

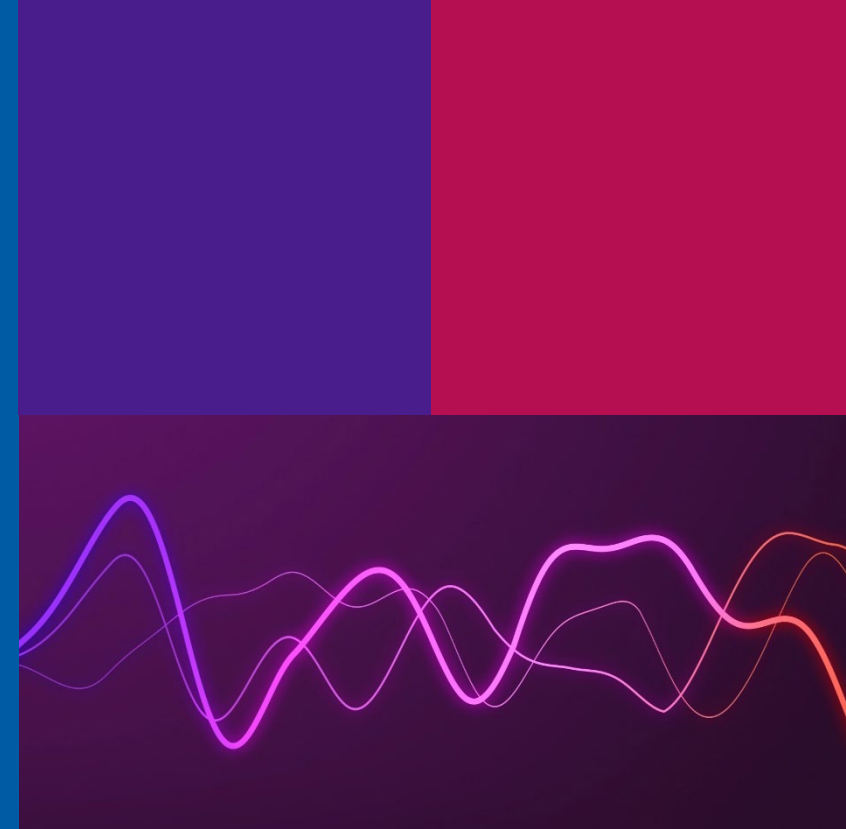
Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

The BEAT

BONDS | EQUITIES | ALTERNATIVES | TRANSITION

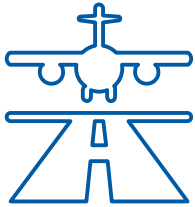
Juillet 2024



Previously known as the Monthly Market Monitor.

GRANDES IDÉES

Les thèmes clés du mois de juillet

**Probabilité accrue d'un atterrissage en douceur**

Le mois qui vient de s'écouler a renforcé les arguments en faveur d'un atterrissage en douceur, avec un repli de l'inflation et des baisses de taux de quelques grandes banques centrales. Les indicateurs prospectifs des salaires, comme les offres d'emplois d'Indeed, indiquent que la croissance des salaires devrait encore ralentir aux États-Unis et en zone euro, ce qui devrait contribuer à atténuer l'inflation persistante dans le secteur des services et permettre aux banques centrales d'abaisser leurs taux.

**Le marché du travail américain à la croisée des chemins**

Le marché du travail s'est rééquilibré de manière ordonnée, avec une diminution des offres d'emplois et un taux de chômage globalement stable. Un ralentissement du marché du travail est nécessaire pour que la Fed ait l'assurance que l'inflation reste à des niveaux plus faibles. Toutefois, la demande excédentaire de main-d'œuvre ayant renoué avec ses niveaux pré-pandémie, le marché du travail est pour la première fois vulnérable à un nouveau ralentissement de l'activité économique. C'est une question que nous suivons de très près.

**Contre toute attente, les actions américaines poursuivent leur progression ; nous avons adopté un positionnement neutre trop tôt**

Un rally restreint : Près de deux tiers des performances depuis le début de l'année ont été générés par moins de 10 valeurs ; les révisions à la hausse des bénéfices concernent elles aussi un nombre restreint de valeurs. Les valorisations reflètent également l'étranglement de la surperformance du marché. Le ratio cours/bénéfice de l'indice S&P 500 est de 21x sur une base cappondérée mais seulement de 16x sur une base équipondérée. Un nombre accru de valeurs pourraient participer à la hausse des marchés actions mais cela nécessitera une reprise cyclique. Nous pensons renouer avec un positionnement neutre.

**Une volatilité d'origine politique : Amuse-Bouche**

Les élections anticipées en France et les scrutins précédents dans certains grands pays émergents comme l'Inde et le Mexique ne sont que les premières échéances politiques sources de volatilité en ce début de second semestre 2024. Cela semble cependant confiné à la France et ne devrait pas contaminer les marchés en dehors de ses frontières et au niveau de l'Union européenne. De nombreux scénarios sont possibles mais nous pensons que la volatilité créée par cette situation constitue une opportunité d'achat.

GRANDES IDÉES

The Portfolio Solutions Group – Nos 5 grandes idées

Retour à la surpondération sur les obligations high yield

Le mois qui vient de s'écouler a renforcé les arguments en faveur d'un atterrissage en douceur, avec un repli de l'inflation et des baisses de taux de quelques grandes banques centrales. Les risques de défaut devraient donc rester limités. Par conséquent, les rendements obligataires, en particulier ceux des titres de moindre qualité (comme le high yield) pourraient offrir des performances plus que décentes au second semestre 2024 par rapport aux actions, en particulier sur une base ajustée du risque. Nous cherchons à renforcer notre exposition au risque sur ce segment obligataire.

Obligations municipales : Un rendement attractif et des facteurs techniques solides

Les rendements des obligations municipales sont extrêmement intéressants puisqu'ils sont supérieurs d'un écart-type à leur moyenne sur 5 ans. Si l'on tient compte du taux d'imposition fédéral maximal de 37 % et de l'impôt sur le revenu net des investissements de 3,8 % cela correspond à un rendement de 9,5 % sur une base d'imposition équivalente (Sur la base du Bloomberg Municipal High Yield Bond Index). Et comme les facteurs techniques sont également favorables, la classe d'actifs est l'une de nos préférées.

Actions françaises : « Buying the Dip »

Nous pensons que la sous-performance récente des actions françaises va s'inverser.

Les performances à court terme resteront probablement volatiles en raison de l'incertitude entourant l'issue des prochaines élections anticipées, mais nous ne pensons pas que cela remettra en cause les fondamentaux des grandes capitalisations et des principaux secteurs du marché actions français, puisqu'elles génèrent l'essentiel de leurs chiffres d'affaires à l'étranger. Les valorisations actuelles offrent un point d'entrée intéressant sur un indice qui présente encore un bon profil de qualité.

Banques européennes : Conserver un positionnement long

S'affranchir de la volatilité à court terme. Les banques européennes ont subi des pressions après les élections du Parlement Européen. Les inquiétudes se sont notamment focalisées sur les risques politiques liés aux élections anticipées en France, lesquelles pourraient accroître les coûts de financement et le coût des fonds propres des banques. Ces événements ne devraient pas remettre en question nos perspectives d'investissement pour les banques européennes qui offrent toujours une solide rentabilité des fonds propres et un potentiel de revalorisation intéressant dans le nouvel environnement de taux plus élevés.

Actions : Continuer à privilégier les grandes capitalisations aux petites

La fenêtre de surperformance des petites capitalisations est trop étroite.

Historiquement, la surperformance des petites capitalisations dépendait essentiellement de l'accélération de la croissance économique. Une exposition accrue au risque dans un environnement de taux « durablement plus élevés » a créé une corrélation inverse aux taux. Des périodes d'accélération de la croissance avec des taux plus bas sont plausibles (comme par ex. fin 2023), mais nous pensons que ce scénario est relativement peu probable dans le contexte actuel d'inflation. Par ailleurs, les small cap pourraient sous-performer les grandes capitalisations si l'inflation reste tenace ou en cas de récession.

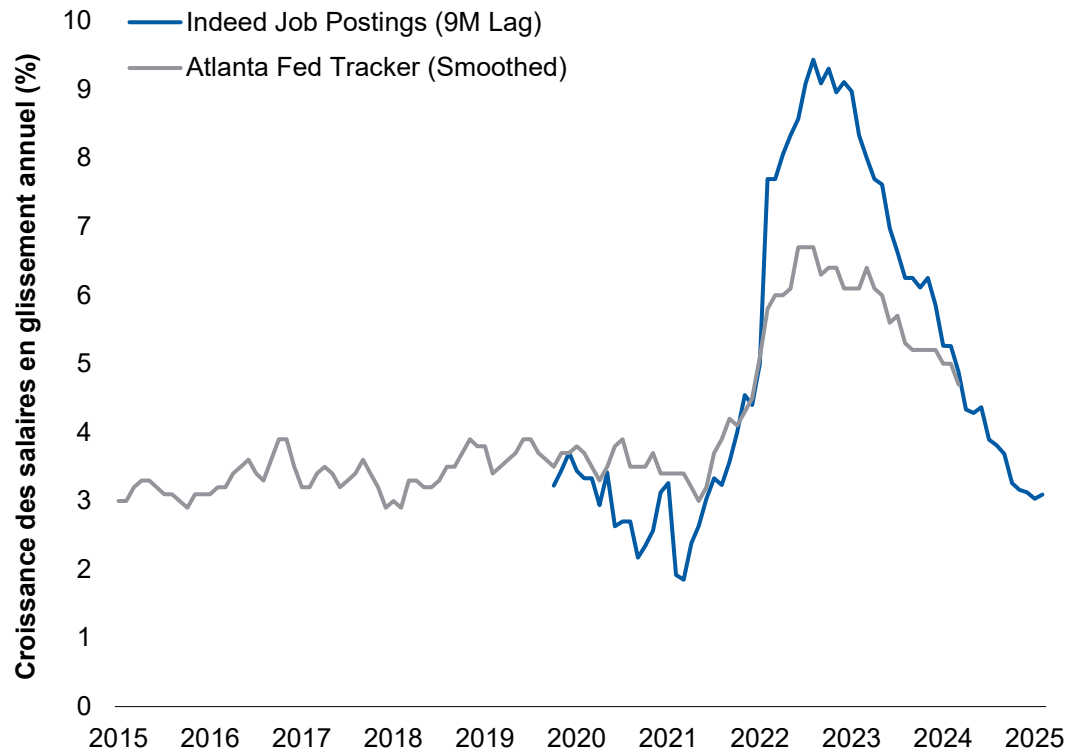
GRANDES IDÉES

Probabilité accrue d'un atterrissage en douceur

Le mois qui vient de s'écouler a renforcé les arguments en faveur d'un atterrissage en douceur, avec un repli de l'inflation et des baisses de taux de quelques grandes banques centrales. Les indicateurs prospectifs des salaires indiquent que la croissance des salaires devrait encore ralentir aux États-Unis et en zone euro ce qui devrait atténuer l'inflation persistante dans le secteur des services et permettre aux banques centrales d'abaisser leurs taux.

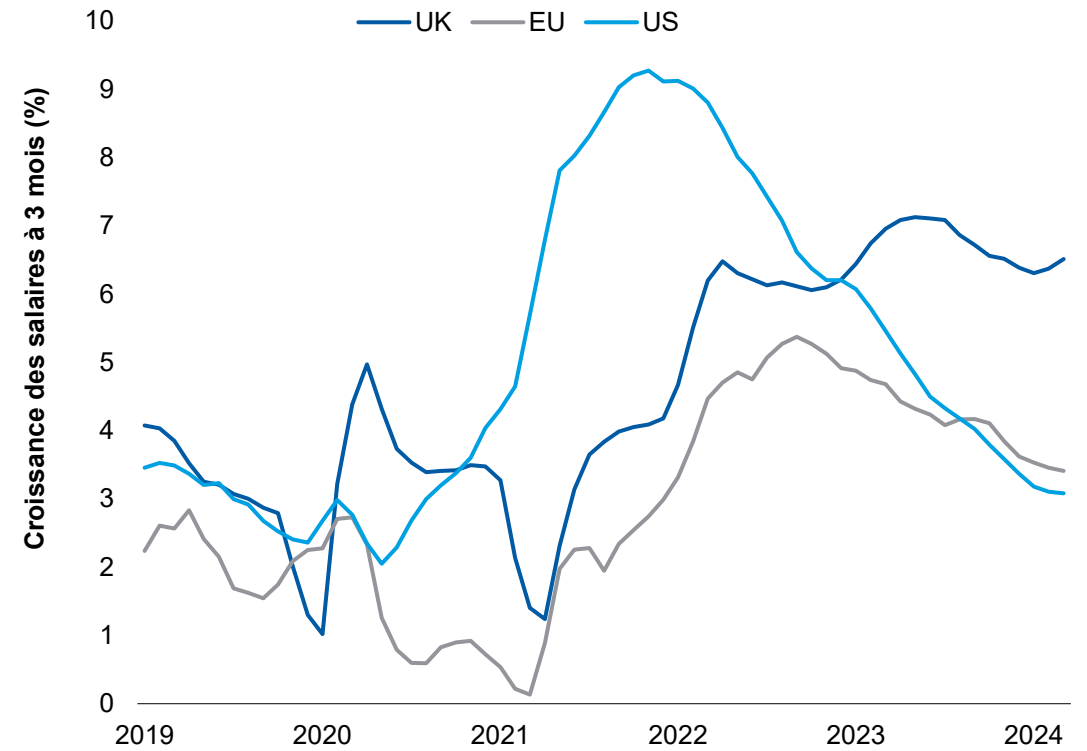
La croissance des salaires aux États-Unis reste dans une trajectoire baissière

Indicateurs de croissance des salaires aux États-Unis en glissement annuel (%)



Les données relatives aux salaires baissent dans toutes les régions

Croissance des salaires sur 3 mois selon les offres d'emploi d'Indeed (%)



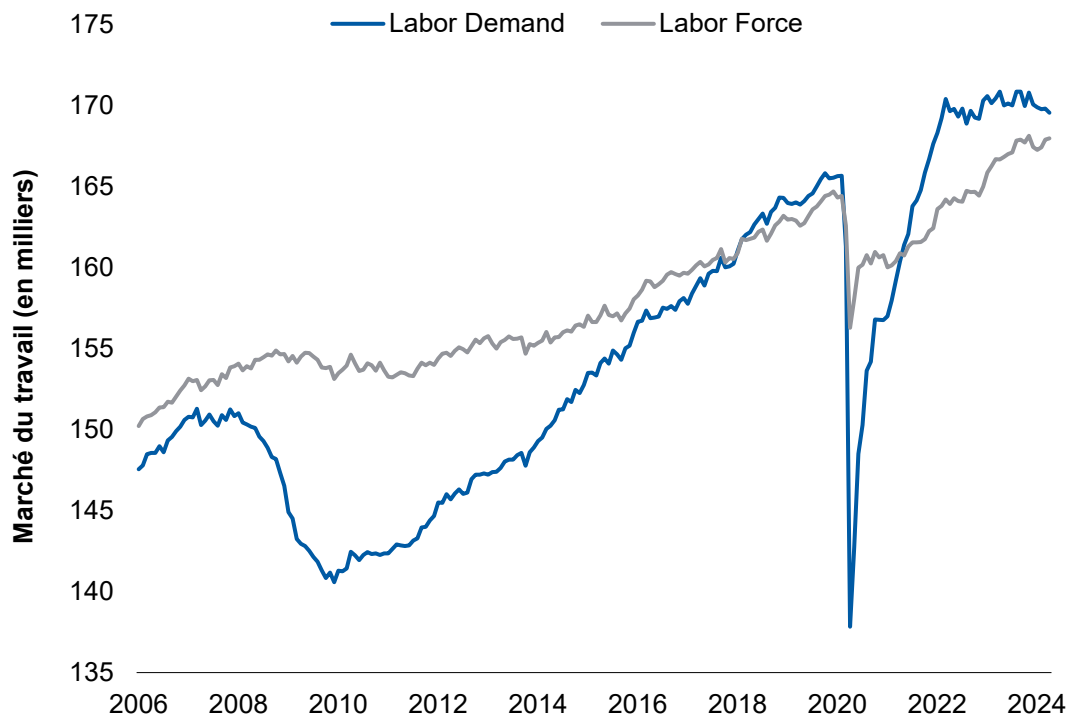
Source : Bloomberg, MSIM. Données au 21 juin 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe Portfolio Solutions Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, 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

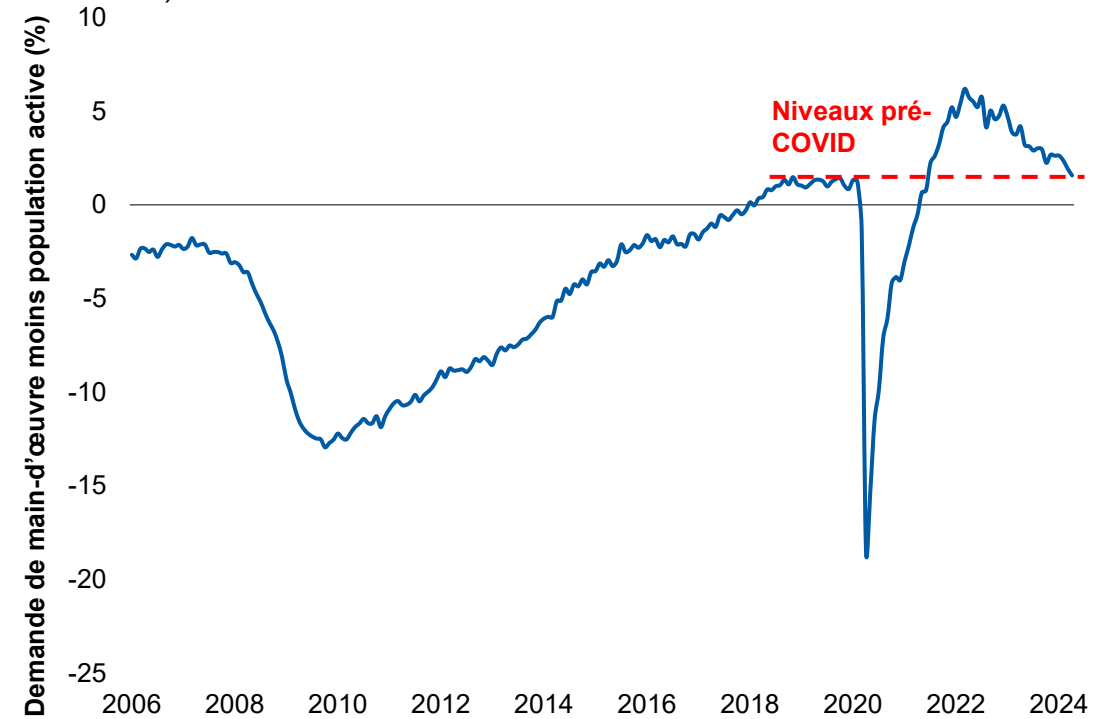
Le marché du travail américain à la croisée des chemins

Le marché du travail s'est rééquilibré de manière ordonnée, avec une diminution des offres d'emplois et un taux de chômage globalement stable. Toutefois, la demande excédentaire de main-d'œuvre ayant renoué avec ses niveaux pré-pandémie, le marché du travail est pour la première fois cette année vulnérable à un nouveau ralentissement de l'activité économique. C'est une question que nous suivons de très près.

La demande de main-d'œuvre ralentit depuis le début de l'année
Demande de travail aux Etats-Unis (offres d'emplois + employés) vs population active



L'équilibre du marché du travail est presque revenu à son niveau d'avant la crise sanitaire
Excédent de la demande de main-d'œuvre aux États-Unis (demande moins offre)



Source : Bloomberg, Macrobond, MSIM. Données au 19 juin 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe 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.

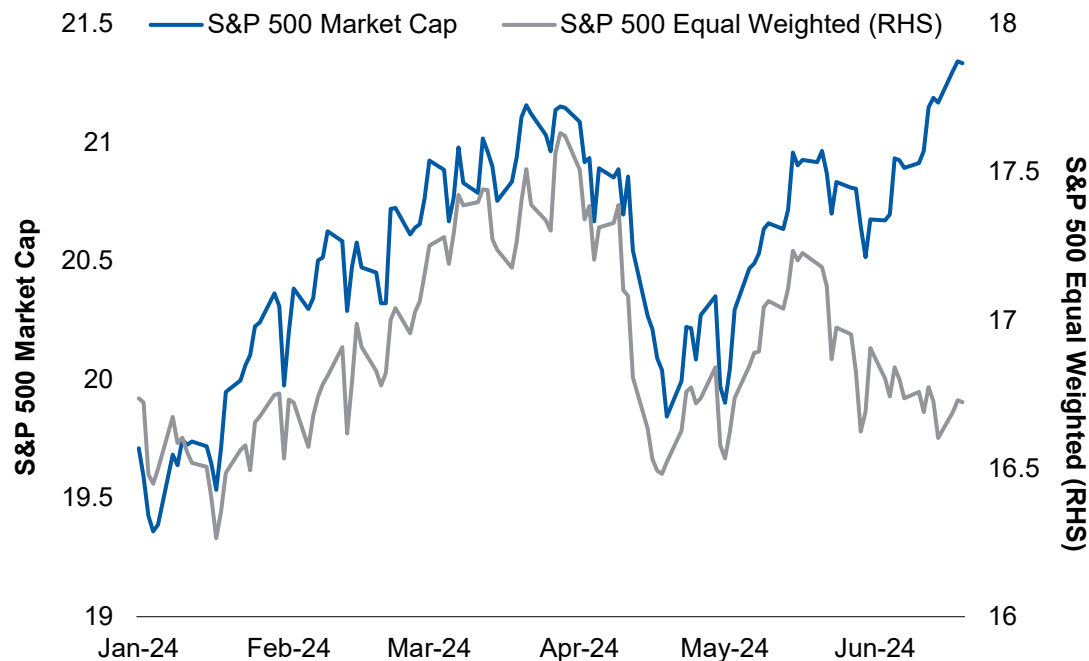
GRANDES IDÉES

Contre toute attente, les actions américaines poursuivent leur progression ; nous avons adopté un positionnement neutre trop tôt

Près de deux tiers des performances depuis le début de l'année des ont été générés par moins de 10 valeurs et les révisions à la hausse des bénéfices concernent elles aussi un nombre restreint d'entreprises. Les valorisations reflètent également le rétrécissement de la surperformance du marché : le ratio cours/bénéfice de l'indice S&P 500 est de 21x sur une base capipondérée, mais seulement de 16x sur une base équipondérée. Un nombre accru de valeurs pourraient participer à la hausse des marchés actions, mais cela nécessitera une reprise cyclique.

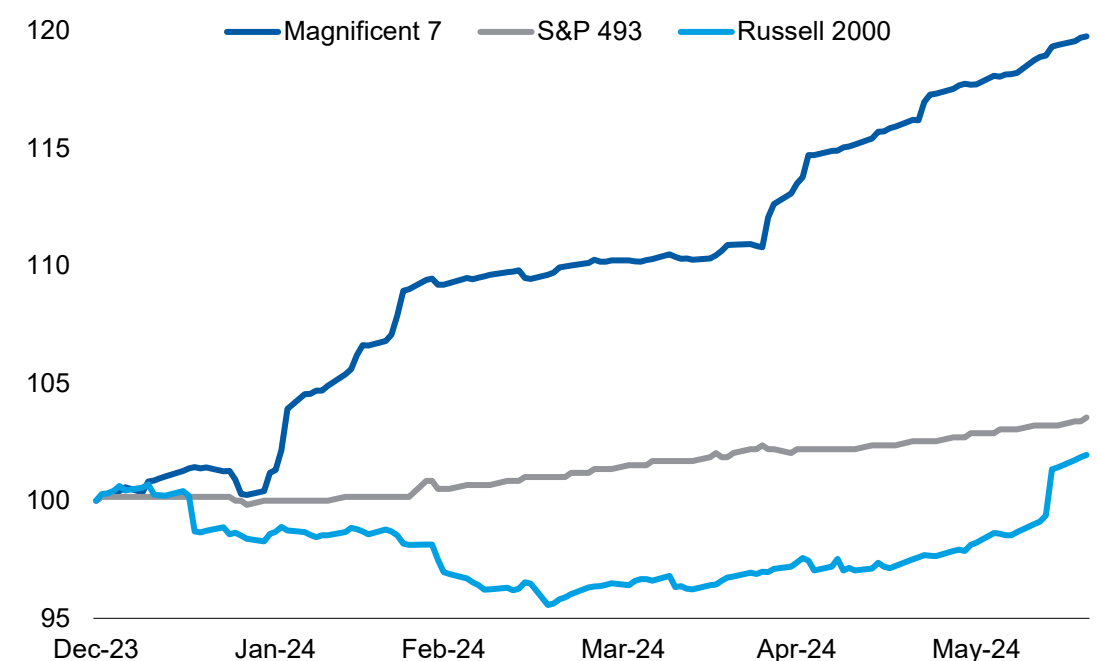
Les « 7 Magnifiques » restent les principaux moteurs de l'augmentation des valorisations du S&P 500...

Ratio C/B à 12 mois



...grâce à une solide surperformance des BPA

Bénéfices à 12 mois, nouvelle base 100 au 31/12/2023



Source : Bloomberg, Macrobond, MSIM. Données au 19 juin 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe 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.

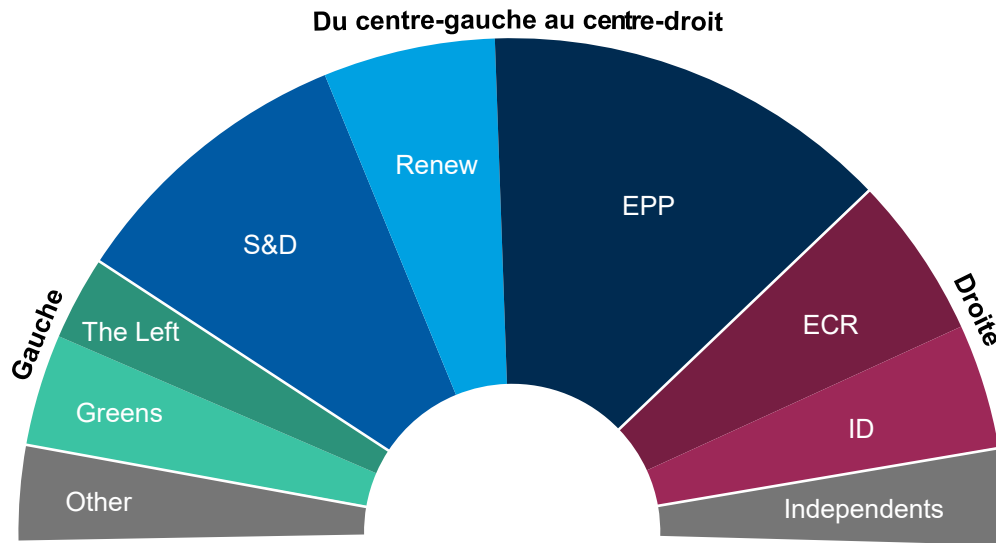
GRANDES IDÉES

Une volatilité d'origine politique : *Amuse-Bouche*

Les prochaines élections anticipées en France et les scrutins précédents dans certains grands pays émergents (Inde, Mexique et Afrique du Sud) ne sont que les premières échéances politiques sources de volatilité en ce début de second semestre 2024. Toutefois, nous ne pensons pas que les échéances politiques dans l'UE modifient fondamentalement les perspectives de la région. Nous estimons même que la volatilité récente a créé des opportunités d'achat.

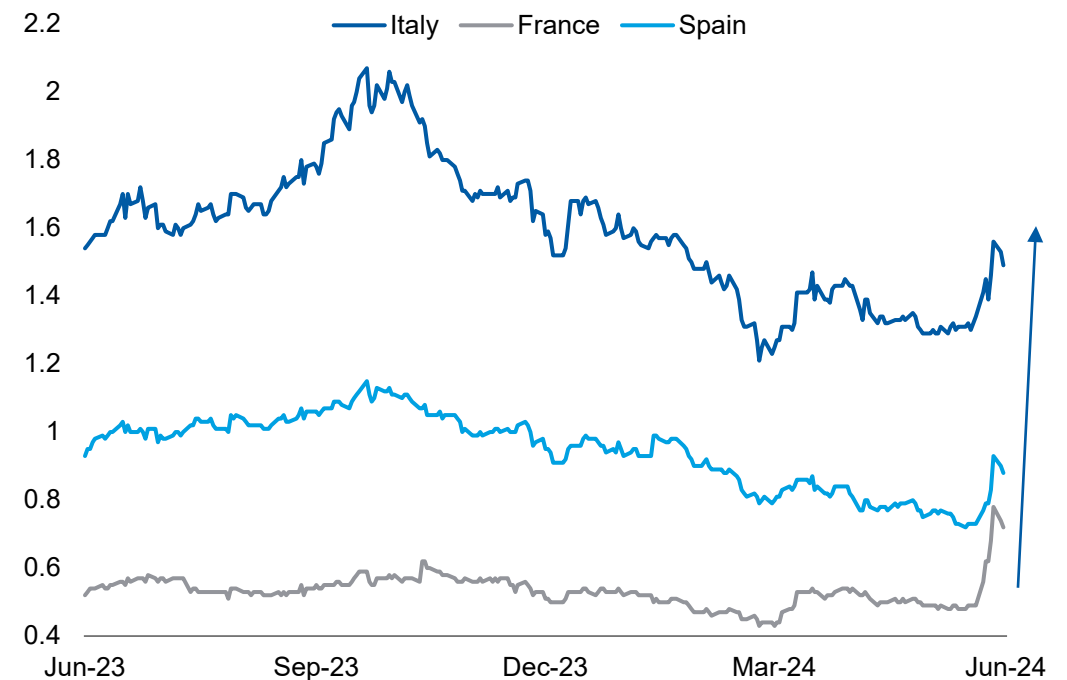
Les partis centristes restent le groupe le plus important au Parlement européen

Composition du Parlement européen (groupes centristes en bleu)



Les spreads suivent un schéma typique « d'augmentation du risque en zone euro »

Écart de rendement entre les obligations à 10 ans et les bunds allemands



Source : Union européenne, Bloomberg, MSIM PSG. Données au 19 juin 2024. Gauche = Groupe de la gauche au Parlement européen ; S&D = Socialistes et Démocrates ; PPE = Parti populaire européen ; ECR = Conservateurs et Réformistes européens ; ID = Identité et Démocratie. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe 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.

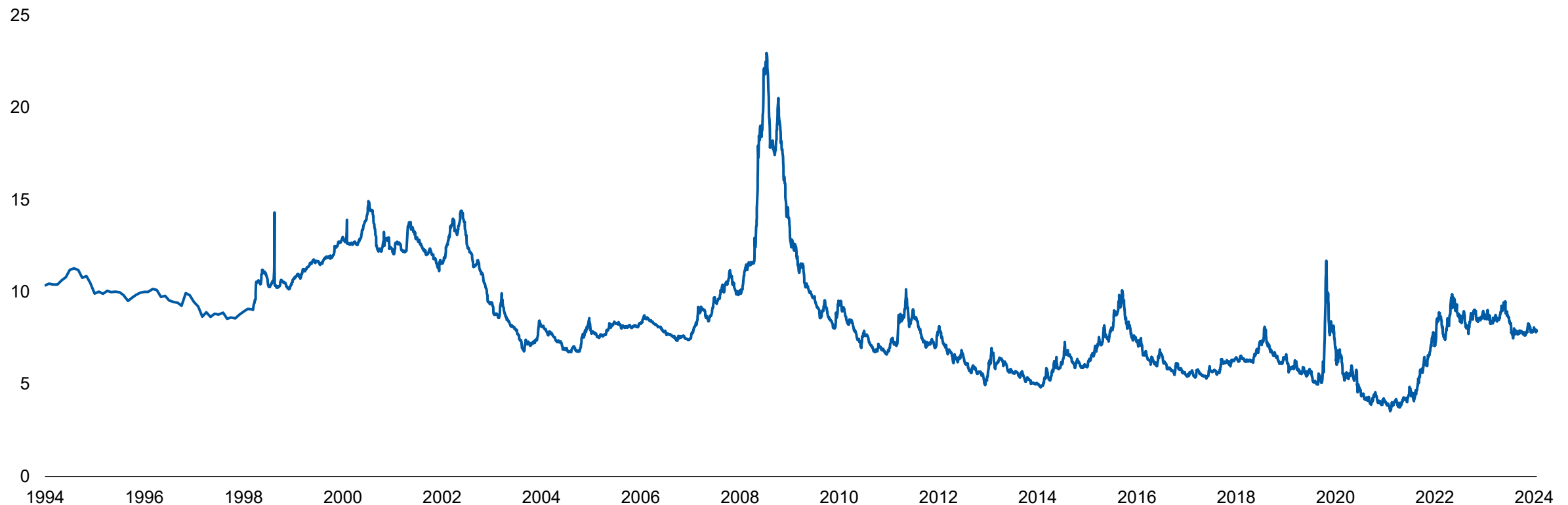
GRANDES IDÉES

Retour à une surpondération des obligations high yield

Les données macroéconomiques du mois écoulé ont conforté notre prévision d'un atterrissage en douceur, ce qui laisse augurer un risque de défaut contenu. Par conséquent, les rendements obligataires, en particulier ceux des titres de moindre qualité (comme le high yield) pourraient offrir des performances plus que décentes au deuxième semestre 2024 par rapport aux actions. Nous cherchons à renforcer l'exposition au risque du portefeuille sur ce segment obligataire.

Malgré des spreads serrés, le high yield offre toujours une performance relative intéressante grâce à des rendements globaux élevés

Rendement actuariel le plus faible (YTW) des obligations HY américaines (%)



Source : Bloomberg, MSIM. Données au 19 juin 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe 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.

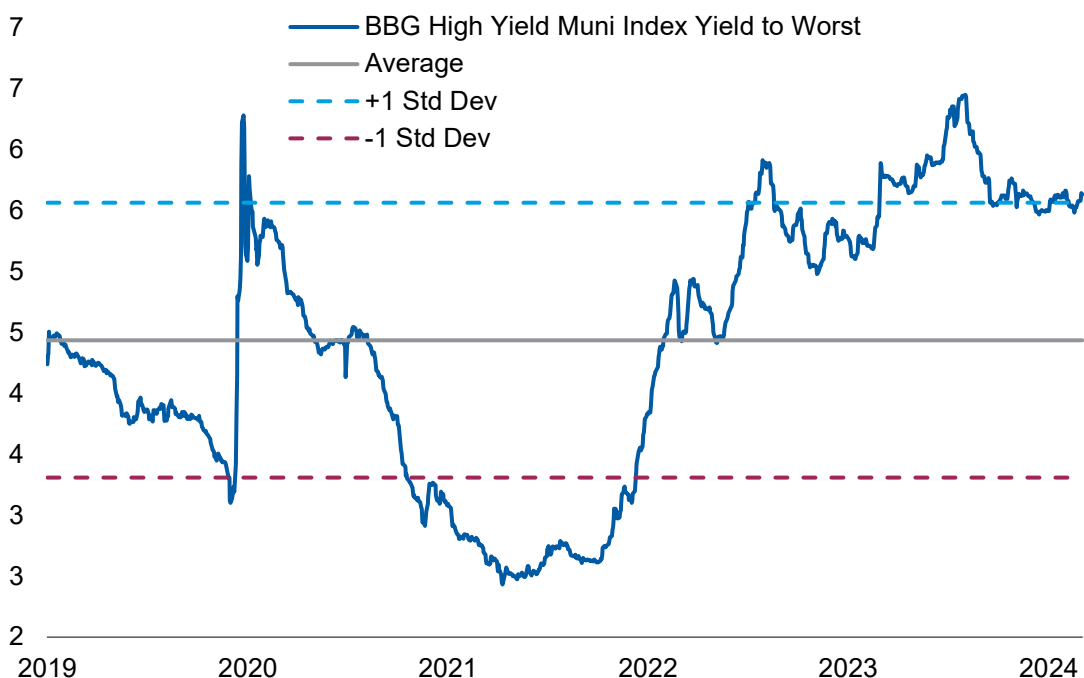
GRANDES IDÉES

Obligations municipales high yield : Des rendements attractifs et des facteurs techniques solides

Les rendements des obligations municipales high yield sont nettement supérieurs à leur moyenne des dernières années ; la configuration technique est très favorable avec une offre limitée, un retour de la collecte, des fondamentaux de crédit sous-jacents solides et un profil de duration qui devrait bénéficier de l'assouplissement de la politique de la Fed. Dans l'ensemble, nous pensons qu'une allocation aux obligations municipales high yield a toute sa place dans les portefeuilles.

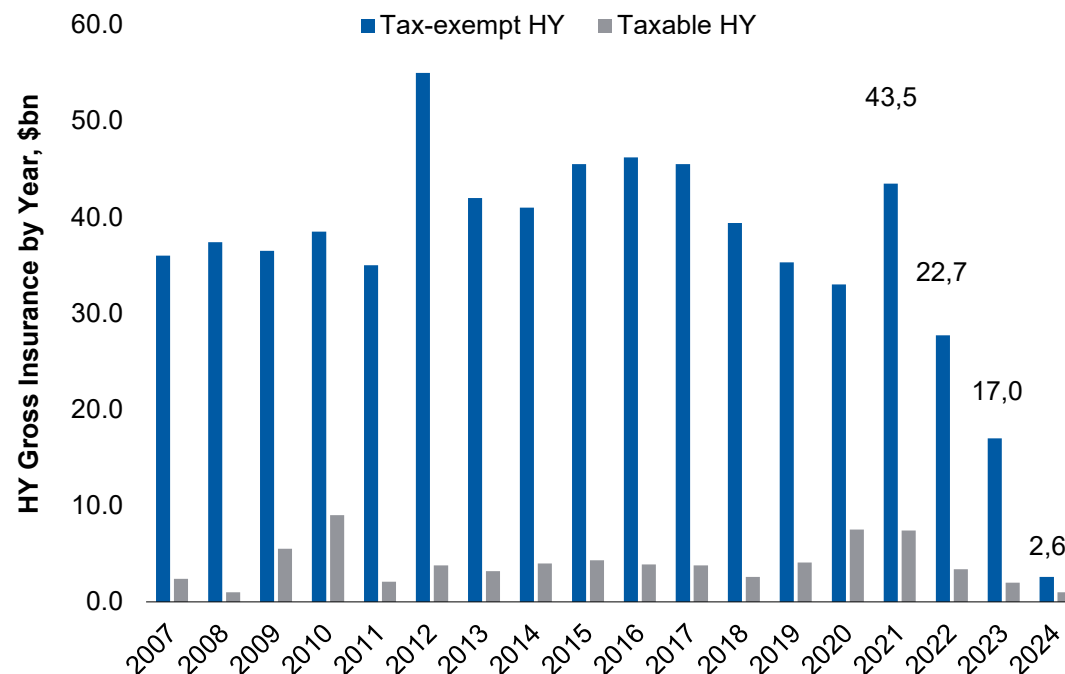
Les rendements des obligations municipales high yield sont élevés par rapport à leurs niveaux historiques

« Yield to worst » de l'indice BBG High Yield Muni (%)



Offre limitée

L'offre d'obligations municipales high yield est en baisse constante depuis 2021



Source : Bloomberg, JP Morgan, MSIM. Données au 31 mai 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe 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.

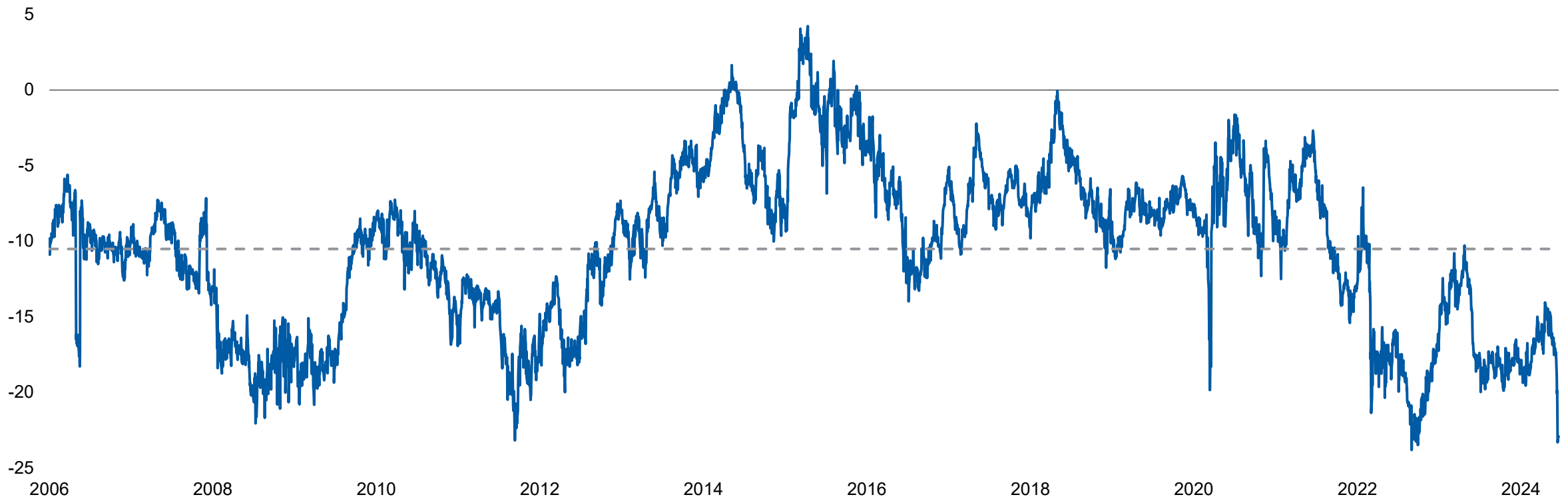
GRANDES IDÉES

Actions françaises : Acheter sur repli

Nous pensons que la sous-performance récente des actions françaises va s'inverser. Les chiffres d'affaires des grandes valeurs et des principaux secteurs sont essentiellement générés à l'étranger et ne devraient pas souffrir de l'issue des élections anticipées. En outre, les valorisations actuelles offrent un point d'entrée intéressant.

Les actions françaises affichent une décote historiquement faible par rapport aux actions mondiales

Ratios C/B prévisionnels de l'indice MSCI France vs. MSCI ACWI



Source : Bloomberg, MSIM PSG. Données au 19 juin 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe 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.

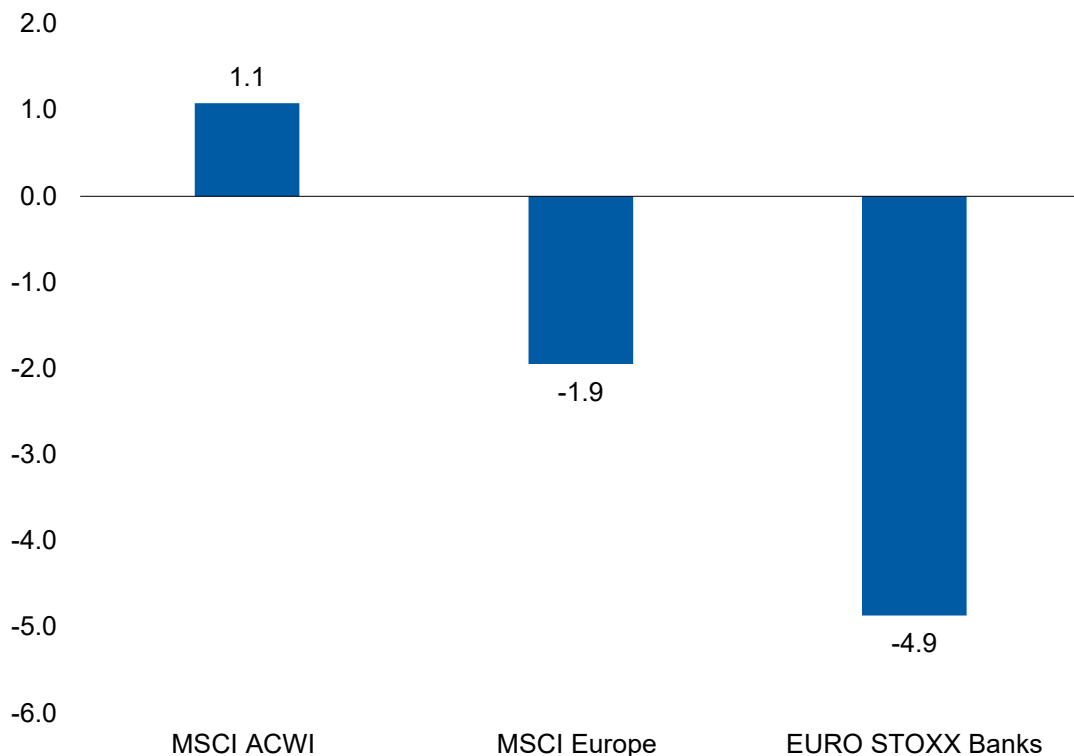
GRANDES IDÉES

Banques européennes : Une thèse d'investissement qui reste inchangée

Les banques européennes ont subi des pressions après les élections du Parlement européen, avec une augmentation du risque politique en France. Ces événements ne devraient remettre en question nos perspectives d'investissement, qui reposent sur une solide rentabilité des fonds propres et un potentiel de revalorisation intéressant dans un environnement de taux plus élevés.

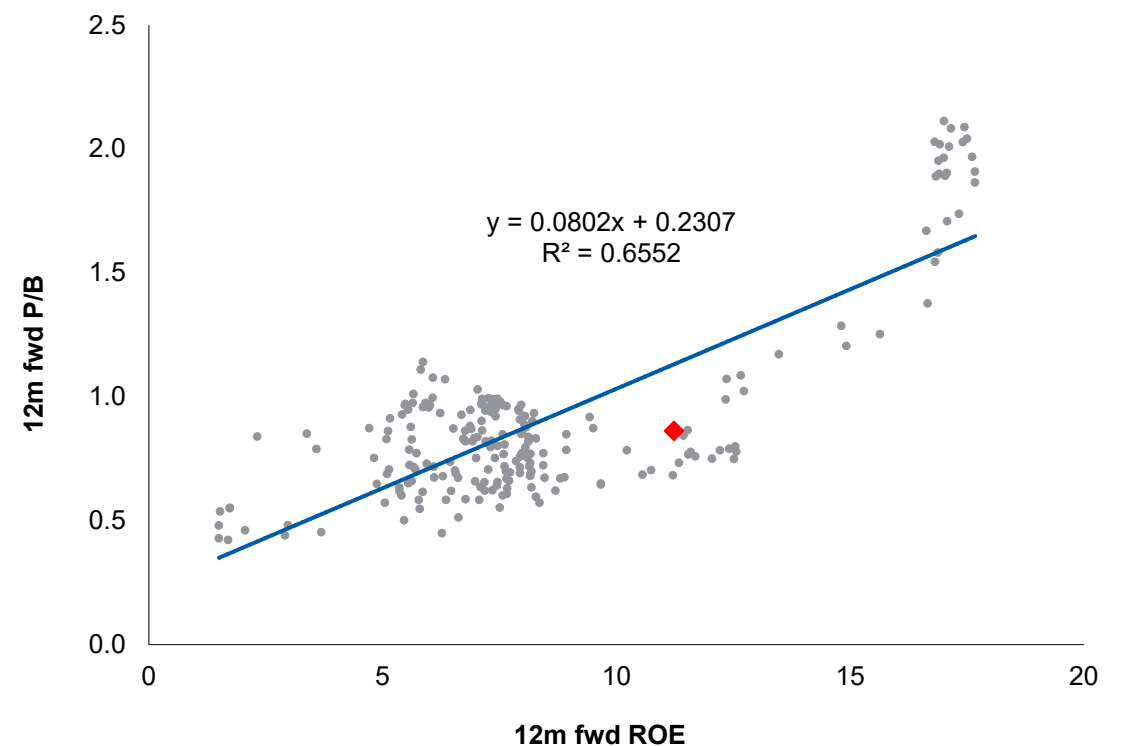
Les banques européennes pâtissent des risques politiques...

Performance depuis les élections au Parlement européen (7 juin 2024) (%)



...mais restent bon marché par rapport à leur rentabilité

Ratios C/B des banques européennes vs. ROE



Source : Bloomberg, MSIM PSG. Données au 20 juin 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe 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.

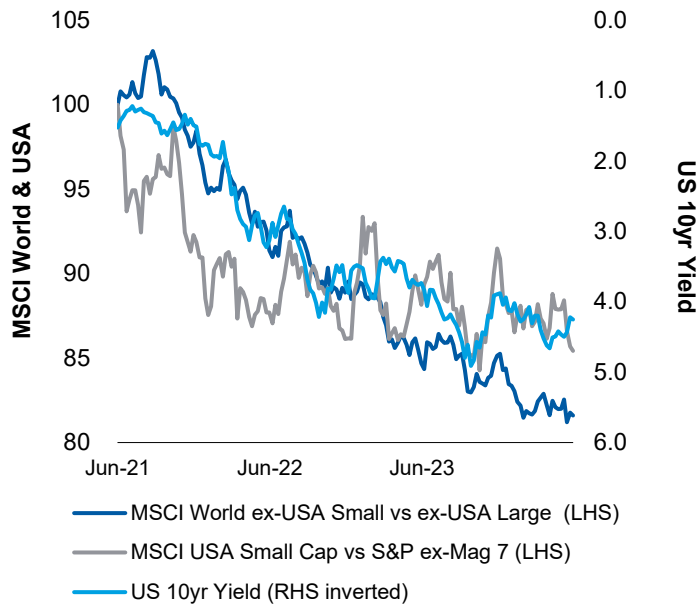
GRANDES IDÉES

La fenêtre de surperformance des petites capitalisations est trop étroite - nous privilégions les grandes capitalisations

Les indices des petites capitalisations sont de moindre qualité, plus volatils et plus exposés aux secteurs cycliques que les indices des grandes capitalisations. La surperformance des small cap nécessite une accélération de la croissance économique et une baisse des taux d'intérêt, ce qui semble peu probable dans le contexte actuel d'inflation.

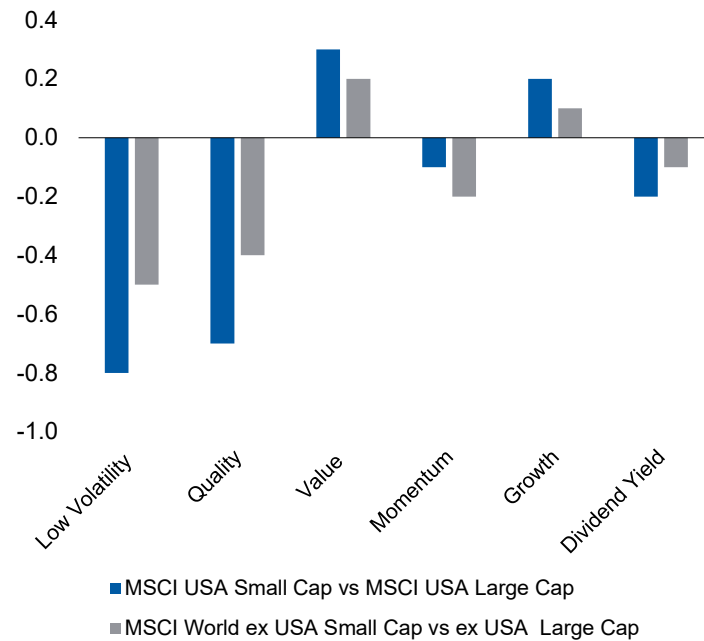
Les petites capitalisations souffrent actuellement des taux

Performances relatives des indices petites capi. vs grandes capi. (%) ; l'indice américain des grandes capi. exclut les 7 Magnifiques*, rendement des obligations américaines à 10 ans (%)



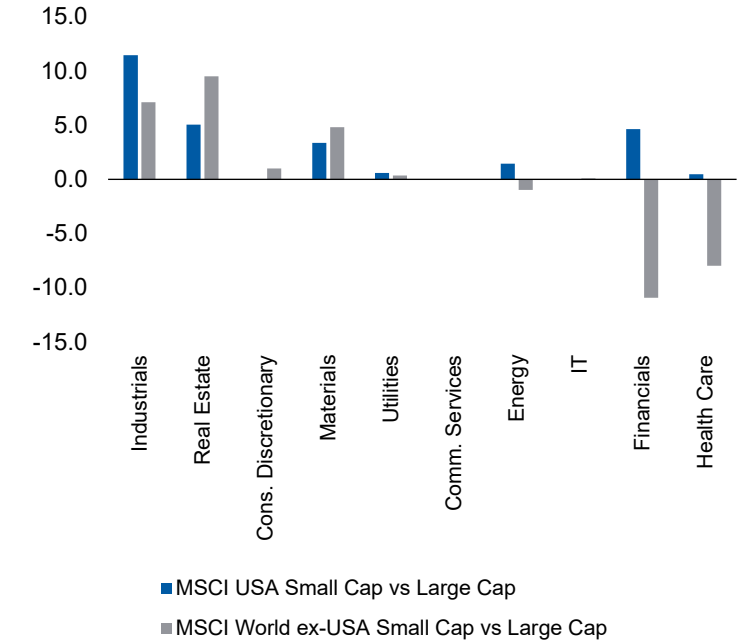
Petites capitalisations : moindre qualité, volatilité accrue

Selon le modèle factoriel MAC3 de Bloomberg. La qualité associée rentabilité, levier, variabilité.



Les petites capitalisations sont plus exposées aux valeurs cycliques

Exposition relative aux secteurs, petites vs. grandes capi. selon les indices indiqués dans la légende (%)



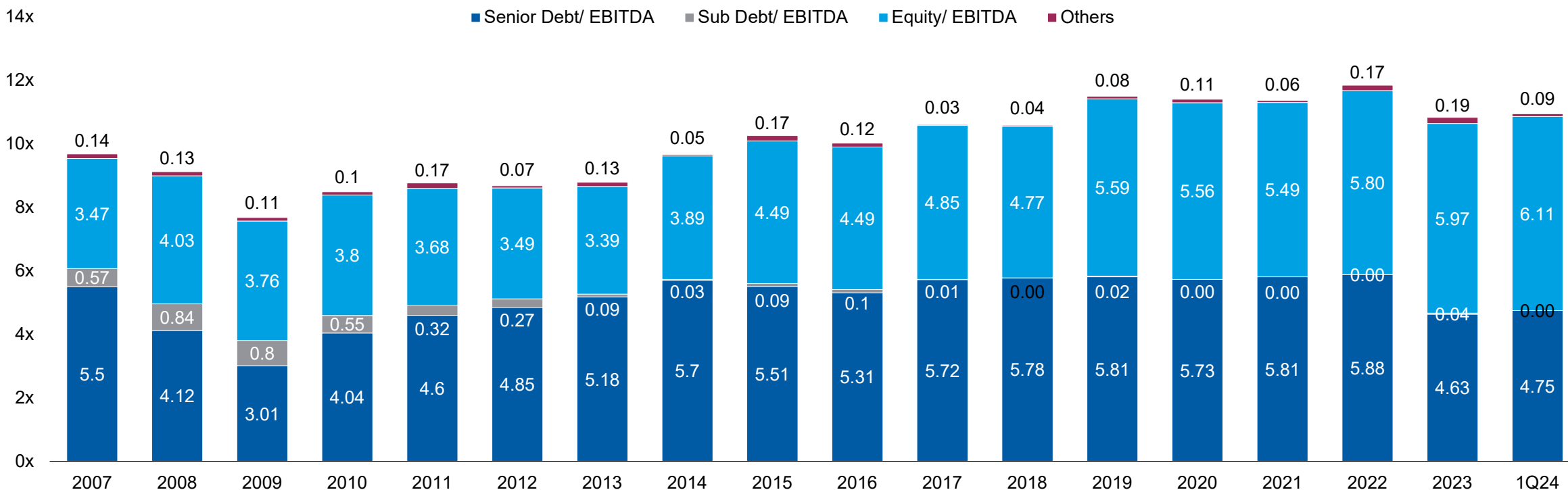
Source : Bloomberg, MSIM. Données au 21 juin 2024. * 7 Magnifiques = Nvidia, Alphabet, Amazon, Microsoft, Apple, Meta, Tesla. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe Portfolio Solutions Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au 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. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.

GRANDES IDÉES

Le capital-investissement montre des signes d'amélioration des valorisations des entrées

L'activité de transaction sur les marchés privés est faible, mais les valorisations ont clairement baissé en réponse à la hausse des taux d'intérêt. Une fois que les volumes de transactions finiront par se redresser plus nettement, les prix devraient clairement corriger et les points d'entrée devenir plus attractifs.

Multiples du prix d'achat – Tous les rachats à effet de levier



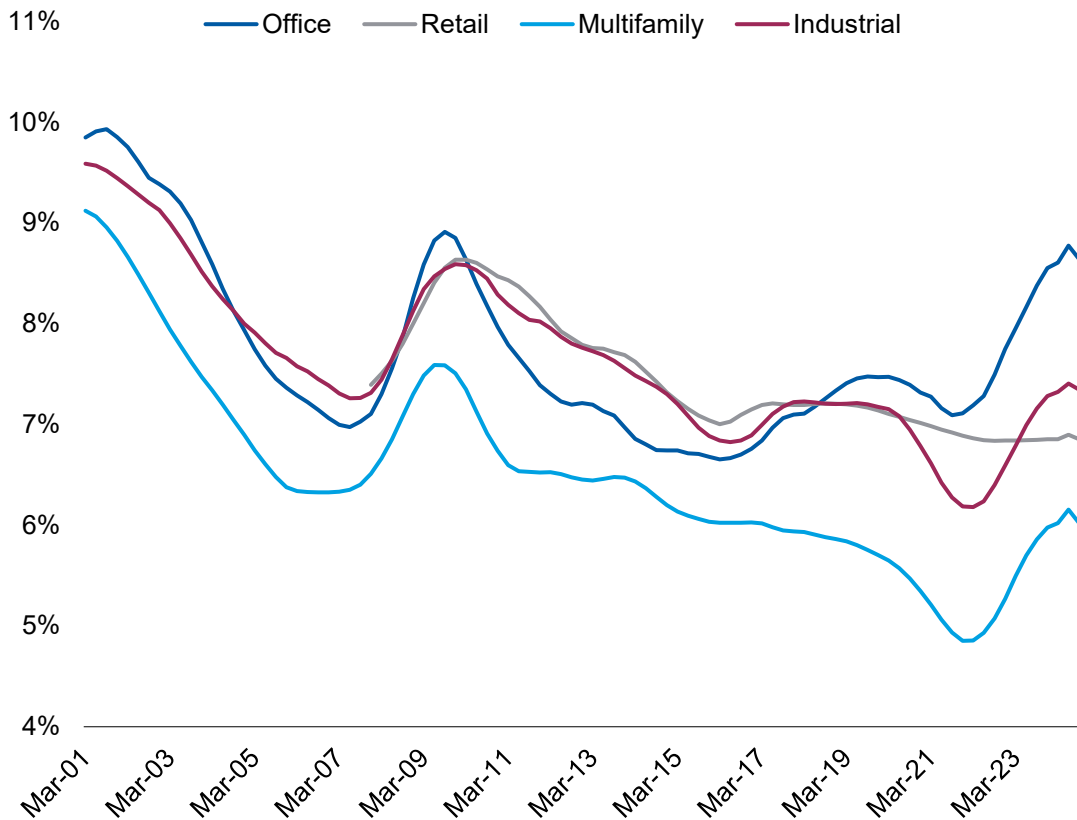
Sources : Pitchbook, Preqin. Ces informations reflètent le point de vue du Portfolio Solutions Group à la date du présent document et non à une date ultérieure, et peuvent être modifiées sans préavis en fonction de l'évolution des circonstances et des conditions du marché. Les dettes de premier rang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

GRANDES IDÉES

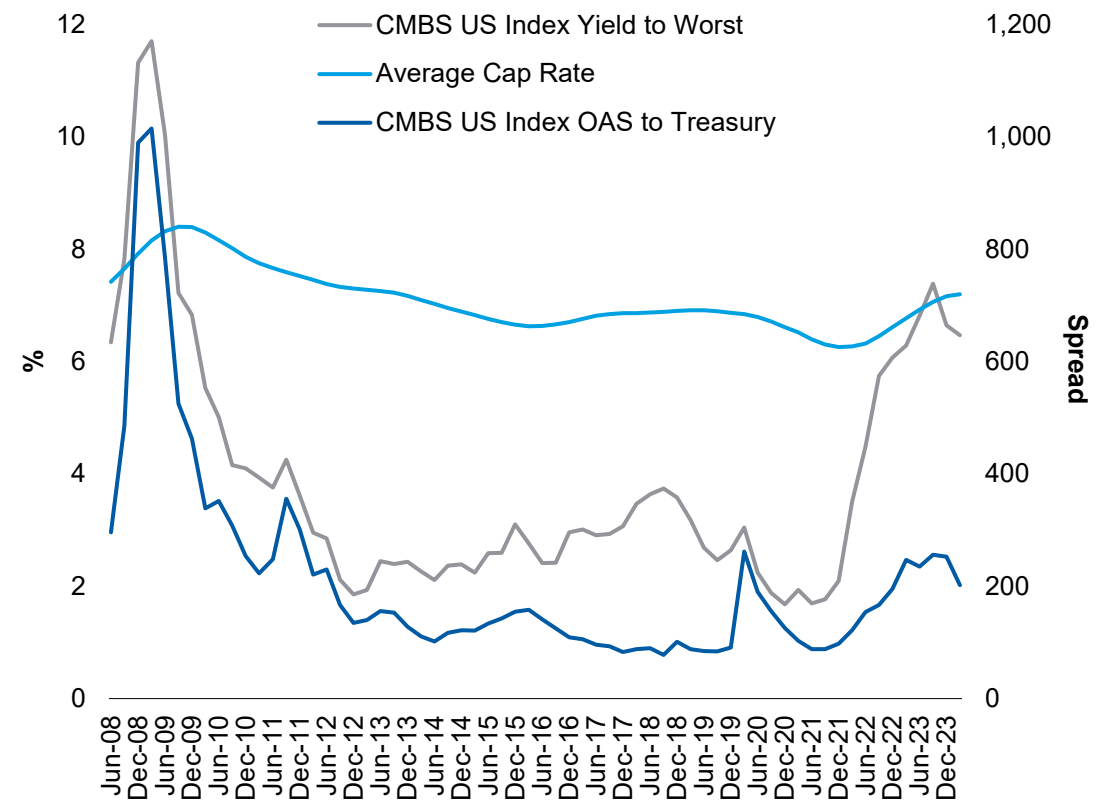
De nouvelles opportunités dans les foncières de l'immobilier commercial

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 et coût de la dette



Sources : CoStar, Bloomberg. Les données relatives aux taux plafonds vont du 31 mars 2001 au 31 mars 2024, avec des estimations d'avril à septembre 2024. Les données des taux plafond par rapport au coût de la dette vont du 30 juin 2008 au 31 mars 2024. Ces informations reflètent le point de vue du Portfolio Solutions Group à la date du présent document et non à une date ultérieure, et peuvent être modifiées sans préavis en fonction de l'évolution des circonstances et des conditions du 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. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.**

GRANDES IDÉES

Cadre d'investissement du Portfolio Solutions Group

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						La hausse des rendements depuis le début de l'année a permis de renforcer la duration des portefeuilles mais il est selon nous toujours risqué d'opter pour une duration longue sur les marchés obligataires. Le risque de duration des obligations pourrait pâtir de la lenteur et de l'ampleur limitée des baisses de taux de la Fed.
Crédit						Nous continuons à privilégier le crédit mondial : nous surpondérons le high yield, la dette émergente, les prêts bancaires et les ABS.
Actions						
Niveau de risque						Le moment est venu de prendre des bénéfices et de rester neutre sur les actions. Concrètement, nous ne sommes pas devenus négatifs à l'égard des actions mondiales, mais le ratio risque/rendement semble plus équilibré à ce stade.
Actifs alternatifs						
Actifs non cotés						Le réajustement des prix des actifs privés face à la hausse des coûts de financement se poursuit et des progrès importants ont été réalisés. Les prix d'entrée sur les segments du capital-investissement et de l'immobilier nous rendent confiants.
Hedge Funds						Sur le segment de la dette privée, les taux d'intérêt des nouveaux prêts baissent et se rapprochent des moyennes à long terme mais les stratégies flexibles dédiées aux situations spéciales affichent des valorisations relativement attractives.
Matières premières						Les hedge funds ont démarré l'année 2024 en fanfare et leur positionnement laisse augurer de bonnes opportunités pour les équipes de gestion spécialisées.
Transition						
Liquidités/Duration courte						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.
						Maintenir la neutralité vis-à-vis des liquidités. Les investisseurs bénéficient de rendements à court terme plus élevés à la faveur de taux directeurs « durablement élevés », et ils permettent également de stocker des réserves de liquidités en attendant un meilleur point d'entrée sur les actifs risqués.

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

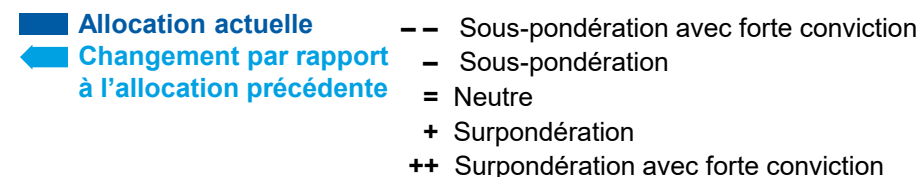
Obligations	Notre opinion					Commentaire
	--	-	=	+	++	
Obligations						Nous maintenons une position sous-pondérée en durée par rapport à l'indice de référence, que nous considérons globalement comme neutre. Les baisses de taux excessives anticipées pour 2024 ont nettement diminué, ce qui rééquilibre les perspectives en matière de durée.
Bons du Trésor américain			■			Les rendements réels se sont stabilisés au-dessus de 2 % depuis mars. L'inflation s'avérant plus tenace que prévu, les breakevens d'inflation à 10 ans devraient rester supérieurs à 2,2 %.
Obligations indexées sur l'inflation			■			La croissance persistante des salaires rend plus équilibré le ratio risque/rendement de la zone euro en matière de durée. Toutefois, en termes relatifs, la BCE pourrait procéder à des baisses de taux plus marquées que prévu en raison d'une tendance désinflationniste plus prononcée.
Emprunts d'État de la zone euro			■			La moindre volatilité des taux et la solidité des indices PMI dans les pays émergents devraient être favorables aux spreads de l'indice EMBI. Le principal risque pour la classe d'actifs serait une inflation plus tenace que prévu, laquelle pourrait entraîner une nouvelle hausse des anticipations de taux.
Emprunts d'État des pays émergents en devise forte				■		La baisse des rendements locaux des pays émergents par rapport au crédit américain limitera les flux entrants. Les devises émergentes ont été mises sous pression par la posture agressive de la Fed. Le principal risque pour la classe d'actifs serait un nouveau durcissement de la Fed.
Emprunts d'État des pays émergents en devise locale			■			Nous maintenons une position sous-pondérée en durée par rapport à l'indice de référence, que nous considérons globalement comme neutre. Les baisses de taux excessives anticipées pour 2024 ont nettement diminué, ce qui rééquilibre les perspectives en matière de durée.
Obligations cotées						Les rendements actuels des obligations municipales de bonne qualité sont très légèrement supérieurs voire similaires à ceux des bons du Trésor américain après impôt. En revanche, les segments moins bien notés du marché recèlent encore un peu de valeur.
Obligations municipales			■			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.
Obligations Investment Grade	■					Les titres adossés à des actifs font l'objet d'une forte conviction et le rendement par unité de qualité de crédit reste intéressant. Les flux de trésorerie des consommateurs sont élevés en raison de la tension sur les marchés de l'emploi.
MBS/ABS					■	Les données macroéconomiques renforçant la thèse d'un atterrissage en douceur, les rendements obligataires, en particulier ceux des crédits de moindre qualité (comme le high yield), pourraient offrir des performances intéressantes au deuxième semestre 2024 par rapport aux actions,
Obligations High Yield				←		Les rendements restent attractifs car le marché ne prévoit pas de nouvelles baisses de taux, et les spreads semblent raisonnables même s'ils assez sont assez serrés par rapport leurs tendances historiques. Les taux de défaut devraient rester limités
Prêts bancaires				■		Les rendements actuels des obligations municipales de bonne qualité sont très légèrement supérieurs voire similaires à ceux des bons du Trésor américain après impôt. En revanche, les segments moins bien notés du marché recèlent encore un peu de valeur.

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

GRANDES IDÉES

Actions internationales

Positions représentatives du Portfolio Solutions Group



Actions	Notre opinion					Commentaire
	--	-	=	+	++	
Actions régionales						
<i>Marchés développés</i>						
États-Unis						La croissance américaine devrait rester résiliente, mais nous observons des signes de stabilisation de la croissance en dehors des États-Unis. Toutefois, comme le rebond récent est dû en grande partie à l'augmentation des multiples, les risques nous semblent actuellement équilibrés.
Zone euro						Le fait que les indicateurs macroéconomiques remontent la pente pourrait offrir de meilleures perspectives de performances, mais les fondamentaux restent toujours plus faibles que dans d'autres régions, ce qui équilibre les perspectives des actions européennes.
Japon						Au Japon, la trajectoire vers une inflation durable et les réformes en matière de gouvernance d'entreprise jouent un rôle majeur dans l'amélioration des marges bénéficiaires et de la rentabilité des actionnaires. Les valorisations ont augmenté mais ne sont pas très élevées...
<i>Marchés émergents</i>						L'absence d'un atterrissage brutal dans les pays développés et l'assouplissement des conditions financières sont globalement favorables aux marchés émergents. La pérennité du rebond dépendra de l'amélioration durable des bénéfices.
Style						
Croissance vs « value »						Actuellement, la surperformance des valeurs de croissance par rapport aux titres value s'explique par la progression des grandes sociétés technologiques. Les prévisions des grandes valeurs de la tech ne cessent d'être révisées à la hausse, ce qui laisse augurer une domination continue des valeurs de croissance sur le plan des fondamentaux.
Qualité						La prime de risque des actions étant faible et l'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.
Grandes capitalisations vs petites capitalisations						Alors que le coût du capital reste élevé, nous pensons que les grandes capitalisations sont mieux protégées d'éventuels problèmes d'endettement que les petites capitalisations, qui sont plus fragiles.
Dividendes						Les valeurs de rendement 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	La réévaluation engagée 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 obtenir des prévisions de performances attrayantes. Les sponsors de fonds de private equity ont également besoin d'un ensemble d'outils extrêmement compétitifs pour se lancer dans des initiatives de croissance des revenus, pour 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 privés	Les valorisations de l'immobilier commercial continuent de faire l'objet d'une réévaluation significative 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 l'amélioration des prix devrait offrir des opportunités intéressantes. 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 non seulement grâce aux développements de l'IA générative tandis 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 durées et les défauts des prêts privés sont désormais en ligne avec les moyennes à long terme, ce qui permet au crédit privé de contribuer à la construction globale 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.
Liquid Alternatives	
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 diminution des corrélations 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 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. Note: La sur/sous-pondération des marchés privés 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.

L'**indice Bloomberg Euro-Aggregate Corporates** se compose d'obligations émises en euros ou dans les anciennes devises des 16 pays souverains participant à l'Union économique et monétaire (UEM).

Indice Bloomberg Global Aggregate Ex-USD (en anglais seulement) est une mesure générale des placements mondiaux en titres de créance investment grade à taux fixe, 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 Pan-European High Yield** couvre l'univers de la dette sub-investment grade à taux fixe, libellée 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'agences émis par des organismes gouvernementaux américains, des sociétés quasi fédérales et des titres de créance d'entreprises ou de créances étrangères garantis par le gouvernement des États-Unis.

Indice Bloomberg U.S. Aggregate (en anglais seulement) est un indice non géré d'obligations canadiennes de première qualité, 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 : cartes de crédit et de paiement, prêts automobiles et prêts aux services publics.

Indice Bloomberg des CMBS des États-Unis mesure le marché des contrats CMBS de conduite et de fusion avec une taille minimale de 300 millions de dollars.

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

Indice Bloomberg des titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) des États-Unis mesure les titres intermédiaires adossés à des créances hypothécaires émis par la GNMA, la FNMA et la FHLMC.

Indice Bloomberg des bons du Trésor américain mesure les titres de créance publique émis par le Trésor américain.

Indice de volatilité CBOE (VIX) suit la volatilité implicite d'un large éventail d'options de l'indice S&P 500.

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

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

Indice ICE BofA Fixed Rate Preferred Securities (en anglais seulement) est un indice non géré de titres privilégiés à taux fixe émis aux États-Unis.

Indice ICE BofA des obligations d'État de l'Union européenne suit la performance 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 non géré pondéré en fonction de la capitalisation boursière représentant la performance des 100 plus grandes sociétés de premier ordre cotées au Royaume-Uni, qui passent avec succès 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 Asie-Pacifique (MSCI AC Asie-Pacifique) 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, Taiwan et la Thaïlande.

Indice Morgan Stanley Capital International (MSCI) Japon est un indice non géré 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 dans les marchés développés.

Morgan Stanley Capital International (MSCI) World ex USA Small Cap Index est un indice non géré de titres de participation à petite capitalisation dans 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 du risque

Définitions de l'index (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 moyen de l'action Nikkei 225 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 1000® est un indice non géré regroupant 1 000 grandes 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 à composante fixe conçu pour fournir une représentation large mais liquide des sociétés à 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, n'examine 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'autorisation écrite préalable de J.P. Morgan. Copyright 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.

Terms

Ratios de rendement des obligations municipales par rapport aux obligations 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.

Céder au pire est une mesure qui reflète le rendement potentiel le plus faible obtenu sur une obligation sans défaillance 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 influencée par les mouvements globaux du marché et les facteurs spécifiques à une industrie ou à un produit de base particulier, notamment les conditions météorologiques, les embargos, les droits de douane 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 des 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 étrangères peuvent comporter un risque et une volatilité plus élevés que les investissements américains en raison de conditions de marché défavorables, économiques, politiques, réglementaires, géopolitiques ou autres. Dans les pays émergents, ces risques peuvent être plus importants. Agence gouvernementale Bien que certaines agences parrainées par le gouvernement des États-Unis 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, un moindre liquidité, un élargissement des spreads de crédit et un manque de transparence des prix de marché. En général, l'information publique sur les émetteurs municipaux est limitée. **Indexé sur l'inflation** – Les paiements d'intérêts sur les titres indexés sur l'inflation peuvent varier considérablement et fluctueront en fonction du capital et des intérêts ajustés en fonction de l'inflation. Les placements 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 l'ensemble des secteurs bancaires et financiers mondiaux pour déterminer les taux d'intérêt d'une variété d'instruments financiers (tels que les titres de créance et les produits 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 les instruments qui reposent actuellement sur le 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. **Paiement anticipé - MBS** – Les titres adossés à des créances hypothécaires sont soumis à un 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 de 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 puisse fonctionner dans toutes les conditions du marché et il incombe à chaque investisseur d'évaluer sa capacité à investir à long terme, surtout pendant les périodes de détérioration du marché.

Les comptes dédiés gérés séparément peuvent ne pas être adaptés pour tous les investisseurs. Les comptes dédiés gérés conformément à 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 de formation et ne constitue pas une offre ni une recommandation d'achat ni de vente d'un titre en particulier ni d'adoption d'une stratégie d'investissement particulière. Les informations contenues dans le présent document ne s'appuient pas sur la situation d'un client en particulier. Elles ne constituent pas un conseil d'investissement et ne doivent pas être interprétées comme constituant un conseil en matière fiscale, comptable, juridique ni réglementaire. Avant de prendre une décision d'investissement, les investisseurs doivent solliciter l'avis d'un conseiller juridique et financier indépendant, y compris s'agissant des conséquences fiscales.

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

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

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

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

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 à MSIM sont : Eaton Vance Management (International) Limited, Eaton Vance Advisers International Ltd, Calvert Research and Management, Eaton Vance Management, Parametric Portfolio Associates LLC et Atlanta Capital Management LLC.

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

EMOA

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

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

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

ASIE-PACIFIQUE

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

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

CRC 6738132 Exp 06/30/2025