

Morgan Stanley

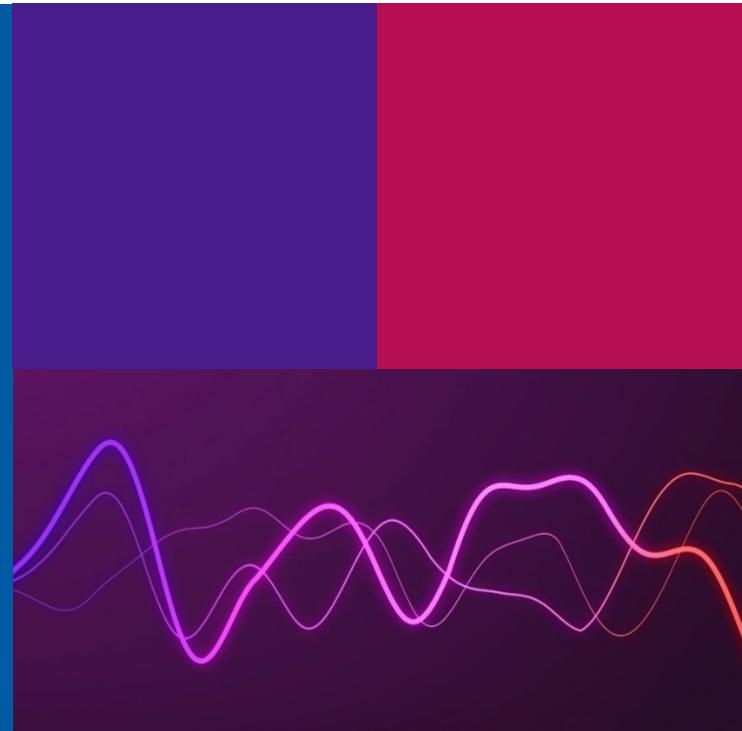
INVESTMENT MANAGEMENT

The BEAT

Bonds | Equities | Alternatives | Transition

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

Juin 2025



GRANDES IDÉES

Les thèmes clés pour juin 2025

**Nouveau cadre politique de la Fed**

Insuffisances vs écarts. Le président Powell a indiqué pendant une conférence en mai que lors du prochain examen de son cadre de politique monétaire, la Fed mettrait davantage l'accent sur les « insuffisances » que les « écarts » par rapport à son objectif d'inflation et à son estimation du plein emploi - le fameux double mandat de la Fed. Ceci représente un changement par rapport à sa politique adoptée en 2020 et implique qu'elle pourrait devenir moins réactive en cas d'écart par rapport aux objectifs de son double mandat, dans le but d'adopter une fonction de réaction politique plus robuste.

**Implications du nouveau cadre de la Fed**

Une affaire de moyenne. Powell a déclaré qu'il pourrait revoir le concept de « cible d'inflation moyenne », selon lequel la Fed peut tolérer une période d'inflation supérieure à l'objectif, tant que la période précédente était inférieure à l'objectif, de manière à atteindre « en moyenne » son objectif. Il en va de même pour le taux de chômage. L'interprétation immédiate du marché a été que la Fed pourrait réduire les taux plus tôt, même si l'inflation est supérieure à l'objectif - surtout si elle anticipe un risque de forte hausse du taux de chômage. Le cadre serait ainsi plus robuste et moins rigide.

**Pentification plus importante des courbes de taux**

Implications pour les durées longues. Le changement potentiel du cadre de la Fed augmente la possibilité de pentification de la courbe et de sous-performance des actifs à duration longue. La Fed semble indiquer qu'elle est prête à prendre le risque d'une inflation plus élevée pour conjurer le risque de récession lié à une forte hausse du chômage. Cela laisse présager une augmentation des primes de liquidité. Pour autant, cela ne veut pas dire que les rendements à long terme ne pourront pas baisser en valeur absolue. Cela signifie simplement qu'ils pourraient ne pas baisser autant qu'avant le changement de cadre.

**Soutien politique plus large pour les actifs**

Impulsion positive pour les actions. Le changement de cadre de la Fed est favorable aux actions. En effet, à court terme, on peut s'attendre à ce que la Fed soit plus disposée à abaisser ses taux directeurs pour relancer l'économie, malgré le risque inflationniste, ce qui devrait profiter tant aux bénéfices qu'aux multiples, à condition que l'inflation reste maîtrisée.

**Droits de douane : Politique, stratégie et processus**

Tout n'est pas chaos. Il faut bien comprendre que, pour l'administration, la politique de droits de douane doit s'appuyer sur une thèse rationnelle et ne pas se contenter de réagir aux gros titres. La politique de droits de douane des États-Unis s'articule autour de trois volets : 1) Réduction du déficit commercial, 2) Réduction des barrières non tarifaires et 3) Objectifs politiques coercitifs à l'égard des partenaires commerciaux pour contrer les politiques chinoises. L'attention se concentre principalement sur le premier point, qui est mesurable, mais les points deux et trois, difficiles à quantifier, pourraient être les principaux facteurs qui permettront de concrétiser les accords commerciaux. Les marchés pourraient mal apprécier la situation et se faire surprendre à la hausse.

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

GRANDES IDÉES

Portfolio Solutions Group – Nos 4 meilleures idées

Rééquilibrage de l'exposition aux actions

Nouveaux accords. Selon nous, l'accord commercial conclu entre les États-Unis et le Royaume-Uni est le premier d'une série avec des partenaires commerciaux alliés. En outre, l'accord conclu entre les États-Unis et la Chine a permis de réduire considérablement le risque de récession. Cela augmente à la fois les bénéfices et les multiples par rapport aux niveaux précédents et nous avons rééquilibré notre portefeuille en augmentant notre exposition aux actions des États-Unis, mais aussi d'Europe, notre principale conviction de surpondération.

Renforcement de l'exposition au High Yield (HY) européen

Bon pour les investisseurs américains et européens. La réduction des risques de croissance mondiale découlant des récents accords commerciaux devrait également réduire les risques de défaut, rendant ainsi le crédit de moindre qualité plus attrayant. Les investisseurs en dollars américains peuvent acheter des titres HY de l'Union Européenne et dégager un rendement supplémentaire significatif en ajoutant du portage de change. La demande accrue de crédit européen devrait également soutenir l'actif sous-jacent lui-même et stimuler les investisseurs en euros. Les mesures de relance budgétaire et les baisses de taux de la BCE devraient également être favorables.

Possibilité d'exposition aux prêts américains

Gestion du risque de duration. Avec le recul du risque de récession, nous préférons les prêts bancaires et leurs taux variables au HY américain traditionnel et sa duration fixe. Cela dit, les spreads des prêts se sont resserrés ces dernières semaines, ce qui a réduit l'effet favorable sur les valorisations et rééquilibré le rapport rendement-risque en faveur des risques de défaut à l'avenir. Bien que le HY soit en principe un actif moins sensible aux taux, nous apprécions la réduction supplémentaire de la sensibilité aux taux propre aux prêts bancaires, compte tenu notamment des propos récents sur l'évolution potentielle du cadre de politique monétaire de la Fed.

Surpondération des actions indiennes

Point bas du cycle baissier. L'Inde a souffert de deux trimestres d'un cycle de ralentissement économique auto-infligé et de révisions à la baisse des bénéfices des entreprises, le tout porté par une politique budgétaire et monétaire intérieure rigoureuse. Alors que le risque de croissance a augmenté en raison des incertitudes entourant la politique commerciale américaine et que l'inflation est tombée à son plus bas niveau depuis plusieurs années, la Reserve Bank of India (RBI) a adopté une politique monétaire accommodante en réduisant les taux d'intérêt. Sur la base des données récentes, des signes encourageants indiquent que le cycle domestique a passé le creux de la vague. Les droits de douane américains restent un risque, mais l'Inde est relativement épargnée dans la mesure où ses exportations de biens vers les États-Unis sont peu importantes et où son économie est largement orientée vers le marché intérieur.

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

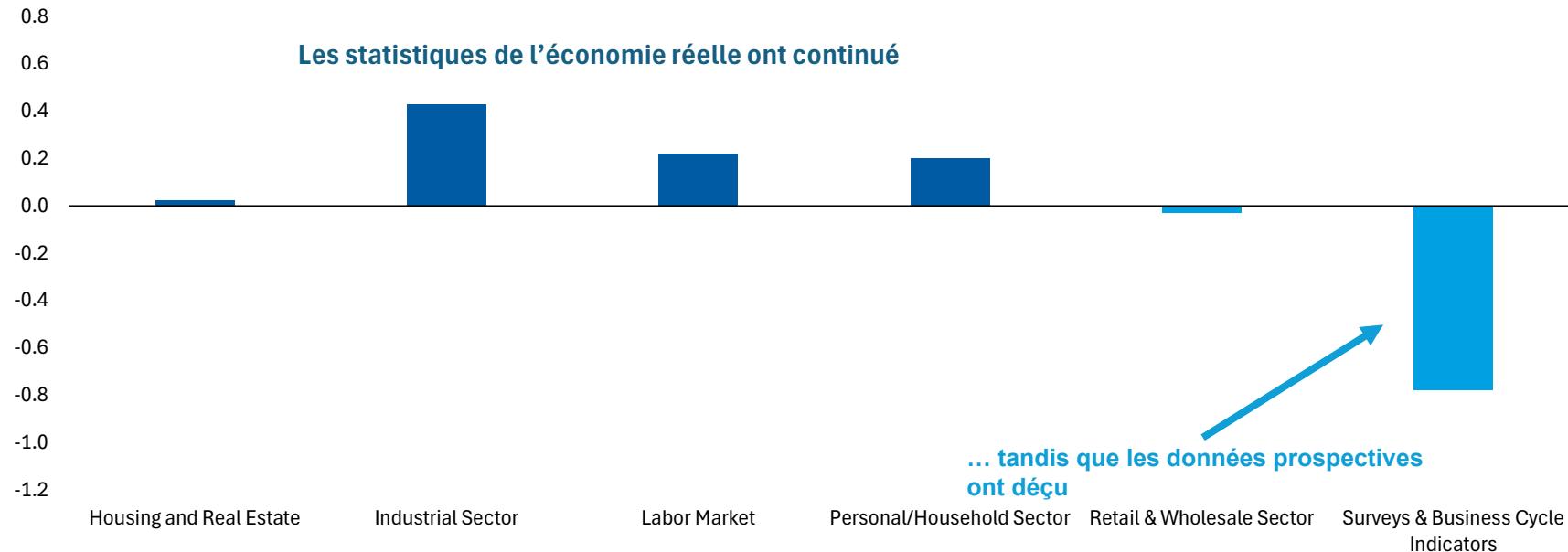
PRINCIPAUX THÈMES

Les enquêtes de conjoncture continuent de décevoir, mais les statistiques de l'économie réelle résistent

Les niveaux record d'incertitude politique ont fragilisé les perspectives de croissance économique. Jusqu'à présent, cette incertitude s'est traduite par une tendance négative de nombreux indicateurs prospectifs (enquêtes de sentiment, PMI*), tandis que les statistiques de l'économie réelle ont continué de surprendre positivement. Nous pensons que ces tendances finiront par converger, le calendrier, la direction et l'ampleur déterminant la trajectoire prévisionnelle des prix des actifs.

La faiblesse des statistiques économiques s'est limitée aux données prospectives telles que les enquêtes et les indicateurs conjoncturels

Indice Bloomberg de surprise économique aux États-Unis par secteur



Source : Bloomberg, MSIM. Au 20 mai 2025. * PMI est l'abréviation de Purchasing Managers' Index. 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. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.**

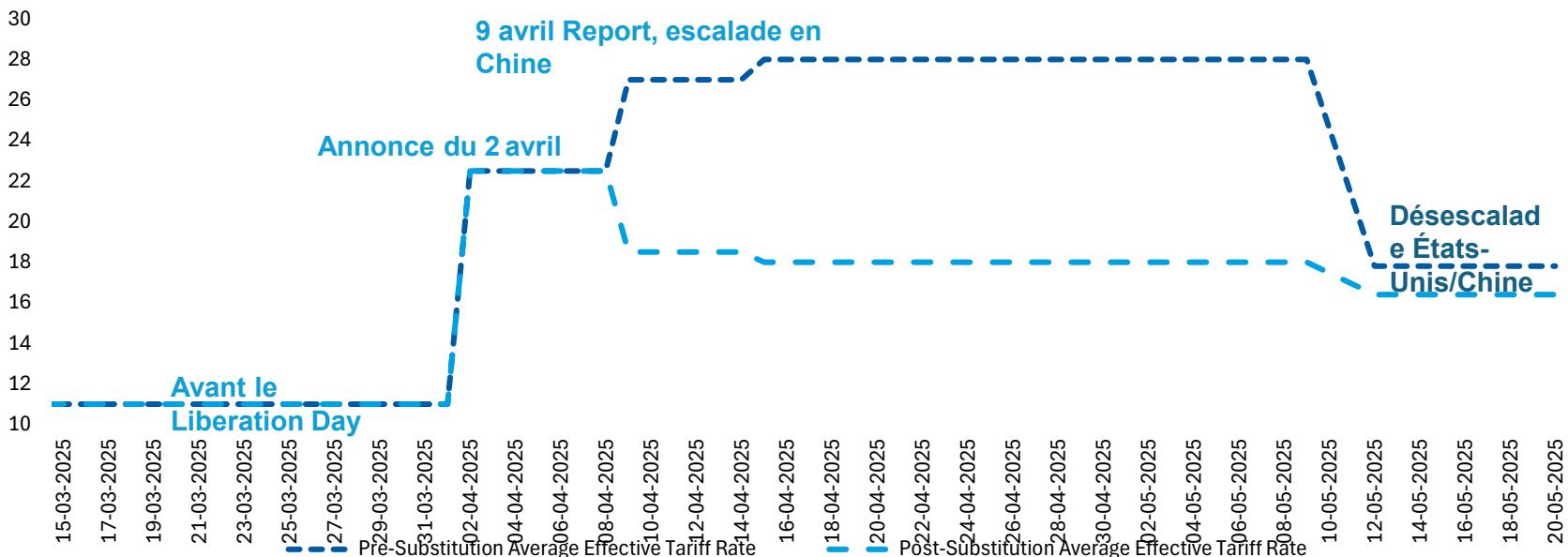
PRINCIPAUX THÈMES

Au regard des dernières évolutions, le pic de désescalade des droits de douane a-t-il été atteint ?

Depuis la suspension/réduction temporaire des droits de douane sur les produits chinois à compter du 12 mai, leur taux moyen effectif global (tel qu'estimé par le Yale Budget Lab) a baissé d'un peu plus de 10 %, pour s'établir à 17,8 % avant tout effet de substitution. La récente désescalade avec la Chine s'étant avérée bien plus importante que ce à quoi s'attendait le marché, de nouvelles baisses semblent moins probables.

Après le récent accord commercial avec la Chine, avons-nous atteint le pic de désescalade des droits de douane ?

Taux de droit de douane effectif moyen avant/post-effet de substitution (%), tel qu'estimé par le Yale Budget Lab



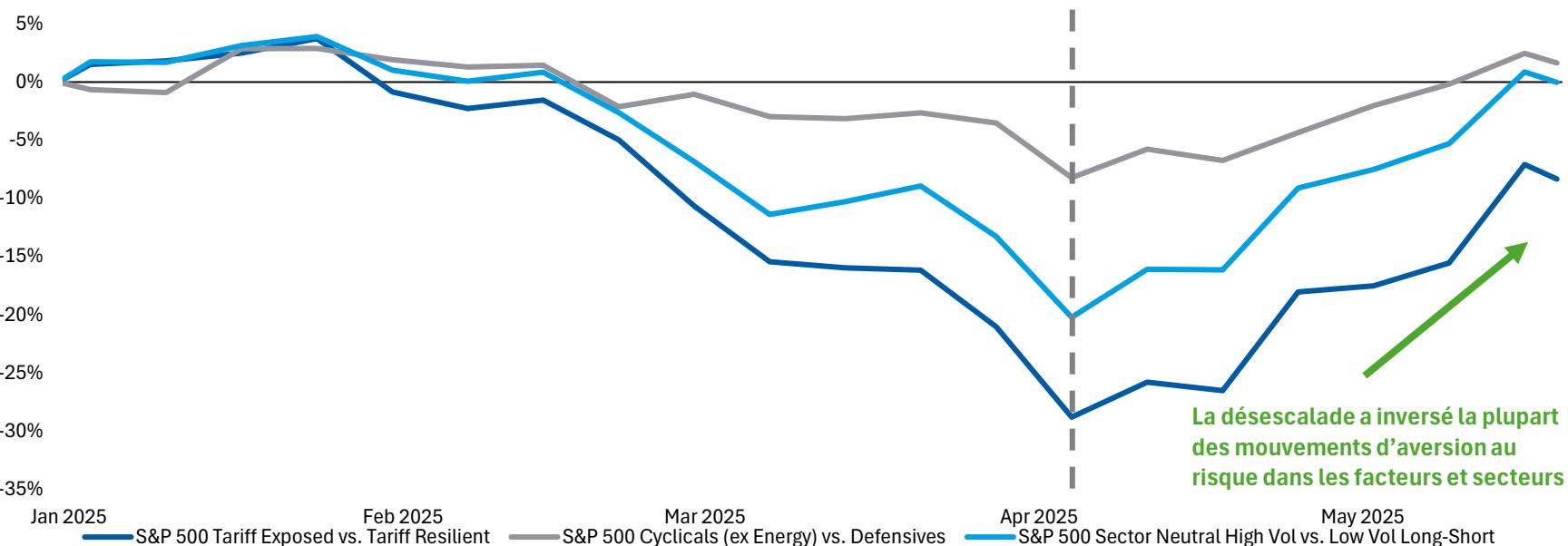
Source : Bloomberg, Yale Budget Lab, MSIM. Au 20 mai 2025. À titre d'illustration uniquement. Ceci n'est pas une recommandation d'achat ou de vente d'un titre spécifique. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe de gestion 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. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.

PRINCIPAUX THÈMES

Compte tenu du contexte de désescalade, les marchés manifestent de l'appétit pour le risque

Depuis le report réciproque des droits de douane annoncé le 9 avril, les indicateurs de marché des actions ont signalé une tendance favorable au risque sous plusieurs aspects : En moyenne, les secteurs cycliques (hors énergie) ont surperformé les secteurs défensifs, le facteur forte volatilité a surperformé celui de faible volatilité (hors effet sectoriel) et notre panier d'actions « exposées » aux droits de douane a surperformé le panier d'actions « résilientes » aux droits de douane.

Depuis début avril, l'appétit pour le risque est de retour sous l'effet de l'apaisement des tensions commerciales
Performance cumulée depuis le début de l'année des principaux « pair trades »



Source : Bloomberg, MSIM. Au 20 mai 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. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.**

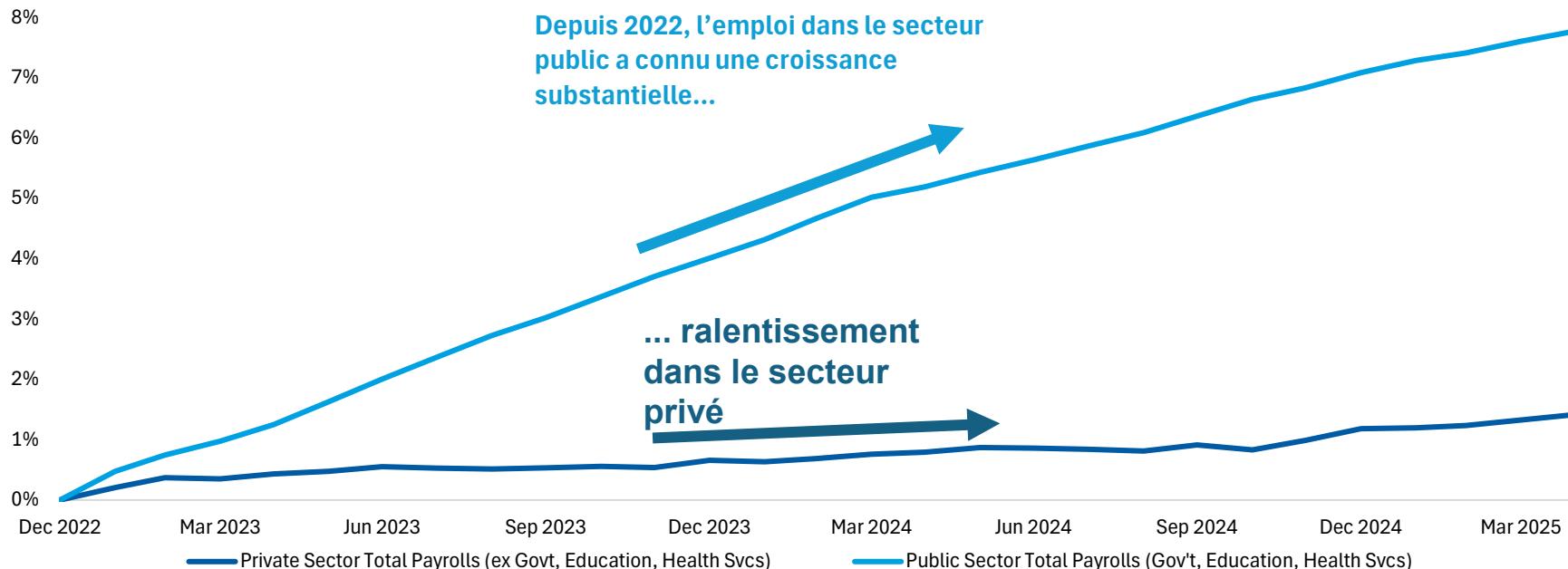
PRINCIPAUX THÈMES

Au cours des trois dernières années, les créations d'emplois ont été tirées par le secteur public

Au cours des dernières années, la majorité des créations d'emplois ont été réalisées dans le secteur public (État, éducation, services de santé), ce qui a entraîné un tassement de l'emploi dans le secteur privé. Il reste à voir si les politiques de la nouvelle administration permettront un retour à la convergence des tendances de l'emploi, ce qui serait positif pour la productivité du travail et l'inflation.

L'emploi dans le secteur public a explosé depuis 2022, entraînant un ralentissement dans le secteur privé

Croissance cumulée de la masse salariale totale depuis le 31/12/2022



Source : Bloomberg, MSIM. Au 30 avril 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. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.

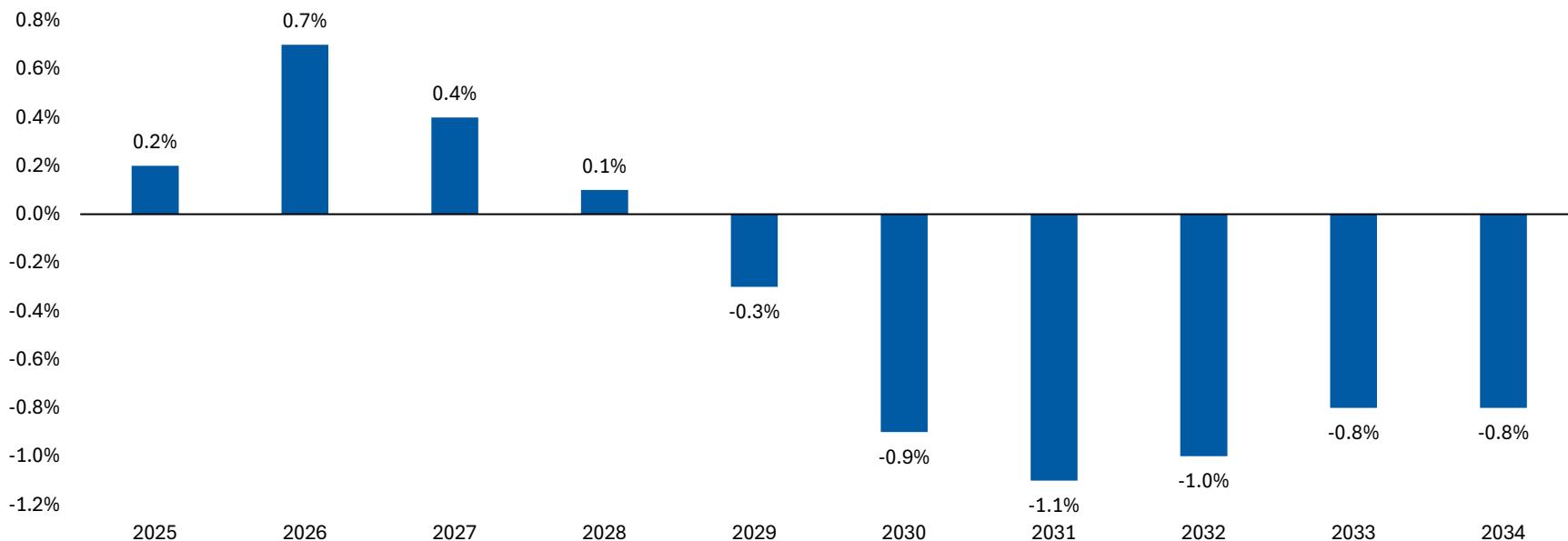
PRINCIPAUX THÈMES

Cartographie de l'impulsion budgétaire totale depuis la procédure dite de « réconciliation »

Le processus budgétaire a encore un long chemin à parcourir, mais le projet de loi issu de la procédure de « réconciliation » à la Chambre des représentants laisse entrevoir davantage de mesures budgétaires favorables que prévu à court terme. L'objectif principal reste la prolongation des réductions d'impôts qui doivent expirer à la fin de cette année, mais le projet de loi a été structuré de manière à concentrer les avantages en début de période et les coûts en fin de période.

L'estimation de l'impulsion budgétaire issue du processus de « réconciliation » montre une concentration en début de période des mesures de relance

Impulsion budgétaire nette liée à la loi de « réconciliation »



Source : Bloomberg, Don Schneider (Piper Sandler), MSIM. Au 16 mai 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. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.**

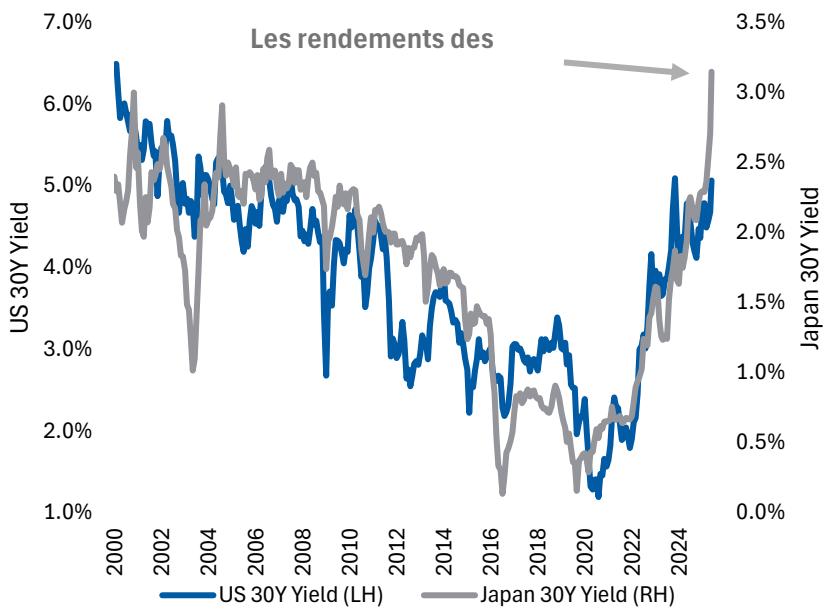
PRINCIPAUX THÈMES

Hausse globale des rendements obligataires – un phénomène qui ne touche pas uniquement les États-Unis

Les actifs à duration longue font l'objet d'une réévaluation dans le monde entier et pas seulement aux États-Unis. En fait, les rendements des obligations à long terme américaines ont moins augmenté que dans d'autres grandes régions depuis le début de l'année.

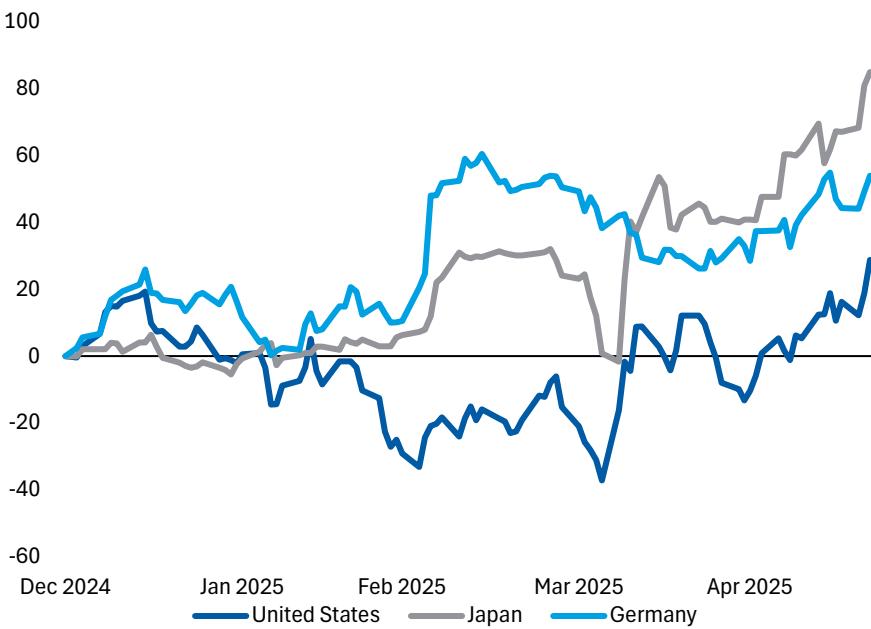
Les rendements obligataires japonais ont atteint des niveaux historiques

30 ans américain (gauche), 30 ans japonais (droite)



Les rendements obligataires américains sont ceux qui ont le moins augmenté en 2025

Variation cumulée depuis le début de l'année (en pb)



Source : Bloomberg, MSIM. Au 20 mai 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. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.

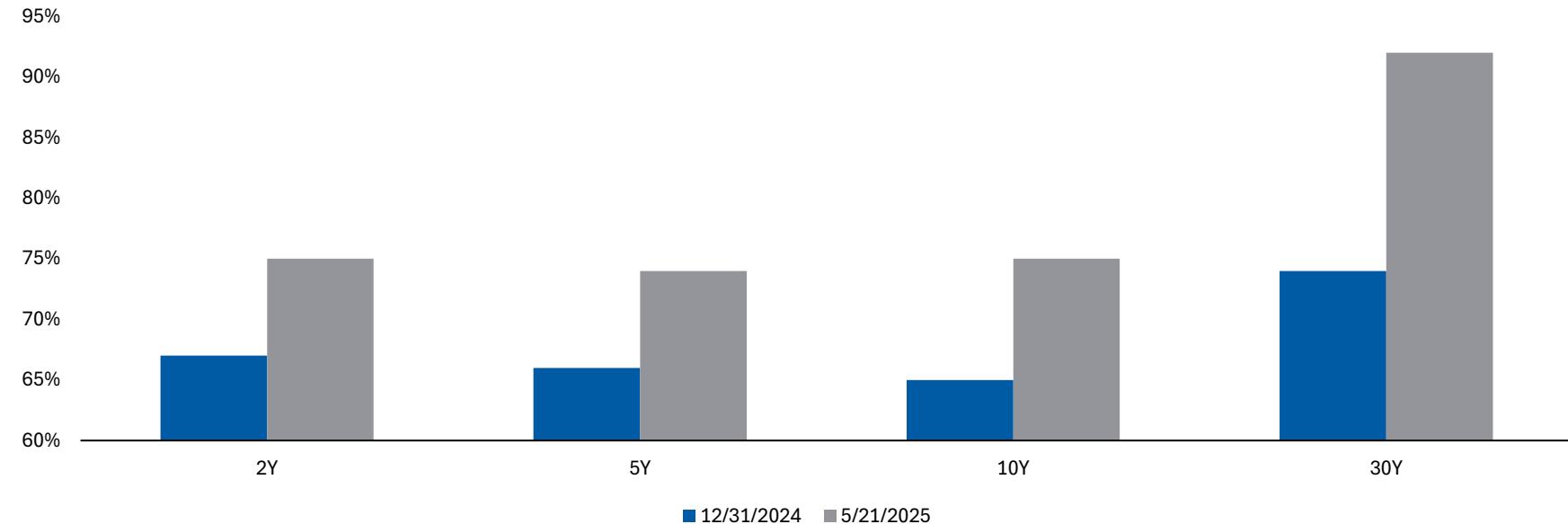
PRINCIPAUX THÈMES

Obligations municipales : Hausse des rendements et pentification de la courbe

Les rendements des obligations municipales à long terme ont augmenté en mai, dans la continuité de la tendance observée depuis le début de l'année. Face à l'abondance de l'offre ces derniers mois, la courbe des obligations municipales a enregistré une pentification baissière plus importante que celle des bons du Trésor américain, ce qui se traduit par des ratios obligations municipales/bons du Trésor américains attrayants sur la courbe.

Les ratios obligations municipales/bons du Trésor américain semblent attrayants sur les échéances plus longues de la courbe

Ratios obligations municipales/bons du Trésor américain sur certaines courbes, au 31/12/2024 et aujourd'hui



Source : Bloomberg, MSIM. Au 21 mai 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. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.**

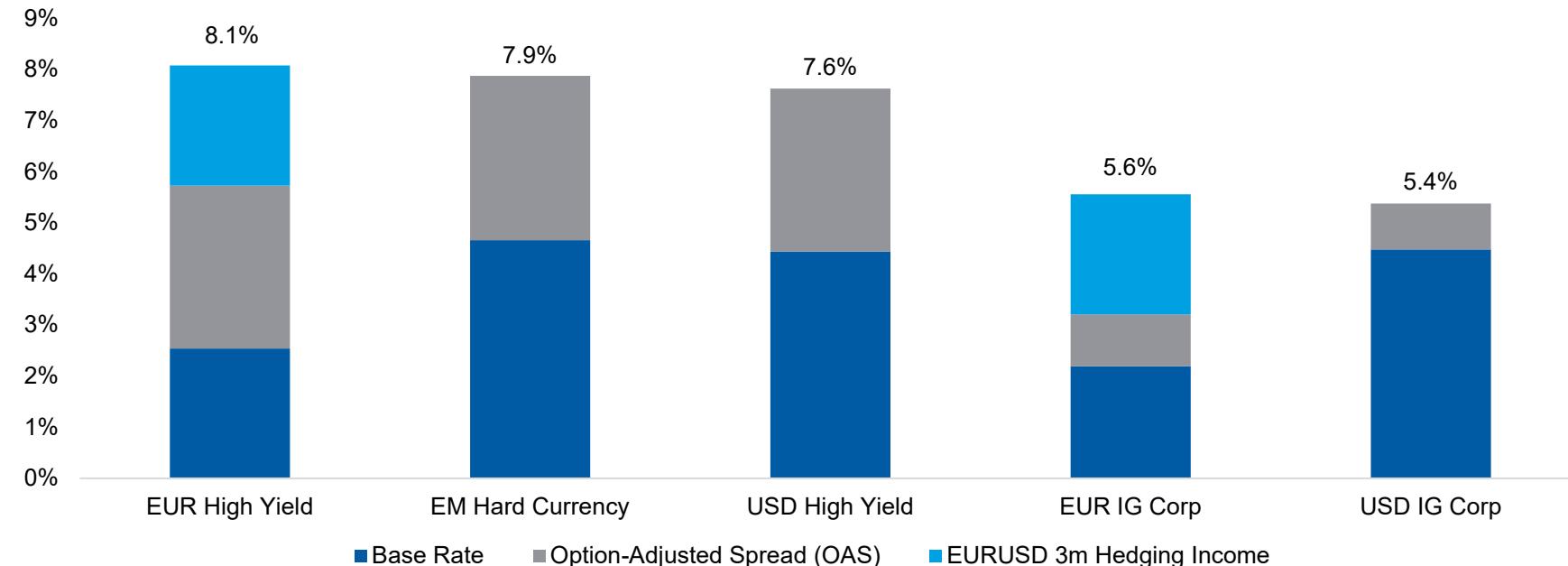
GRANDES IDÉES

Surpondération du crédit High Yield européen

La réduction des risques de croissance mondiale découlant de l'issue positive des récentes négociations commerciales devrait également réduire les risques de défaut, rendant ainsi le crédit de moindre qualité plus attrayant. Le crédit HY européen semble attractif, en particulier pour les investisseurs en USD, compte tenu du supplément de 2,4 % lié à la couverture de l'exposition à l'euro en USD.

Le crédit HY européen couvert en USD offre le rendement le plus élevé

Décomposition des rendements entre les principales catégories de crédit



Source : Bloomberg, MSIM. Au 22 mai 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. **La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.**

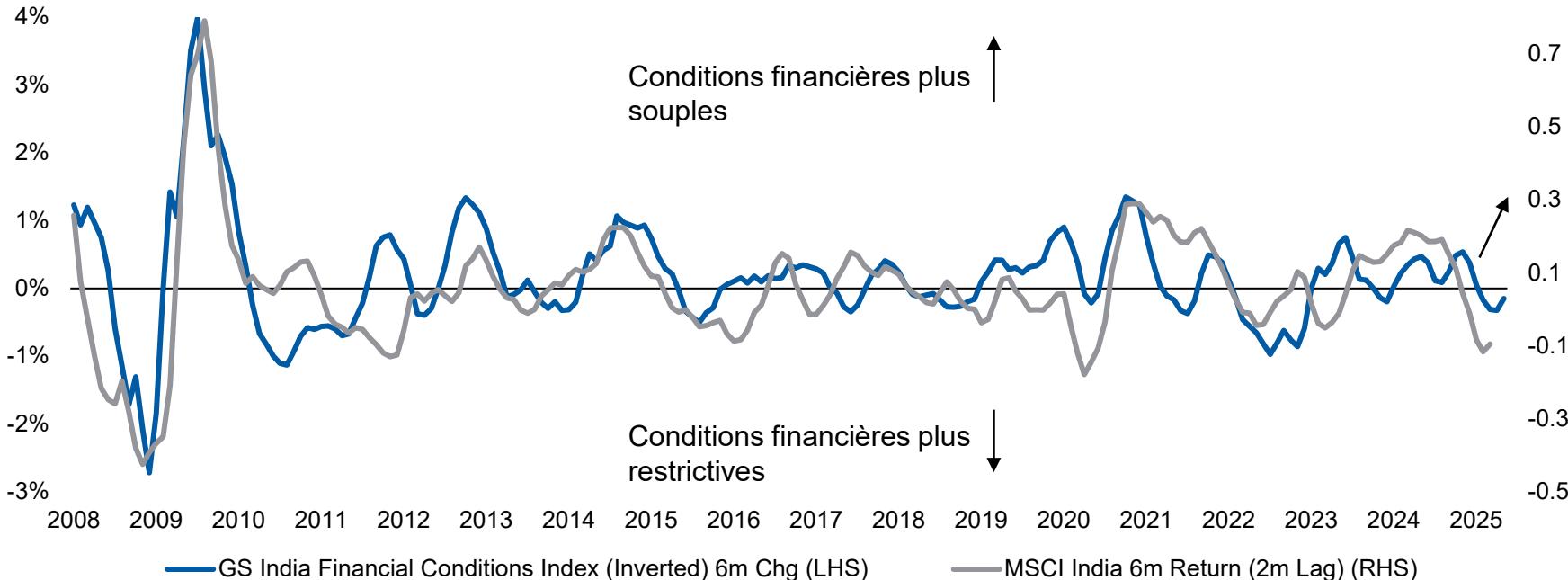
GRANDES IDÉES

Surpondération des actions indiennes

L'Inde a traversé deux trimestres de ralentissement de l'économie et de la croissance des bénéfices des entreprises depuis le T4 2024, sous l'effet d'une politique budgétaire et monétaire intérieure restrictive. Les premiers signes de point bas sont apparus après l'adoption par la banque centrale indienne d'une politique accommodante. L'Inde est également moins vulnérable à la volatilité liée à la politique commerciale américaine, compte tenu de sa faible exposition extérieure.

Historiquement, les performances des actions indiennes sont positives lorsque les conditions financières s'assouplissent

Conditions financières en Inde (à gauche) et performance glissante de l'indice MSCI India sur 6 mois (décalage de 2 mois, à droite)



Source : Bloomberg, Goldman Sachs, MSIM. Au 21 mai 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. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.

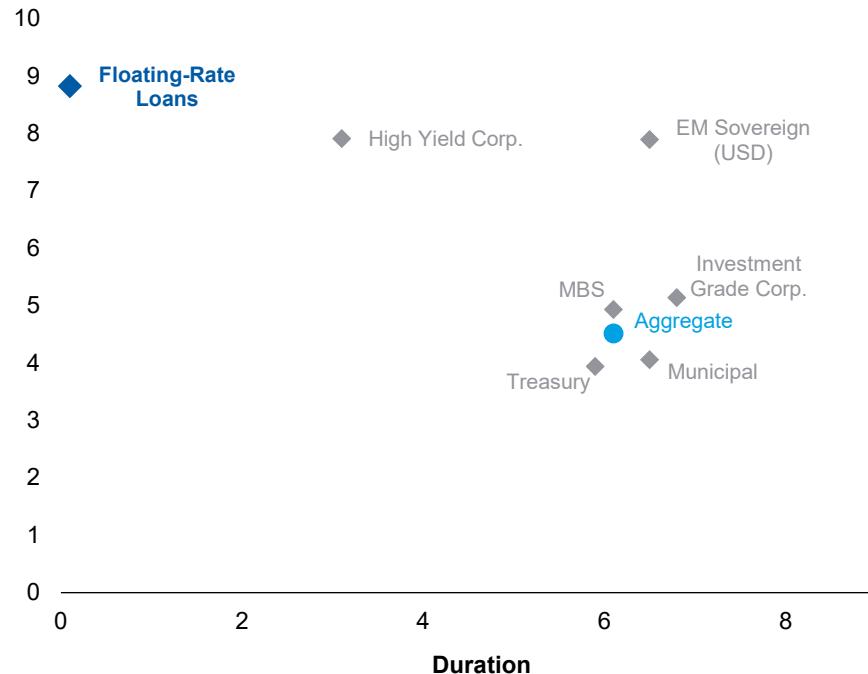
GRANDES IDÉES

Possibilité d'exposition aux prêts américains : Gestion du risque de duration

Bien que les spreads de crédit se soient resserrés au cours des dernières semaines, nous apprécions la réduction supplémentaire de la sensibilité aux taux propres aux prêts bancaires, compte tenu notamment de l'évolution potentielle du cadre de politique monétaire de la Fed. En outre, les prêts sont peu corrélés avec les catégories obligataires traditionnelles.

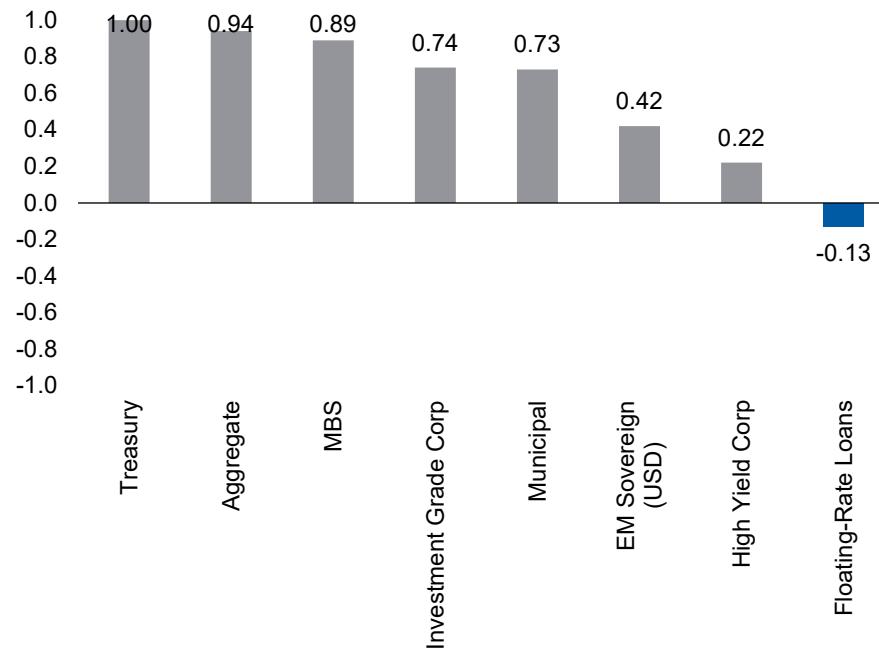
Les prêts offrent des rendements élevés et une duration proche de zéro

Yield-to-worst (%) vs duration



Corrélation négative avec les allocations obligataires « core »

Corrélation sur 10 ans avec les bons du Trésor américain



Source : Bloomberg, MSIM. Au 22 mai 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. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.

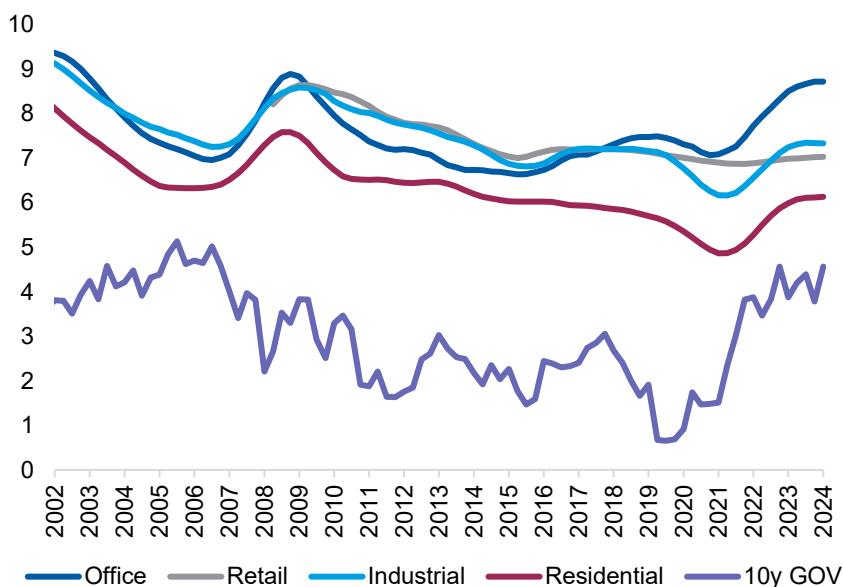
GRANDES IDÉES

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.

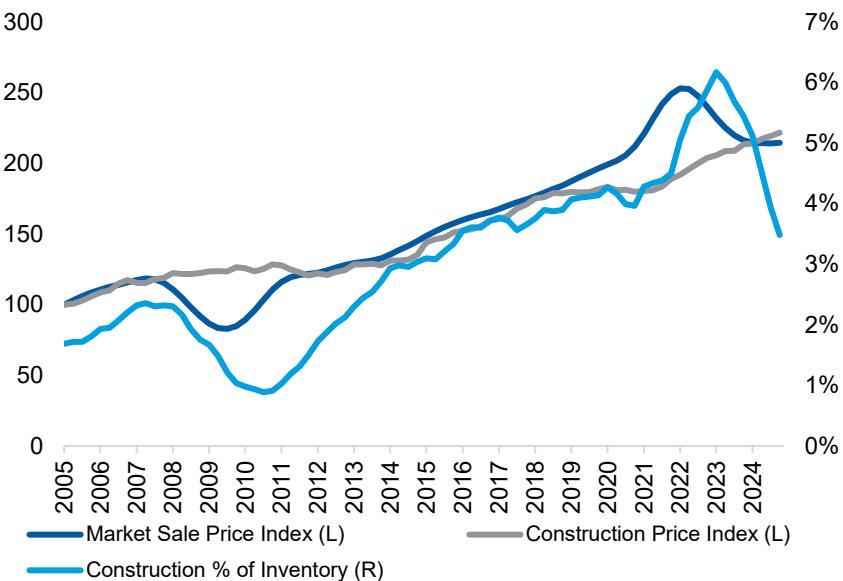
Les taux de capitalisation américains se sont stabilisés...

Taux de capitalisation du secteur immobilier (%)



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

Indice des prix résidentiels (gauche), construction en % du stock (droite)



Source : CoStar, Bloomberg, Bureau of Labor Statistics. Au 31 décembre 2024. 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 continuons de privilégier une position neutre sur la duration. Après la récente augmentation d'environ 4,50 %, les rendements à 10 ans se situent actuellement au milieu de notre fourchette conceptuelle. La récente désescalade autour des droits de douane entre la Chine et les États-Unis a éliminé les obstacles à la croissance et réduit les risques de récession.
Crédit		Les spreads de crédit ont continué de se resserrer et sont repassés sous leurs moyennes à moyen et long terme. Nous continuons de considérer que les spreads de crédit sont exposés de manière asymétrique aux actualités négatives, avec un potentiel de hausse limité par rapport aux niveaux actuels.
Actions		Les risques restent équilibrés pour les actions. L'annonce d'un apaisement de la guerre des droits de douane entre les États-Unis et la Chine atténue encore les obstacles à la croissance et réduit le risque de récession. Les actions doivent encore faire face aux risques liés aux négociations commerciales, à la pression haussière sur les prix résultant des droits de douane et à un éventuel ralentissement de la croissance.
Actifs alternatifs		Les investisseurs en Private Equity ont été 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'Europe tout en allouant une part des actifs aux marchés émergents, notamment à l'Inde.
Marchés non cotés		Sur le segment du Private Credit, 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 d'une plus grande flexibilité dans leurs stratégies de dette.
Hedge Funds		L'environnement macroéconomique a perturbé de nombreux thèmes 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.
Matières premières		Nous restons neutres sur les matières premières énergétiques car l'augmentation des risques géopolitiques est contrebalancée par d'importantes capacités inutilisées sur certains marchés (pétrole par ex.), ce qui limite le potentiel haussier en l'absence de perturbations physiques. Dans le contexte actuel, le segment des métaux précieux pourrait bénéficier de tendances structurelles porteuses.
Transition		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 4,50 %, les rendements à 10 ans se situent actuellement au milieu de notre fourchette conceptuelle. La récente désescalade autour des droits de douane entre la Chine et les États-Unis a significativement réduit les risques de récession.
Inflation Linked Bonds		Nous percevons aujourd'hui un certain potentiel dans ce domaine, en particulier sur les segments à plus long terme de la courbe, avec une inflation 5Y/5Y actuellement à 2,29 %. Bien qu'il ne soit pas définitif à l'heure où nous écrivons ces lignes, le récent budget de la Chambre des représentants renforce ce point de vue.
Eurozone Govt. Bonds		Nous sommes neutres sur la duration en Europe : Le virage budgétaire de l'Allemagne devrait se traduire par une fourchette de négociation des taux européens plus élevée qu'après la crise de 2008, malgré les baisses de la BCE.
EM Hard Currency Govt. Bonds		Pendant l'essentiel des 15 dernières années, les spreads de la dette émergente ont été supérieurs à ceux de la dette d'entreprise. Mais ils sont actuellement beaucoup plus faibles que par le passé. Les investisseurs bénéficient toujours des spreads plus élevés de la dette émergente et les niveaux de solvabilité se sont globalement améliorés en raison d'une dépréciation du dollar. Nous restons donc neutres à l'égard de la dette émergente.
EM Local Currency Govt. Bonds		Les titres de dette libellés en devise locale sont de bons candidats au relèvement de leur note de crédit et nous consacrons beaucoup de temps aujourd'hui à cette classe d'actifs. Les émetteurs de meilleure qualité, principalement basés en Asie, ne semblent pas très attractifs avec des taux très bas. Cependant, d'autres segments du marché sont très attrayants. Il s'agit d'une classe d'actifs dans laquelle nous recommandons une gestion très active.
Obligations cotées		
Obligations municipales		Depuis que les obligations municipales ont été relevées à ++ le mois dernier, les ratios oblig. municipales/UST se sont raisonnablement resserrés, générant ainsi de solides performances. Pour l'avenir, nous restons optimistes sur les obligations municipales, mais le point d'entrée n'est plus aussi attractif.
Investment Grade (IG)		Les spreads IG restent serrés compte tenu 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 américain, mais avons relevé à neutre notre opinion sur le HY européen. Le HY européen offre des spreads plus attractifs que le HY américain, après prise en compte des différentiels de notation.
Prêts Bancaires		Les prêts bancaires se sont récemment resserrés dans le sillage du rebond généralisé des actifs risqués. Nous apprécions le niveau élevé de portage et la nature variable de la classe d'actifs. Cependant, nous aimerais avoir davantage de certitudes quant au fait que le cycle de défaut a atteint son pic, ou constater un léger élargissement des spreads, avant de nous engager dans une surpondération plus importante.

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 : Alors que la désescalade avec la Chine réduit encore les obstacles à la croissance liés aux droits de douane et au risque de récession, les actions américaines doivent encore faire face à des pressions sur les prix liées aux droits de douane et au ralentissement attendu de la croissance.
États-Unis						Europe : Nous continuons à surpondérer les actions européennes car les perspectives de croissance bénéficient de plusieurs facteurs : a) une politique budgétaire plus expansive, b) une hausse des revenus réels qui soutient la consommation ; et c) des conditions financières relativement plus favorables qu'aux États-Unis. Nous préférons toujours les segments de marché moins exposés aux droits de douane et bénéficiaires directs des dernières mesures de relance budgétaire, comme les banques et les moyennes capitalisations allemandes.
Zone euro						Japon : Nous restons neutres sur les actions japonaises compte tenu de la hausse continue des rendements à long terme et du potentiel de raffermissement du yen. Nous sommes constructifs quant aux réformes structurelles et aux perspectives à long terme du Japon.
Japon						Marchés émergents : Le risque extrême pour les marchés émergents est désormais nettement plus faible grâce à un accord commercial meilleur que prévu entre les États-Unis et la Chine. Au sein des marchés émergents, nous surpondérons désormais l'Inde tout en maintenant la Chine à neutre.
Style						
Growth vs Value						Depuis mi-2022, l'arbitrage entre les valeurs growth et value est principalement dicté par l'exposition aux technologies à bêta élevé, les indices de style growth surperformant les indices value lorsque les marchés progressent et les sous-perforant lorsqu'ils baissent. Dans ce contexte, une opinion neutre sur les actions suppose une position neutre entre growth et value.
Qualité						Nous maintenons une préférence pour le facteur qualité compte tenu des perspectives de croissance économique plus faible. Il est toujours préférable d'éviter les petites capitalisations de faible qualité. Nous préférons les moyennes capitalisations, notamment aux États-Unis et en Allemagne.
Grandes capitalisations vs petites capitalisations						Notre exposition cyclique actuelle passe par l'Europe et repose surtout sur des moteurs de croissance structurels.
Secteurs cycliques vs défensifs						

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

	Commentaire
Actifs alternatifs	
Marchés non cotés	
Private Equity	<p>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 baissiers 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.</p>
Actifs réels privés	<p>L'immobilier commercial offre actuellement des valorisations d'entrée attrayantes à un moment où les fondamentaux se stabilisent. La période 2022-2024 a été difficile pour l'immobilier, en raison de taux d'intérêt élevés, d'une offre excédentaire et de levées de fonds difficiles. 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. Toutefois, la levée de fonds dans le segment immobilier du Private Equity ne s'est pas encore redressée, ce qui représente une opportunité unique pour ceux disposant 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 ».</p> <p>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, car 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.</p>
Dette Privée	<p>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 garantis 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 opportunistes et aux experts en situations spéciales 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.</p>
Actifs alternatifs liquides	
Hedge Funds	<p>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 privilégions toujours les gérants de hedge funds spécialisés, qui sont les mieux placés pour analyser et s'adapter aux changements, notamment les droits de douane, l'évolution rapide de l'intelligence artificielle et les inquiétudes concernant la trajectoire de la croissance économique et les réponses politiques qui en découlent. 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.</p>
Matières premières	<p>Nous restons neutres à l'égard des matières premières car l'augmentation des risques géopolitiques est contrebalancée par d'importantes capacités inutilisées sur certains marchés (pétrole par ex.), ce qui limite le potentiel haussier en l'absence de perturbations physiques. Dans le contexte actuel, le segment des métaux précieux pourrait bénéficier de tendances structurelles porteuses.</p>
<p>À titre d'information uniquement et ne constitue ni une offre ni une recommandation d'achat ou de vente de titres particuliers ou de suivi d'une stratégie de gestion particulière. Les opinions tactiques exprimées ci-dessus sont une représentation générale des opinions et applications de notre équipe, exprimées à des fins de communication client. Les allocations individuelles des équipes peuvent être différentes. Les informations figurant dans le présent document ne présument pas des objectifs financiers, circonstances ou besoins spécifiques d'un investisseur en particulier. Les signes reflètent l'opinion du Portfolio Solutions Group pour chaque classe d'actifs. Remarque : La sur/sous-pondération des marchés non cotés concerne les décisions relatives au flux de nouveaux investissements, et non au stock d'investissements existants.</p>	

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, Emirats 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 responsibility 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 4529442 Exp 6/30/2026

43274 | 6/4/2025