

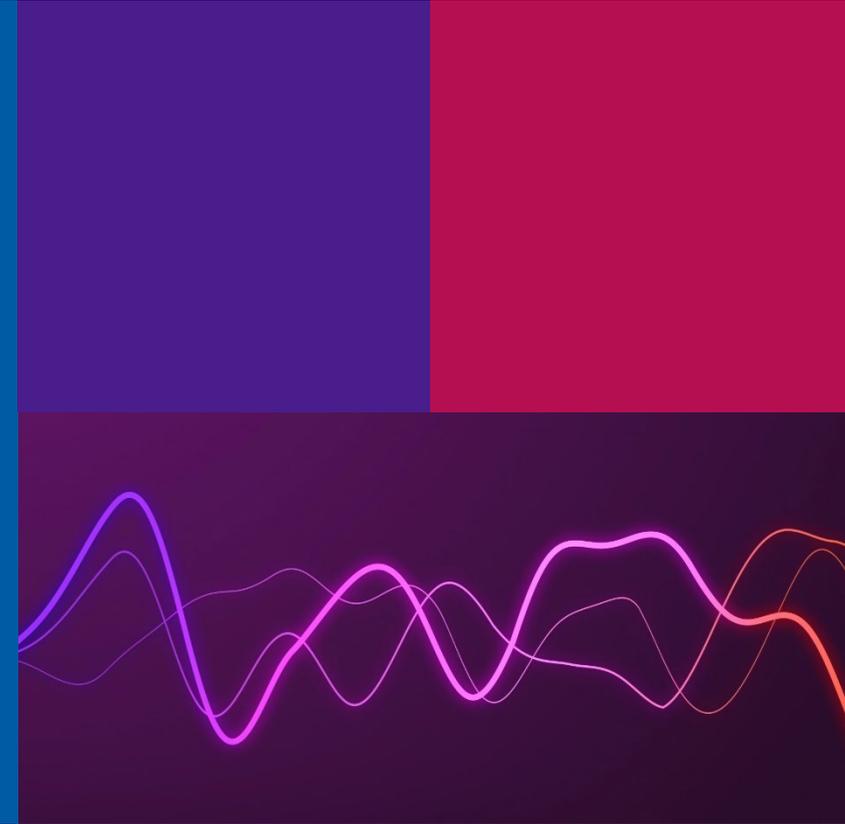
Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

The BEAT

BONDS | EQUITIES | ALTERNATIVES | TRANSITION

Septembre 2024



Previously known as the Monthly Market Monitor.

GRANDES IDÉES

Les thèmes clés du mois de septembre

**L'analyse « FEAR » : L'importance de la rapidité des tendances**

Nous utilisons l'analyse « FEAR » pour mieux décrypter les interactions entre la politique de la **Fed**, les données relatives à l'**Emploi**, les prix des **Actifs** et les **Taux** (Rates). En fixant ses taux à 5,5 %, la Fed avait pour but de faire fléchir l'emploi et l'inflation salariale afin d'abaisser l'IPC pour au final le stabiliser. C'est précisément ce qui se passe, mais le marché craint que la rapidité des suppressions d'emplois ne déclenche une récession. Toutefois, c'est probablement l'augmentation des nouveaux entrants sur le marché du travail qui explique la progression du taux de chômage, et non les démissions ou les licenciements.

**Volatilité vs fondamentaux du marché**

La volatilité sur les marchés nous renseigne peut-être davantage sur les positionnements les plus prisés par les investisseurs que sur les fondamentaux économiques. Certes l'économie ralentit, mais il s'agit selon nous d'un retour à la normale de l'activité et de l'emploi, plus que d'un pur et simple effondrement. Toutefois, les investisseurs ont choisi de déboucler brutalement leurs positions les plus importantes sur un marché aux volumes très faibles, provoquant ainsi une flambée de la volatilité. Que la volatilité ait augmenté ne nous inquiète pas, mais son signal est finalement assez modéré et ne plaide donc pas en faveur d'un hard landing compte tenu des facteurs techniques.

**Actions : Exploiter la tendance. . . tant qu'il en est encore temps.**

Convaincus que nous évoluons toujours dans un marché haussier, nous avons décidé de maintenir les biais positifs de notre allocation d'actifs. Notre scénario central reste celui d'un soft landing qui prévoit néanmoins la possibilité d'une récession modeste et de courte durée. Une fois encore, le fléchissement de l'économie constitue selon nous une normalisation de l'activité économique, qui s'accompagne d'un réajustement des prix de marché. Cette tendance réduit l'écart extrême de l'indice S&P 500 et offre des opportunités d'investissement plus variées, notamment sur les grandes capitalisations décotées. Cette perspective prévoit naturellement des phases d'excès à la hausse comme à la baisse. Nous allons donc essayer d'exploiter au mieux la fourchette de négociation actuelle des cours.

**Les rendements obligataires sont au plus haut alors que des baisses de taux se profilent**

Une fois de plus, **nous pensons que les rendements obligataires sont élevés**. Compte tenu des prix actuels des obligations, les investisseurs anticipent une baisse des taux de plus de 200 points de base (pb) par la Fed d'ici la fin 2025. Les rendements pourraient encore baisser, mais toute diminution marquée serait due à un hard landing ou à une récession économique profonde. Nous continuons de penser que les années à venir seront marquées par un régime d'inflation structurellement plus élevé. Bien sûr, l'inflation peut encore baisser, mais nous ne pensons pas qu'elle puisse rester inférieure à 2 % pendant très longtemps. Nous pensons plutôt qu'elle va repartir modérément à la hausse. Par conséquent, les rendements obligataires devraient afficher un spread supérieur à un niveau terminal des fonds fédéraux d'environ 3,50 %. C'est pourquoi nous pensons que le potentiel de baisse des rendements obligataires est limité.

GRANDES IDÉES

Portfolio Solutions Group - Nos 4 meilleures idées pour le mois de septembre

Retour à la neutralité sur les prêts, maintien de la surpondération des obligations High Yield

Après les avoir surpondérés, nous sommes neutres sur les prêts. Le marché anticipe 200pbs de baisse des taux au cours de l'année prochaine, voire de nouvelles baisses d'ici la fin 2025. Le rendement des prêts fluctue selon les taux courts et diminuera lorsque la Fed réduira ses taux directeurs. Cette baisse de rendement par rapport à la qualité de crédit des prêts rend cette classe d'actifs moins intéressante. En comparaison, les obligations High Yield présentent une meilleure qualité, notamment celles notées BB, et présentent des ratios de couverture des intérêts et des marges d'EBITDA plus élevés. Compte tenu de ces facteurs, nous pensons qu'il est nécessaire de passer d'une surpondération à un positionnement neutre.

Actions : La pire et la meilleure des époques

Savoir exploiter la volatilité. Selon nous, le marché actions évolue dans une période haussière à long terme et la moindre correction constitue une opportunité d'achat. Nous avons donc renforcé notre exposition aux actions en août, à la faveur du repli des cours. Parallèlement, nous continuons de penser que l'économie ralentit et qu'elle se dirige vers un soft landing. Comme nous pensons que le marché actions pourrait également repartir à la hausse, nous avons réduit notre positionnement et sommes désormais neutres depuis la fin août. Comme l'économie ne devrait pas s'accélérer au cours des prochains mois, nous tablons sur un S&P 500 proche de 5 650 points à court terme. Dans le même temps, l'économie ne s'effondre pas, ce qui rend le seuil des 5 200 points attractif et celui des 5 350 assez pertinent. Nous allons chercher à exploiter les fourchettes actuelles de variation des cours.

Actions japonaises : Surpondération maintenue

La correction actuelle des actions japonaises ne marque pas le début d'un marché baissier. Nous continuons à surpondérer de manière structurelle les actions japonaises. Les nombreux facteurs qui nous ont amenés à cette conclusion restent inchangés. Nous estimons par exemple que le Japon connaît une reprise économique structurelle qui va bénéficier des politiques menées et des réformes en matière de gouvernance d'entreprise. Le marché va certainement connaître d'autres phases de correction, mais comme notre positionnement n'est pas encore définitif, nous exploiterons ces épisodes de baisse pour accroître notre exposition. Les autorités semblent vouloir soutenir la croissance et sont disposées à prendre le risque d'une légère hausse de l'inflation pour y parvenir. Le plus fort de l'impact positif de la faiblesse du yen est probablement derrière nous, mais nous pensons que son rythme d'appréciation sera raisonnable.

Sous-pondération de la duration

Les rendements obligataires intègrent déjà largement les baisses de taux qui se profilent. Le marché table sur une baisse des taux directeurs américains de 200 pb d'ici la fin 2025, ce qui pourrait constituer le cycle complet d'assouplissement de la Fed. Dans l'hypothèse d'un taux directeur qui retombe à 3,5 %, d'un spread positif pour les bons du Trésor par rapport aux fonds fédéraux et d'une pentification de la courbe (comme souvent après un cycle de réduction des taux), des rendements obligataires proches de 4 %, voire plus faibles, sont complètement intégrés dans les prix de marché, en particulier si notre scénario central d'un soft landing se concrétise. Comme les performances obligataires liées à la duration sont limitées, nous avons décidé de réduire notre exposition à cette dernière. Dans la mesure où les performances des obligations viendront essentiellement des coupons, nous nous intéressons toujours aux produits de spread.

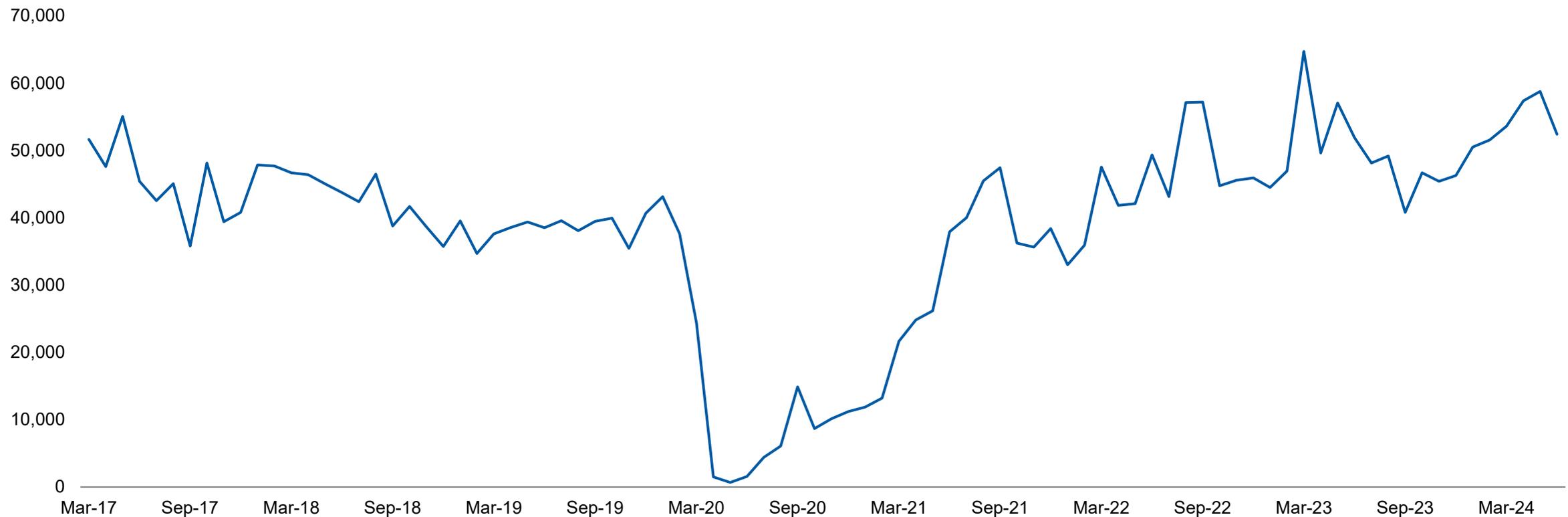
GRANDES IDÉES

Les phases de hausse du chômage n'ont pas toutes le même profil

L'augmentation de l'immigration pourrait entraîner une hausse du taux de participation à la population active et, en fin de compte, un taux de chômage officiel plus élevé. Néanmoins, un taux de chômage plus élevé n'est pas un signe de faiblesse, mais plutôt d'augmentation de l'offre de main-d'œuvre susceptible de réduire l'inflation sans peser sur la croissance.

Les visas d'immigration restent proches de leur record

Nombre total de visas délivrés à des immigrants chaque mois aux États-Unis



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

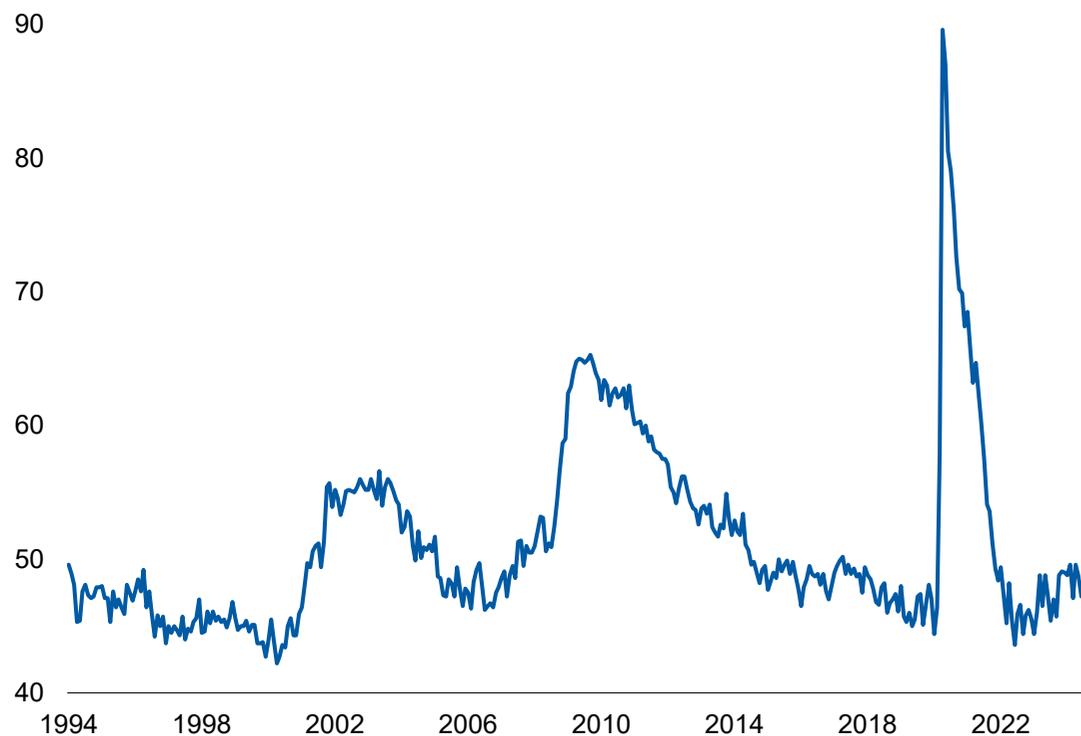
GRANDES IDÉES

Le taux de chômage est encore loin d'être excessif

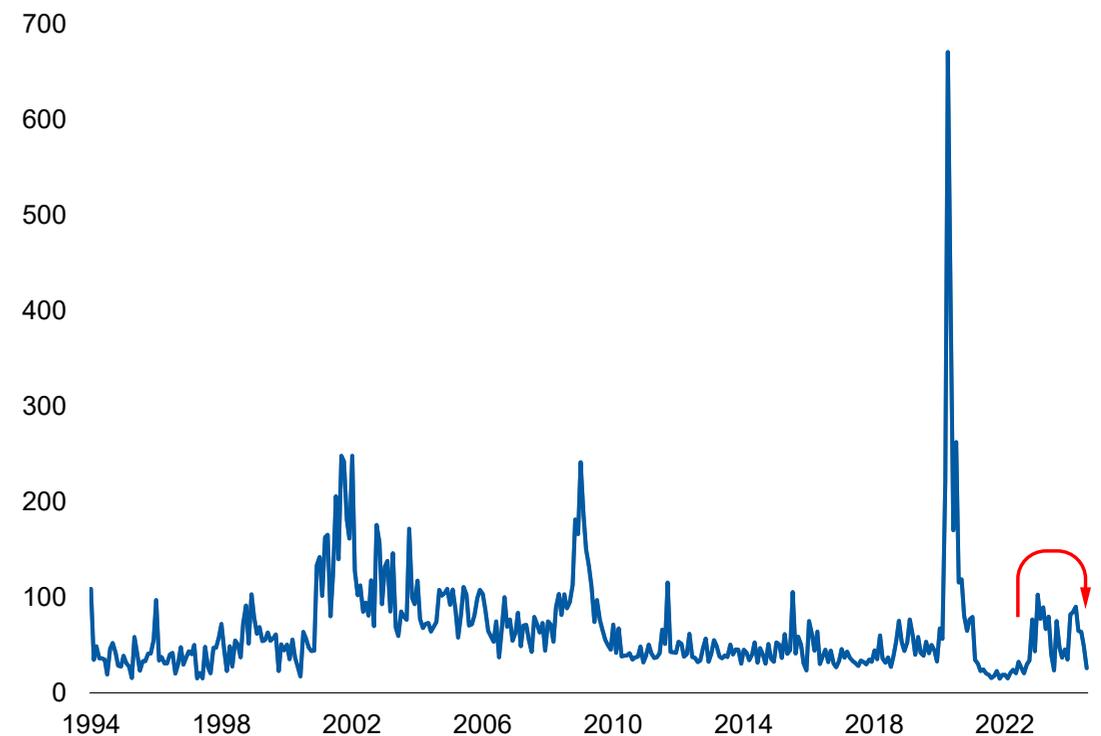
Les indicateurs du marché du travail reflétant les pertes d'emplois commencent à augmenter, mais leurs niveaux sont encore loin d'augurer une forte dégradation. Comme le montrent les graphiques ci-dessous, les indicateurs relatifs aux pertes d'emplois (gauche) et aux licenciements (droite) sont encore faibles. Compte tenu des distorsions du cycle en cours, ces indicateurs reflètent probablement plus précisément les risques de récession qu'un taux de chômage de référence.

Le nombre de personnes licenciées aux États-Unis reste faible

Pertes d'emplois en % du nombre total de chômeurs



Licenciements aux États-Unis selon le cabinet Challenger (en milliers)



Source : Macrobond, Alpine Macro, MSIM. Données au 14 août 2024. Axe du graphique de gauche tronqué à 70 %. Axe du graphique de droite tronqué à 300 000. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux du Portfolio Solutions Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, elles peuvent donc ne pas se concrétiser.

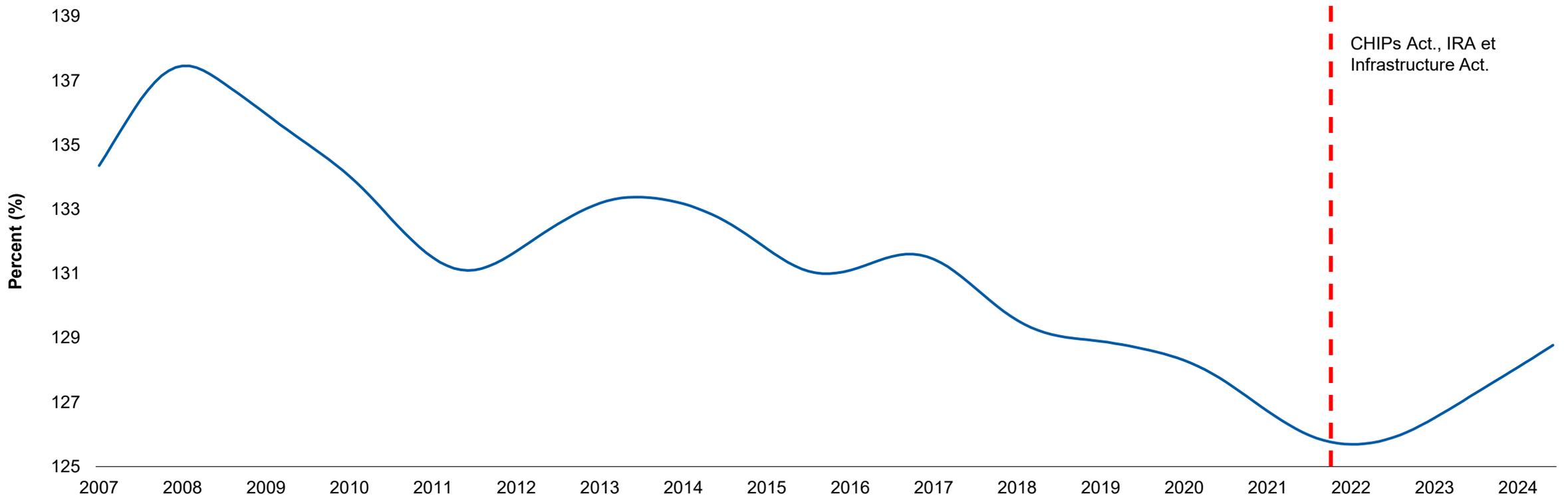
GRANDES IDÉES

Une nouvelle renaissance industrielle aux États-Unis

Les politiques publiques comme la loi CHIPS, la loi sur la réduction de l'inflation (IRA) et celle sur les infrastructures portent la croissance dans de nombreux secteurs manufacturiers américains. Ces tendances pourraient offrir un appui structurel tout au long du cycle aux secteurs traditionnellement très cycliques.

Après des décennies de déclin, les politiques américaines ont engendré un rebond de la capacité manufacturière

Capacité de production des États-Unis, en % de la production de 2017



Source : Macrobond, Apollo Global Management, MSIM, au 9 août 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux du Portfolio Solutions Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, elles peuvent donc ne pas se concrétiser.

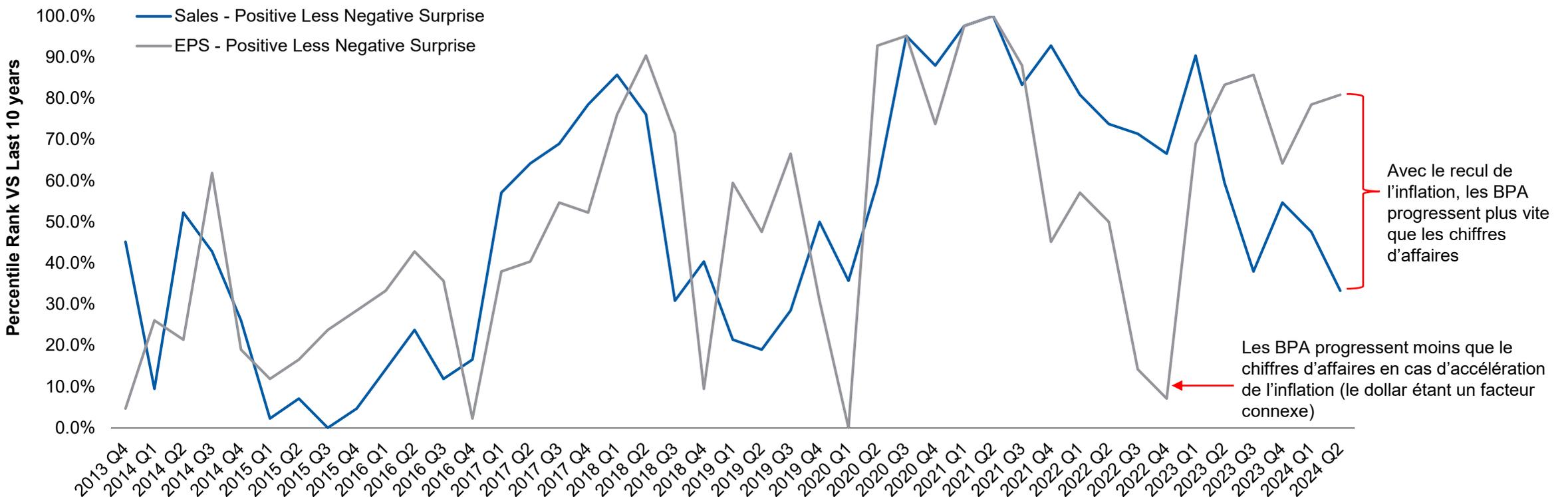
GRANDES IDÉES

Les résultats des entreprises au 2ème trimestre témoignent toujours d'un contexte macroéconomique favorable

Les résultats supérieurs aux attentes au 2ème trimestre ont été solides, confirmant la bonne tenue du contexte macroéconomique. L'écart net entre les surprises positives et négatives en matière de BPA ressort dans le quintile supérieur sur dix ans. Les résultats du chiffres d'affaires ont été moins importants que par le passé, mais cela s'explique probablement par la désinflation, l'inverse s'étant produit en cas d'accélération de l'inflation.

Les publications de résultats supérieures aux attentes du S&P 500 ont été solides et la désinflation explique l'écart entre le BPA et les CA

Classement par centile des résultats supérieurs aux attentes moins les résultats inférieurs aux anticipations vs historique sur dix ans des BPA et des ventes, S&P 500



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

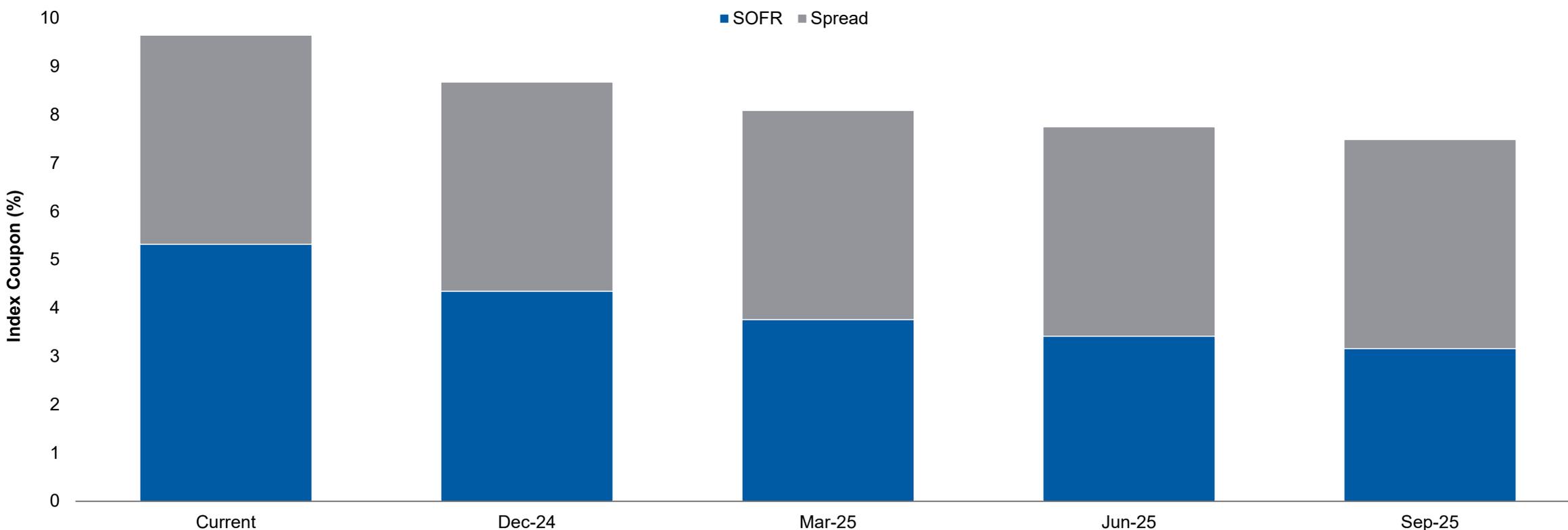
GRANDES IDÉES

Les coupons des prêts à effet de levier vont baisser

Evaluer le prix des prêts à partir de la courbe des taux SOFR à terme présage une baisse de plus de 2 % du coupon au cours de l'année à venir. Même si la courbe des taux à terme laisse entrevoir une baisse marquée des taux courts, cette tendance pourrait peser sur les flux de la classe d'actifs.

Coupon de l'indice Morningstar LSTA U.S. Leveraged Loan

Sur la base des spreads actuels et des taux SOFR à terme



- Source : LSTA, Macrobond, Bloomberg, MSIM. Données au 16 août 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux du Portfolio Solutions Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, elles peuvent donc ne pas se concrétiser. Secured Overnight Financing Rate (SOFR) : taux de financement garanti au jour le jour. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

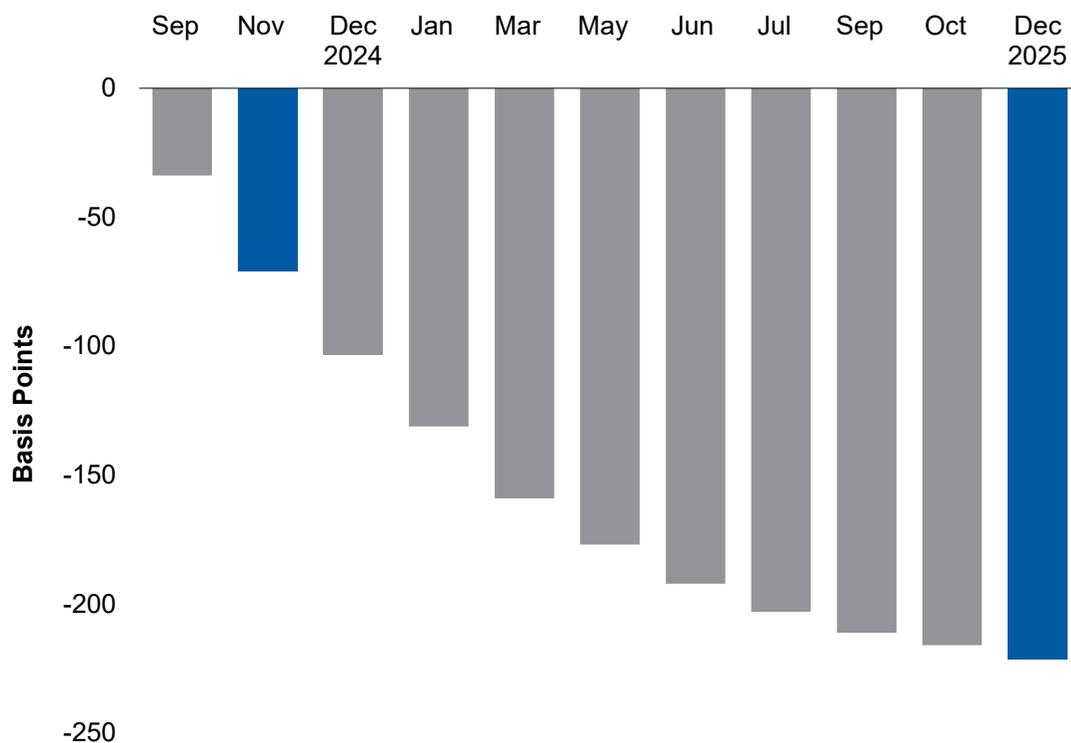
GRANDES IDÉES

Nous sous-pondérons désormais la duration

Le marché anticipe des baisses de taux de la Fed de 100 points de base (pb) d'ici fin 2024 et de plus de 200 pb d'ici fin 2025. Ces anticipations sont selon nous excessives, sauf en cas de hard landing de l'économie américaine, mais ce n'est pas notre scénario central. Des rendements obligataires à 4 % (voire moins) semblent complètement intégrés dans les prix, si notre scénario central de soft landing se concrétise.

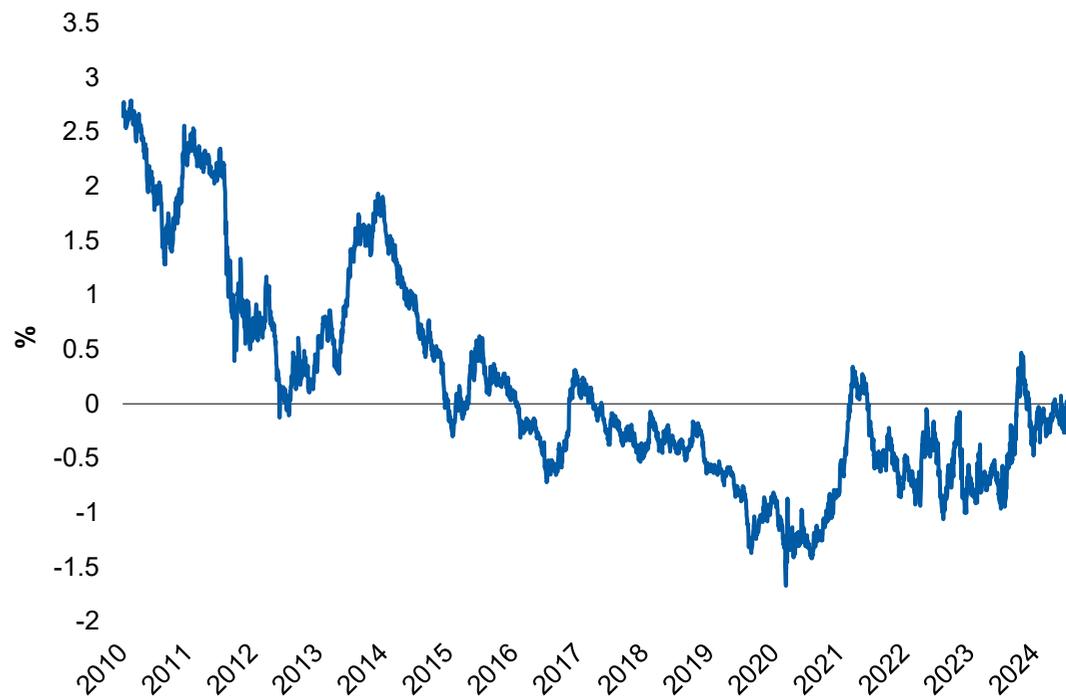
Plus de 200 pb de baisse des taux sont anticipés d'ici la fin 2025

Nombre implicite de baisses des taux de la Fed anticipé



A son niveau actuel, le ratio rendement/risque de la duration n'est pas intéressant

Prime à terme des bons du Trésor à 10 ans (modèle ACM)



• Source : Bloomberg, MSIM. Données au 22 août 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux du Portfolio Solutions Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, elles peuvent donc ne pas se concrétiser. Le modèle Adrian, Crump et Moench (ACM) permet de calculer les primes à terme à partir des rendements des bons du Trésor. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

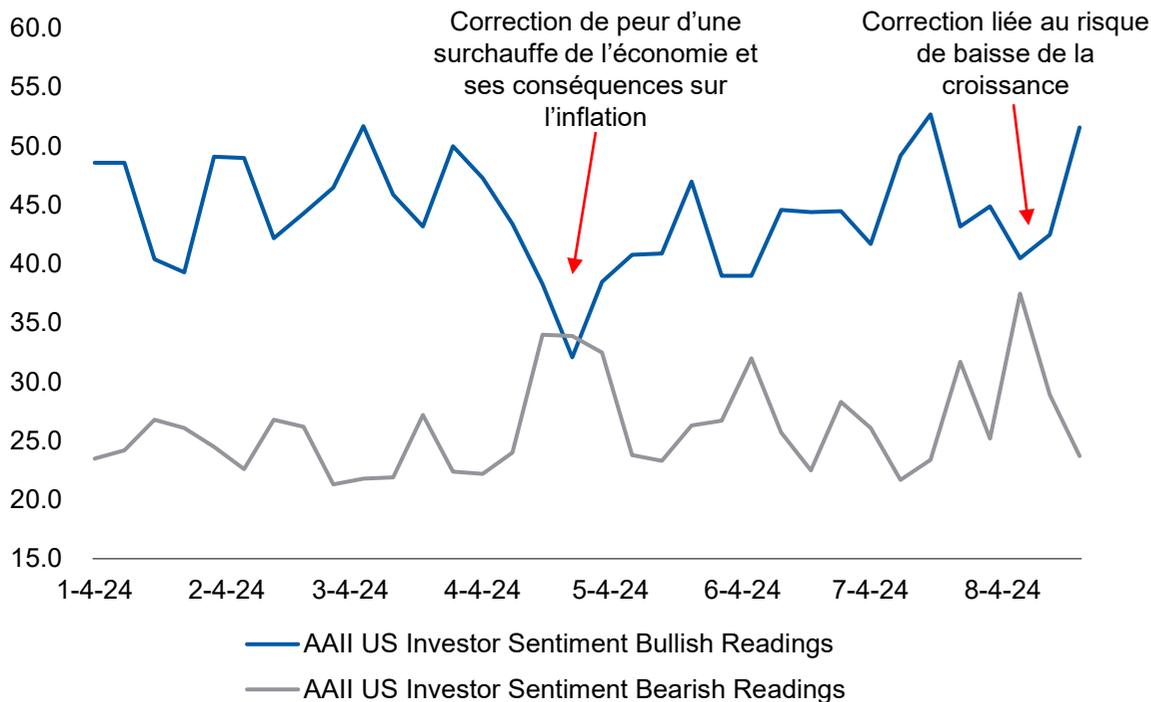
GRANDES IDÉES

Actions : Un contexte toujours favorable, mais un positionnement opportuniste s'impose

Notre scénario central (stabilité ou légère décélération de la croissance) est favorable aux actifs risqués, mais notre optimisme est quelque peu limité par l'absence d'une prime de risque élevée sur les actions. Dans ce contexte, nous adoptons un comportement opportuniste et cherchons à exploiter les anomalies de valorisation, tant à la hausse qu'à la baisse.

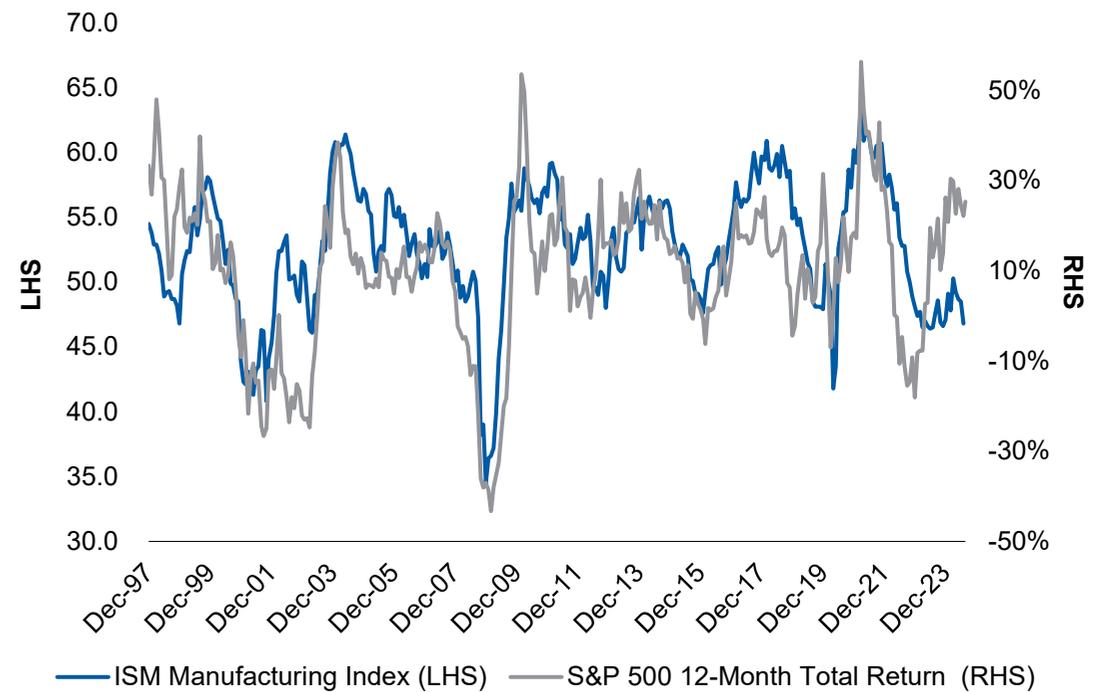
Le sentiment des investisseurs a oscillé entre des risques de surchauffe et de récession

Enquête AII sur le sentiment des investisseurs :



Les actions profitent généralement d'un contexte de croissance positive

ISM manufacturier vs performance totale du S&P 500 sur 12 mois



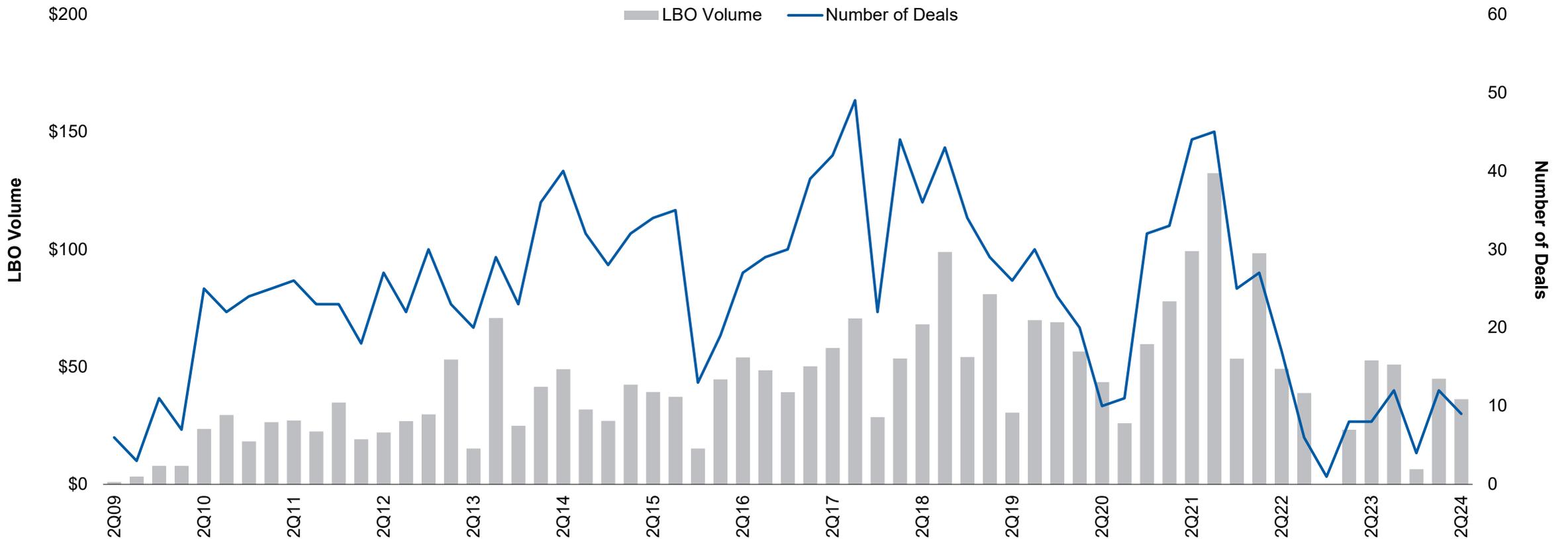
Source : Bloomberg, MSIM. Données au 23 août 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux du Portfolio Solutions Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont basées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, elles peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

GRANDES IDÉES

L'activité dans le secteur du Private Equity montre des signes de reprise

Les volumes de transactions dans le secteur du Private Equity sont très faibles mais augmentent depuis le dernier creux, et ce grâce à la résorption de l'écart entre les attentes des acheteurs et des vendeurs.

Multiples du prix d'achat – LBOs



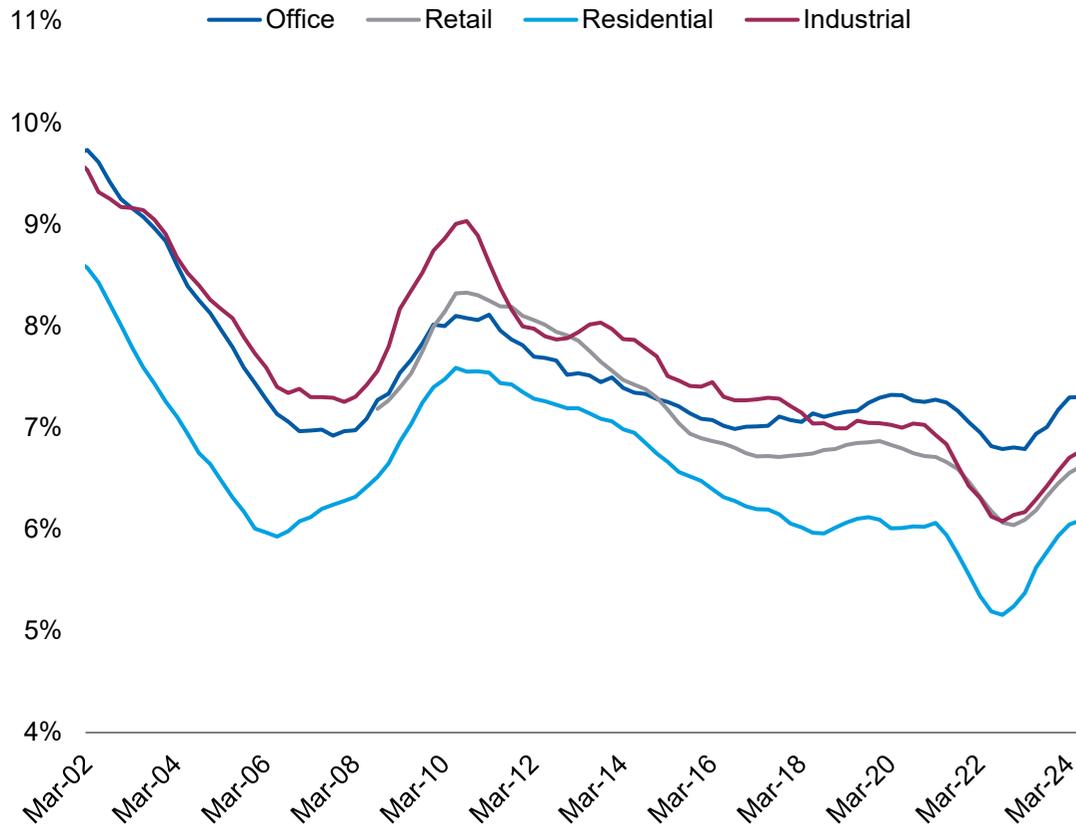
Sources : Pitchbook, Preqin. Ces informations reflètent le point de vue du Portfolio Solutions Group à la date du présent document et non à une date ultérieure, et peuvent être modifiées sans préavis en fonction de l'évolution des circonstances et des conditions de marché. LBO est l'acronyme de Leveraged Buyout (rachat d'entreprise par de la dette).

GRANDES IDÉES

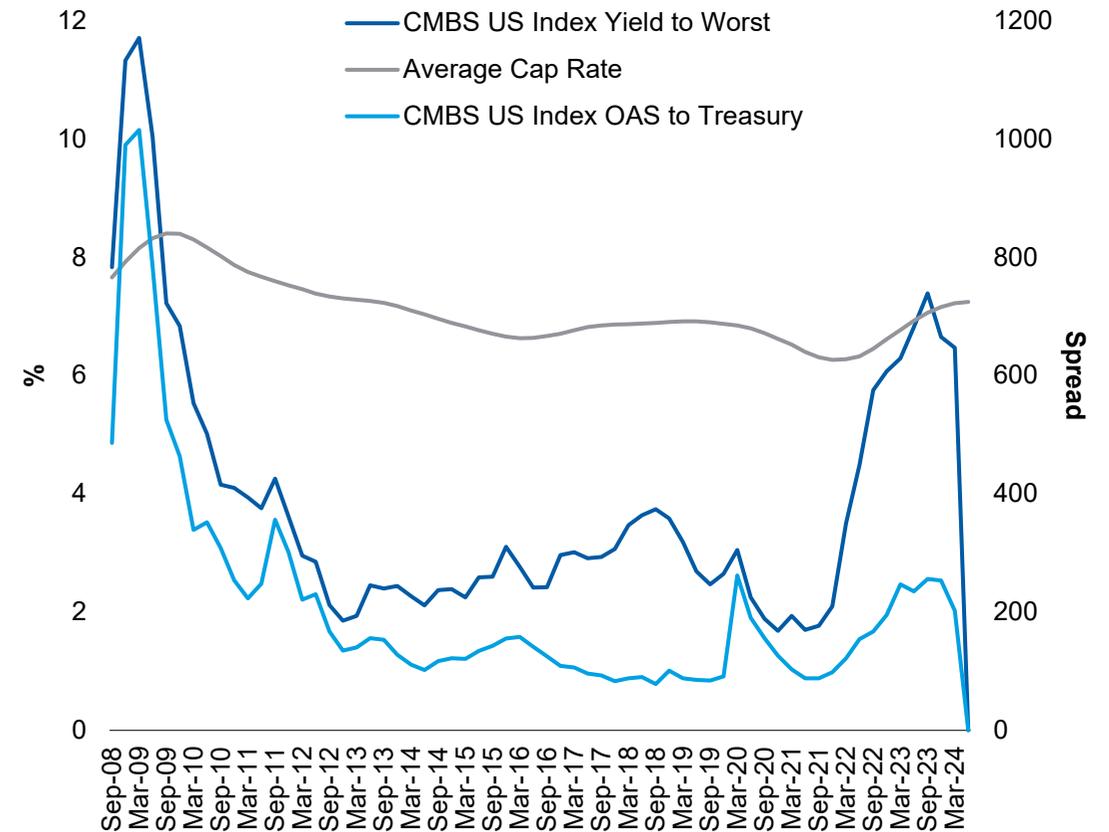
De nouvelles opportunités dans les foncières de l'immobilier commercial

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

Taux de capitalisation



Taux de capitalisation vs. coût de la dette



Sources : CoStar, Bloomberg. Ces informations reflètent le point de vue du Portfolio Solutions Group à la date du présent document et non à une date ultérieure, et peuvent être modifiées sans préavis en fonction de l'évolution des circonstances et des conditions de marché. Cette présentation ne doit pas être interprétée comme une recommandation d'investissement ou de recherche. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, elles peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

GRANDES IDÉES

Cadre d'investissement du groupe Capital Markets

Allocations représentatives du Portfolio Solutions Group

■ Allocation actuelle
 ← Changement par rapport à l'allocation précédente

-- Sous-pondération avec forte conviction
 - Sous-pondération
 = Neutre
 + Surpondération
 ++ Surpondération avec forte conviction

Allocation d'actifs	Notre opinion					Commentaire
	--	-	=	+	++	
Obligations						
Duration		■	←			Avec le réajustement des anticipations relatives aux futures baisses de taux et la baisse ultérieure des rendements à long terme, nous avons décidé de sous-pondérer la duration plus nettement. Aux États-Unis, par exemple, nous pensons que les huit baisses de taux prévues pour l'année prochaine (huit réunions de la Fed) sont excessives. Loin de s'effondrer, la conjoncture économique est plutôt en train de se normaliser et les rendements sur l'ensemble de la courbe pourraient augmenter. La situation en Europe n'est pas très différente. Nous continuons de privilégier les obligations mondiales : nous surpondérons les obligations High Yield, la dette émergente et les ABS.
Crédit				■		
Actions						
Niveau de risque			■			La correction des actifs risqués début août nous a donné l'occasion de renforcer notre positionnement sur les actions. Nous avons donc brièvement augmenté notre exposition aux actions au cours du mois. Cependant, la vigueur du rebond nous a toutefois poussé à ramener notre exposition globale au risque à la neutralité en fin de mois.
Actifs alternatifs						
Actifs non cotés			■			Le réajustement des prix des actifs privés face à la hausse des coûts de financement se poursuit et nous apprécions les points d'entrée sur le private equity et l'immobilier. Les levées et le déploiement du capital vont se redresser grâce à la reprise des fusions-acquisitions, ce qui offrira de nouvelles opportunités d'investissement. Sur le segment de la dette privée, les taux d'intérêt des nouveaux prêts ont baissé, mais les stratégies flexibles dédiées aux situations spéciales affichent toujours des valorisations relativement attractives. Les hedge funds ont enregistré des performances ajustées au risque intéressantes au 1er semestre 2024 et leur positionnement laisse augurer de bonnes opportunités pour les équipes de gestion spécialisées. Nous restons optimistes en matière de génération d'alpha. Nous sommes neutres à l'égard des principaux marchés de matières premières : l'augmentation des risques géopolitiques est contrebalancée par d'importantes capacités inutilisées sur certains marchés (pétrole par ex.), ce qui limite le potentiel haussier en l'absence de perturbations physiques.
Hedge Funds				■		
Matières premières			■			
Transition						
Liquidités/Duration courte			→	■		Nous avons renforcé notre sous-pondération de la duration et avons adopté une approche « barbell » avec d'autres segments du marché du crédit pour accroître la capacité de rendement de la stratégie.

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

GRANDES IDÉES

Obligations internationales

Positions représentatives du Portfolio Solutions Group

■ Allocation actuelle
 ← Changement par rapport à l'allocation précédente

-- Sous-pondération avec forte conviction
 - Sous-pondération
 = Neutre
 + Surpondération
 ++ Surpondération avec forte conviction

Obligations	Notre opinion					Commentaire
	--	-	=	+	++	
Obligations						
Bons du Trésor américain		■		←		Le marché des taux américains anticipe un scénario économique bien plus morose que celui du crédit ou des actions. Nous faisons à peu près le même constat que le crédit et les actions, même si certains de ces marchés semblent un peu trop optimistes.
Obligations indexées sur l'inflation				■		Avec des points morts d'inflation à 10 ans aux États-Unis avoisinant les 2 % et des taux réels proches de 1,80 %, les TIPS nous semblent plus intéressants que les emprunts d'État nominaux à moyen terme.
Emprunts d'État de la Zone Euro		■		←		Comme aux États-Unis, les obligations de la zone euro se sont inscrites en forte hausse. Parallèlement, les prévisions de croissance du consensus pour 2025 et 2026 semblent plus élevées que les estimations de la croissance potentielle du PIB à long terme.
EM Hard Currency Govt. Bonds				■		Nous prévoyons un ralentissement de la croissance des pays émergents au 2 ^e semestre 2024 ; la volatilité des taux pourrait augmenter. Toutefois, une détérioration mineure de ces deux facteurs ne devrait entraîner qu'un élargissement limité des spreads, c'est-à-dire des performances excédentaires positives.
EM Local Currency Govt. Bonds			■			La baisse des rendements américains et la dépréciation du dollar ont entraîné un rallye sur la dette émergente en devise locale (+5 % pour l'indice GBI depuis la fin juin). À court terme, nous nous demandons si cet environnement peut durer. Si la Fed se montre plus accommodante que prévu, cela pourrait être dû à des facteurs susceptibles de déclencher une fuite vers le dollar.
Obligations cotées						
Obligations municipales				■		La récente réduction de notre exposition aux obligations municipales semble avoir été judicieuse, les valorisations de la classe d'actifs ayant diminué par rapport aux emprunts d'État. Nous pensons désormais que les obligations municipales offrent un potentiel de valorisation convaincant pour les investisseurs soumis à l'impôt.
Obligations Investment Grade	■					Sous-pondération des obligations d'entreprises IG. Les spreads ont rarement été aussi serrés. La surperformance potentielle par rapport aux bons du Trésor devrait être minime et le segment IG reste sensible à une baisse des rendements, ce qui lui confère un profil de performance très asymétrique.
MBS/ABS					■	Les ABS font l'objet d'une forte conviction et le rendement par unité de qualité de crédit reste intéressant. Les taux hypothécaires fixes américains à 30 ans sont plus élevés que les rendements des obligations d'entreprises notées BB, ce qui est rare depuis 25 ans.
Obligations High Yield				■		Les spreads des obligations High Yield ont pratiquement effacé leur élargissement depuis la forte baisse du marché début août ; mais comme les fondamentaux restent solides, la prime de risque de crédit semble relativement attractive.
Prêts bancaires			■	←		Une fois ajustés à la courbe à terme et des écarts de notation, les prêts bancaires semblent un peu moins attractifs que les obligations High Yield. En outre, les prêts bancaires subissent souvent une décollecte lors des cycles de baisse des taux.

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

GRANDES IDÉES

Actions internationales

Positions représentatives du Portfolio Solutions Group



■ Allocation actuelle
 ← Changement par rapport à l'allocation précédente

- Sous-pondération avec forte conviction
- Sous-pondération
- = Neutre
- + Surpondération
- ++ Surpondération avec forte conviction

Commentaire

Neutralité vis-à-vis des actions américaines. Les valorisations ont presque renoué avec leur pic depuis le début de l'année (env. 21,3x) et les prévisions du consensus concernant la croissance des chiffres d'affaires et des marges sont déjà très optimistes. Si l'on anticipe des baisses de taux dans un scénario de soft landing, l'indice devrait selon nous évoluer dans une fourchette étroite.

Nous continuons à surpondérer les actions européennes via certains segments de marché dont le rendement/risque est favorable en raison d'évolutions structurelles (banques européennes) ou d'événements spécifiques créant une opportunité intéressante (actions françaises).

Sur le plan structurel, le Japon continue de bénéficier de la reflation et des réformes sur la gouvernance des entreprises. Même si les tendances cycliques positives dues à la faiblesse du yen se dissipent, cela ne devrait pas se traduire par l'apparition de fortes tendances négatives. Le sentiment des investisseurs et les valorisations relatives se sont réajustés à la baisse, mais les fondamentaux des entreprises restent solides.

L'absence d'un hard landing dans les pays développés et l'assouplissement des conditions financières sont globalement favorables aux marchés émergents. Alors que les inquiétudes structurelles persistent en Chine, l'absence de catalyseurs au niveau des politiques et le manque d'amélioration durable des bénéfices nous incitent à rester à l'écart du marché.

Le facteur Qualité représente mieux notre opinion que les approches « croissance » ou « value ». Le style « croissance » implique une concentration accrue et un risque de valorisation plus élevé, tandis que pour surperformer, le style « value » implique une croissance cyclique plus soutenue.

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

Le potentiel de surperformance des petites capitalisations est trop limité car il nécessite un contexte « à la Boucle d'or » en termes de croissance et d'inflation

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	Le réajustement des valorisations engagé à l'échelle du secteur offre un point d'entrée potentiellement intéressant dans le Private Equity . Toutefois, l'environnement opérationnel suggère qu'une baisse des valorisations, même si elle est nécessaire, n'est pas suffisante, pour augurer des prévisions de performances attractives. Les sponsors de Private Equity ont également besoin d'un ensemble d'outils compétitifs pour se lancer dans des initiatives de croissance des revenus, accroître les marges et mettre en place des structures de capital adaptées dans un environnement caractérisé par une augmentation des coûts du service de la dette et des multiples d'endettement plus faibles au sein duquel la croissance organique jouera sans doute un rôle plus important que la croissance inorganique. Nous pensons que les gérants des marchés des petites et moyennes capitalisations de qualité possédant une expertise opérationnelle seront bien positionnés pour générer des performances attrayantes dans ces conditions.
Actifs réels non cotés	Les valorisations de l' immobilier commercial continuent de baisser nettement, à l'image de l'indice des principaux marchés immobiliers qui a enregistré son sixième trimestre de baisse consécutive. Cette tendance s'explique par des coûts d'endettement plus élevés et une offre abondante. L'arrivée à maturité cette année d'un montant considérable de dette de l'immobilier commercial devrait accroître les volumes de transactions et faire apparaître des points d'entrée intéressants. La demande à long terme reste soutenue dans les secteurs clés et, combinée à un rebond des prix, devrait offrir des opportunités prometteuses. Les infrastructures privées sont avantagées par deux méga-tendances : la numérisation de la société et des économies ainsi que la transition énergétique. Les opportunités d'investissement s'élargissent et s'accroissent grâce aux développements de l'IA générative alors que le marché de l'énergie ne parvient pas à l'heure actuelle à répondre aux besoins de l'IA générative en termes de volumes et de densité, mais également en raison de la tolérance de plus en plus faible pour l'intermittence alors que la proportion des énergies renouvelables dans le mix énergétique global ne cesse de croître.
Dette privée	Dans l'ensemble, les prix, les modalités et les taux de défaut des dettes privées sont désormais en ligne avec leurs moyennes à long terme, ce qui permet à la dette privée de prendre part à la construction des portefeuilles et d'aligner les attentes de performances sur les niveaux historiques. Alors que les entreprises continuent de s'adapter à l'augmentation du service de la dette, le nombre d'opportunités performantes mais non conformes s'élargit pour les prêteurs dans le cadre des situations spéciales et les prix sont attractifs.
Actifs alternatifs liquides	
Hedge Funds	La sélection fondamentale bottom-up des titres et les stratégies de suivi de tendance bénéficient d'une dispersion accrue des performances et d'une moindre corrélation des performances des actifs, mais aussi du niveau élevé des performances des liquidités. Le positionnement des portefeuilles montre que les hedge funds sont relativement convaincus des opportunités actuelles pour générer de l'alpha.
Matières premières	Nous sommes neutres vis-à-vis des principaux marchés de matières premières : le rebond de l'activité manufacturière soutient certes la demande de matières premières, mais les capacités inutilisées importantes de l'OPEP et l'offre globalement soutenue des pays non-membres de l'OPEP devraient, pour l'heure, limiter la hausse des prix du pétrole.

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

Glossaire des termes

Définitions des indices

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

Glossaire des termes et à propos des risques

Définitions des indices (suite)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Termes

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

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

À propos du risque

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

INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

Considérations sur les risques

La diversification ne supprime pas le risque de perte.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

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

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

DISTRIBUTION

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

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

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

EMOA

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

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

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

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

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

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

MOYEN-ORIENT

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

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

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

États-Unis

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

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

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

INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

ASIE-PACIFIQUE

Hong Kong : Le présent document est diffusé par Morgan Stanley Asia Limited aux fins d'utilisation à Hong Kong et ne peut être diffusé qu'auprès d'« investisseurs professionnels » au sens du Securities and Futures Ordinance (décret sur les valeurs mobilières et les contrats à terme) de Hong Kong (Cap 571). Le contenu du présent document n'a été révisé ni approuvé par aucune autorité de réglementation, y compris la Securities and Futures Commission de Hong Kong. En conséquence, à moins que la loi en vigueur ne 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 3821371 Exp 09/30/2025