

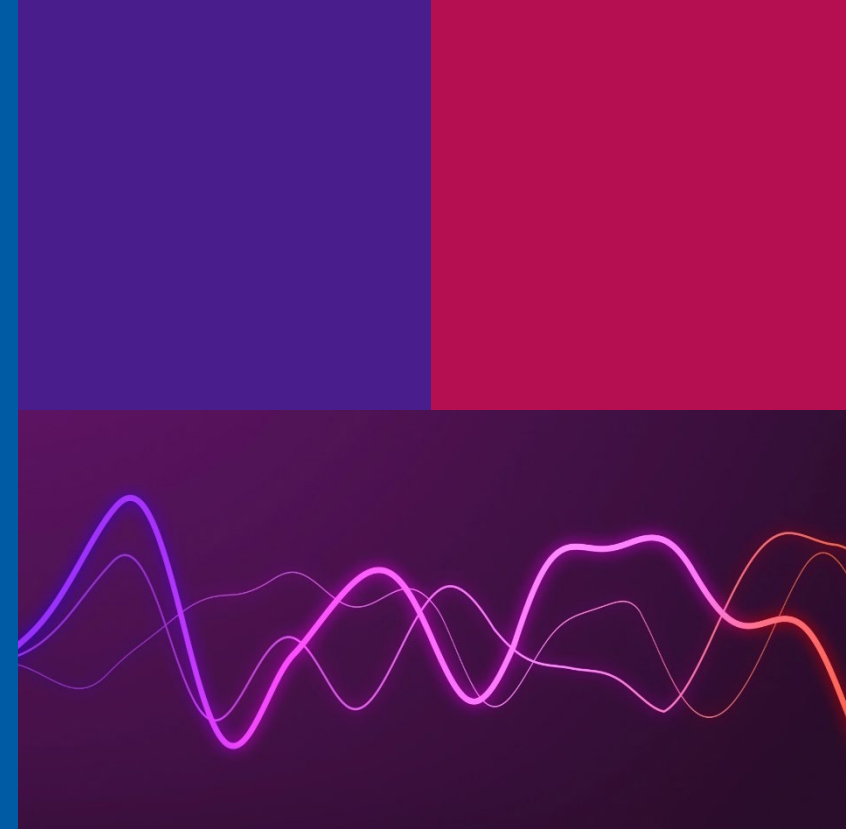
Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

THE BEAT

BONDS | EQUITIES | ALTERNATIVES | TRANSITION

Mars 2024



Previously known as the Monthly Market Monitor.

GRANDES IDÉES

The Capital Markets Group - Nos 5 grandes idées

Sous-pondération avec forte conviction du crédit Investment Grade (IG)

Les perspectives de performance ajustées du risque du crédit IG ont diminué en raison de faibles rendements et des spreads de crédit trop étroits. Le rendement du crédit IG est trop faible par rapport à son risque de duration au niveau de l'indice, nous nous attendons à un soft landing ce qui pourrait augmenter les rendements. En outre les spreads évoluent dans le bas de leurs fourchettes de fluctuation et offrent une protection limitée en cas de dégradation des conditions de marché. Nous préférons une approche équilibrée axée d'une part sur les emprunts d'État de Investment Grade et d'autre part sur les crédits de High Yield.

Nous ne surpondérons plus les obligations municipales et sommes désormais neutres.

Les rendements actuels des obligations municipales de Investment Grade sont très légèrement supérieurs voire similaires à ceux des bons du Trésor américain après impôt. Les segments moins bien notés du marché recèlent encore un peu de valeur.

Exposition renforcée aux actions des marchés développés mondiaux

La hausse des cours de bourse a augmenté la pondération brute des actions dans les portefeuilles diversifiés. Nous préférons conserver une exposition brute élevée aux actions plutôt que de réduire notre allocation, ce qui se traduit par une surpondération globale des actions dans les portefeuilles. Selon les indices PMI manufacturiers nous sommes au début d'une reprise cyclique séquentielle. Ce type d'environnement est généralement favorable aux actions. Malgré des multiples de valorisation élevés, les actions sont au début d'une reprise de cycle, qui devrait toutefois être moins marquée que les précédents historiques.

Les tendances favorables au dollar américain devraient persister

Nous pensons que la Fed réduira ses taux très progressivement compte tenu de la résilience des perspectives de consommation aux États-Unis et d'une trajectoire désinflationniste plus marquée. Avec la reprise plus modérée qui se profile à l'échelle mondiale, notamment hors États-Unis, le dollar américain bénéficie selon nous de facteurs de soutien. La zone euro souffre de problèmes structurels qui pourraient se traduire par une reprise plus lente de la croissance. Au Japon l'anticipation d'une fin rapide des taux négatifs a fini par s'estomper récemment, notamment en raison de la faiblesse des données relatives à la croissance et à l'inflation. La perspective incertaine d'une reprise en Chine conforte les conditions globalement favorables du dollar américain.

Dettes émergentes en devises fortes - Surpondération maintenue

Les spreads et les taux devraient soutenir les performances totales des devises fortes des marchés émergents. Compte tenu de la remontée des rendements obligataires depuis le début de l'année, la dette émergente en devise forte offre à nouveau un point d'entrée attractif. En outre, avec l'amélioration de la croissance économique, dont témoignent le rebond séquentiel des indices PMI et la baisse des coûts de financement, les spreads devraient continuer à se resserrer. Si l'on ajoute à cela un rendement de 8,6 % les performances devraient se révéler attractives sur 12 mois.

Les points de vue et opinions exprimés sont ceux du Capital Markets 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 THÈMES CLÉS DU MOIS DE MARS

**La politique budgétaire sera plus importante que la politique monétaire**

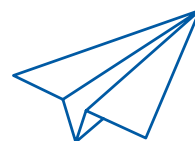
La croissance du PIB pourrait être supérieure au consensus en 2024, sous l'effet de mesures de relance budgétaire plus importantes que prévu. Alors qu'une année électorale s'annonce aux États-Unis, le parti sortant a généralement tendance à accroître ses dépenses pour soutenir l'économie. Cette fois, le gouvernement intervient dans le domaine fiscal et accélère les dépenses prévues dans le cadre du CHIPS Act. Le discours State of the Union prononcé par le président Joe Biden le 7 mars devrait être instructif et son impact sur les marchés devrait être plus important que d'habitude.

**L'inflation résiste et met en danger les obligations**

La persistance récente des données sur l'inflation ne rassurant pas la Fed, les baisses de taux pourraient être encore retardées. Cette situation combinée aux projets de dépenses budgétaires complique encore la tâche de la Fed. Comme les valorisations des marchés obligataires dépendent des baisses de taux de la Fed, la gestion du risque de durée devient primordiale dans les portefeuilles. Le crédit devrait toutefois finir par bénéficier de ces diverses tendances.

**Les marchés du travail en soutien des actions**

Avec la persistance de l'inflation les taux de croissance nominaux restent à un niveau plus élevé que prévu et devraient contribuer à une croissance soutenue des bénéfices. La vigueur continue des marchés du travail devrait permettre aux consommateurs de continuer à dépenser et soutenir les marges. Les marchés actions bénéficient de facteurs de soutien, mais tout dépend de la vigueur du marché du travail. Nous surveillons la situation très attentivement.

**Des capitaux en quête de taux réels plus élevés**

La Fed devait réduire ses taux avant la Banque d'Angleterre et la BCE. Selon les prévisions, la Fed pourrait désormais procéder à une réduction plus tardive que ses deux homologues. Autrement dit les taux réels pourraient rester élevés aux États-Unis, suivant une tendance favorable au dollar et aux autres actifs américains en général. Les écarts de taux réels appliqués aux flux de trésorerie auront donc un impact plus marqué sur les valorisations relatives des portefeuilles investis à l'échelle mondiale.

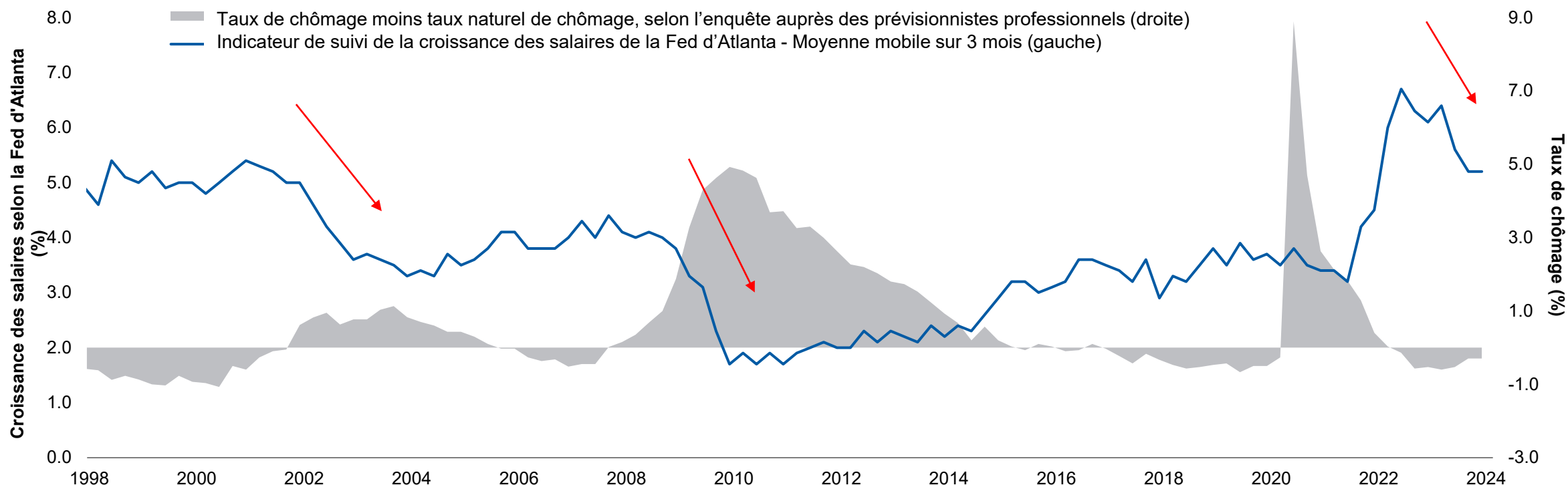
PRINCIPAUX THÈMES

Atterrissage en douceur « Goldilocks » = désinflation sans hausse du chômage

Les pressions salariales ont diminué sans entraîner de hausse du chômage ce qui conforte le scénario d'un atterrissage en douceur « Goldilocks ». Le débat haussier/baissier s'est souvent penché sur la question de savoir si le ralentissement du marché de l'emploi, sous la forme d'un chômage plus élevé, était nécessaire pour faire face à l'inflation. Des progrès sont encore nécessaires mais les données actuelles permettent d'envisager une normalisation de l'inflation sans récession.

La croissance des salaires ralentit, sans augmentation significative du chômage

Écart de chômage comparé à l'indicateur de croissance des salaires de la Fed d'Atlanta



Source : Bloomberg, MSIM. Données au 16 février 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe Capital Markets Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, elles peuvent donc ne pas se concrétiser.

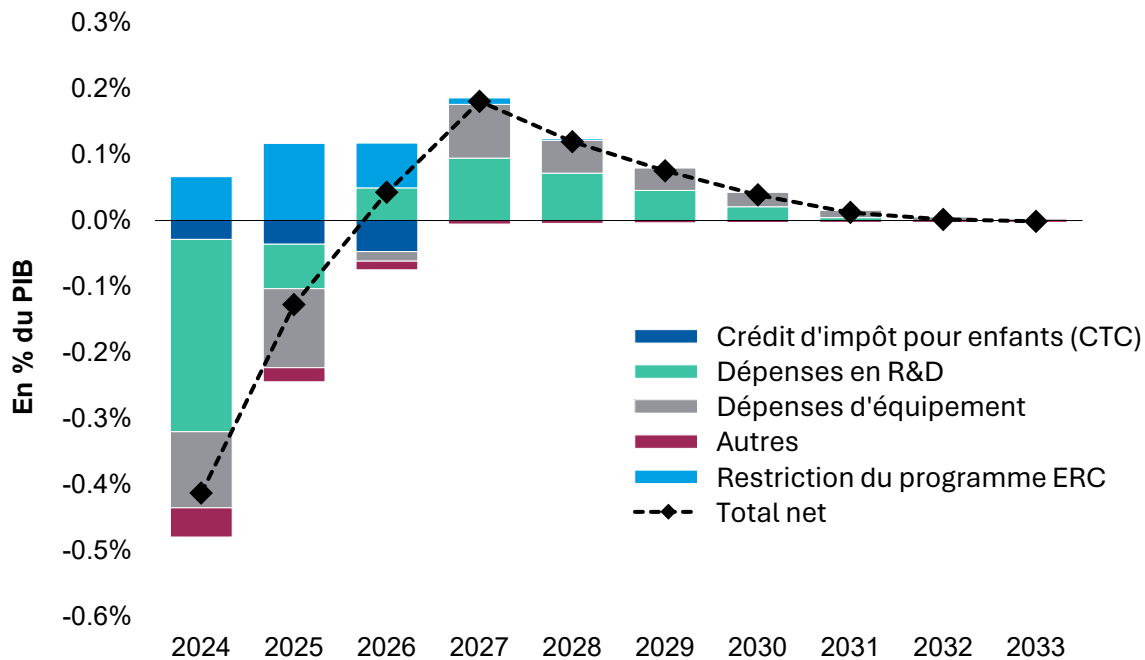
PRINCIPAUX THÈMES

La politique budgétaire prend le dessus sur la politique monétaire = relance de la croissance économique

Les dépenses publiques ont contribué à hauteur de 0,7 % au PIB américain en 2023 dont 0,6 % au quatrième trimestre 2023. Les années électorales aux États-Unis incitent les gouvernements à se montrer prodigues ce qui fait courir le risque d'une hausse des dépenses en 2024. Les dépenses pourraient augmenter concernant les arriérés de crédit liés à la fidélisation des employés pendant la pandémie, le dispositif de réduction d'impôt Wyden-Smith (s'il est approuvé) ou les investissements du CHIPS Act.

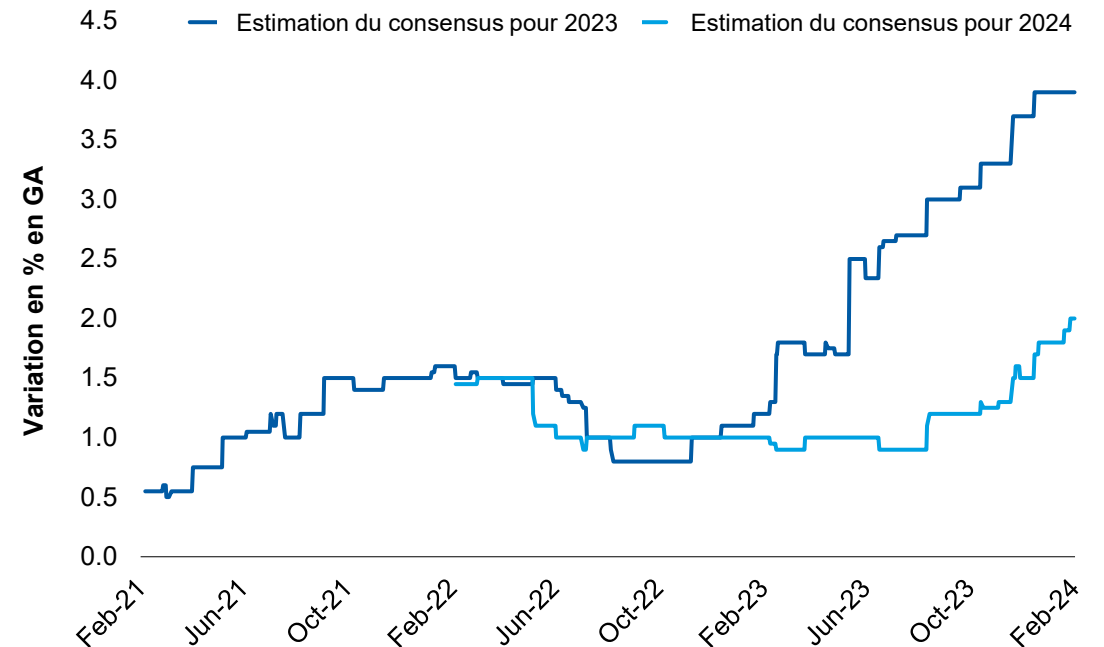
Un projet de loi fiscal bipartisan creuserait le déficit en 2024 et 2025

Impact sur le déficit fédéral en % du PIB



Les prévisions de dépenses publiques pour 2024 sont déjà en hausse

Prévisions du consensus de l'évolution des dépenses publiques américaines en glissement annuel



Source : Joint Committee on Taxation (JCT), Congressional Budget Office (CBO), Bloomberg, Trésor américain, MSIM. Données au 19 février 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe Capital Markets Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, elles peuvent donc ne pas se concrétiser.

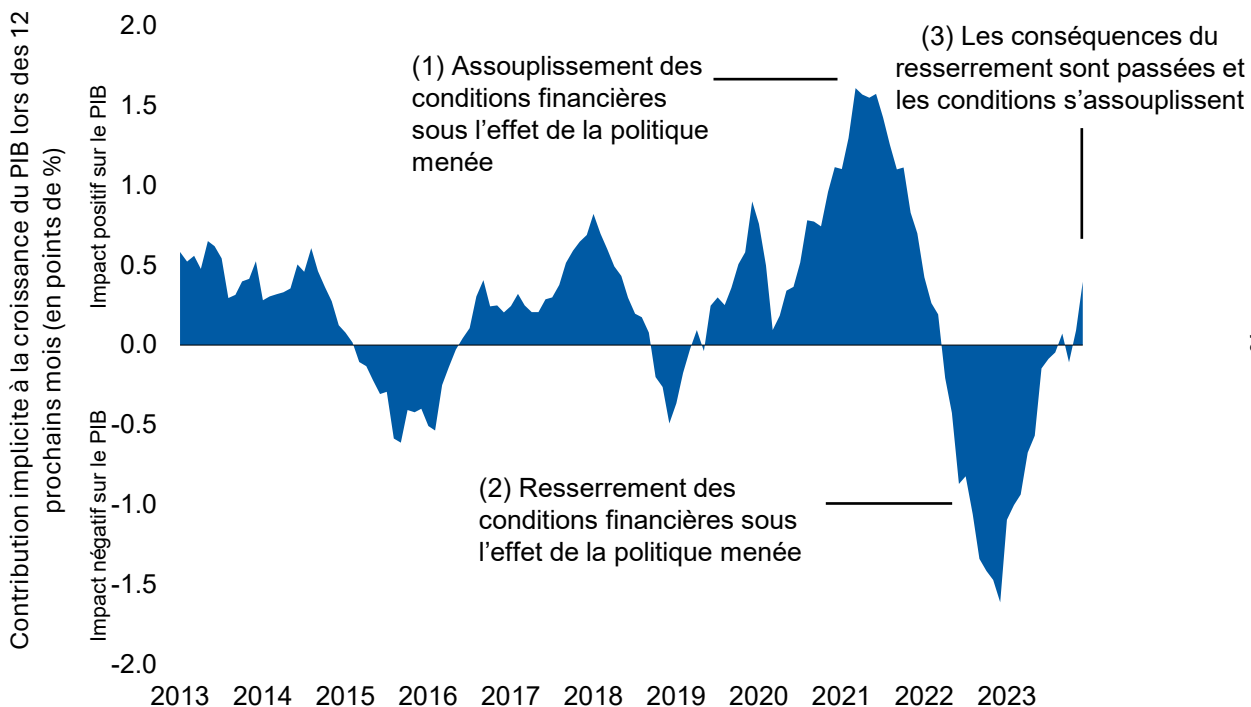
PRINCIPAUX THÈMES

Les conditions financières sont désormais favorables à la croissance en 2024

Le durcissement des conditions financières a commencé mi-2021 aux États-Unis et s'est poursuivi jusqu'au quatrième trimestre 2022. L'impact du pic des taux sur la croissance s'est fait ressentir au deuxième semestre 2022 et au premier trimestre 2023. Mais avec la dissipation de l'impact du resserrement, les données économiques se sont révélées supérieures aux anticipations et les prévisions du PIB américain ont été révisées à la hausse pendant l'essentiel de l'année 2023. En ce début d'année 2024, les conditions financières sont favorables à la croissance.

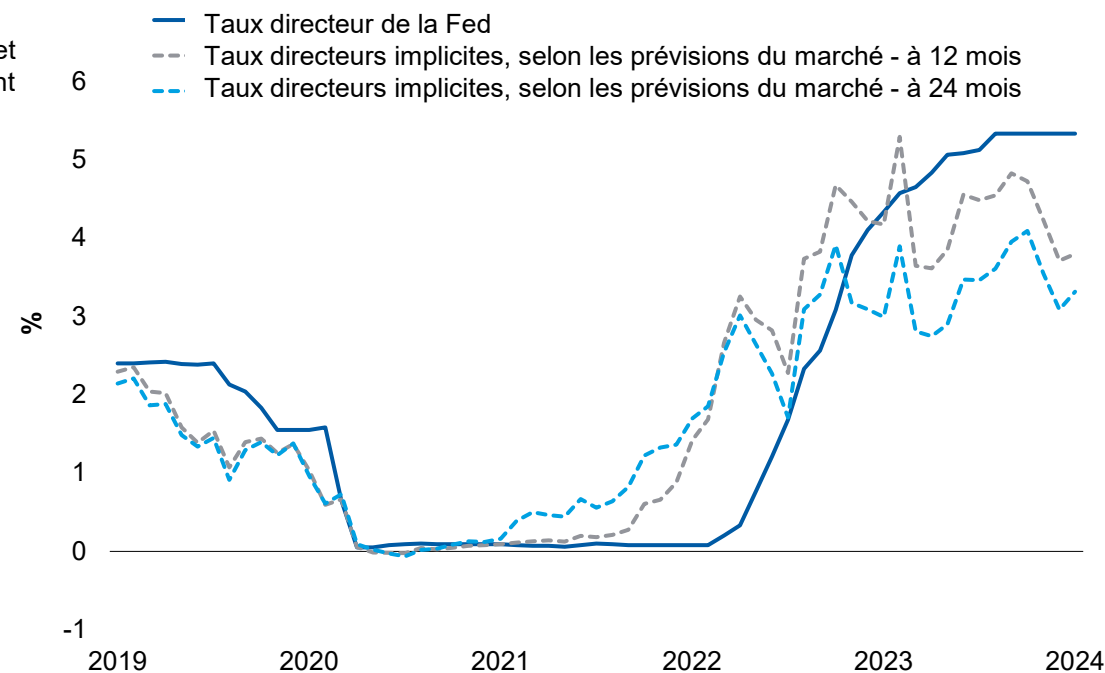
Les conditions financières sont désormais favorables à la croissance

Contributions à la croissance du PIB l'année prochaine (en points de pourcentage)



Les marchés ont anticipé un pic du taux directeur pour la fin 2022

Taux directeur américain vs anticipation du taux directeur selon le marché



Remarque : Le signe de cet indice des conditions financières est inversé pour mieux visualiser les impacts favorables et défavorables.

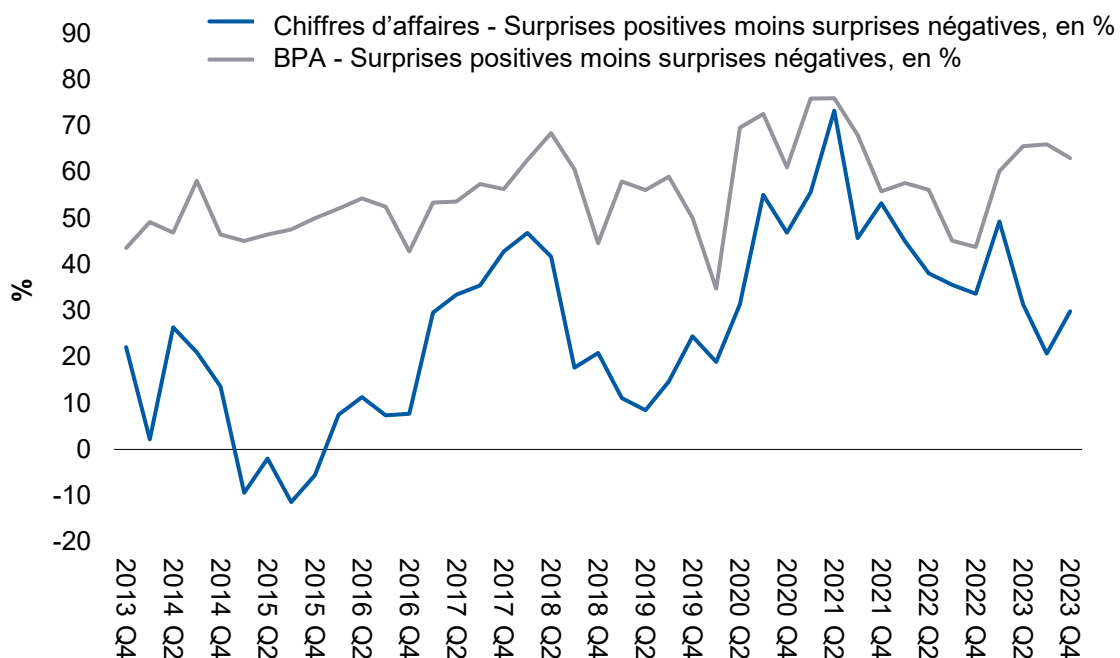
Source : Bloomberg, Réserve fédérale de New York, recherche de Morgan Stanley, MSIM. Données : février 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe Capital Markets Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, elles peuvent donc ne pas se concrétiser.

PRINCIPAUX THÈMES

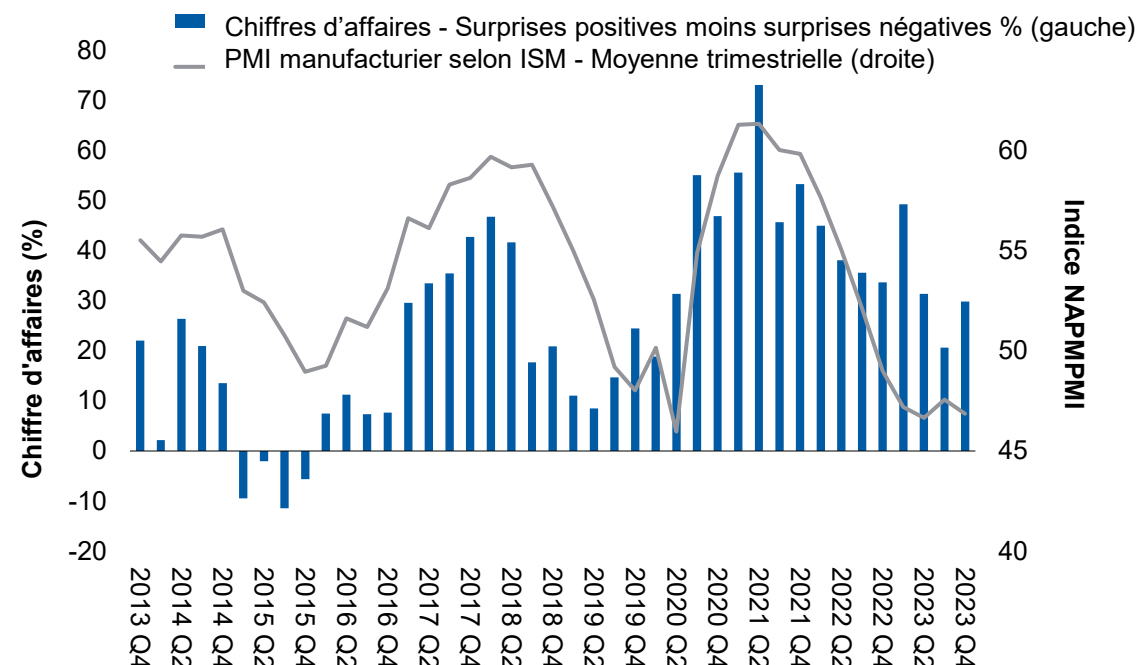
Une inflexion positive des indices PMI devrait se traduire par une hausse des BPA, sous l'effet des chiffres d'affaires

Nous prévoyons une inflexion positive du secteur manufacturier grâce à un assouplissement des conditions financières, à une hausse inattendue des dépenses publiques et à une normalisation de la demande de biens. Les bonnes nouvelles concernant les chiffres d'affaires des entreprises du S&P 500 affichent une corrélation positive avec les données du PMI manufacturier de l'ISM. Cette inflexion dans le secteur manufacturier devrait donc se traduire par des bénéfices plus élevés et de meilleure qualité.

Les résultats des sociétés de l'indice S&P 500 ont été solides, mais les résultats nets se révèlent un peu plus robustes que les chiffres d'affaires



Les chiffres d'affaires étonnamment élevés des entreprises du S&P 500 sont corrélés aux données PMI, ce qui laisse présager une hausse des BPA sous l'effet des chiffres d'affaires et une progression des PMI



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

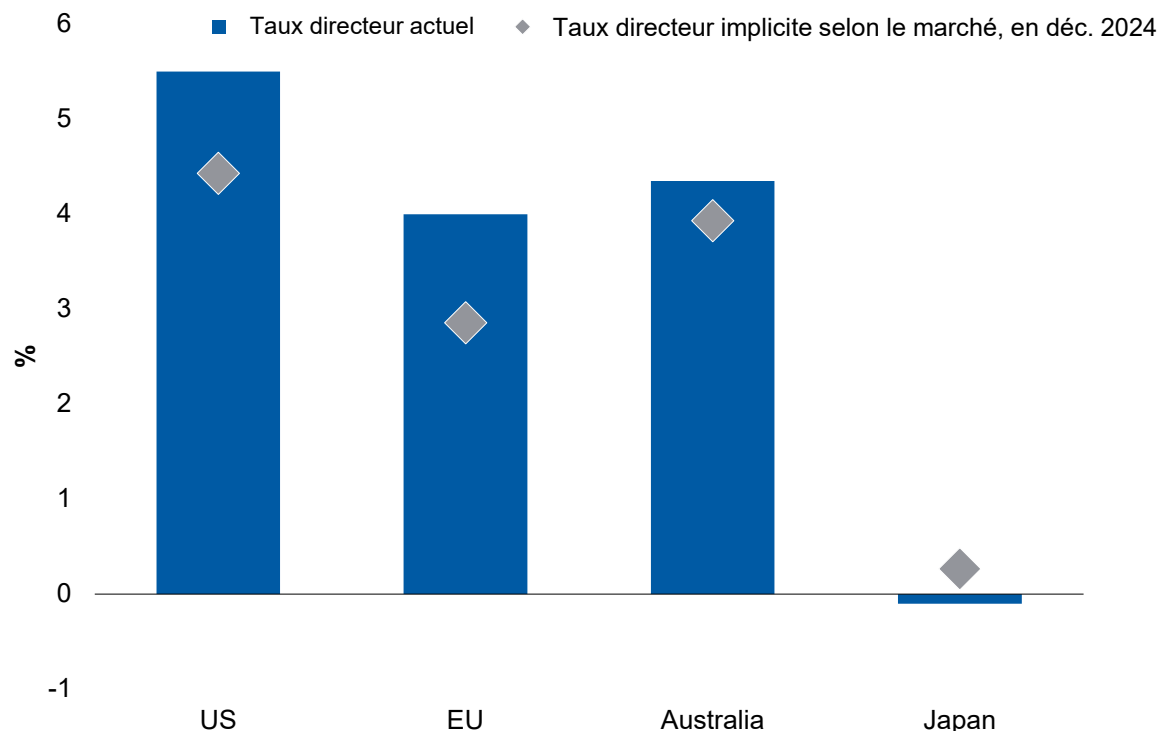
PRINCIPAUX THÈMES

Les statistiques économiques remettent en cause la volonté de la Fed de réduire les taux

Compte tenu de la résilience de la croissance économique, les réductions de taux prévues par la Fed pourraient encore diminuer sous l'effet d'une réévaluation à la hausse des prix de marché. À l'inverse, la croissance de l'économie de la zone euro étant confrontée à une multitude d'obstacles, le risque d'une baisse marquée des taux de la BCE émerge.

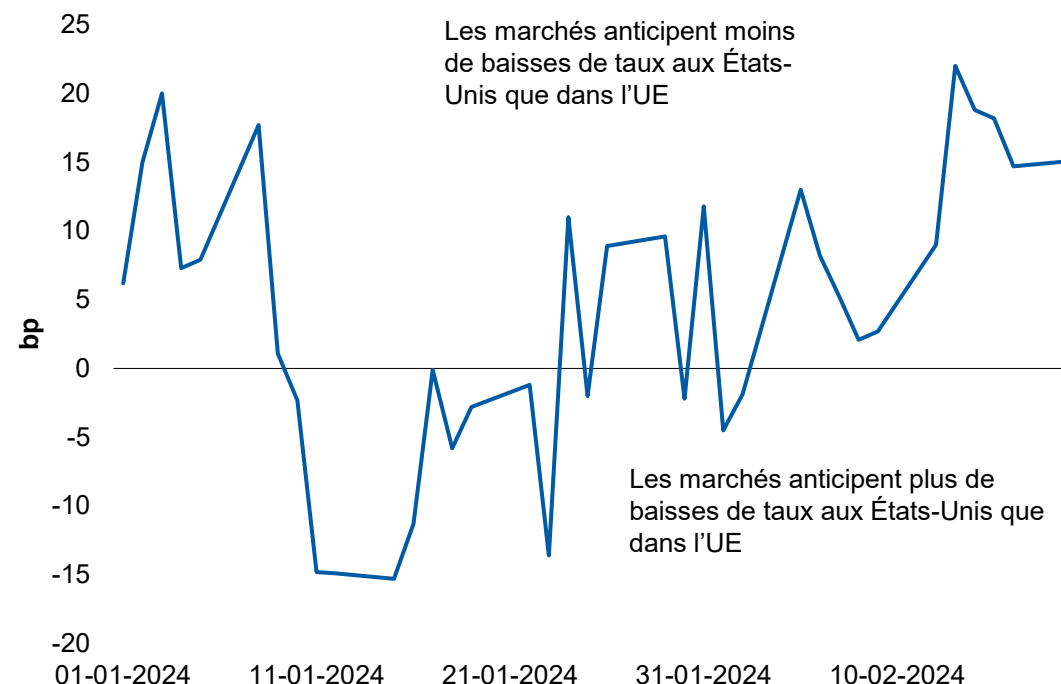
Les anticipations de baisse des taux de la Fed et de la BCE n'ont guère évolué

Taux directeurs actuels et anticipations du marché (décembre 2024)



Les écarts de croissance devraient entraîner une divergence accrue entre politiques

Variation implicite des taux directeurs - États-Unis vs UE (déc. 2024)



Source : Bloomberg, MSIM. Données au 19 février 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe Capital Markets Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, elles peuvent donc ne pas se concrétiser.

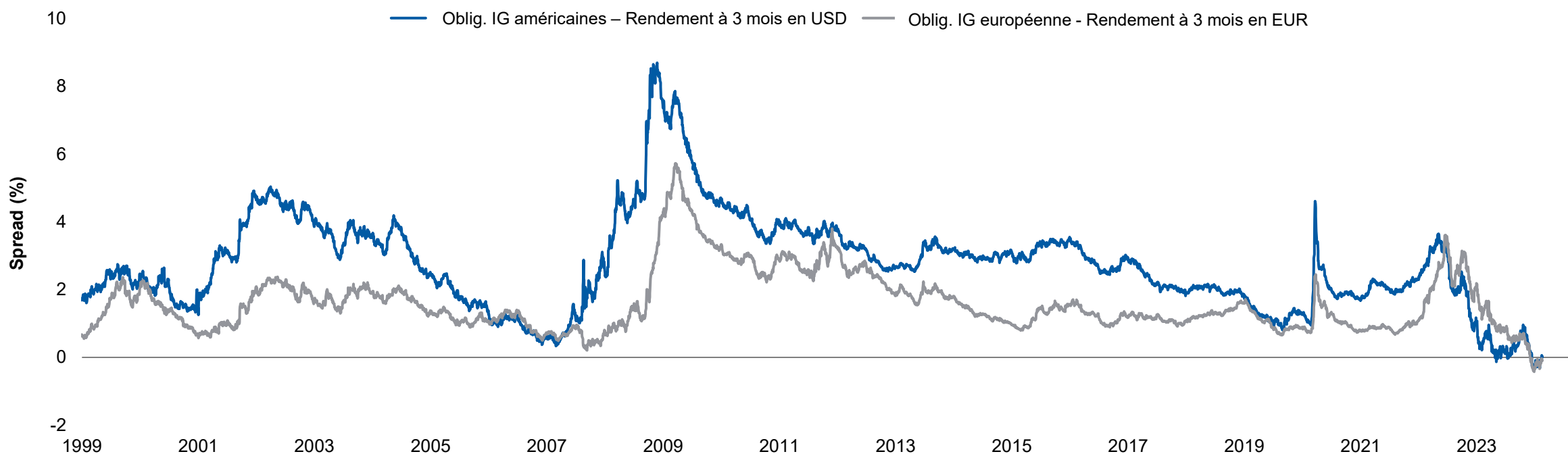
GRANDES IDÉES

Oblig. IG : Sous-pondération avec forte conviction en raison de l'asymétrie des performances et de l'existence d'alternatives plus prometteuses

Les spreads des obligations IG en USD étant proches de leurs niveaux les plus resserrés historiques, ces titres se négocient davantage comme les bons du Trésor américain, mais avec un profil de performance prévisionnelle très asymétrique en cas d'élargissement des spreads. Les rendements globaux des titres IG sont désormais inférieurs aux taux des instruments cash. C'est pourquoi nous préférons de loin les bons du Trésor à court terme, ou une approche équilibrée axée sur les bons du Trésor de Investment Grade et les titres de crédit de High Yield.

Les rendements du crédit IG sont désormais inférieurs aux taux d'intérêt du cash aux États-Unis et en Europe

Indice Bloomberg des titres IG en USD et EUR moins le rendement respectif des bons du Trésor à 3 mois



Source : Bloomberg, MSIM. Données au 20 février 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe Capital Markets Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, elles peuvent donc ne pas se concrétiser.

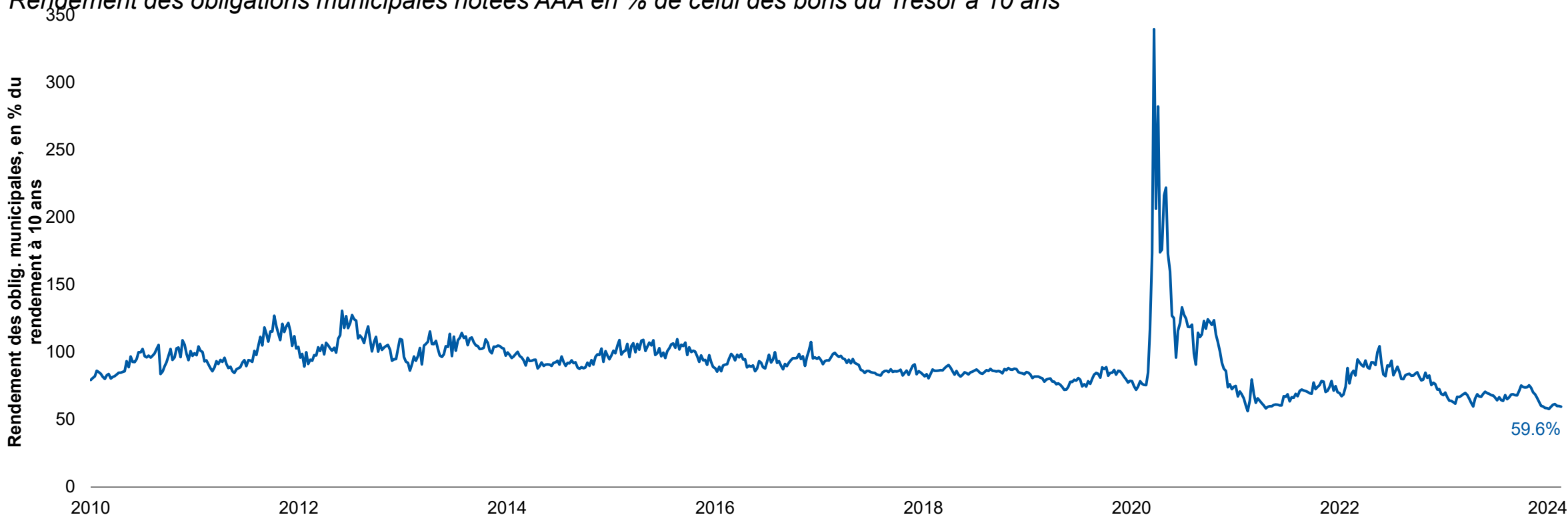
GRANDES IDÉES

Retour à la neutralité vis-à-vis des obligations municipales

Le portage des obligations municipales de Investment Grade est proche de zéro par rapport aux bons du Trésor américain après impôt, leur rendement en % de celui des titres à 10 ans étant inférieur à 60 %. Puisque le taux marginal d'imposition le plus élevé est de 40,8 %, les valorisations des obligations municipales de Investment Grade ne sont guère plus attractives que celles des bons du Trésor. Les obligations municipales de High Yield recèlent encore une certaine valeur, mais au final, nous sommes neutres à l'égard de la classe d'actifs.

Le portage des obligations municipales de Investment Grade est proche de zéro par rapport aux bons du Trésor américain, après impôt

Rendement des obligations municipales notées AAA en % de celui des bons du Trésor à 10 ans



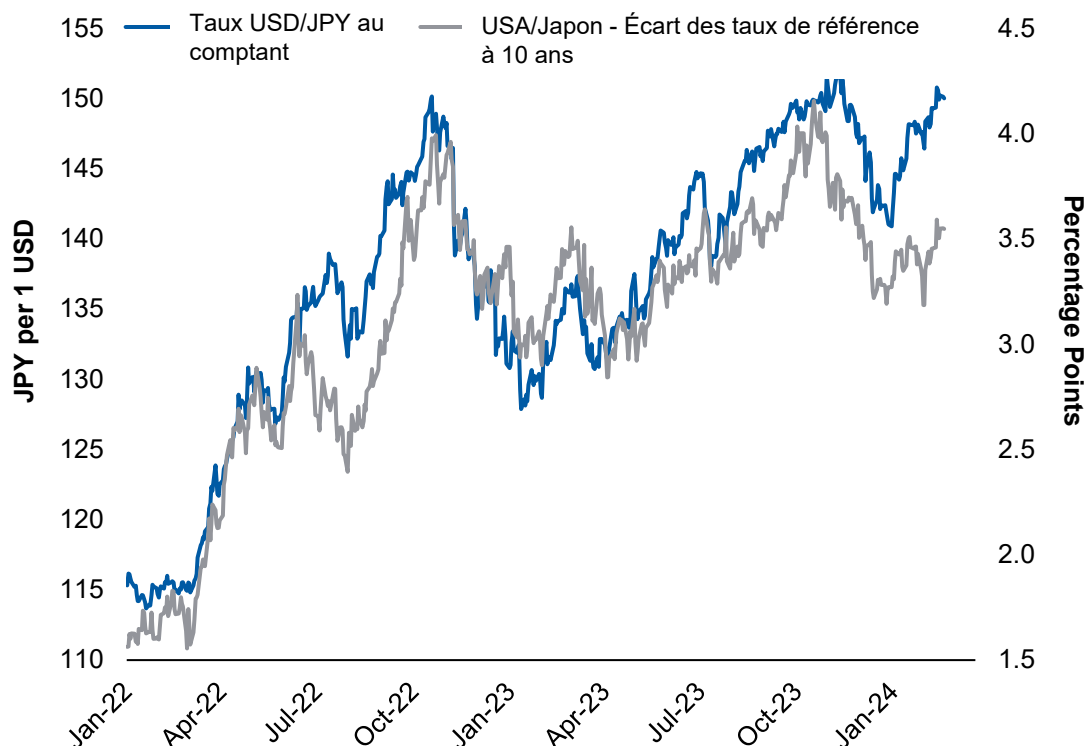
Source : Bloomberg, MSIM. Données au 20 février 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe Capital Markets Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, elles peuvent donc ne pas se concrétiser.

PRINCIPAUX THÈMES

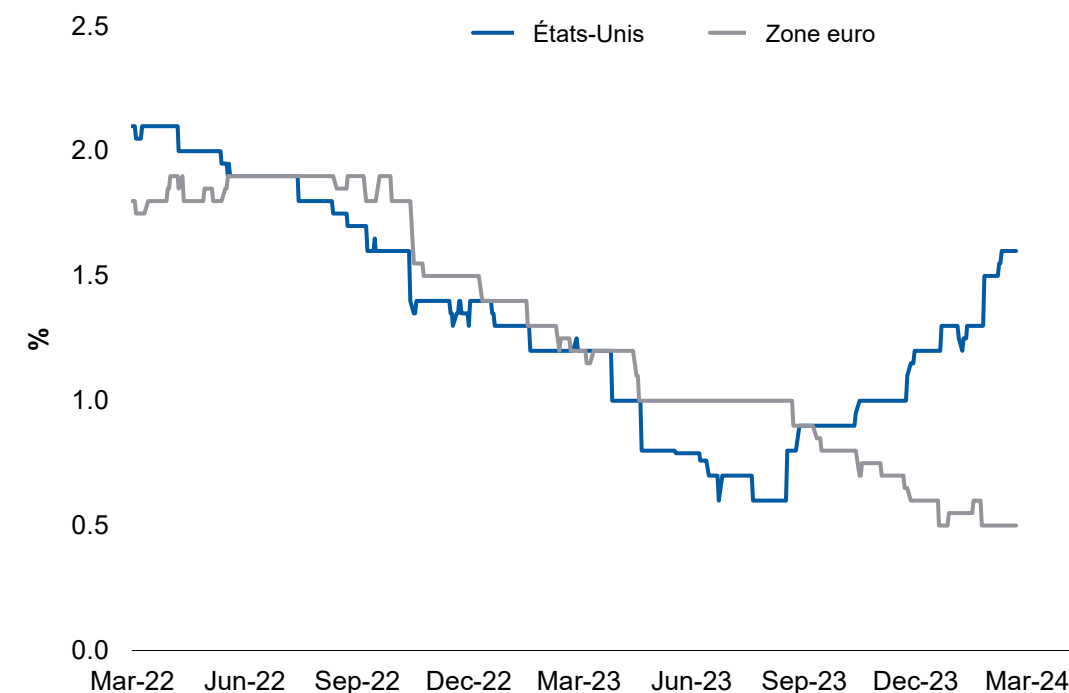
Le dollar devrait continuer à bénéficier de facteurs de soutien

Au Japon, l'espoir d'un abandon rapide des taux négatifs a fini par s'estomper récemment, en raison notamment de la faiblesse des données relatives à la croissance et à l'inflation. Le différentiel de taux a cessé de diminuer, ce qui réduit l'attractivité du yen (JPY). Les problèmes structurels dont souffre la zone euro pourraient entraîner une reprise plus lente de la croissance, ce qui maintiendrait un écart de croissance élevé avec les États-Unis.

Le JPY s'est déprécié car l'écart de rendement a cessé de diminuer USD/JPY vs écart de rendement à 10 ans



Les prévisions de croissance des États-Unis et de la zone euro continuent de diverger Prévisions du consensus pour le PIB 2024 en glissement annuel (%)



Source : Bloomberg, MSIM. Données au 20 février 2024. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe Capital Markets Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, elles peuvent donc ne pas se concrétiser.

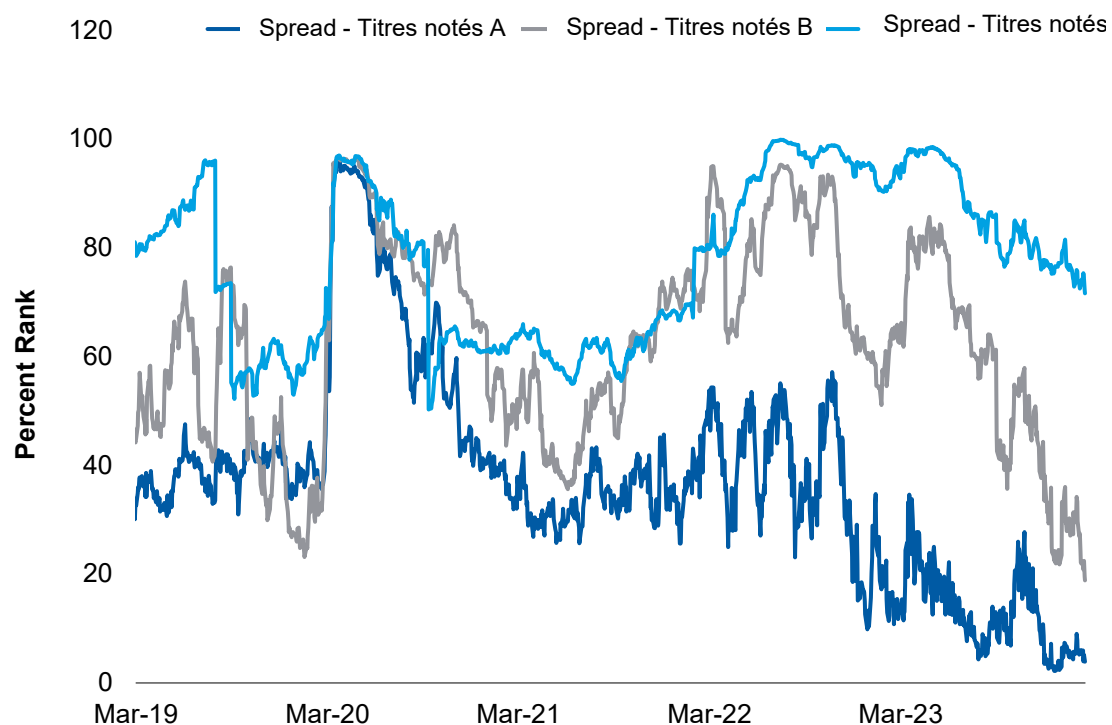
GRANDES IDÉES

Dette en devises fortes des marchés émergents : Surpondération compte tenu des taux positifs et de la configuration des spreads

La baisse des coûts de financement, la moindre volatilité des taux et l'accélération de la croissance mondiale devraient soutenir les spreads de l'indice des obligations émergentes. Ce sont les crédits en difficulté qui devraient bénéficier le plus de la baisse des coûts de financement externes.

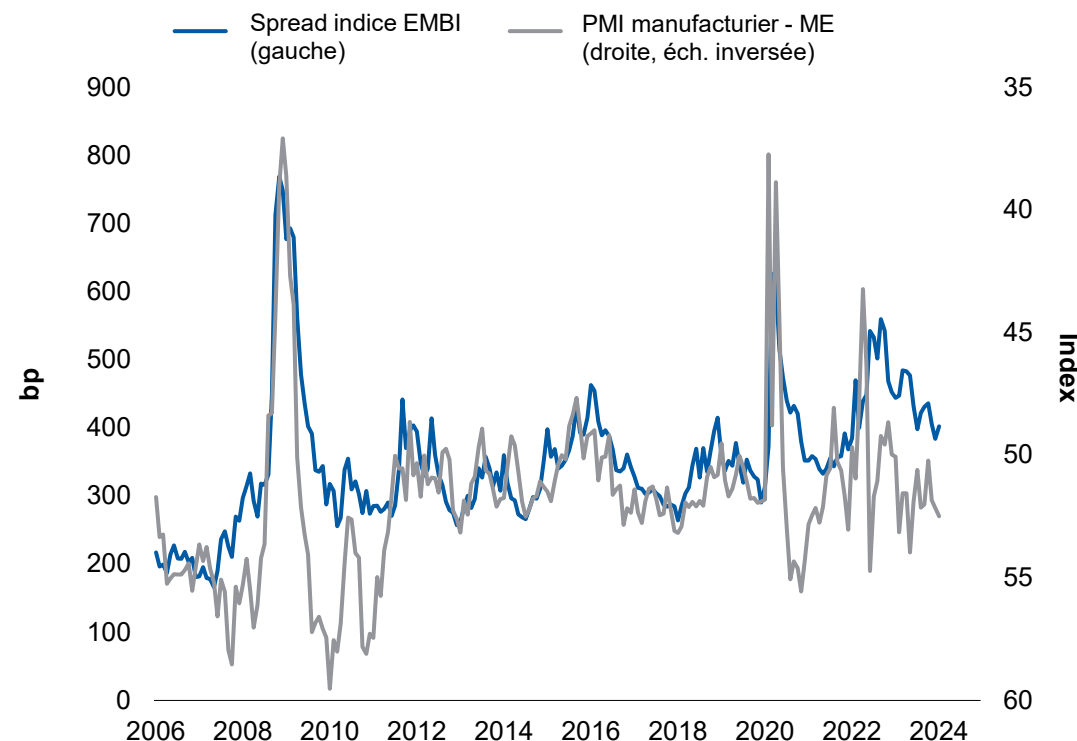
Les spreads des titres en difficulté pourraient se resserrer

Rang centile* des spreads des indices obligataires émergents sur 15 ans



Dans les pays émergents le secteur manufacturier est soutenu par la baisse des taux d'intérêt

Spreads de l'indice EMBI vs indice PMI manufacturier dans les pays émergents



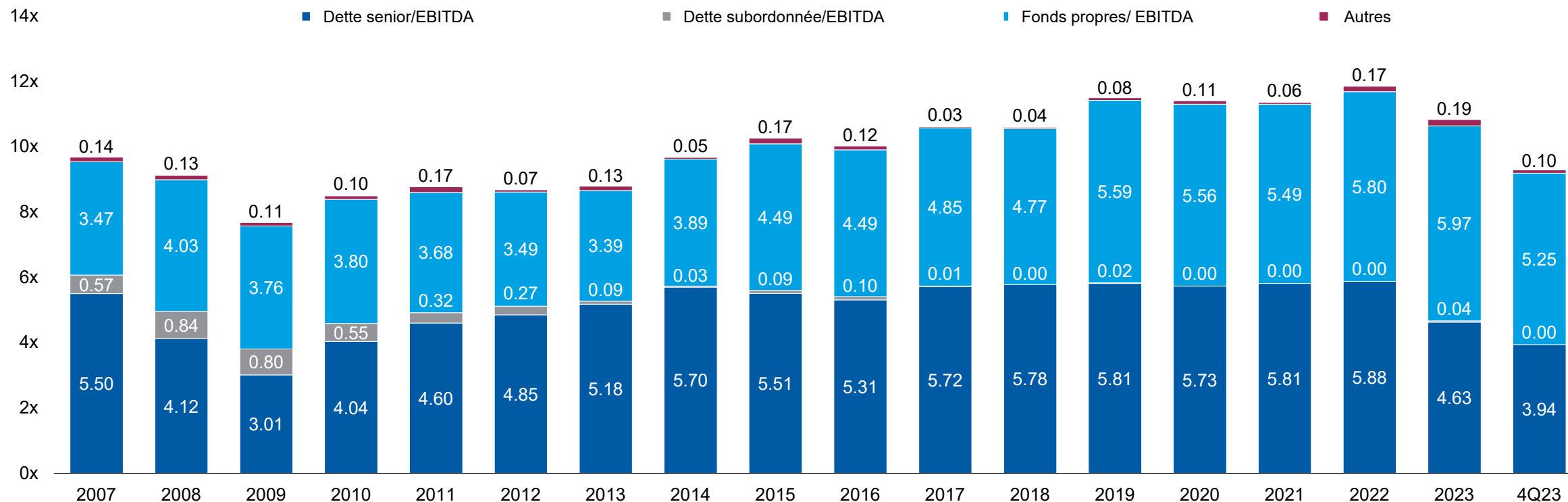
Source : Bloomberg, MSIM. Données au 20 février 2024. *Centile dans lequel se situent différents titres de l'univers de la dette émergente en devise forte ; le 75^e centile signifie que les titres notés C ont présenté un spread inférieur au spread actuel 75 % du temps. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'équipe Capital Markets Group à la date de rédaction de cette présentation et peuvent être modifiés à tout instant au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, ou d'autres conditions, et peuvent ne pas se concrétiser. Les prévisions/estimations sont fondées sur les conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, lesquelles sont susceptibles d'évoluer, elles peuvent donc ne pas se concrétiser.

GRANDES IDÉES

Le capital-investissement montre des signes d'amélioration des valorisations des multiples d'acquisition

L'activité de transaction sur les marchés privés est faible, mais nous observons actuellement une baisse des valorisations en réponse à la hausse des taux d'intérêt. Lorsque les volumes de transactions se redresseront plus largement nous nous attendons à voir apparaître une tendance claire à la baisse des valorisations.

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



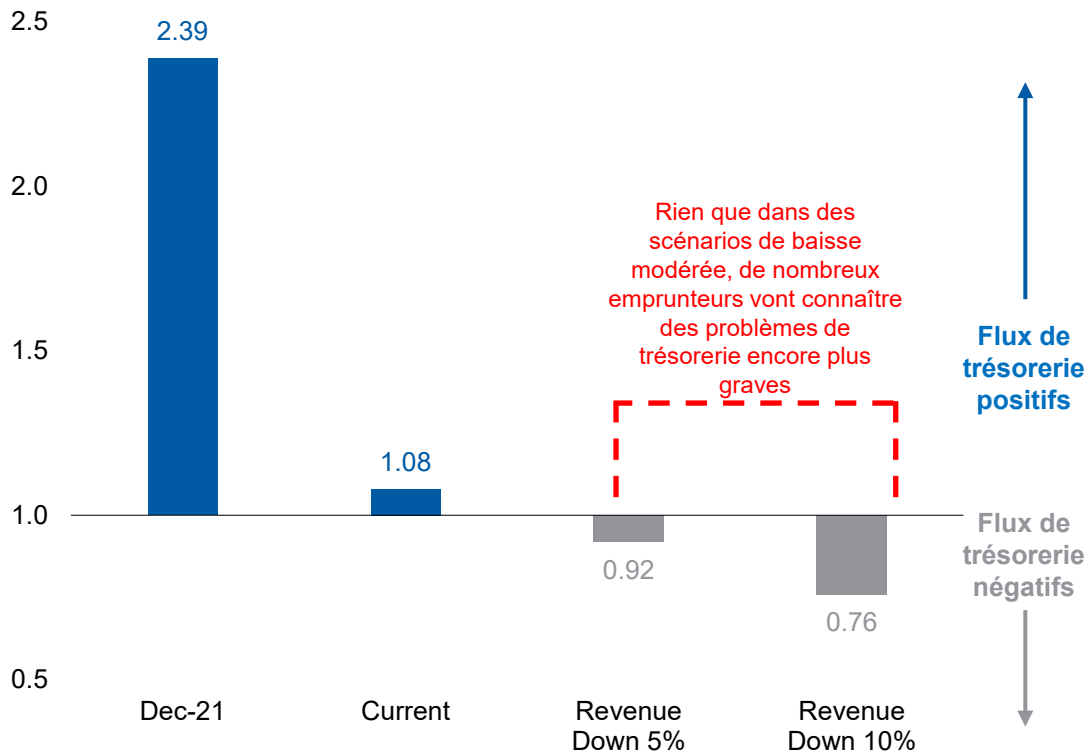
Sources : Pitchbook, Preqin. Ces informations reflètent le point de vue du Capital Markets Group à la date du présent document et non à une date ultérieure, et peuvent être modifiées sans préavis en fonction de l'évolution des circonstances et des conditions du marché. Les dettes de premier rang sont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

GRANDES IDÉES

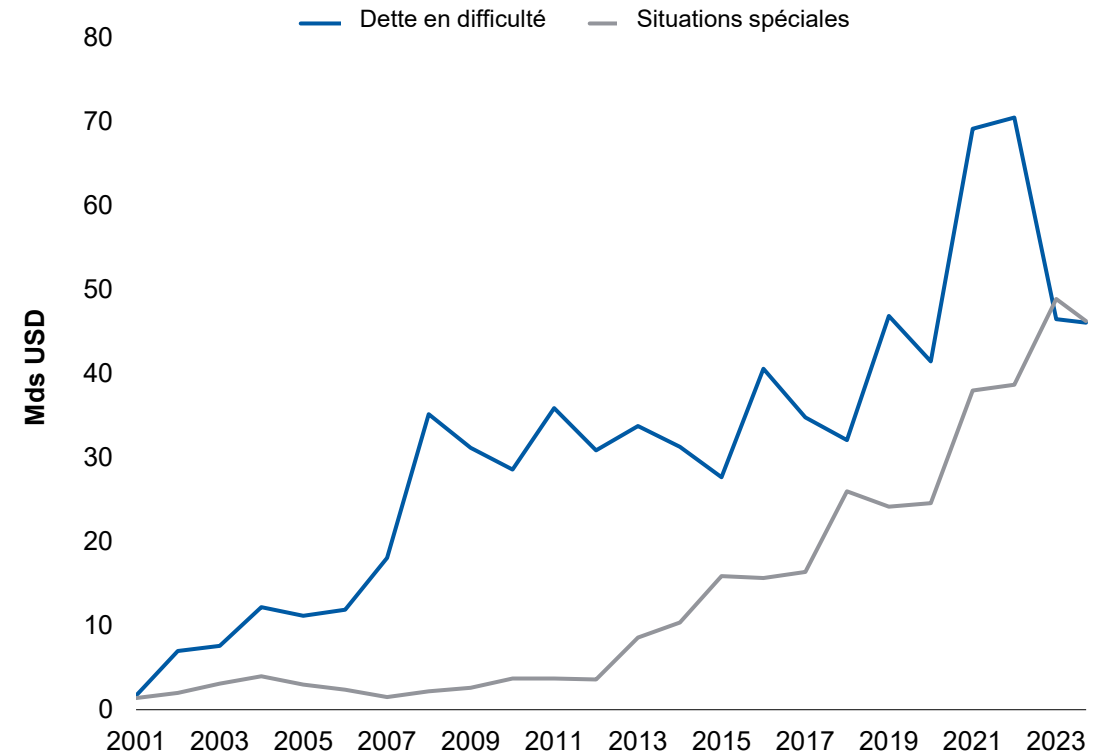
L'ensemble des opportunités pour les situations particulières – Le crédit privé semble intéressant

Le nombre d'emprunteurs qui ont du mal à rembourser leur dette augmente, alors que le montant des capitaux disponibles pour fournir des solutions flexibles est resté relativement stable.

Flux de trésorerie moyen du crédit privé/charges d'intérêt



Dette en difficulté et situations spéciales – Capitaux disponibles



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

GRANDES IDÉES

Cadre d'investissement du Capital Markets Group

Allocations représentatives du Portfolio Solutions Group

- Allocation actuelle
- ➡ Changement par rapport à l'allocation précédente
- Sous-pondération avec forte conviction
- Sous-pondération
- = Neutre
- + Surpondération
- ++ Surpondération avec forte conviction

Allocation d'actifs	Notre opinion					Commentaire
	--	-	=	+	++	
Obligations						
Duration						La duration pourrait davantage constituer un risque qu'une couverture pour les expositions obligataires. Nous anticipons en effet un atterrissage en douceur de l'économie et nous pensons que l'inflation pourrait être tenace et diminuer lentement. Autrement dit, le risque de duration pourrait augmenter si les baisses de taux sont moins nombreuses que prévu par les marchés. Le crédit IG est confronté au même défi. En effet, les expositions longues en duration ne sont pas compensées par des rendements nettement plus élevés que les liquidités, et le faible niveau des spreads est source de vulnérabilité en cas d'événement négatif majeur.
Crédit						
Actions						
Niveau de risque			➡			Nous continuons à anticiper des révisions à la hausse des estimations de PIB et une inflexion positive du cycle manufacturier. Ces deux tendances pourraient se traduire par des révisions haussières des BPA et, au final, une progression des marchés actions. Les multiples de valorisation du marché actions devraient pouvoir se maintenir tant que les fondamentaux restent favorables.
Solutions alternatives						
Actifs non cotés						La valorisation des actions non cotées diminue encore, ce qui reflète la hausse des coûts de financement. Il s'agit d'un processus progressif, car un grand nombre de refinancements de la dette à faible coût a entraîné le report de l'activité des marchés de capitaux et de la divulgation des prix qui en découle. Nous maintenons les actions non cotées à un niveau neutre pendant que cet ajustement se poursuit après être récemment passé d'un niveau négatif à un niveau plus élevé.
Fonds spéculatifs						
Matières premières						Les hedge funds bénéficient de la hausse des taux d'intérêt et de meilleures opportunités de sélection des titres.
Transition						
Liquidités/Duration courte						Nous sommes neutres vis-à-vis des principaux marchés de matières premières. L'offre insuffisante est de fait compensée par le ralentissement de l'activité économique.

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

GRANDES IDÉES

Obligations internationales

Allocations représentatives du Portfolio Solutions Group

Obligations	Notre opinion					Commentaire
	--	-	=	+	++	
Obligations						
Bons du Trésor américain			■			Nous restons neutres en matière de duration. Les baisses de taux excessives anticipées pour 2024 ont nettement diminué, ce qui rééquilibre les perspectives en matière de duration. La désinflation massive et la récession se compensent mutuellement.
Obligations indexées sur l'inflation			■			Les rendements réels restent élevés mais pourraient baisser si l'inflation diminue et qu'un cycle de réduction des taux s'amorce.
Emprunts d'État de la zone euro			■			La croissance persistante des salaires rend plus équilibré le ratio risque/rendement de la zone euro en matière de duration. Toutefois, en relatif, la BCE pourrait procéder à plus de baisses de taux que prévu en raison des inquiétudes structurelles entourant la croissance.
Emprunts d'État des pays émergents en devise forte				■		La baisse de l'inflation, la baisse des coûts de financement et l'accélération de la croissance (favorisées par le virage de la Fed) devraient créer un contexte favorable pour les spreads et les taux.
Emprunts d'État des pays émergents en devise locale			■			Le faible niveau des rendements des obligations émergentes en devises locales par rapport au crédit américain limitera les flux entrants. Toutefois, les devises des pays émergents pourraient commencer à se stabiliser à mesure que les marchés s'adaptent à la baisse des taux des Fed Funds.
Obligations cotées						
Obligations municipales			■	◀		Nous sommes neutres vis-à-vis des obligations municipales car les rendements actuels des titres de Investment Grade sont à peine supérieurs, voire similaires, à ceux des bons du Trésor après impôt. Les segments moins bien notés du marché des obligations municipales recèlent selon nous un potentiel de valorisation plus important.
Obligations « investment grade »	■	◀				Sous-pondération avec forte conviction. Les spreads ont rarement été aussi faibles. La surperformance potentielle par rapport aux bons du Trésor devrait être minime et le segment IG reste sensible à une baisse des rendements, ce qui lui confère un profil de performance très asymétrique.
MBS/ABS					■	Nous restons convaincus par le potentiel des titres adossés à des actifs, car le rendement par unité de qualité de crédit reste attractif. Les flux de trésorerie des consommateurs sont élevés en raison de la tension sur les marchés de l'emploi.
Obligations High Yield				■		Le rendement global (« all-in ») des obligations High Yield reste intéressant en cas d'atterrissage en douceur, lequel réduirait les risques de défaut.
Prêts bancaires				■		Surpondération maintenue car un scénario d'atterrissage en douceur réduirait le risque de défaut et les rendements initiaux restent élevés car la Fed mettra du temps à réduire ses taux.

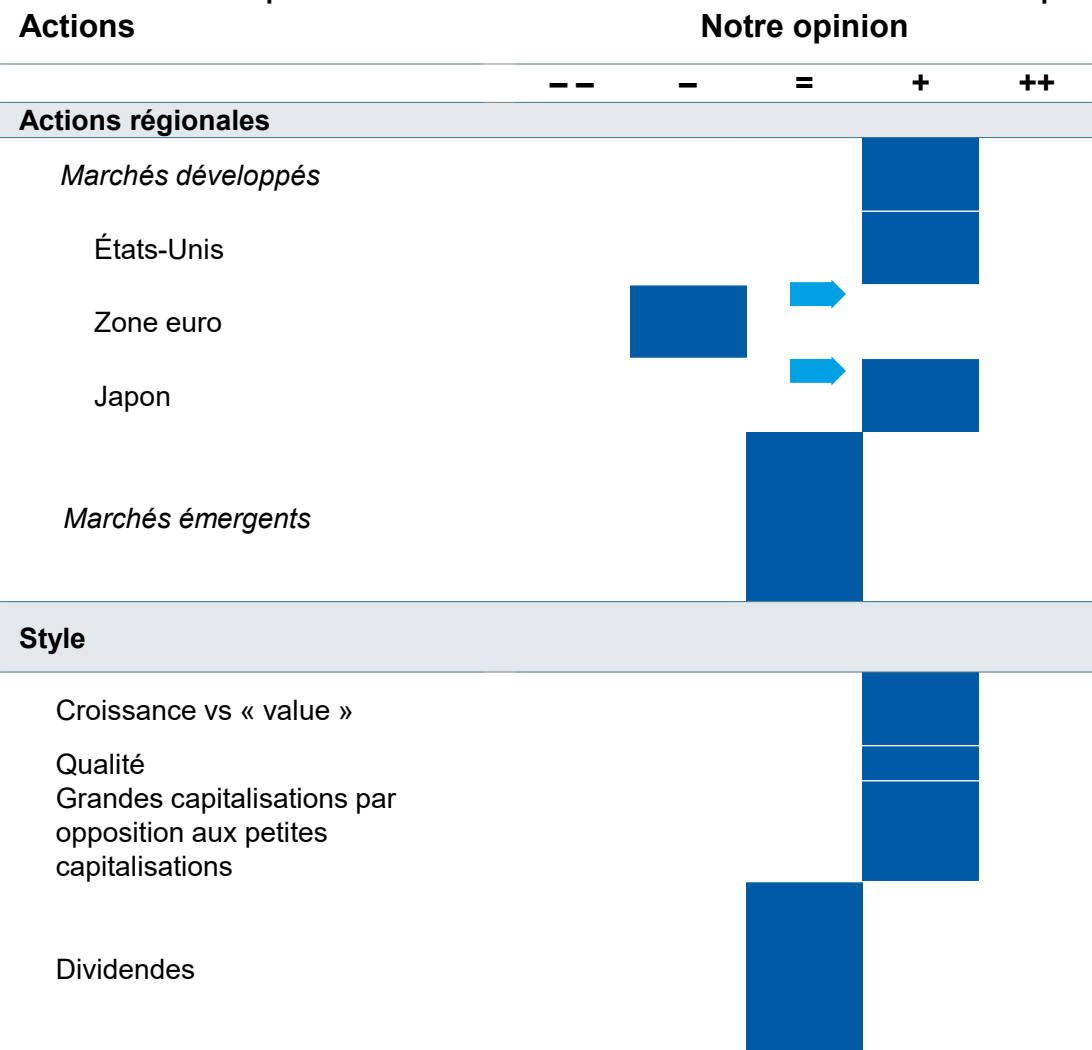
- Allocation actuelle
- ◀ Changement par rapport à l'allocation précédente
- Sous-pondération avec forte conviction
- Sous-pondération
- = Neutre
- + Surpondération
- ++ Surpondération avec forte conviction

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

Allocations représentatives du Portfolio Solutions Group



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

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

Commentaire

Le thème de la résilience de la croissance américaine devrait se poursuivre en 2024, soutenue par les conditions financières, les dépenses publiques et la vigueur des dépenses de consommation. Plusieurs tendances structurelles soutiennent les valorisations des grands groupes technologiques.

La perte de compétitivité et le déstockage dans l'industrie manufacturière pèsent sur les bénéficiaires, et les futures baisses de taux de la BCE devrait stopper net l'expansion des marges dans le secteur financier, le plus important de la zone euro.

La lente sortie au Japon de sa trajectoire déflationniste devrait doper les revenus des entreprises, tandis que les réformes des entreprises devraient être favorables aux marges bénéficiaires. Les investisseurs individuels et la réforme des retraites des entreprises pourraient également soutenir les investissements en actions. Les valorisations ne sont plus bon marché, mais elles ne sont pas non plus excessives. La faiblesse actuelle du yen sert de facteur de soutien.

Les perspectives des pays émergents s'améliorent, sous l'effet de la révision à la hausse des prévisions de croissance (hors Chine). Les difficultés structurelles persistent en Chine, mais les mesures du gouvernement pour soutenir les actions compensent les inquiétudes sur les fondamentaux. Les valorisations semblent attrayantes et l'amélioration des conditions externes pourrait soutenir les bénéficiaires dans les marchés émergents.

La dynamique des révisions de bénéficiaires et les thèmes structurels (comme l'IA) contribuent toujours à la surperformance du style « croissance ».

Les facteurs de qualité (rentabilité, ROE, etc.) portent leurs fruits aussi bien en milieu qu'en fin de cycle. Privilégier le facteur « Qualité » n'est pas synonyme d'exposition sectorielle défensive.

Alors que le coût du capital reste élevé, nous pensons que les grandes capitalisations sont mieux protégées d'éventuels problèmes d'endettement que les petites valeurs, qui sont plus fragiles.

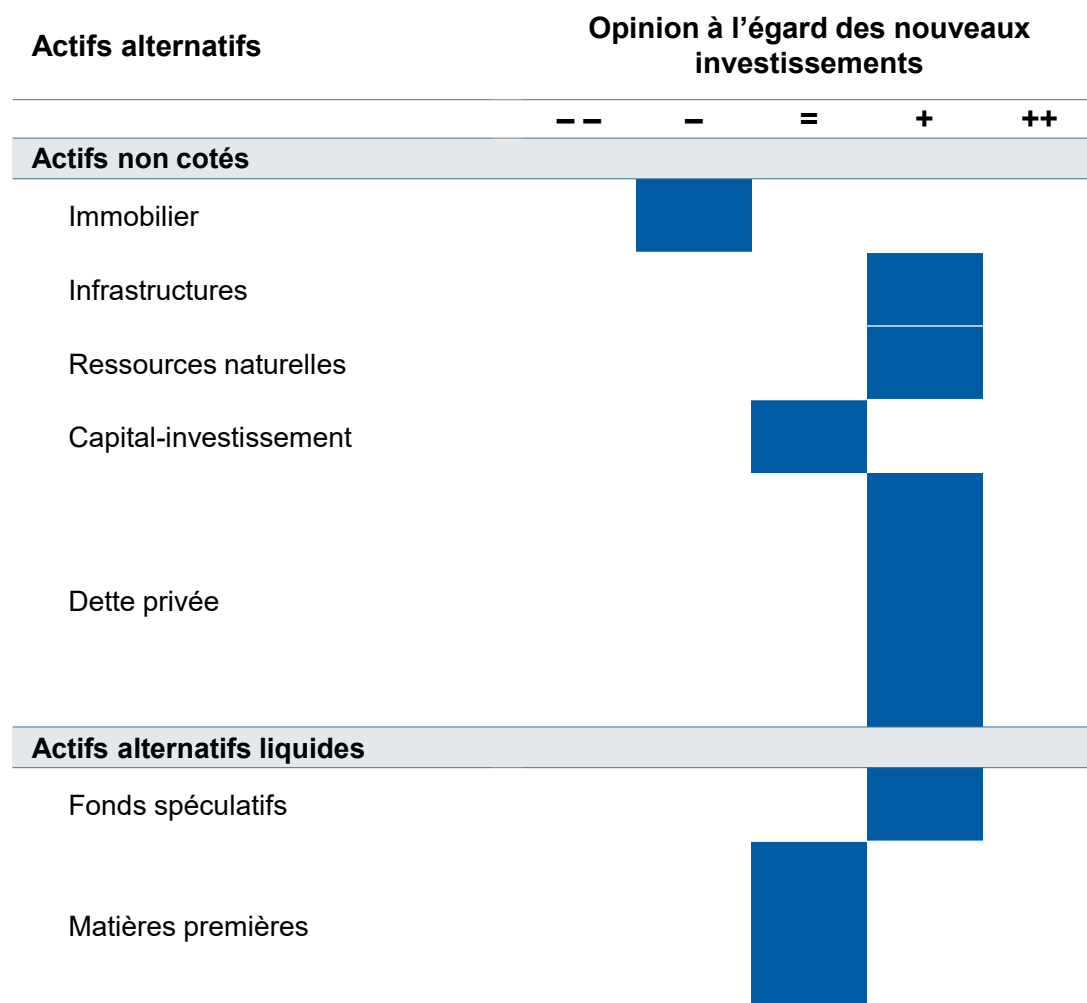
La gestion axée sur les dividendes présente à nos yeux un profil de risque équilibré. Un rendement du dividende élevé, en tant que facteur de style indépendant, n'est pas nécessairement synonyme de « qualité », même si de nombreux fonds axés sur les dividendes recherchent également des facteurs de qualité.

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

GRANDES IDÉES

Solutions alternatives

Allocations représentatives du Portfolio Solutions Group



- Allocation actuelle
- ◀ Changement par rapport à l'allocation précédente
- Sous-pondération avec forte conviction
- Sous-pondération
- = Neutre
- + Surpondération
- ++ Surpondération avec forte conviction

Commentaire

L'**immobilier commercial** fait l'objet d'une réévaluation significative, les taux de capitalisation qui déterminent la valeur des biens immobiliers continuant à démontrer leur corrélation à long terme avec les taux d'intérêt. Les refinancements à des coûts plus élevés vont progressivement déclencher un ajustement des valorisations, mais on observe déjà l'émergence d'opportunités dans certains secteurs défensifs comme ceux usant du principe des baux triple net (triple-net-lease), et sur des segments où l'offre est limitée.

Suite à des ajustements de valorisation sur les marchés privés en général, nous avons récemment relevé nos positions dans les secteurs des **infrastructures** et du **capital-investissement**, les faisant passer respectivement à « surpondéré » et « neutre », reflétant ainsi un ensemble d'opportunités plus important qui, selon nous, offre des valorisations d'entrée raisonnables. Les opportunités intéressantes en matière de **capital-investissement** se concentrent sur le segment du marché intermédiaire, qui est moins sensible à l'effet de levier. Les investissements dans les **infrastructures** liés à la transition énergétique et à la transformation numérique sont recherchés, ce qui devrait soutenir les valorisations actuelles.

Certains pays riches en **ressources naturelles** profitent de solides fondamentaux à long terme tels que l'augmentation de la demande d'aliments et le déclin des terres arables dans le cas des investissements agricoles.

Les bouleversements qui interviennent dans les **obligations cotées** continuent de créer des opportunités dans le domaine du crédit aux entreprises et du **crédit spécialisé** non cotés. Le volume des transactions conclues est relativement faible, mais les prix ajustés au risque restent intéressants. Les prêteurs dans les cas de **situations spéciales** méritent une prime car l'offre d'opportunités a augmenté, même si la demande des investisseurs n'a pas encore suivi.

Concernant les **hedge funds** long/short, la sélection fondamentale bottom-up des titres bénéficie d'une dispersion accrue des performances et d'une diminution de la corrélation des performances des actifs, mais aussi du niveau plus élevé des performances des liquidités.

Nous sommes neutres vis-à-vis des principaux **marchés de matières premières**. L'offre insuffisante, favorable, est en effet compensée par le ralentissement de l'activité économique.

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 privés concerne les décisions relatives au flux de nouveaux investissements, et non au stock d'investissements existants.

Glossaire des termes

Définitions des indices

Indice Bloomberg Global Aggregate Ex-USD (en anglais seulement) est une mesure générale des placements mondiaux en titres de créance investment grade à taux fixe, à l'exclusion de la dette libellée en USD.

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

L'**indice Bloomberg 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 des agences américaines mesure les titres d'agences émis par des organismes gouvernementaux américains, des sociétés quasi fédérales et des titres de créance d'entreprises ou de créances étrangères garantis par le gouvernement des États-Unis.

Indice Bloomberg U.S. Aggregate (en anglais seulement) est un indice non géré d'obligations canadiennes de première qualité, y compris des titres de sociétés, d'État et adossés à des créances hypothécaires.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Indice ICE BofA UK Gilts (en anglais seulement) suit la performance de la dette souveraine libellée en livres sterling émise publiquement par le gouvernement britannique sur son marché intérieur.

Indice ICE BofA des obligations d'État de l'Union européenne suit la performance de la dette souveraine émise publiquement par les pays membres de l'Union européenne.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Indice Morgan Stanley Capital International (MSCI) Japon est un indice non géré conçu pour mesurer la performance des segments des grandes et moyennes capitalisations du marché japonais.

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

Morgan Stanley Capital International (MSCI) World ex USA Small Cap Index est un indice non géré de titres de participation à petite capitalisation dans les marchés développés, à l'exclusion des États-Unis.

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

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

Glossaire des termes et à propos du risque

Définitions de l'index (suite)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Terms

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

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

À propos du risque

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

Considérations sur les risques

La diversification ne supprime pas le risque de perte.

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

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

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

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

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

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

conditions économiques générales.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

DISTRIBUTION

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

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

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

EMOA

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

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

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

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

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

Italie : MSIM FMIL (succursale de Milan), (Sede Secondaria di Milano), Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20 121 Milan, Italie. Pays-Bas : MSIM FMIL (succursale d'Amsterdam), Tour Rembrandt, 11e étage Amstelplein 1 1096HA, Pays-Bas. France : MSIM FMIL (succursale de Paris), 61, rue de Monceau, 75008 Paris, France. Espagne : MSIM FMIL (succursale de Madrid), Calle Serrano 55, 28006, Madrid, Espagne. Allemagne : MSIM FMIL succursale de Francfort, Große Gallusstraße 18, 60312 Francfort, Allemagne (Catégorie : Branch Office

(FDI) selon § 53b KWG). Danemark : MSIM FMIL (succursale de Copenhague), Gorrissen Federspiel, Axel Towers, Axeltorv2, 1609 Copenhague V, Danemark.

MOYEN-ORIENT

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

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

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

États-Unis

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

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

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

ASIE-PACIFIQUE

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

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

CRC 6305932 Exp 01/31/2025