

Morgan Stanley

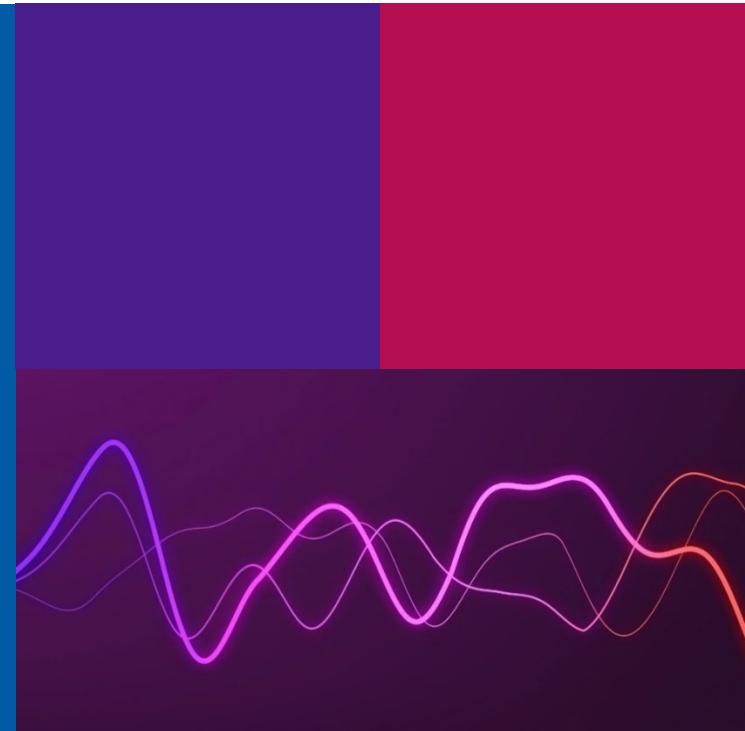
INVESTMENT MANAGEMENT

The BEAT

Bonds | Equities | Alternatives | Transition

Guide mensuel des marchés mondiaux et d'allocation
d'actifs

Juillet 2025



GRANDES IDÉES

Thèmes clés pour le second semestre 2025 (S2 2025)



S2 2025 : Dissipation de l'incertitude

Moins de volatilité. Le deuxième semestre 2025 permettra de lever les incertitudes du premier semestre 2025 liées aux droits de douane, au budget et à la politique fiscale aux États-Unis. Reste désormais à voir si les retombées des politiques tarifaires entraînent un ralentissement plus prononcé de l'activité économique et une hausse de l'inflation (scénario de stagflation) ou si l'économie s'en sort sans récession. Nous penchons pour la deuxième hypothèse. La conclusion du budget américain et du plan fiscal aux États-Unis pourrait s'avérer favorable pour l'activité économique, car elle pourrait stimuler l'économie via un amortissement dégressif, une augmentation des dépenses d'investissement (capex) et une nouvelle déréglementation qui déplacerait le moteur de la croissance du gouvernement vers le secteur privé plus productif. D'**« inconnues connues »** au S1 2025, elles deviendront des « connues connues » au second semestre, ce qui devrait réduire la volatilité par rapport aux niveaux du premier semestre.

Productivité et éléments pris en compte



Une croissance plus productive. Un élément insuffisamment pris en compte du changement politique est la réduction des dépenses fédérales qui commence à se concrétiser. Après la pandémie, les dépenses et les politiques gouvernementales ont influencé et relégué au second plan l'activité du secteur privé tant en termes de croissance de l'emploi que d'initiatives écologiques qui ont influencé les dépenses et les investissements des entreprises. Ce changement de politique est difficile à mesurer directement. En effet, il se manifeste à travers les investissements et les dépenses d'équipement des entreprises, qui, ensuite, se répercutent sur le PIB. Le point important est qu'il est porté par le secteur privé plutôt que par le secteur public, de sorte que l'argent investi a un effet multiplicateur plus élevé. Cela pourrait provoquer une hausse des prix et des valorisations des actifs américains à laquelle le consensus ne s'attend pas. Nous modifions nos anticipations en ce sens pour le deuxième semestre 2025.



Moins de soutien monétaire : les spreads à la rescousse

Ce ne sera pas facile. Les banques centrales pourraient réduire le niveau d'assouplissement au deuxième semestre 2025 par rapport au premier. La Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre (BoE) avaient assoupli leurs politiques monétaires et beaucoup pensaient que la Fed allait leur emboîter le pas. Tous ces éléments ont appuyé la contribution de la duration à la performance des obligations. Désormais, la BCE et la BoE pourraient avoir plus de mal à assouplir leur politique au même rythme qu'auparavant, quant à la Fed, elle pourrait ne pas l'assouplir du tout. Beaucoup dépendra des répercussions inflationnistes des politiques tarifaires, ce qui signifie que les taux d'intérêt pourraient ne plus soutenir les rendements obligataires au deuxième semestre 2025. Par conséquent, les performances pourraient maintenant se résumer à une affaire de portage et de spreads, car le coup de pouce des taux pourrait être perdu. Nous apprécions toujours notre stratégie « barbell » en tant que thème obligataire mondial au deuxième semestre 2025, en associant de la dette à haut rendement avec des actifs à courte durée de grande qualité.



Contre-consensus : sous-estimation du risque haussier des actions américaines

Un point de vue différent. D'après le consensus le potentiel de hausse des actions est limité en raison des valorisations. Or, en nous fondant sur la relation historique impliquée par le taux annualisé des bénéfices de l'année, nous pensons que les prévisions de bénéfices pour 2025 pourraient s'avérer sous-estimées par les analystes d'environ 9 \$. Cela peut s'expliquer par le fait que les analystes se couvrent contre les surprises économiques négatives découlant des droits de douane à venir. Nous pensons que les données finissent toujours par s'imposer, ce qui laisse place à des surprises positives en matière de bénéfices au deuxième semestre 2025. Cela conduirait non seulement à de nouvelles augmentations des bénéfices jusqu'en 2026, mais indiquerait également que les valorisations actuelles des PER pourraient être surestimées. Fort de ces éléments, nous envisageons d'augmenter notre exposition aux actions américaines au deuxième semestre 2025.

Les points de vue et opinions exprimés sont ceux du Portfolio Solutions Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Cette présentation ne doit pas être interprétée comme une recommandation d'investissement ou de recherche.

GRANDES IDÉES

Portfolio Solutions Group – Nos meilleures idées thématiques pour le S2 2025

États-Unis vs Europe : regain de potentiel haussier aux États-Unis

Changement de cap. Les facteurs favorables qui ont soutenu la surperformance de l'Europe au S1 2025 se maintiennent, mais la réévaluation correspondante des valorisations rend moins probable une nouvelle hausse au deuxième semestre 2025. En parallèle, malgré les bons résultats enregistrés au premier trimestre aux États-Unis, les prévisions pour l'ensemble de l'année ont été revues à la baisse, les marchés anticipant un ralentissement au deuxième semestre 2025. Si les droits de douane ne s'avèrent pas aussi pénalisants que prévu pour l'économie américaine, les estimations actuelles pourraient-elles être trop basses ? Cela reste à voir, mais il semble que le potentiel de bonnes surprises soit plus important aux États-Unis qu'en Europe à l'aube du second semestre.

États-Unis : les grandes capitalisations devraient conserver leur avance sur les petites et moyennes capitalisations

Pas de changement du scénario. Après avoir sous-performé les petites et moyennes capitalisations au premier trimestre 2025, les grandes capitalisations technologiques ont repris l'avantage grâce à la vigueur relative des révisions de bénéfices. En comparaison, les petites et moyennes capitalisations ont continué à sous-performer, car 1) les révisions des bénéfices ont été décevantes en termes relatifs et 2) la faiblesse du dollar américain (USD) a constitué une difficulté supplémentaire, les petites et moyennes capitalisations étant moins présentes à l'international. Alors que nous entrons dans le deuxième semestre 2025, nous pensons que les grandes capitalisations continueront de dominer aux États-Unis et, à ce titre, avons choisi de mettre fin à notre surpondération des moyennes capitalisations américaines.

Les points de vue et opinions exprimés sont ceux du Portfolio Solutions Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Cette présentation ne doit pas être interprétée comme une recommandation d'investissement ou de recherche.

Taux : remplacer les bons du Trésor américain (couverts contre le risque de change) par des emprunts d'État en euros

Maintenir le portage. Les rendements américains et européens se sont négociés dans une fourchette relativement étroite au cours des derniers mois et une poursuite de cette tendance offre aux investisseurs l'occasion de bénéficier de 80 à 90 points de base (pb) supplémentaires de portage stable. Quel est le risque ? Une baisse sensible des rendements des bons du Trésor américain par rapport à ceux de l'UE. Toutefois, nous continuons de considérer ce scénario comme peu probable compte tenu des préoccupations budgétaires persistantes, de la résistance de la croissance économique et de la réticence de la Fed à assouplir sa politique de manière significative.

Crédit : approche tactique des spreads qui sont proches de leurs plus bas niveaux historiques

Un jeu de patience. Après l'élargissement des spreads induit par les droits de douane au début et à la mi-avril, les spreads de crédit ont rarement été aussi serrés. À environ 300 pb, les spreads du High Yield (HY) restent relativement contenus par rapport à la tendance des défauts, qui restent un peu élevés en comparaison. Dans notre scénario central d'absence de récession, les risques de défaut devraient rester peu importants, mais, à leur niveau actuel, les spreads maintiennent une asymétrie risque/rendement défavorable. Cela dit, nous envisageons de renforcer notre exposition en cas de faiblesse à court terme qui amènerait les valorisations à des niveaux plus raisonnables. D'ici là, nous préférons nous exposer aux actions plutôt qu'au risque de crédit.

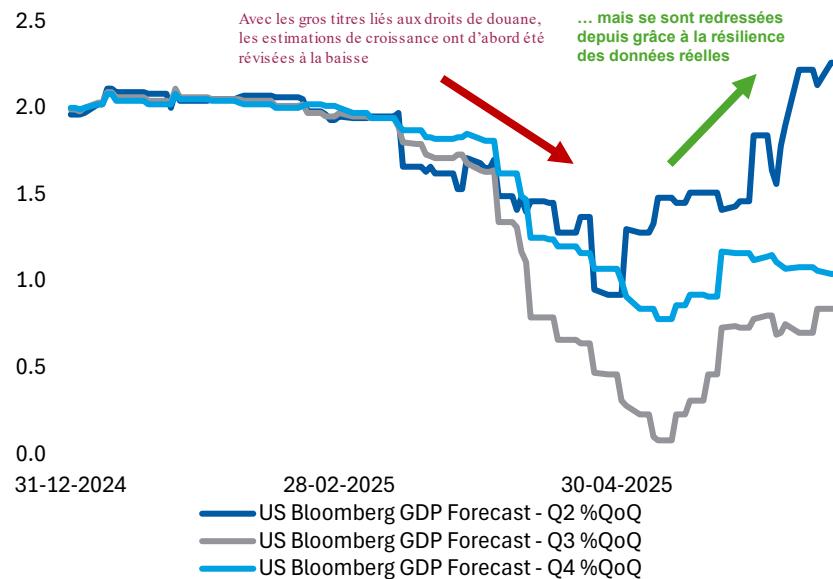
PRINCIPAUX THÈMES

Alors que l'incertitude liée aux droits de douane persiste, la faiblesse de la croissance ne s'est pas encore matérialisée

À la suite de l'annonce des droits de douane au premier trimestre 2025, les prévisions des économistes concernant la croissance du PIB pour le reste de l'année ont globalement été révisées à la baisse, en phase avec la détérioration des données prospectives (enquêtes, sentiment, etc.). Or, la faiblesse des données réelles ne s'étant pas encore concrétisée, l'amélioration des données prospectives qui en a résulté s'est accompagnée d'une reprise des prévisions de croissance.

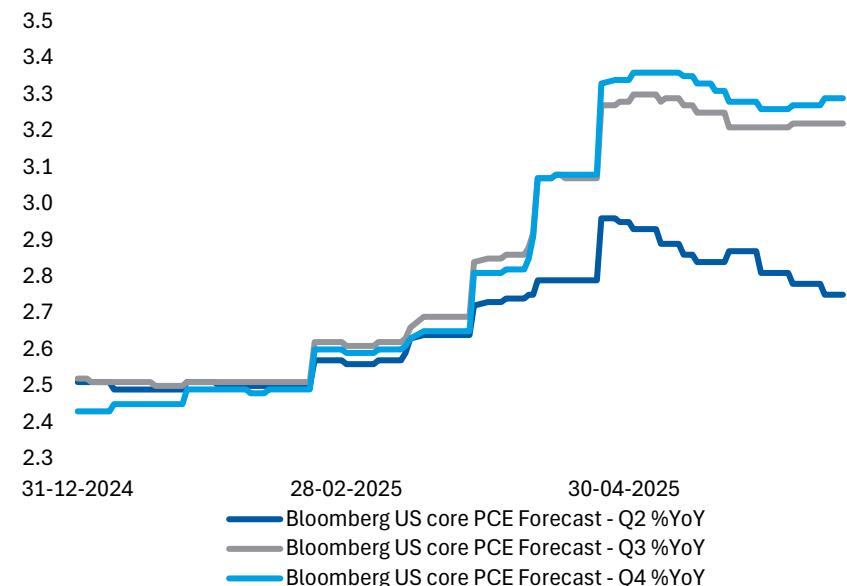
Les récentes estimations de croissance se sont orientées à la hausse...

Prévisions Bloomberg du PIB américain en % et en glissement trimestriel (moyenne pondérée par les sondages)



... tandis que les estimations d'inflation se sont stabilisées

Prévisions Bloomberg de l'indice PCE sous-jacent aux États-Unis, en % et en glissement annuel (moyenne pondérée par les sondages)



Source : Bloomberg, MSIM. Au 17 juin 2025. À titre d'illustration uniquement. Ceci n'est pas une recommandation d'achat ou de vente d'un titre spécifique. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion du portefeuille à la date de rédaction/de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

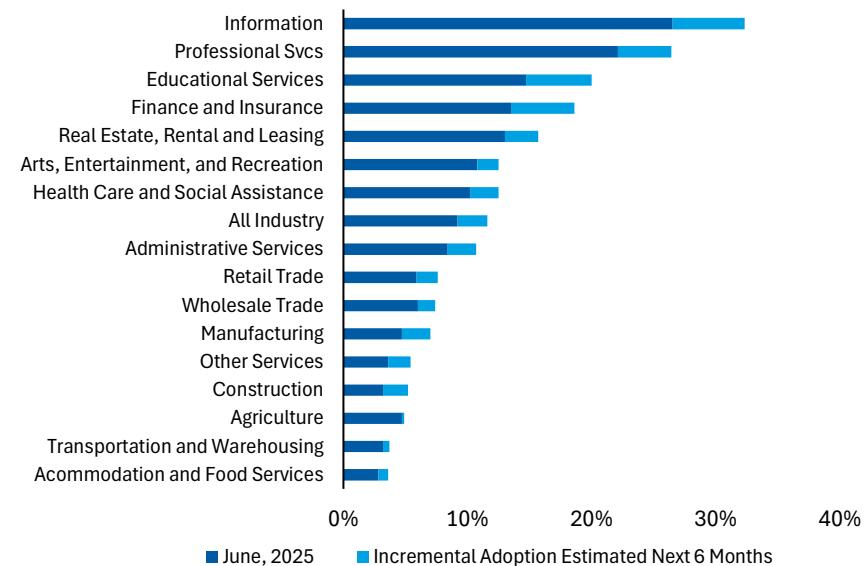
PRINCIPAUX THÈMES

IA : De l'investissement dans les infrastructures à l'adoption

Après deux ans d'investissements massifs dans les infrastructures, le thème de l'IA devrait peu à peu se déplacer vers l'adoption de l'IA au S2 2025 et en 2026. Selon le Bureau du Recensement, l'adoption de l'IA à l'échelle de l'économie n'en est qu'à ses débuts, bien qu'elle ait doublé au cours des 12 derniers mois. Il existe un nombre croissant d'indicateurs mesurant l'adoption de l'IA, pourtant les marchés peinent encore à comprendre comment distinguer les gagnants et les perdants de cette phase d'adoption.

L'adoption de l'IA à l'échelle de l'économie s'est accélérée en 2025

Taux d'adoption de l'IA à l'échelle de l'économie

Les secteurs des services sont plus enclins à l'adoption
Adoption de l'IA et augmentation estimée à 6 mois par secteur

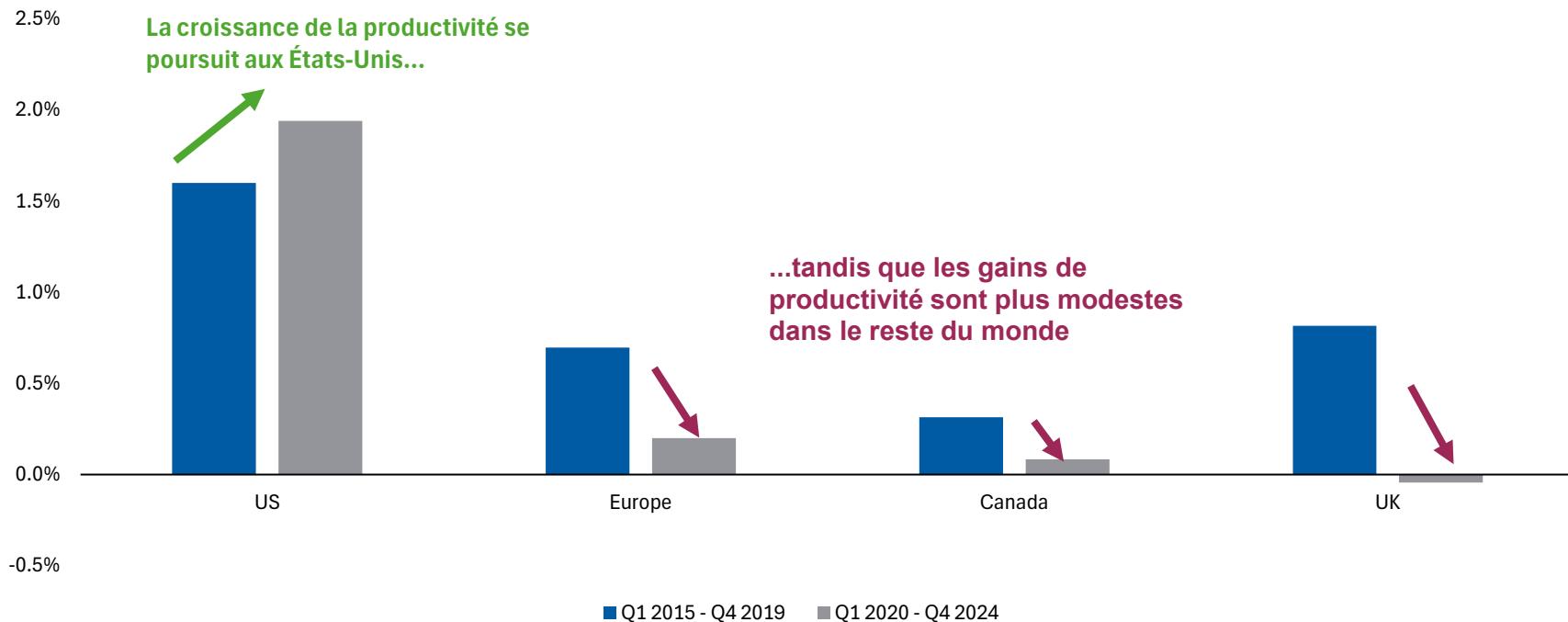
Source : Bureau du Recensement des Etats-Unis, MSIM. Au 18 juin 2025. À titre d'illustration uniquement. Ceci n'est pas une recommandation d'achat ou de vente d'un titre spécifique. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion du portefeuille à la date de rédaction/de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

PRINCIPAUX THÈMES

La productivité du travail reste un puissant moteur de la croissance américaine

L'évolution de la productivité reste un moteur essentiel de la croissance économique dans toutes les régions. Les États-Unis enregistrent toujours la tendance la plus soutenue, ce qui renforce leur domination par rapport au reste du monde.

La croissance de la productivité du travail a permis aux États-Unis d'accentuer leur surperformance par rapport au reste du monde
Croissance annualisée de la productivité du travail (production horaire)



Source : Bloomberg, MSIM. Au 16 juin 2025. À titre d'illustration uniquement. Ceci n'est pas une recommandation d'achat ou de vente d'un titre spécifique. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion du portefeuille à la date de rédaction/de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

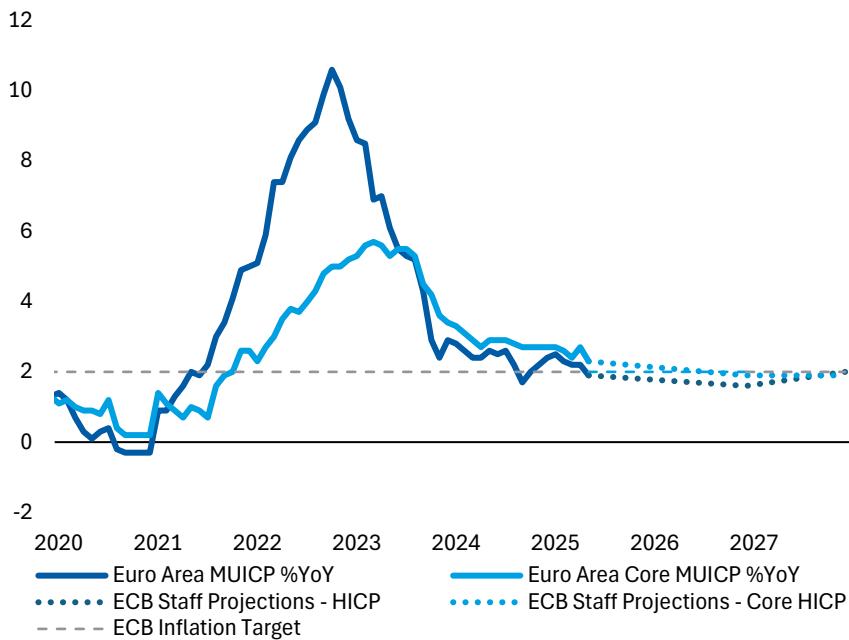
PRINCIPAUX THÈMES

Les tendances désinflationnistes restent plus fortes en Europe qu'aux États-Unis

L'inflation européenne est revenue vers les objectifs des banques centrales, contrastant avec la tendance aux États-Unis où l'inflation reste obstinément supérieure à l'objectif. L'inflation étant revenue à l'objectif, le cycle de baisse des taux de la BCE est probablement proche de sa fin. Dans le même temps, l'inflation étant supérieure à l'objectif et la croissance résiliente (jusqu'à présent), la Fed pourrait ne pas assouplir sa politique autant que les marchés l'espèrent.

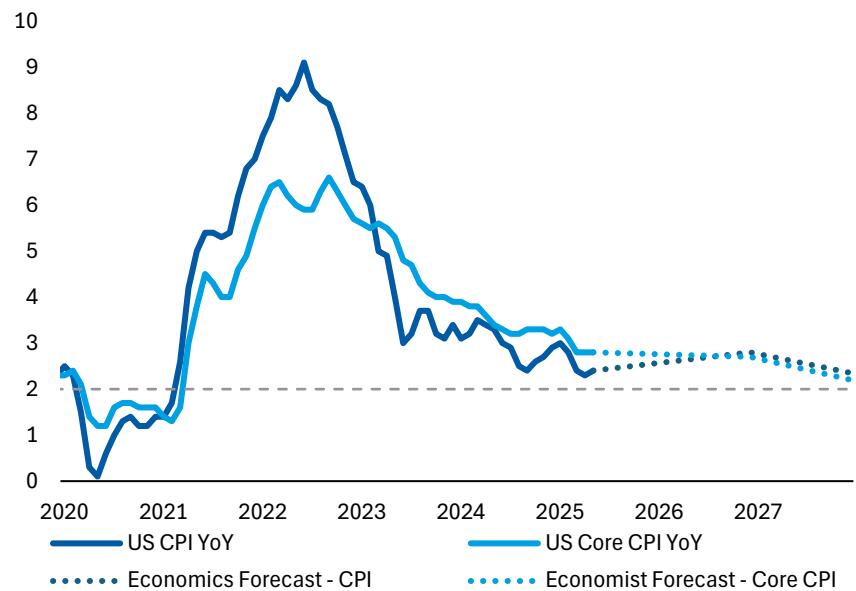
L'inflation dans la zone euro est revenue à l'objectif de la BCE...

Inflation nominale et sous-jacente et projections de la BCE



... alors que l'inflation américaine est attendue au-dessus de l'objectif

Inflation nominale et sous-jacente et prévisions médianes des économistes



Source : Bloomberg, MSIM. Au 13 juin 2025. À titre d'illustration uniquement. Ceci n'est pas une recommandation d'achat ou de vente d'un titre spécifique. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion du portefeuille à la date de rédaction/de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

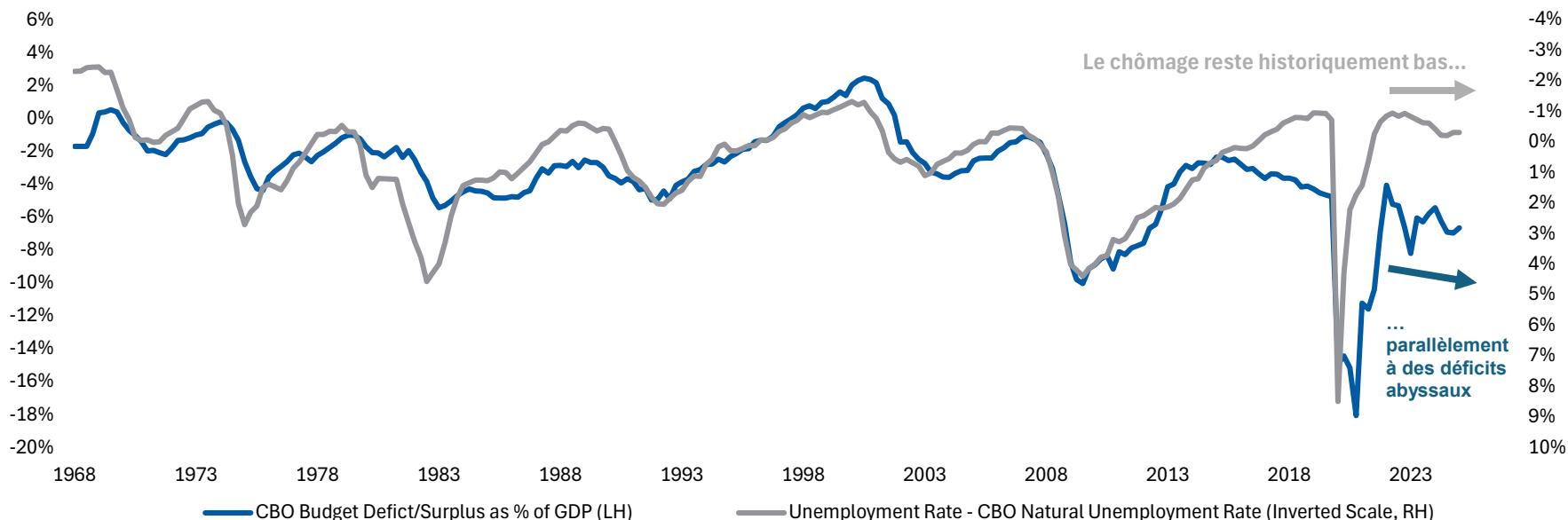
PRINCIPAUX THÈMES

Le déficit américain est le principal problème structurel, mais ne devrait pas être un catalyseur à court terme

Le déficit budgétaire actuel s'élève à environ 7 % du PIB, tandis que le taux de chômage est globalement conforme au taux naturel estimé par le Congressional Budget Office (CBO), ce qui représente un déséquilibre sans précédent par rapport au passé. Tout resserrement budgétaire serait probablement douloureux et évité à moins d'être forcé par une crise. Malgré l'attention portée à la question, il semble peu probable qu'une telle crise devienne un catalyseur en 2025.

Les déficits budgétaires atteignent actuellement des niveaux sans précédent par rapport au chômage

Déficit/excédent budgétaire du CBO en % du PIB (gauche), chômage moins taux de chômage naturel du CBO (échelle inversée, droite)



Source : Bloomberg, MSIM. Au 17 juin 2025. À titre d'illustration uniquement. Ceci n'est pas une recommandation d'achat ou de vente d'un titre spécifique. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion du portefeuille à la date de rédaction/de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

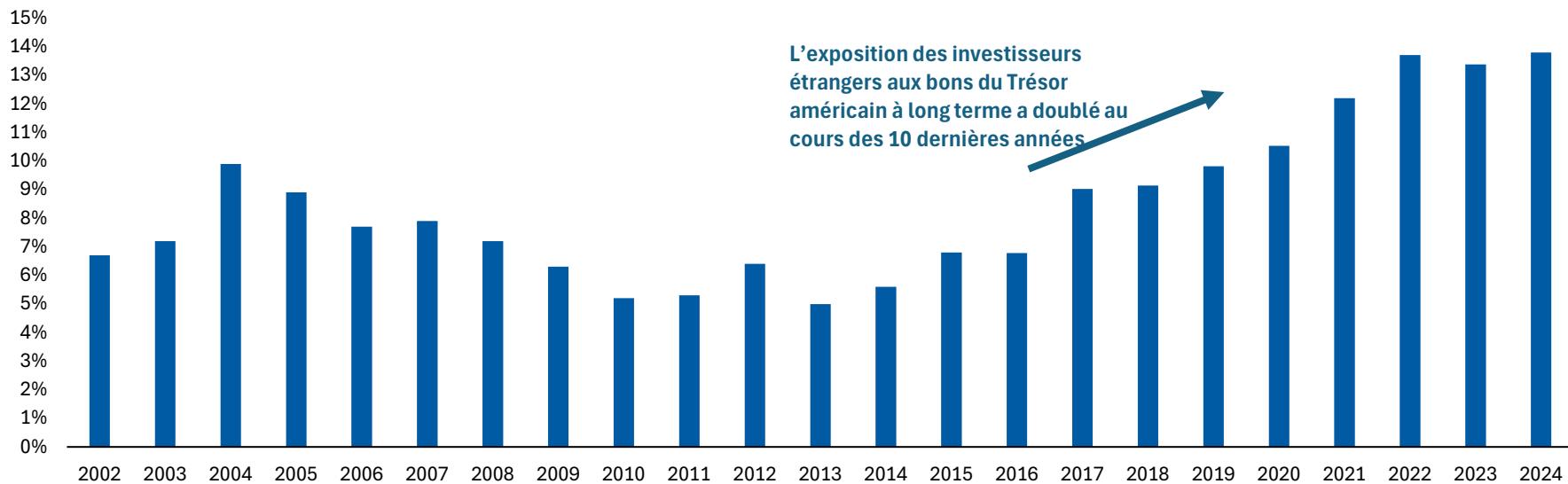
PRINCIPAUX THÈMES

Un rééquilibrage supplémentaire pourrait intervenir pour les obligations américaines et le dollar

Nous ne pensons pas que les obligations américaines ou le dollar américain sont en train de perdre leur statut respectif d'actif refuge et de monnaie de réserve, toutefois, les investisseurs étrangers pourraient avoir intérêt à rééquilibrer leur exposition aux obligations américaines (ainsi qu'aux actions). La détention par des investisseurs étrangers d'obligations du Trésor américain à long terme a doublé au cours de la dernière décennie et atteint actuellement des niveaux records. Un rééquilibrage de cette exposition exerceurait une pression supplémentaire sur les rendements à long terme américains et sur le dollar.

L'exposition des investisseurs étrangers à la duration sur les marchés des bons du Trésor américain n'a jamais été aussi élevée

Part des avoirs étrangers en bons du Trésor américain dont l'échéance est supérieure à 10 ans



Source : Économiste en chef d'Apollo, MSIM. Au 16 juin 2025. À titre d'illustration uniquement. Ceci n'est pas une recommandation d'achat ou de vente d'un titre spécifique. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion du portefeuille à la date de rédaction/de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

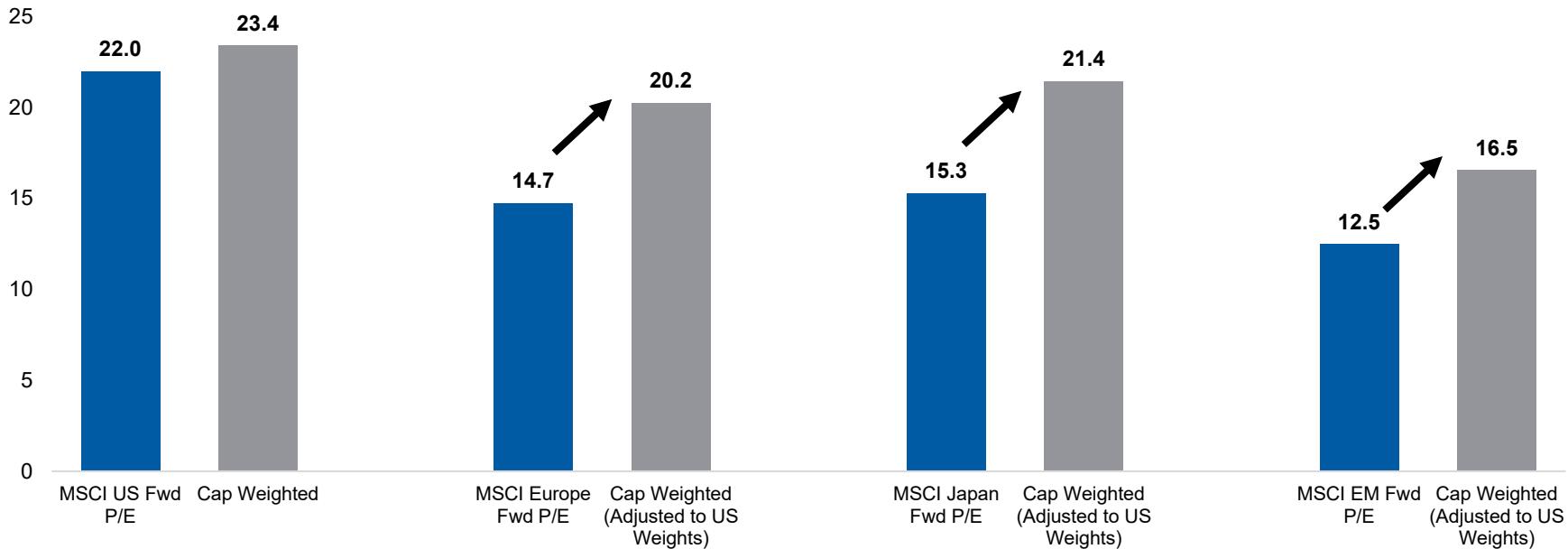
PRINCIPAUX THÈMES

L'Europe et le monde hors États-Unis ne sont peut-être pas aussi bon marché que certains le pensent

La convention du marché pour calculer les ratios P/E au niveau des indices repose sur les bénéfices pondérés, qui actualisent la contribution des composantes ayant des valorisations plus élevées/une base de bénéfices plus faible. Les ratios P/E pondérés par la capitalisation boursière, après ajustement pour tenir compte des différences de pondération des groupes sectoriels par rapport aux actions américaines, suggèrent que les actions non américaines se négocient avec des décotes plus faibles.

Les écarts de valorisation entre les États-Unis et l'Europe/le monde hors États-Unis pourraient être plus faibles qu'on ne le pense généralement

Ratios P/E prévisionnels conventionnels du marché vs ajustés



Source : Bloomberg, MSIM. Au 16 juin 2025. À titre d'illustration uniquement. Ceci n'est pas une recommandation d'achat ou de vente d'un titre spécifique. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion du portefeuille à la date de rédaction/de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

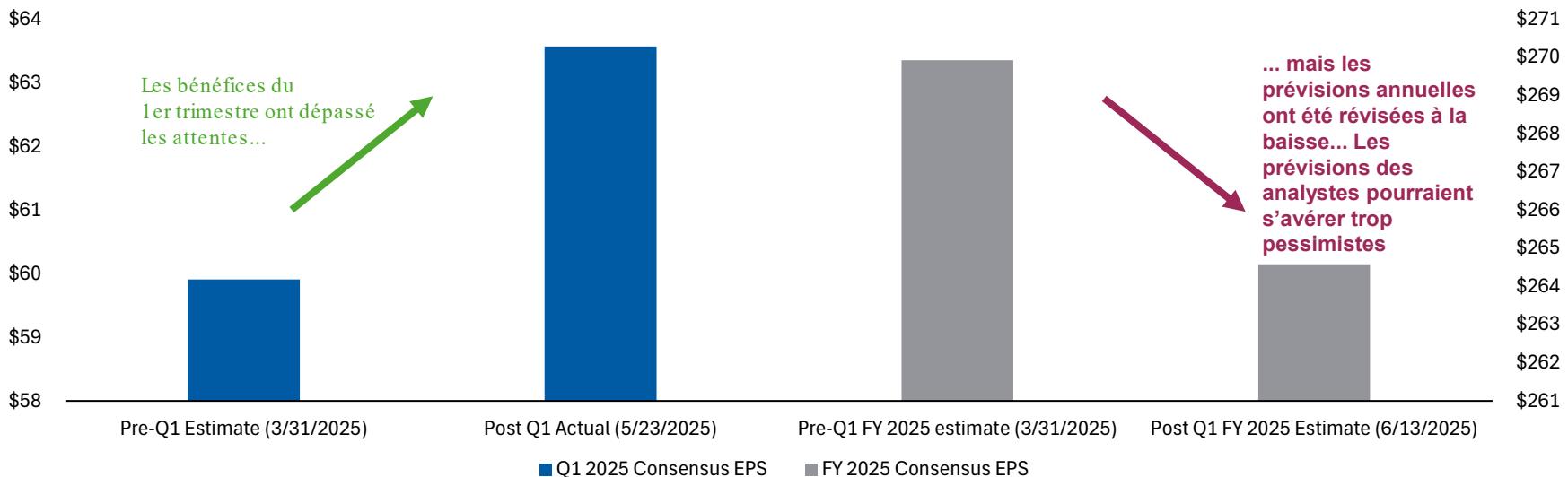
PRINCIPAUX THÈMES

Si l'impact des surtaxes douanières est moins négatif que prévu, les prévisions sont-elles trop basses aux États-Unis ?

Avec un ratio P/E à terme proche de 22 fois, l'indice S&P 500 n'est pas bon marché d'un point de vue statistique. Cependant, il faut analyser les valorisations à l'aune des prévisions de bénéfices. Les bénéfices réels du premier trimestre ont dépassé les attentes d'environ 4 dollars. Logiquement, les prévisions annuelles auraient dû être relevées d'un montant similaire, mais elles ont été réduites d'environ 5 dollars, le consensus anticipant manifestement un ralentissement pour le deuxième semestre 2025. Si la croissance résiste malgré l'augmentation des droits de douane, les prévisions bénéficiaires pourraient réserver de bonnes surprises.

Malgré un très bon premier trimestre, les prévisions annuelles ont été abaissées en anticipation d'un ralentissement au deuxième semestre 2025

Évolution des prévisions de BPA du S&P 500 pour le T1 2025 (gauche), évolution des prévisions de BPA du S&P 500 pour 2025 (droite)



Source : Fundstrat, Factset, MSIM. Au 13 juin 2025. À titre d'illustration uniquement. Ceci n'est pas une recommandation d'achat ou de vente d'un titre spécifique. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion du portefeuille à la date de rédaction/de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

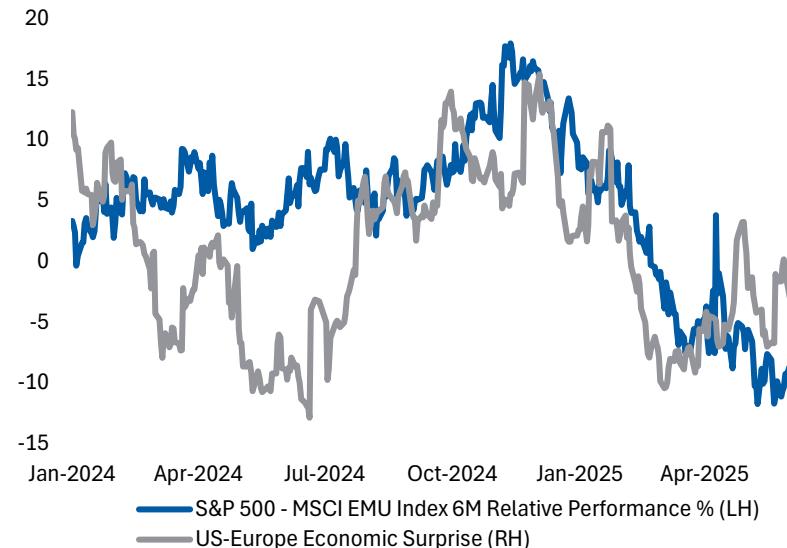
GRANDES IDÉES

Dégradation des actions européennes ; à court terme, nous sommes plus optimistes à l'égard des États-Unis

Les flux de diversification et la faiblesse persistante du dollar pourraient soutenir les performances des actions en euros (surtout exprimées en dollar). Toutefois, selon nous, ces facteurs ne sont pas suffisants pour pérenniser la surperformance de la région à court terme. Les dernières « bonnes nouvelles » sont globalement intégrées dans les cours, les perspectives bénéficiaires sont meilleures aux États-Unis et les investisseurs de court terme pourraient alléger leur exposition aux actions de l'UE.

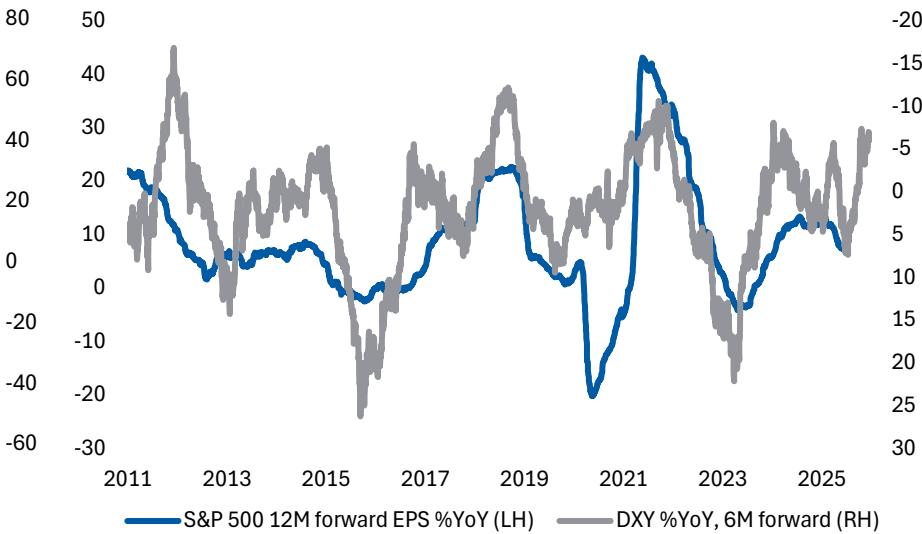
Les données macroéconomiques et des bénéfices pourraient s'avérer meilleures que prévu aux États-Unis au S2 2025

Performance relative sur période glissante de 6 mois (gauche), surprise économique relative (droite)



La dépréciation du dollar soutient la croissance des bénéfices du S&P 500

Indice du dollar américain (DXY) en YoY% à 6 mois (droite), BPA à 1 mois du S&P 500 BPA (gauche)



Source : Bloomberg, Citi, MSIM. Au 19 juin 2025. À titre d'illustration uniquement. Ceci n'est pas une recommandation d'achat ou de vente d'un titre spécifique. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion du portefeuille à la date de rédaction/de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

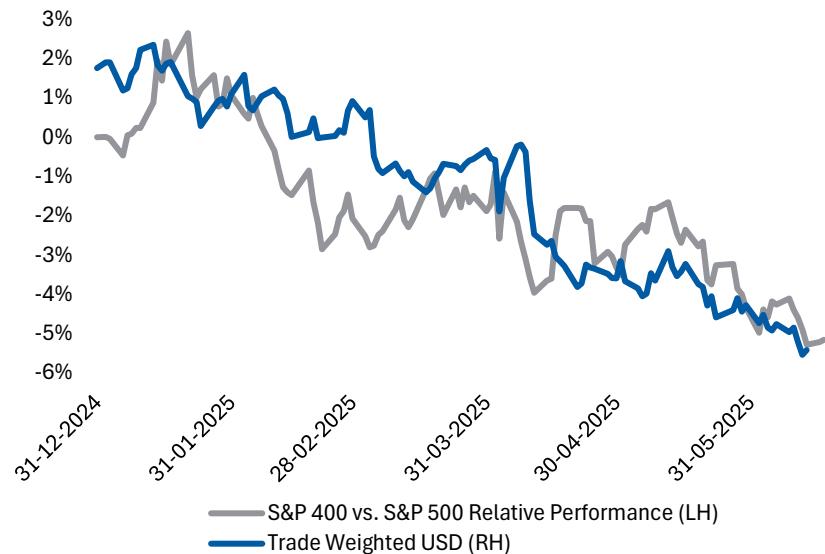
GRANDES IDÉES

Dégradation des moyennes capitalisations américaines : les devises permettent d'expliquer les tendances de performance régionales

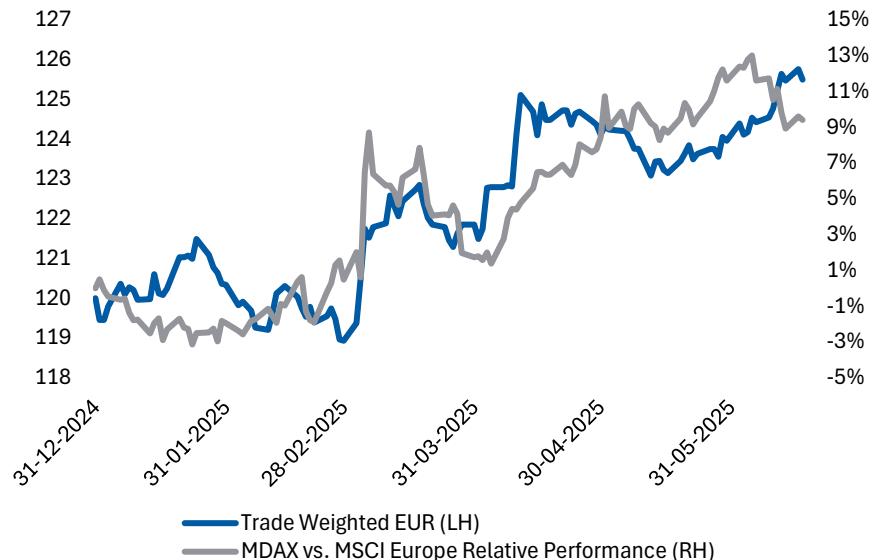
Depuis le début de l'année 2025, le thème des petites et moyennes capitalisations vs grandes capitalisations a présenté des tendances divergentes entre les régions. Dans le passé, la croissance a régulièrement été un moteur de performance relative, mais cette année les devises ont été une variable clé. Moins exposées à l'étranger que les grandes capitalisations, les petites et moyennes capitalisations américaines ont sous-performé en raison de la faiblesse du dollar américain, tandis que l'on constate l'effet inverse en Europe.

La faiblesse du dollar a eu un impact négatif sur les petites et moyennes capitalisations américaines... ... tandis que l'effet inverse est observé en Europe

Performance relative depuis le début de l'année (gauche), dollar pondéré par les échanges américains (droite)



Performance relative depuis le début de l'année (droite), Euro pondéré par les échanges (gauche)



Source : Bloomberg, MSIM. Au 17 juin 2025. À titre d'illustration uniquement. Ceci n'est pas une recommandation d'achat ou de vente d'un titre spécifique. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion du portefeuille à la date de rédaction/de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

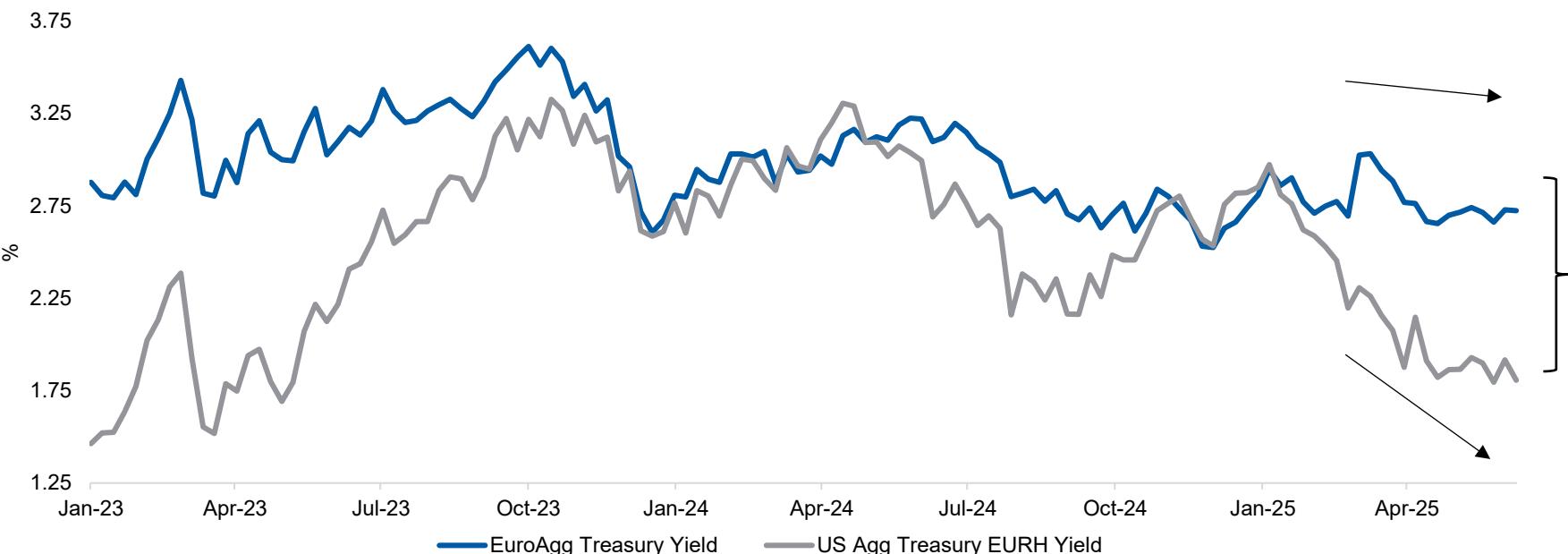
GRANDES IDÉES

Surpondération des emprunts d'État euro par rapport aux bons du Trésor américain

Les investisseurs ont à nouveau l'occasion de prendre de 80 à 90 points de base supplémentaires avec le retour de la divergence entre les taux directeurs de la Fed et de la BCE. Nous pensons que les investisseurs en euros ont tout intérêt à éviter les coûts de couverture EUR/USD, tandis que les investisseurs en USD peuvent bénéficier d'un surplus de portage en couvrant l'EUR en USD.

Les écarts de rendement couverts entre États-Unis et UE se creusent à nouveau

Rendement minimum (YTW) (%)



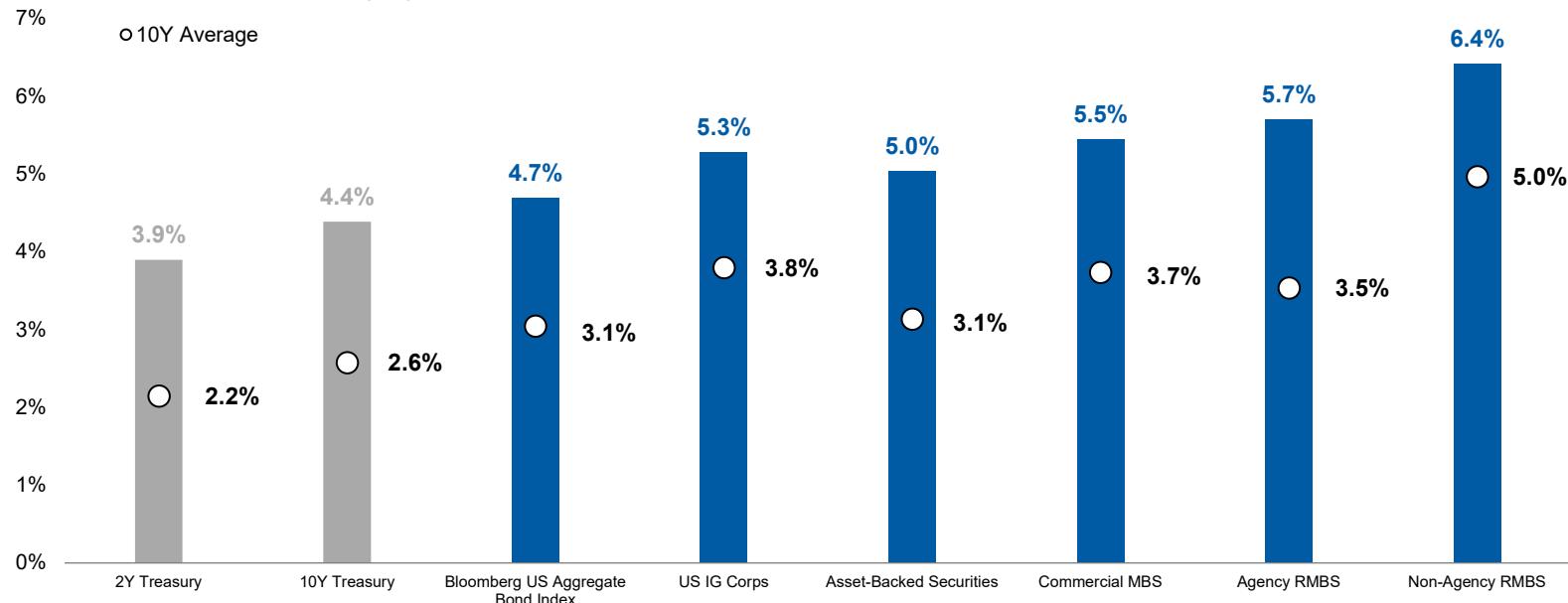
Source : Bloomberg, MSIM. Au 17 juin 2025. À titre d'illustration uniquement. Ceci n'est pas une recommandation d'achat ou de vente d'un titre spécifique. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion du portefeuille à la date de rédaction/de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

Les rendements sont attrayants dans plusieurs segments obligataires

La combinaison de la hausse des rendements des bons du Trésor américain et de l'élargissement des spreads dans de nombreux segments obligataires a laissé les rendements absolus à des niveaux attrayants au regard des 10 dernières années.

Rendement actuel vs moyenne sur 10 ans

Rendement à échéance (%)



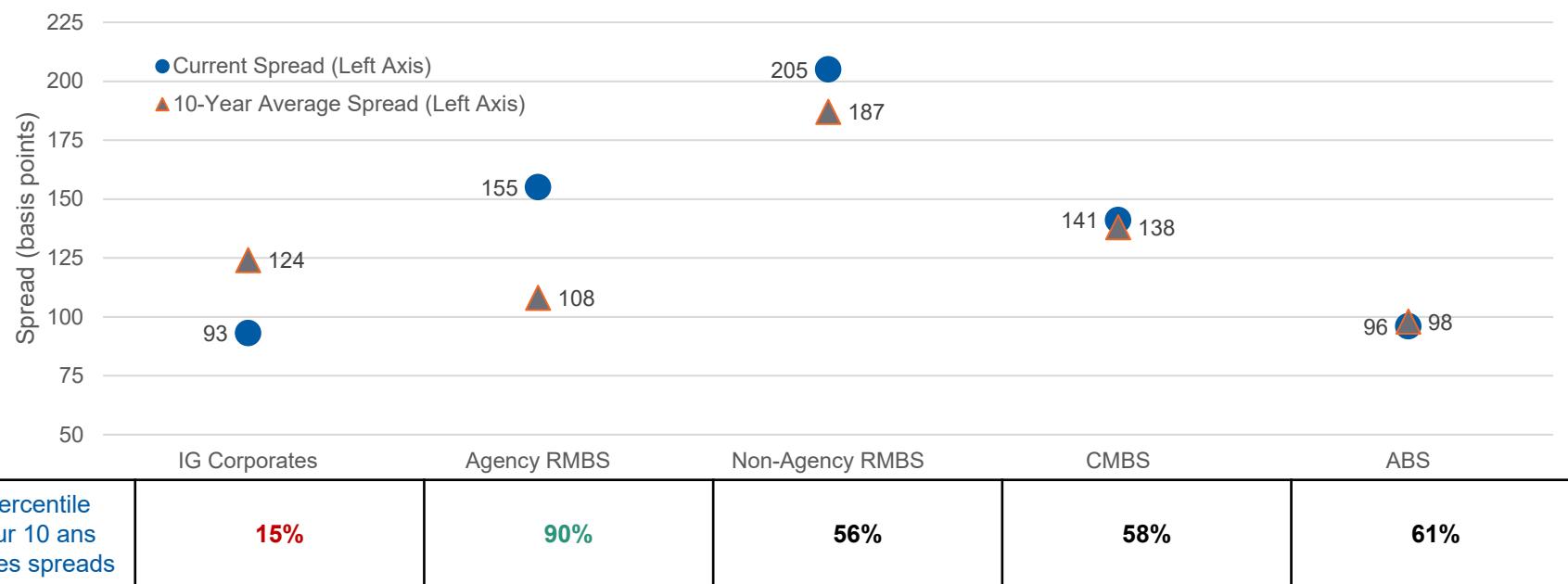
Source : Bloomberg. Au 17/06/25. À titre d'illustration uniquement. Ceci n'est pas une recommandation d'achat ou de vente d'un titre spécifique. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion du portefeuille à la date de rédaction/de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.** Les bons du Trésor à 2 ans sont représentés par l'indice ICE BofA Current 2Y US Treasury. Les bons du Trésor à 10 ans sont représentés par l'indice ICE BofA Current 10Y US Treasury. Les obligations américaines sont représentées par l'indice Bloomberg US Aggregate Bond. Les obligations d'entreprises IG américaines sont représentées par l'indice ICE BofA US Corporate. Les titres adossés à des actifs sont représentés par l'indice ICE BofA US Fixed-Rate ABS. Les MBS commerciaux sont représentés par l'indice ICE BofA US Fixed-Rate CMBS. Les RMBS d'agences sont représentés par l'indice Fannie Mae Current Coupon MBS. Les RMBS non émis par des agences sont représentés par l'indice JPMorgan RMBS Credit.

Les spreads titrisés semblent plus attractifs que les obligations d'entreprises IG

Alors que les rendements sont élevés dans la plupart des secteurs, les marchés titrisés semblent présenter des valorisations plus intéressantes que d'autres secteurs investment grade, tels que les obligations d'entreprises IG

Spreads actuels, moyenne sur 10 ans et percentile des spreads sur 10 ans

Au 30/06/25.



Source : Bloomberg. Au 30/06/25. À titre d'illustration uniquement. Ceci n'est pas une recommandation d'achat ou de vente d'un titre spécifique. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion du portefeuille à la date de rédaction/de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.** Les obligations d'entreprises américaines IG sont représentées par l'indice ICE BofA US Corporate. Les titres adossés à des actifs sont représentés par l'indice ICE BofA US Fixed-Rate ABS. Les MBS commerciaux sont représentés par l'indice ICE BofA US Fixed-Rate CMBS. Les RMBS d'agences sont représentés par l'indice Fannie Mae Current Coupon MBS. Les RMBS non émis par des agences sont représentés par l'indice JPMorgan RMBS Credit.

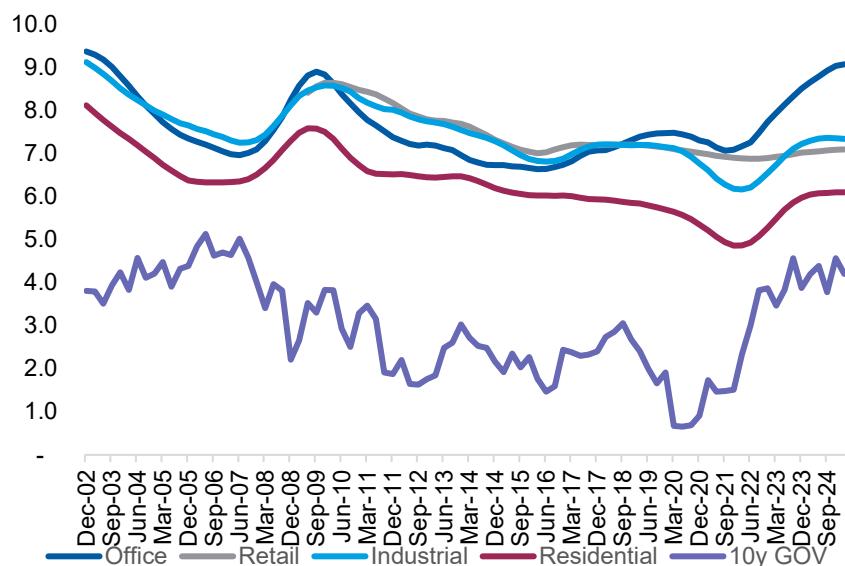
GRANDES IDÉES

Les fondamentaux de l'immobilier continuent de s'améliorer

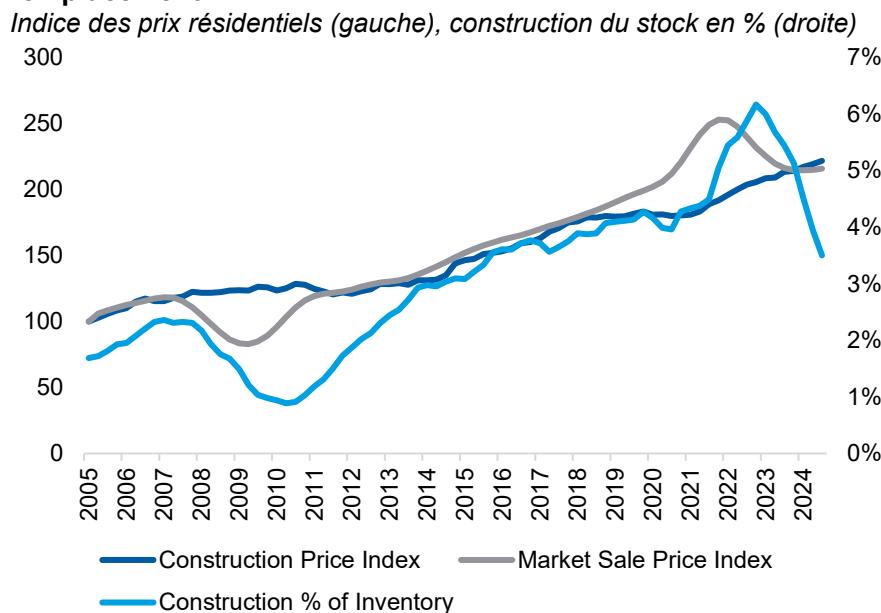
Ces dernières années, les prix de l'immobilier ont connu un réajustement en réaction à la hausse des taux d'intérêt, à une offre excédentaire cyclique et, dans certains secteurs, à la destruction séculaire de la demande. Toutefois, les perspectives opérationnelles à long terme s'améliorent, avec une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

Les taux de capitalisation américains se sont stabilisés...

Taux de capitalisation du secteur immobilier (%)



... et les valorisations des actifs sont inférieures au coût de remplacement



Source : CoStar, Bloomberg, Bureau of Labor Statistics. À titre d'illustration uniquement. Ceci n'est pas une recommandation d'achat ou de vente d'un titre spécifique. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion du portefeuille à la date de rédaction/de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, et peuvent donc ne pas se concrétiser. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

GRANDES IDÉES

Capital Markets Investment Framework

Allocations du Portfolio Solutions Group

Allocation actuelle
 Modification

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

Allocation d'actifs	Notre opinion	Commentaire
	-- - = + ++	
Obligations		
Duration		Nous restons globalement neutres sur la duration avec un léger biais de sous-pondération. Les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans devraient continuer à évoluer de manière latérale, car la tendance positive actuelle des données économiques incite la Fed à moins baisser ses taux cette année. En outre, les inquiétudes budgétaires demeurent une force structurelle soutenant les rendements des bons du Trésor américain.
Crédit		Les spreads de crédit restent proches de niveaux historiquement bas, tandis que les défauts restent relativement élevés en comparaison. Nous continuons donc à considérer que l'asymétrie risque/rendement dans le domaine du crédit reste défavorable.
Actions		
Niveau de risque		Les risques restent équilibrés pour les actions, car l'actualité devrait rester mouvementée tant sur le front des droits de douane que sur le plan géopolitique, avec des surprises possibles dans un sens comme dans l'autre. Au sein de notre allocation en actions, nous avons réorienté une partie de notre exposition de l'Europe vers les États-Unis, où nous pensons que les surprises à la hausse seront plus importantes si la croissance économique « s'en sort » au second semestre 2025.
Actifs alternatifs		
Marchés non cotés		Les investisseurs en Private Equity sont confrontés à une baisse des distributions depuis 2022. Dans ce contexte, nous anticipons une dispersion accrue des performances des marchés de capitaux sous-jacents, des sociétés de portefeuille et des actifs, ainsi que du succès des gérants de Private Equity. Nous estimons que les valorisations du Private Equity offrent des opportunités d'entrée attractives et considérons qu'il est important d'être exposé à l'Euro tout en allouant une part des actifs aux marchés émergents, notamment à l'Inde.
Hedge Funds		Sur le segment de la Dette Privée, nous privilégions les expositions non cycliques dans le domaine des prêts aux entreprises et reconnaissons l'augmentation de l'offre pour les prêteurs « opportunistic » et « special situation » qui disposent de plus de flexibilité dans leurs stratégies de dette.
Matières premières		L'environnement macroéconomique a perturbé de nombreux thèmes fondamentaux d'alpha pour les hedge funds. Nous maintenons notre forte conviction dans les stratégies de valeur relative capables de tirer parti des niveaux élevés de dispersion intra-marché.
Transition		
Liquidités/Duration courte		Nous continuons à sous-pondérer les liquidités et les instruments à duration courte.

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

GRANDES IDÉES

Global Fixed Income

Positions représentatives du Portfolio Solutions Group

 Allocation actuelle
 Modification

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

Obligations	Notre opinion	Commentaire
Obligations	-- - = + ++	
Bons du Trésor américain		À environ 4,40 %, les rendements à 10 ans se maintiennent au milieu de notre fourchette conceptuelle. La résilience continue des données économiques américaines devrait inciter la Fed à réduire le nombre de baisses de taux cette année.
Inflation Linked Bonds		Nous percevons de la valeur dans les obligations indexées sur l'inflation, en particulier sur les segments à plus long terme de la courbe, avec une inflation 5Y/5Y actuellement à 2,29 %.
Eurozone Govt. Bonds		Nous restons neutres en matière de duration en Europe. Le changement de cap budgétaire de l'Allemagne devrait se traduire par une fourchette de négociation des taux européens plus élevée qu'après la crise de 2008. De plus, les dépenses budgétaires et la hausse des prix de l'énergie devraient réduire la propension de la BCE à procéder à de nouvelles baisses de taux.
EM Hard Currency Govt. Bonds		Les spreads de la dette émergente sont serrés par rapport aux obligations d'entreprises, en particulier sur les segments les moins bien notés du marché. Toutefois, les fondamentaux restent relativement solides, aidés par la dépréciation du dollar américain. Nous restons neutres pour l'instant, compte tenu de la hausse du portage ajusté en fonction de la qualité et du contexte fondamental, mais nous devenons plus prudents.
EM Local Currency Govt. Bonds		Au niveau de l'indice GBI-EM, les taux réels sont proches des objectifs des banques centrales et les valorisations des devises sont globalement en phase avec les médianes à long terme. Toutefois, nous voyons des poches de valeur dans le segment de la dette émergente en devises locales, mais nous préférons accéder à cette classe d'actifs via une approche active ; nous y voyons beaucoup moins de valeur en gestion passive.
Obligations cotées		
Obligations municipales		Les obligations municipales se maintiennent à des niveaux raisonnablement attractifs, même en tenant compte de la baisse des taux d'imposition effectifs dans le cadre du projet de réforme fiscale actuel.
Investment Grade (IG)		Les spreads IG restent serrés au regard des nombreux risques du marché. La classe d'actifs présente une convexité défavorable dans l'environnement actuel.
MBS/ABS		Nous restons convaincus par le potentiel des ABS car le rendement par unité de qualité de crédit demeure intéressant.
High Yield (HY)		Nous maintenons la sous-pondération du HY aux États-Unis et la surpondération de l'Europe. Le HY européen offre encore des spreads plus attractifs que le HY américain, après prise en compte des différentiels de notation. Nous sommes également plus à l'aise avec le contexte de défaut en Europe.
Prêts Bancaires		Nous restons neutres sur les prêts bancaires. Nous apprécions leur niveau élevé de portage et les taux variables inhérents à la classe d'actifs, mais nous restons préoccupés par les tendances en matière de défauts. Au cours des douze derniers mois, les défauts sur les prêts ont dépassé ceux du segment HY enregistrant l'écart le plus important jamais observé.

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

GRANDES IDÉES

Actions internationales

Positions représentatives du Portfolio Solutions Group

 Allocation actuelle
 Modification

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

Actions	Notre opinion	Commentaire
	-- - = + ++	
Régional		
Marchés développés		États-Unis : Nous adoptons une position de surpondération. L'actualité relative aux droits de douane devrait rester agitée et il existe un potentiel de surprise, mais nous n'avons aucune raison de contester les attentes actuelles du marché selon lesquelles le statu quo se maintient. Les prévisions de BPA pour l'exercice 2025 ayant été révisées à la baisse et malgré un premier trimestre plus fort que prévu, il reste de la place pour des surprises à la hausse si la tendance des données macroéconomiques continue de signaler de la résilience malgré le contexte de crainte de décélération au second semestre 2025.
États-Unis		Europe : Nous adoptons un positionnement neutre. Les thèmes séculaires qui ont soutenu la surperformance de l'Europe au premier semestre 2025 restent d'actualité, mais la réévaluation des valorisations correspondante rend moins convaincante la perspective d'une nouvelle hausse au second semestre 2025. Cela dit, nous maintenons notre surpondération des banques européennes dont nous pensons qu'elles peuvent continuer à bénéficier de facteurs fondamentaux favorables.
Zone euro		Japon : Nous restons neutres sur les actions japonaises ; les bénéfices ont continué de sous-performer dans le contexte actuel des droits de douane et les valorisations ne sont pas aussi bon marché que certains le laissent entendre. Nous continuons d'avoir une opinion constructive sur les réformes structurelles et les perspectives à long terme du Japon.
Japon		Marchés émergents : Les risques extrêmes pour les marchés émergents ont été considérablement réduits après l'accord commercial meilleur que prévu conclu le mois dernier entre les États-Unis et la Chine. Dans les marchés émergents, nous continuons à surpondérer l'Inde tout en maintenant une exposition neutre à la Chine.
Style		
Growth vs Value		Depuis mi-2022, l'arbitrage entre les valeurs growth et value est principalement dicté par l'exposition aux technologies à béta élevé, les indices growth surperformant les indices value lorsque les marchés progressent et les sous-performant lorsqu'ils baissent. Dans ce contexte, une opinion neutre sur les actions suppose une position neutre entre growth et value.
Qualité		Nous conservons une préférence pour la qualité, car la croissance ralentit par rapport aux trois dernières années.
Grandes capitalisations vs petites capitalisations		Nous mettons fin à notre surpondération des moyennes capitalisations américaines. Les révisions de bénéfices restent limitées par rapport à celles des grandes capitalisations et la faiblesse du dollar constitue un facteur défavorable supplémentaire compte tenu de l'exposition plus importante du segment au marché intérieur. Nous conservons notre exposition aux moyennes capitalisations allemandes, qui ont bénéficié de l'effet inverse sur le marché des changes.
Secteurs cycliques vs défensifs		Notre exposition cyclique actuelle passe par l'Europe et repose surtout sur des moteurs de croissance structurels.

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

GRANDES IDÉES

Actifs alternatifs

Positions représentatives du Portfolio Solutions Group

Actifs alternatifs	Commentaire
Marchés non cotés	
Private Equity	Les investisseurs en Private Equity ont été confrontés à une baisse des distributions depuis 2022, lorsque le changement de régime de taux d'intérêt a déclenché des ajustements sur les marchés des capitaux. Après les élections américaines de l'année dernière, l'optimisme prévalait, nourri par les espoirs d'orientations claires et de politiques favorables au marché susceptibles de soutenir une reprise des distributions. Cependant, la reprise des flux de trésorerie des investisseurs s'est avérée plus fragile que prévu en raison du choc et de l'incertitude liés aux récentes annonces politiques. Nous pensons que les valorisations offrent des points d'entrée équitables pour de nouveaux investissements. Les stratégies efficaces sont celles qui minimisent l'exposition aux risques boursiers exogènes tels que la croissance du PIB, l'inflation et les évolutions du commerce mondial. Nous pensons qu'elles seront associées à des initiatives de croissance organique utilisant un effet de levier relativement modeste et qu'elles participeront probablement, en tant que catalyseurs ou adoptants, aux changements technologiques transformationnels en cours. Le secteur américain du Private Equity devrait bénéficier de son vaste réseau de gérants spécialisés, tandis que le Private Equity européen pourrait gagner en compétitivité, les politiques liées à la croissance récemment annoncées constituant un facteur favorable. De plus, la nature spécifique à chaque pays du Private Equity européen pourrait désormais représenter un avantage du fait de l'accent sur les revenus locaux qui en résulte. Nous sommes optimistes sur le Private Equity indien compte tenu à la fois de sa croissance domestique et de la possibilité d'investir dans des chaînes d'approvisionnement mondiales alternatives, même si nous notons que la sélection des gérants sera très importante.
Actifs réels privés	L'immobilier commercial offre actuellement des valorisations d'entrée attrayantes sur fond de stabilisation des fondamentaux. La période de 2022 à 2024 a été difficile pour l'immobilier, en raison des taux d'intérêt élevés, d'une offre excédentaire et des difficultés en matière de collecte. En réponse à ces dynamiques, les prix ont sensiblement baissé, tandis que le coût et la disponibilité de la dette se sont stabilisés et que l'offre future a considérablement diminué. La levée de fonds dans le segment immobilier du Private Equity ne s'est pas encore redressée, toutefois, c'est là une opportunité unique pour ceux qui disposent de capitaux à investir dans le secteur, en particulier dans les secteurs fondamentalement solides et en croissance comme l'industrie, le résidentiel et les stratégies « net lease ».
Dette Privée	Les sociétés d'infrastructures ont démontré une très forte capacité de répercussion des coûts et une stabilité de leurs marges, souvent grâce à des coûts de construction fixes et à des revenus contractuels indexés sur l'inflation. Celles-ci ont également fait état d'une croissance impressionnante de la demande dans des secteurs tels que l'électricité et les données et ne sont pas directement touchées par les droits de douane du point de vue des revenus ; elles ne sont pas censées produire de biens vendus aux États-Unis, bien que les actifs de transport soient liés aux volumes commerciaux. En ce qui concerne l'impact des droits de douane sur les coûts, la chaîne d'approvisionnement des énergies renouvelables mérite d'être surveillée de près, les batteries et l'énergie solaire étant plus exposées à la Chine alors que les équipements de production d'énergie éolienne le sont un peu moins, leurs chaînes d'approvisionnement étant davantage implantées en Europe et au Mexique. L'incertitude entourant la politique et les coûts exercera des pressions sur les promoteurs faiblement capitalisés, ce qui pourrait créer d'excellentes opportunités d'achat.
Actifs alternatifs liquides	
Hedge Funds	Dans le secteur des prêts aux entreprises, les LME (ou « Liability Management Exercises ») continuent de se multiplier. Dans le domaine du Direct Lending, nous privilégions les stratégies à faible risque : prêts senior secured de premier rang, sponsors de premier ordre, historiques de crédit irréprochables, secteurs non cycliques, équipes de direction solides et positions de leader difficilement contestables sur le marché. Les prix et les conditions en Europe constituent un avantage ajusté du risque par rapport au Direct Lending américain. Plus généralement, les difficultés accrues auxquelles sont confrontées les entreprises emprunteuses offrent des opportunités aux prêteurs « opportuniste » et aux experts en « spécial situation » qui disposent d'une plus grande flexibilité dans leurs mandats de dette. La dette immobilière est également intéressante à l'heure actuelle dans la mesure où les prêteurs bancaires traditionnels restent moins actifs, alors même que les fondamentaux de l'immobilier se stabilisent et que les prix ont corrigé.
Matières premières	L'environnement macroéconomique a perturbé de nombreux thèmes fondamentaux d'alpha des hedge funds. Toutefois, nous sommes conscients que de telles périodes sont généralement suivies d'environnements riches en alpha lié à la sélection des titres et nous anticipons donc une multiplication des opportunités au second semestre 2025. Nous continuons à privilégier les gérants de hedge funds spécialisés, qui sont les mieux placés pour analyser et s'adapter aux stimuli actuels, notamment les discours commerciaux, les tensions géopolitiques, l'évolution rapide du paysage de l'IA et les régimes monétaires mondiaux disparates. Les stratégies macro très liquides ont su s'adapter à l'évolution rapide de la dynamique du marché et, selon nous, continueront à contribuer à la performance si le niveau général de la volatilité persiste. Nous maintenons notre forte conviction dans les stratégies de valeur relative capables de tirer parti des niveaux élevés de dispersion intra-marché.
Les prix du pétrole ont été le principal moteur des matières premières, en réaction au conflit au Moyen-Orient. Une hausse à près de 80 dollars serait cohérente avec les contraintes de production iraniennes, tandis qu'un impact significatif sur le transport maritime dans le détroit d'Ormuz pourrait faire grimper les prix au-delà de 100 dollars. Une résolution du conflit sans interruption persistante de l'approvisionnement pourrait ramener les prix à 60 dollars.	

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

Glossaire des termes

Définitions des indices

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Morgan Stanley Capital International (MSCI) Monde hors États-Unis

Indice des petites capitalisations est un indice non géré de titres de participation à petite capitalisation sur les marchés développés, à l'exclusion des États-Unis.

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

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

Glossaire des termes et à propos des risques

Définitions des indices (suite)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Les indices ICE BofA : Les indices ICE® BofA® ne sont pas destinés à être redistribués ou à d'autres usages ; ils sont fournis « en l'état », sans garantie et sans responsabilité. Eaton Vance a préparé ce rapport et ICE Data Indices, LLC ne l'approuve pas, ne garantit pas, ne révise 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 duration plus longue ont tendance à être plus sensibles aux variations de taux d'intérêt que les titres à duration 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 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 fluctuer à mesure que le principal et les intérêts sont ajustés en fonction de l'inflation. Les investissements dans des titres indexés sur l'inflation peuvent perdre de la valeur si le taux d'inflation réel est différent du taux de l'indice d'inflation. Lorsque les taux d'intérêt augmentent, la valeur de certains investissements obligataires est susceptible de baisser. Le London Interbank Offered Rate, ou LIBOR, est utilisé dans les secteurs bancaires et financiers mondiaux pour déterminer les taux d'intérêt d'une variété d'instruments financiers (tels que les instruments de dette et les dérivés) et d'accords d'emprunt. L'ICE Benchmark Administration Limited, l'administrateur du LIBOR, devrait cesser de publier certains paramètres du LIBOR le 31 décembre 2021 et les autres paramètres du LIBOR le 30 juin 2023. Le processus de transition peut impliquer, entre autres, une volatilité ou une illiquidité accrue sur les marchés pour des instruments qui dépendent actuellement du LIBOR, tels que les titres de créance à taux variable. Les investissements dont la note est inférieure à « investment grade » (généralement appelés « junk bonds ») sont généralement soumis à une plus grande volatilité des prix et à une plus faible liquidité que les investissements mieux notés. **Maturité** – Les obligations à long terme sont généralement plus sensibles aux variations des taux d'intérêt que les obligations à court terme. **Actions privilégiées** – Lorsque les taux d'intérêt augmentent, la valeur des actions privilégiées diminue généralement. **Remboursement anticipé - MBS** – Les titres adossés à des créances hypothécaires sont soumis au risque de remboursement anticipé. **Remboursement anticipé - Prêt bancaire** – Les prêts bancaires sont soumis à un risque de remboursement anticipé. **Immobilier** – Les variations de la valeur des biens immobiliers ou les ralentissements économiques peuvent avoir un effet négatif important sur les émetteurs du secteur immobilier, y compris les FPI.

Considérations sur les risques

La diversification ne supprime pas le risque de perte.

En général, la valeur des actions varie également en fonction des activités spécifiques d'une entreprise. Les investissements sur les marchés étrangers s'accompagnent de risques particuliers, notamment des risques de change, politiques, économiques et de marché. Les risques associés aux investissements dans les pays émergents sont plus élevés que ceux associés aux investissements dans les pays développés étrangers.

Les titres obligataires sont soumis à la capacité d'un émetteur de rembourser le principal et les intérêts (risque de crédit), aux fluctuations des taux d'intérêt (risque de taux d'intérêt), à la solvabilité de l'émetteur et à la liquidité générale du marché (risque du 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 sont uniquement à titre d'illustration. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

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

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

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

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

Il est interdit de reproduire, copier, modifier, utiliser pour créer un document dérivé, interpréter, afficher, publier, poster, mettre sous licence, intégrer, distribuer ou transmettre tout ou une partie de ce document, directement ou indirectement, ou de divulguer son contenu à des tiers sans le consentement écrit explicite la Société. Il est interdit d'établir un lien hypertexte vers ce document, à moins que cet lien hypertexte 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, D02 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 Gallustraße 18, 60312 Francfort, Allemagne (Catégorie : Branch Office (FDI) selon § 53b KWG). **Danemark :** MSIM FMIL (succursale de Copenhague), Gorrisen Federspiel, Axel Towers, Axeltorv2, 1609 Copenhague V, Danemark.

MOYEN-ORIENT

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

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

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

États-Unis

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

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

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

ASIE-PACIFIQUE

Hong Kong : Le présent document est diffusé par Morgan Stanley Asia Limited aux fins d'utilisation à Hong Kong et ne peut être diffusé qu'auprès d'« investisseurs professionnels » au sens du Securities and Futures Ordinance (décret sur les valeurs mobilières et les contrats à terme) de Hong Kong (Cap 571). Le contenu du présent document n'a été révisé ni approuvé par aucune autorité de réglementation, y compris la Securities and Futures Commission de Hong Kong. En conséquence, à moins que la loi en vigueur ne 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 discréctionnaire (AMIIMA), le montant des biens assujettis au contrat multiplié par un certain taux (la limite supérieure est de 2,20% par années (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 4610226 Exp 7/31/2026

43274 | 7/3/2025