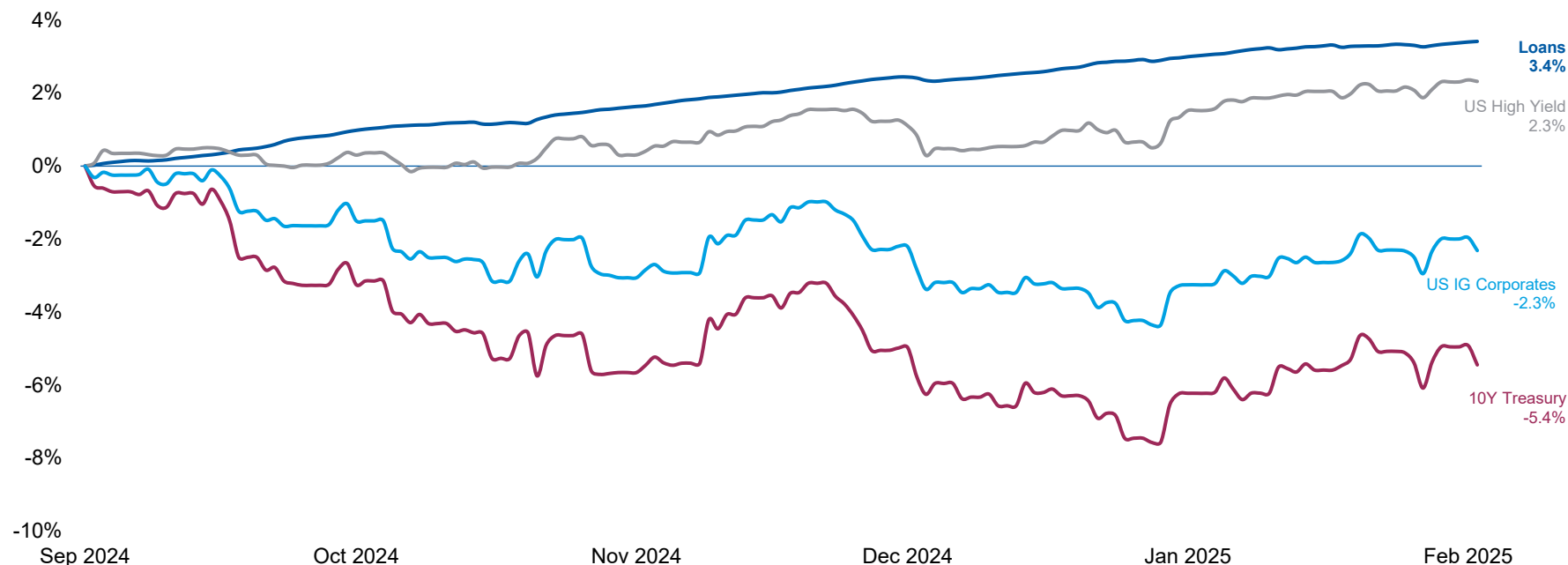
PRINCIPAUX THÈMES

Les prêts bancaires enregistrent toujours des performances solides

Nous restons favorables aux loans bancaires, qui surperforment les autres segments des marchés du crédit depuis le début du cycle de baisse des taux de la Fed en septembre dernier. Les valorisations des loans bancaires restent attractives et le segment offre un portage élevé par rapport à d'autres segments obligataires.

Les prêts continuent à surperformer les autres segments du crédit depuis que la Fed a commencé à réduire ses taux d'intérêt

Performance depuis le 18/09/2024 (première baisse des taux de la Fed)



Source : Morningstar, MSIM. 18 février 2025. 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.**

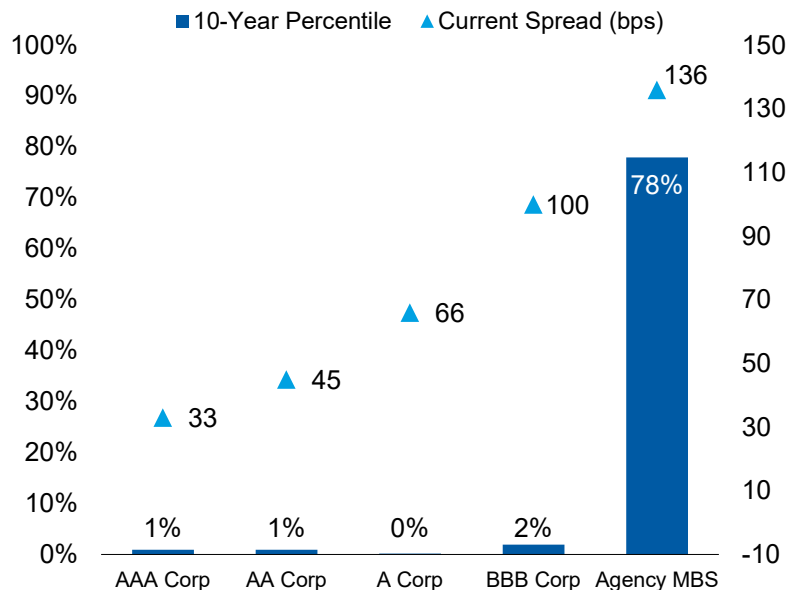
PRINCIPAUX THÈMES

Titres adossés à des prêts immobiliers (MBS) : La principale lueur d'espoir sur les marchés obligataires ?

Nous continuons à surpondérer fortement les titres adossés à des créances hypothécaires (MBS), car les taux hypothécaires fixes à 30 ans aux États-Unis sont supérieurs aux rendements des obligations d'entreprises notées BB, ce qui est rarement arrivé lors des 25 dernières années.

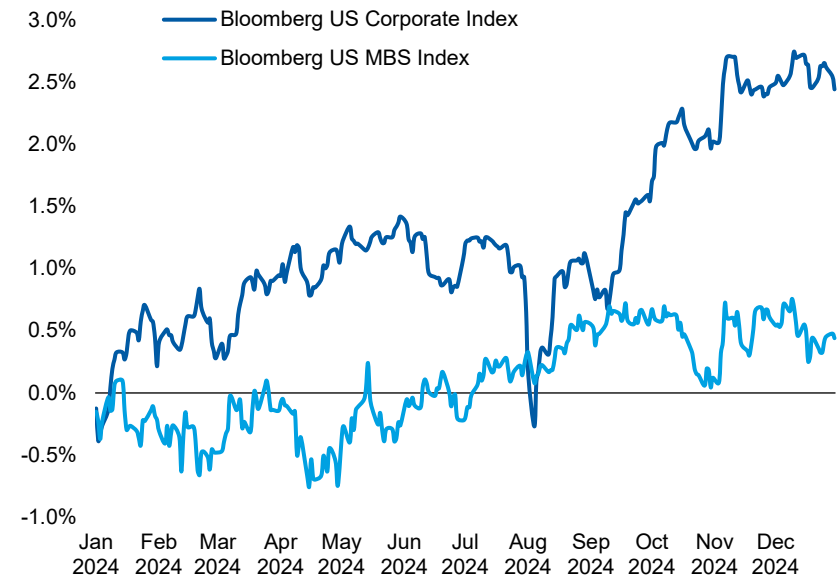
Les spreads des MBS d'agences semblent désormais attractifs

« Spread to worst » actuel (droite, en pb) et centile des spreads à 10 ans (gauche)



Les MBS d'agences sont bon marché par rapport aux obligations d'entreprises américaines

La surperformance depuis le début de l'année s'est infléchi en faveur des MBS en août 2024



Source : Bloomberg, MSIM. Au 16 décembre 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. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

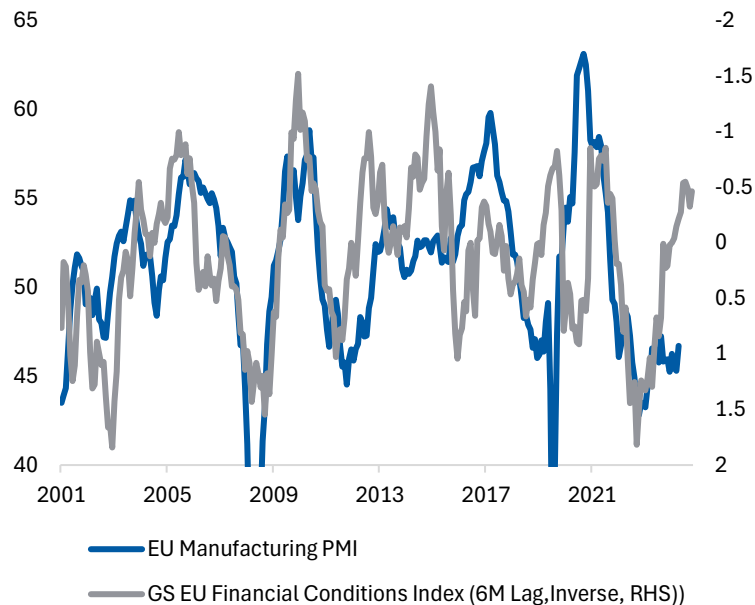
PRINCIPAUX THÈMES

Europe : L'outsider

Puisque les indices PMI se hissent progressivement au dessus de 50, l'Europe est en passe de rebondir. Un cessez-le-feu entre la Russie et l'Ukraine pourrait également redonner confiance aux investisseurs. Toute le monde le sait, l'Europe sera la prochaine région menacée de droits de douane. Nous voyons cette perspective comme une opportunité d'achat.

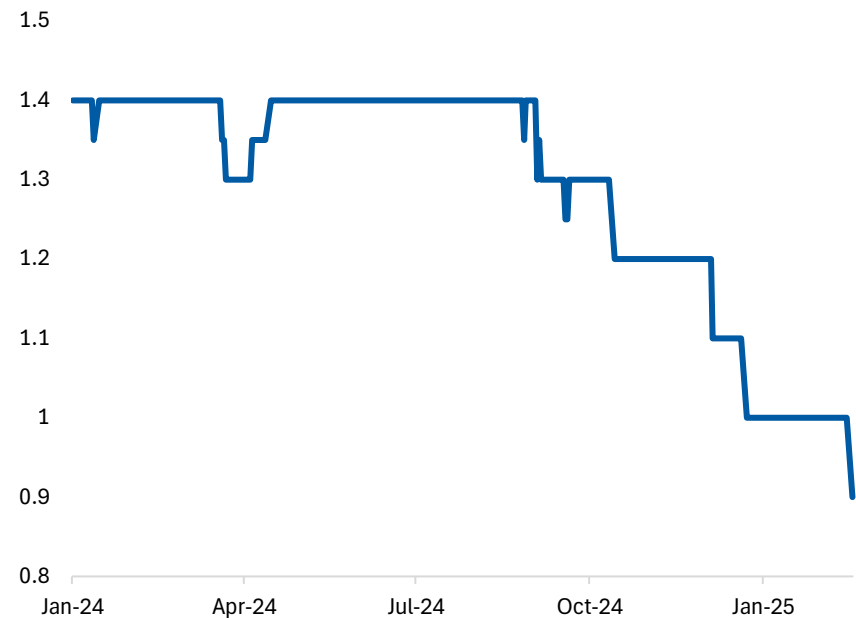
L'impact négatif de la politique monétaire et de l'appréciation du taux de change sur les indices PMI devrait se dissiper lors des prochains mois

PMI manufacturier de l'UE (gauche), indice de conditions financières de l'UE selon GS (décalage de 6 mois, éch. inversée) (droite)



Les prévisions du PIB de l'UE ont très fortement diminué depuis que les chances de victoire de Trump ont commencé à augmenter : L'impact des droits de douane semble bien « intégré » dans les prix

Prévisions de croissance du PIB en 2025 selon le consensus, Bloomberg



Source : Macrobond, Bloomberg, Goldman Sachs, MSIM. Au 17 janvier 2025. 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.**

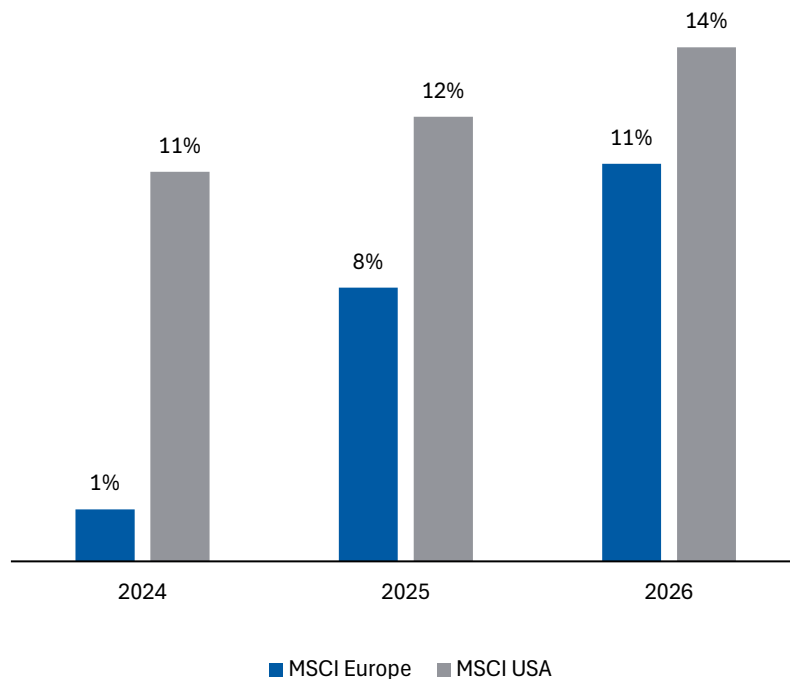
GRANDES IDÉES

Renforcer l'exposition aux actions européennes

C'est aller à l'encontre du consensus que d'augmenter l'exposition aux actions européennes, mais c'est malgré tout notre approche actuelle. Pourquoi ? Le rebond des indices PMI mondiaux, la faiblesse des anticipations de bénéfices qui devraient néanmoins surprendre à la hausse, les élections allemandes, la montée en puissance des politiques pro-croissance et les approches de diversification* sont autant de facteurs favorables aux grandes capitalisations européennes.

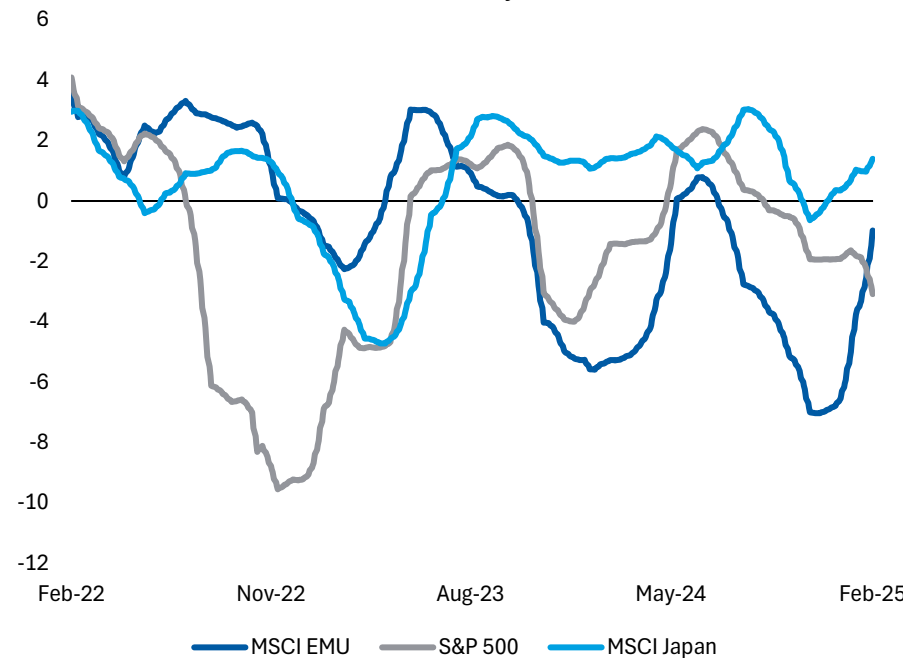
Malgré une croissance en hausse, les prévisions pour 2025 restent nettement inférieures à celles des États-Unis

Prévisions de croissance du BPA selon IBES



Relativement faibles, les révisions des prévisions de bénéfices rebondissent, ce qui montre que les prix intégraient des perspectives très négatives

Ratio de révision des bénéfices ; moyenne mobile sur 3 mois



*La diversification n'exclut pas le risque de perte. IBES est l'acronyme de « Institutional Brokers' Estimate System ».

Source : Bloomberg, MSIM. Au 17 février 2025. 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 performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

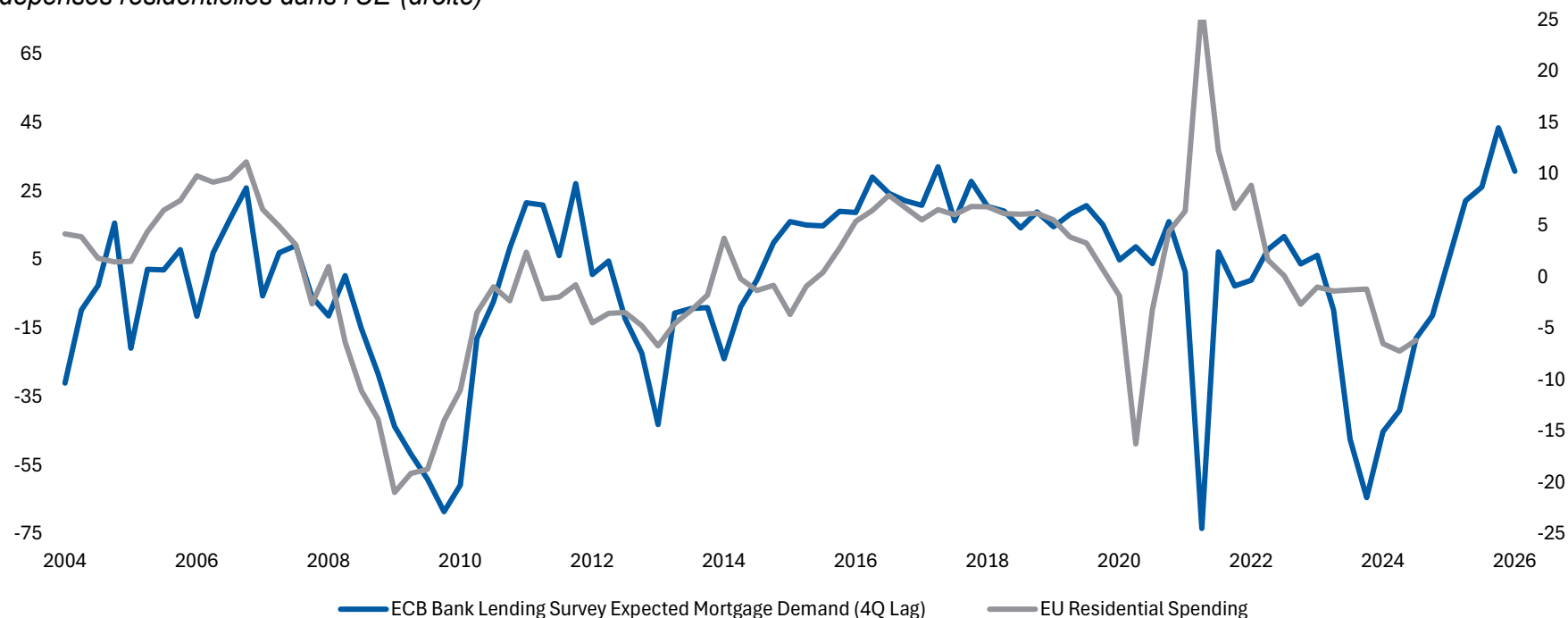
GRANDES IDÉES

Surpondération du secteur européen de la construction

Après quelques années difficiles, le secteur européen de la construction et des matériaux de construction semble en passe de rebondir, grâce à l'impact progressif des baisses de taux sur l'activité. En outre, la probabilité d'un cessez-le-feu en Ukraine et les efforts de reconstruction susceptibles d'en découler pourraient accroître les BPA et offrir une optionnalité positive.

Les indicateurs avancés laissent présager une reprise de l'activité dans le secteur de la construction au 2^e semestre 2025

Enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire, demande attendue de prêts immobiliers (décalage de 4 trimestres) (gauche), dépenses résidentielles dans l'UE (droite)



Source : MSIM, Bloomberg. Au 17 février 2025. 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.**

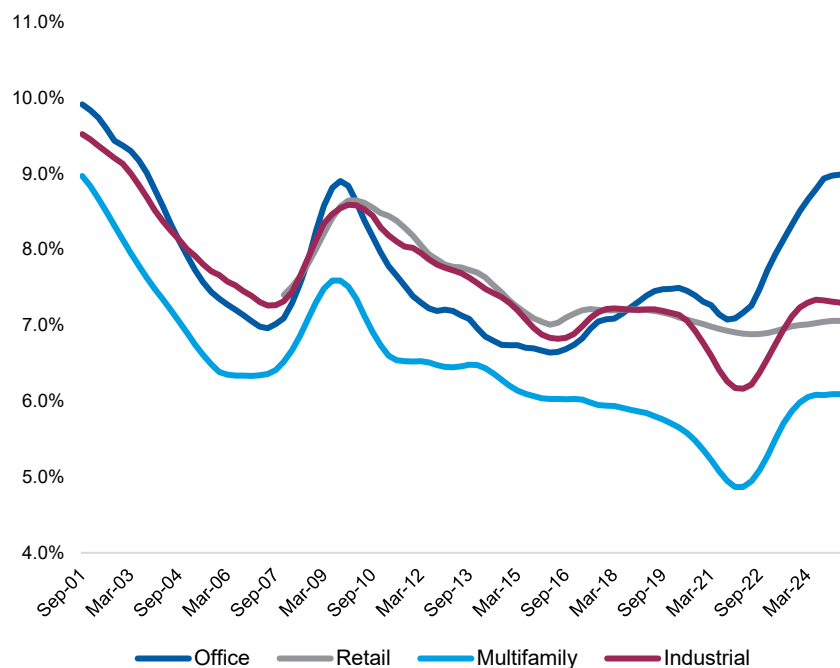
GRANDES IDÉES

Un tournant pour l'immobilier

Ces dernières années, les prix de l'immobilier ont connu un réajustement en réaction à la hausse des taux d'intérêt, à une offre excédentaire cyclique et, dans certains secteurs, à la destruction séculaire de la demande. Toutefois, les perspectives opérationnelles à long terme s'améliorent nettement, avec une offre future qui diminue nettement et une stabilisation de la destruction de la demande dans certains secteurs. Les prix d'entrée étant nettement plus bas, ils offrent une bonne marge de sécurité et un point d'accès intéressant pour profiter de l'amélioration des fondamentaux.

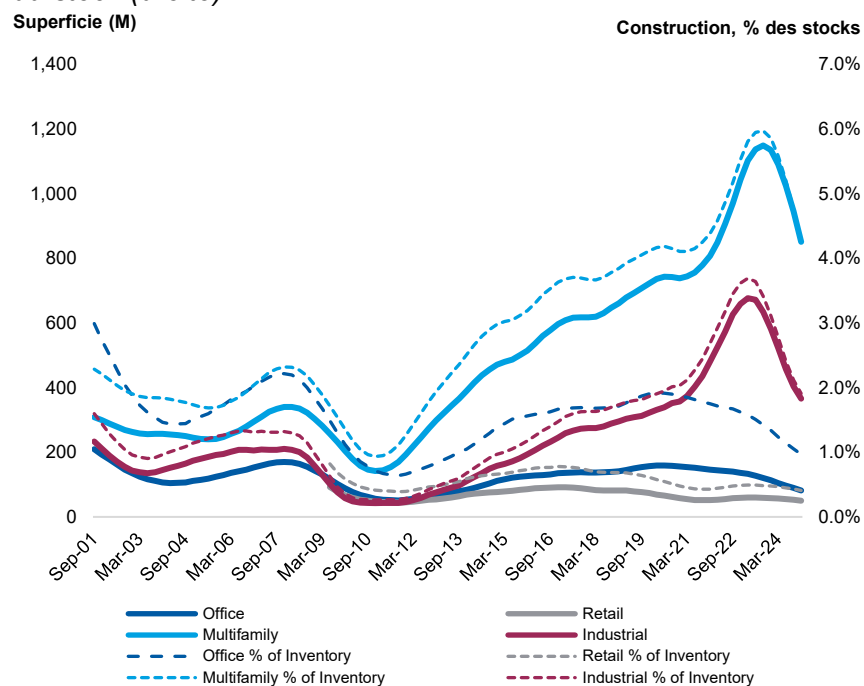
Les taux de capitalisation américains se sont stabilisés...

Taux de capitalisation du secteur immobilier (%)



...et le rythme des nouvelles constructions a ralenti

Superficie des nouvelles constructions (en millions, gauche), en % du stock (droite)

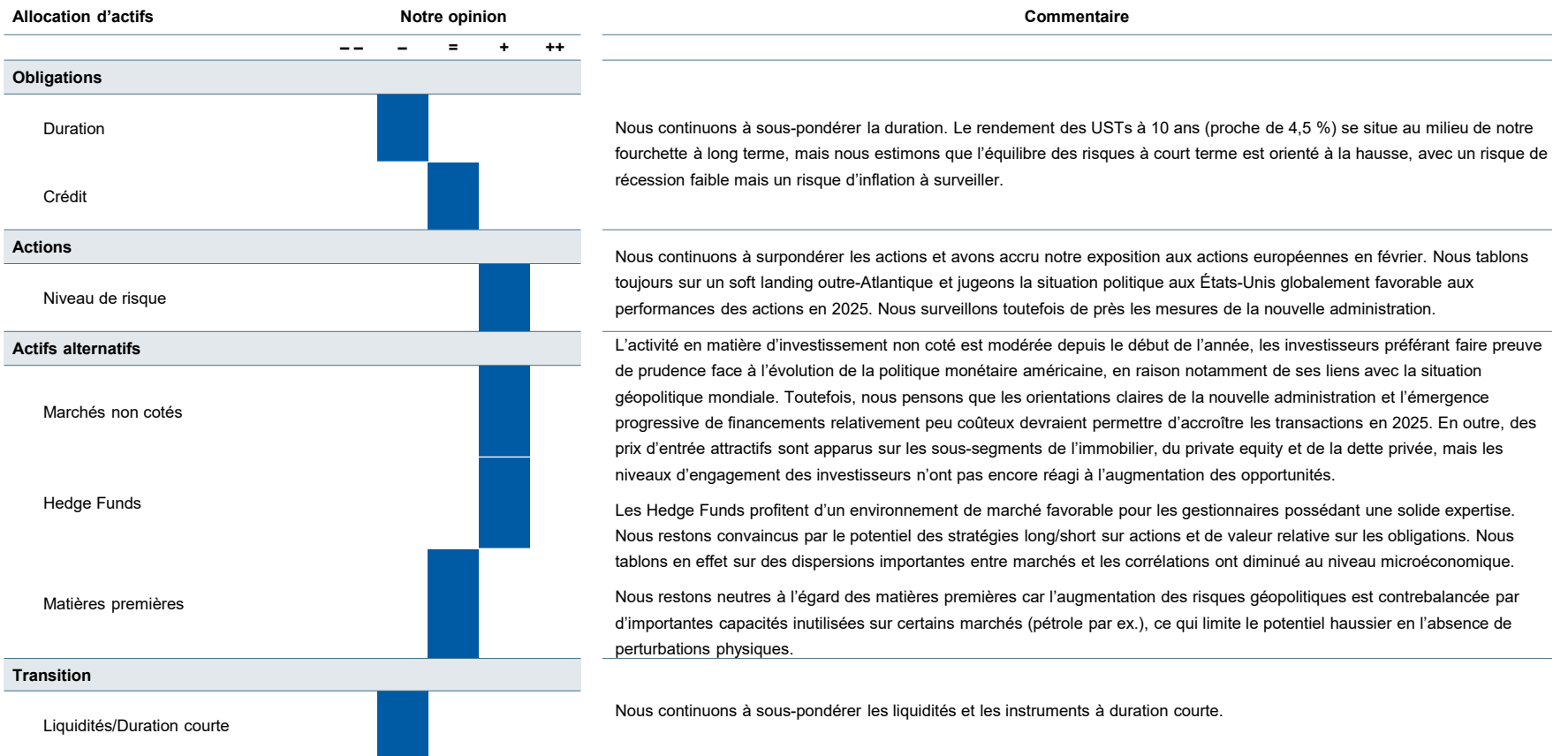


Source : CoStar (sept. 01 - déc 24), au 1er février 2025. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux du Portfolio Solutions Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

GRANDES IDÉES

Capital Markets Investment Framework

Allocations du Portfolio Solutions Group



A 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

Obligations	Notre opinion					Commentaire
	--	-	=	+	++	
Obligations						
Bons du Trésor américain						Alors que les rendements à 10 ans sont proches de 4,5 %, nous continuons à sous-pondérer la duration aux États-Unis. Nous estimons en effet que l'équilibre des risques à court terme est orienté à la hausse, avec un risque de récession faible mais un risque d'inflation à surveiller.
Inflation Linked Bonds						Nous réduisons notre exposition aux breakeven d'inflation, car les breakeven à court terme semblent particulièrement onéreux par rapport à notre prévision d'inflation. Les breakeven à plus long terme sont plus proches de leur juste valeur.
Eurozone Govt. Bonds						Nous continuons à surpondérer la duration en Europe car la BCE a les coudées franches pour continuer à baisser ses taux, même si la croissance accélère légèrement. L'inflation sous-jacente et la croissance du PIB réel devraient rester inférieures à celles des États-Unis.
EM Hard Currency Govt. Bonds						La dette émergente semble onéreuse dans l'absolu, mais elle reste beaucoup plus attractive que d'autres segments de marché, comme la dette d'entreprises. C'est pourquoi il nous semble toujours judicieux d'avoir une allocation à la dette émergente en devise forte.
EM Local Currency Govt. Bonds						Le dollar américain (USD) paraît survalorisé à l'aune de son taux de change effectif réel, ce qui pourrait occasionner des performances attractives sur la dette émergente en devises locales. Toutefois, cette dynamique peut prendre des années à se matérialiser et les incertitudes suscitées par les politiques à court terme sont trop élevées pour que nous surpondérions la dette émergente en devise locale, en raison des écarts de taux réels actuels par rapport aux bons du Trésor américain.
Obligations cotées						
Obligations municipales						Les spreads des obligations municipales se sont resserrés par rapport aux bons du Trésor et sont désormais assez proches de leur « juste valeur ». Nous apprécions toujours la classe d'actifs pour les investisseurs imposables, mais nous ne prévoyons pas une surperformance marquée.
Investment Grade						Les spreads sont proches de leurs plus bas historiques, la surperformance par rapport aux USTs devrait être minime et les titres IG restent sensibles au moindre événement extrême. Nos perspectives économiques favorables nous empêchent toutefois d'adopter une sous-pondération avec une forte conviction.
MBS/ABS						Nous restons convaincus par le potentiel des ABS et le rendement par unité de qualité de crédit demeure intéressant. Les taux hypothécaires américains à 30 ans sont plus élevés que les rendements des obligations d'entreprises notées BB, ce qui est rarement arrivé lors des 25 dernières années.
High Yield						Les spreads ayant atteint des niveaux historiquement bas dans toutes les catégories de notation, le potentiel haussier de la classe d'actifs est limité. Nous préférons investir sur des segments obligataires dont les valorisations sont moins élevées.
Bank Loans						Les spreads des loans se sont encore resserrés et semblent désormais légèrement onéreux par rapport au passé. Cependant, le potentiel de valeur relative reste élevé depuis le récent ajustement à la hausse des anticipations de la Fed. Les loans devraient encore surperformer les autres classes d'actifs obligataires en raison d'un portage plus élevé et de leur sensibilité modeste à la 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

Actions internationales

Positions représentatives du Portfolio Solutions Group

■ Allocation actuelle
 ➡ Modification

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

Actions	Notre opinion						Commentaire
	--	-	=	+	++		
Regional							
Marchés développés						Nous continuons à surpondérer les États-Unis car nous pensons que les grandes priorités de la nouvelle administration seront bénéfiques à la croissance intérieure (déréglementation, fiscalité), tout en mettant en difficulté le reste du monde (droits de douane). Face aux valorisations élevées aux États-Unis, nous privilégions les capitalisations moyennes et certains secteurs cycliques.	
États-Unis						Nous avons augmenté notre exposition aux actions européennes. Nous anticipons toujours un rebond de l'activité manufacturière, les pires scénarios anticipés en matière de droits de douane ne devraient pas se concrétiser et le sentiment/les valorisations sont au plus bas. Le secteur de la construction de l'UE devrait bénéficier de ces tendances favorables et offrir une optionnalité positive en cas de cessez-le-feu en Ukraine.	
Zone euro						L'amélioration des tendances structurelles domestiques du Japon se poursuit et les valorisations restent très peu élevées. A court terme, les tendances négatives pourraient venir des incertitudes liées à la politique commerciale américaine et d'une nouvelle appréciation du yen dans le sillage de l'augmentation des pressions inflationnistes et du relèvement des taux de la Banque of Japan.	
Japon						Nous observons toujours des dispersions régionales sur les marchés émergents, avec des difficultés économiques structurelles en Chine et des tendances porteuses en Inde. Les tendances pourraient s'infléchir à court terme avec la percée de la Chine en matière d'IA et le changement d'attitude des dirigeants à l'égard du secteur privé, alors que l'économie indienne subit un ralentissement cyclique.	
Marchés émergents							
Style							
Growth vs. Value						Les indices axés sur le style « croissance » restent exposés de manière disproportionnée aux tendances de la Big Tech, pour lesquelles nous cherchons à maintenir une exposition presque neutre au risque.	
Qualité						Avec une faible prime de risque des actions et une accélération de la croissance économique limitée par le risque inflationniste, nous continuons à privilégier le facteur Qualité. Cette stratégie est équilibrée via une exposition cyclique ciblée.	
Grandes capitalisations vs petites capitalisations						Les capitalisations moyennes présentent un profil idéal face aux valorisations élevées des grandes capitalisations et au risque de qualité des petites capitalisations.	
Secteurs cycliques vs défensifs						Nous continuons à privilégier une exposition cyclique sélective compatible avec l'expansion de fin de cycle.	

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
Marchés non cotés	
Private Equity	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, les orientations claires de la nouvelle administration américaine devraient accroître les volumes de transactions. Mais leur 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 pourraient 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 bénéfices.
Actifs réels privés	<p>L'immobilier commercial continue à composer avec son mur de maturité et une offre élevée sur certains segments, ce qui entraîne une augmentation des volumes de transactions à des valorisations plus attractives. Cette baisse des valorisations et le retrait des banques de l'activité de prêts offrent des opportunités intéressantes aux prêteurs. Parallèlement, les fondamentaux sont favorables car la liquidité de la dette s'améliore et l'offre future sur les segments clés va nettement s'affaiblir. Ces tendances font émerger des opportunités intéressantes également sur les actions de l'immobilier commercial, en particulier dans les secteurs à croissance séculaire comme l'industrie, le résidentiel et les stratégies « net lease ».</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 (IA) générative 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. L'évolution récente des politiques aux États-Unis et les annonces de Deepseek pourraient menacer les performances des projets dont les flux de trésorerie ou les valorisations sont trop élevés. Nous pensons toutefois que les investissements dans les technologies matures et compétitives en termes de coûts, qui ne parviennent pas à suivre le rythme de la demande, continueront à enregistrer des performances élevées.</p>
Dette privée	En ce qui concerne les prêts aux entreprises, les situations d'allègement des clauses des contrats se sont multipliées car le service de la dette a augmenté. Cependant, la demande de produits et de services est globalement solide, ce qui est favorable à la rentabilité et à la couverture de la dette. Les entreprises se trouvant dans des situations peu orthodoxes ou transitoires ont accès à des capitaux grâce à des stratégies de situations spéciales qui améliorent l'alignement des intérêts et offrent des performances attractives aux investisseurs.
Actifs alternatifs liquides	
Hedge Funds	Compte tenu des moteurs actuels du marché, nous préférons les gestionnaires de portefeuille spécialisés dans les Hedge Funds, qui sont les mieux placés pour analyser l'impact des politiques sur les prix des titres et pour saisir les opportunités que devrait générer l'activité accrue sur les marchés de capitaux. Il est selon nous indispensable d'intégrer dans les portefeuilles des stratégies de macro-convexité très liquides et réactives afin d'exploiter la volatilité des prix au cas où le consensus s'avérerait incorrect et venait à entraîner d'importants épisodes de volatilité sur les marchés. En outre, nous sommes convaincus du potentiel des sous-stratégies obligataires exploitant les écarts de valeur relative et des stratégies quantitatives long/short sur actions afin de tirer parti de la diminution des corrélations au niveau microéconomique.
Matières premières	Nous restons neutres à l'égard des matières premières car l'augmentation des risques géopolitiques est contrebalancée par d'importantes capacités inutilisées sur certains marchés (pétrole par ex.), ce qui limite le potentiel haussier en l'absence de perturbations physiques.

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.

Glossaire des termes et à propos des risques

Définitions des indices (suite)

Indice Morgan Stanley Capital International Europe, Australasie, Extrême-Orient (MSCI EAEO) 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.

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.

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 N1Y9, Irlande.

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

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

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

Italie : MSIM FMIL (succursale de Milan), (Sede Secondaria di Milano), Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20 121 Milan, Italie. **Pays-Bas :** MSIM FMIL (succursale d'Amsterdam), Tour Rembrandt, 11e étage Amstelplein 1 1096HA, Pays-Bas. **France :** MSIM FMIL (succursale de Paris), 61, rue de Monceau, 75008 Paris, France. **Espagne :** MSIM FMIL (succursale de Madrid), Calle Serrano 55, 28006, Madrid, Espagne. **Allemagne :** MSIM FMIL succursale de Francfort, Große Gallusstraße 18, 60312 Francfort, Allemagne (Catégorie : Branch Office (FDI) selon § 53b KWG). **Danemark :** MSIM FMIL (succursale de Copenhague), Gorrissen Federspiel, Axel Towers, Axeltorv2, 1609 Copenhague V, Danemark.

MOYEN-ORIENT

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

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

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

États-Unis

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

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

Ce document est destiné 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.

ASIE-PACIFIQUE

Hong Kong : Le présent document est diffusé par Morgan Stanley Asia Limited aux fins d'utilisation à Hong Kong et ne peut être diffusé qu'auprès d'« investisseurs professionnels » au sens du Securities and Futures Ordinance (décret sur les valeurs mobilières et les contrats à terme) de Hong Kong (Cap 571). Le contenu du présent document n'a été révisé ni approuvé par aucune autorité de réglementation, y compris la Securities and Futures Commission de Hong Kong. En conséquence, à moins que la loi en vigueur ne prévoit des exceptions, ce document ne devra pas être publié, diffusé, distribué ni adressé aux particuliers résidant à Hong Kong, ni mis à leur disposition. **Singapour** : Ce document est diffusé par Morgan Stanley Investment Management Company et ne saurait être considéré comme une offre de souscription ou d'achat, directe ou indirecte, présentée au public ou à des membres du public de Singapour autres que (i) des investisseurs institutionnels selon la définition de l'article 304 de la Securities and Futures Act (SFA), chapitre 289, (ii) des « personnes concernées » (ce qui inclut les investisseurs accrédités) au sens de l'article 305 de la SFA, la distribution du présent document étant conforme aux conditions énoncées à l'article 305 de la SFA ou (iii) les personnes concernées par toute autre disposition applicable de la SFA, et conformément aux conditions de celle-ci. Cette publication n'a pas été vérifiée par l'Autorité monétaire de Singapour. **Australie** : Ce document est publié par Morgan Stanley Investment Management (Australie) Pty Ltd ABN 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 4266968 Exp 3/31/2026