

Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

# 2023 Perspectives d'investissement

INVESTISSEUR PROFESSIONNEL

Janvier 2023



## Perspectives d'investissement 2023

### Investisseurs professionnels

#### 2023 : mettre en application les enseignements d'une année mouvementée

En 2022, une conjonction d'événements sans précédent a fait chuter l'ensemble des marchés. Les investisseurs ont rarement été amenés à tirer les enseignements d'une économie mondiale qui commence tout juste à émerger d'une pandémie, tout en devant composer avec des mesures de politique monétaire sans précédent et à une guerre majeure en Europe.

Les turbulences de 2022 pèsent lourdement sur nos perspectives d'investissement 2023, et ont des répercussions directes sur la croissance économique, l'inflation, les politiques des banques centrales, les taux d'intérêt, la qualité du crédit, les bénéfices, les valorisations, le sentiment des investisseurs et d'autres indicateurs déterminants.

Notre objectif est d'aider nos clients à en identifier les conséquences sur leur portefeuille et de leur proposer des solutions d'investissement qui répondent à leurs objectifs et à leurs directives spécifiques. Bien que l'année 2022 ait apporté son lot de bouleversements, notre philosophie d'investissement reste inchangée. Comme toujours, notre objectif est de :

- capitaliser activement sur les opportunités offertes par la volatilité du sentiment des investisseurs
- veiller à ce que les profils de risque des portefeuilles soient adaptés à nos stratégies d'investissement
- saisir la valeur fondamentale qui permettra d'accroître le patrimoine de nos clients au travers des différents cycles économiques
- prendre des mesures proactives dans l'intérêt à long terme de nos clients, tout en restant persévérants lorsque la patience est de mise

Dans ces perspectives 2023, nos gérants partagent leurs points de vue sur l'orientation des marchés. Nous espérons que vous trouverez ces propos instructifs et nous vous souhaitons une excellente année 2023.

#### Sommaire

##### Perspectives de marché 2023

▪ <b>Equity</b>	
Andrew Slimmon .....	3
▪ <b>Gestion obligataire</b>	
Jim Caron .....	5
▪ <b>Gestion obligataire internationale</b>	
Eric Stein, CFA .....	7
▪ <b>Marchés émergents</b>	
Jitania Kandhari .....	9
▪ <b>Multi—asset</b>	
Andrew Harmstone .....	11
▪ <b>Calvert</b>	
John Streur .....	13

## ACTIONS



**Andrew Slimmon**  
Responsable de  
l'équipe Applied  
Equity Advisors

# Nous anticipons une économie résiliente sans risque d'effondrement imminent

## PRINCIPAUX POINTS

- 1 Selon nous, le premier trimestre de 2023 réunit les ingrédients nécessaires pour consolider les atouts du quatrième trimestre de 2022.
- 2 L'inversion de la courbe des taux laisse présager un éventuel ralentissement économique dans le courant de l'année à venir.
- 3 Nous revoyons à la baisse notre position sur les mégacapitalisations après leur « mégahausse ».

## Bilan 2022

- Nous continuons de penser qu'une fois l'année 2022 terminée, les investisseurs en actions se diront : « Ça ne s'est pas passé si mal que ça ».

## État des bénéfiques futurs

- Selon le consensus, les bénéfiques s'effondreront au début de 2023, entraînant le marché actions dans leur chute.
- Le leadership sectoriel du marché nous laisse penser le contraire. Les valeurs financières, industrielles et matérielles ont toutes surperformé en octobre et novembre. Comme l'a noté John Raphael, consultant sur les marchés : « Je trouve curieux que les brokers et les banques d'investissement se comportent si bien. Achèteriez-vous ces actions si le SPX affichait une baisse de 10 % ? »<sup>1</sup>
- Si l'économie devait s'effondrer au premier trimestre de 2023, ces groupes si cycliques sur le plan économique ne seraient pas en tête aujourd'hui.
- Le S&P 500 équilibré est en baisse de 11 %, tandis que le S&P 500 pondéré en fonction de la capitalisation est en baisse de 17 %.<sup>2</sup> Une plus grande amplitude est un signal haussier.
- Mes conclusions ? L'économie s'avère trop résistante, ce qui fait que l'« effondrement imminent » des bénéfiques devrait se faire attendre un trimestre de plus. Je m'attends à ce que les bénéfiques baissent lentement, ce qui ne manquera pas de frustrer les partisans de la baisse des marchés.
- Si l'on ajoute à cela l'amélioration de la situation sur le front de l'inflation, on obtient les ingrédients d'un premier trimestre solide.

## Ce que les courbes de taux d'intérêt nous enseignent

- Les courbes de taux sont inversées (lorsque les taux d'intérêt des obligations à long terme sont inférieurs à ceux des obligations à court terme), un fait qui mérite attention et considération.
- Les courbes de taux ne sont pas très fiables pour prédire quand un ralentissement se produira, mais plutôt qu'il va se produire à un moment donné dans le futur.
- Le scénario d'un second semestre plus morose après un premier semestre étonnamment vigoureux pourrait-il se produire en 2023 ? Autrement dit, pourrait-on envisager une « baisse du marché, mais à partir de niveaux plus élevés » ? Peut-être, mais ce n'est pas le consensus.



### Qu'en est-il des « mégavaleurs » technologiques ?

- À leur apogée en 2000, les cinq plus grandes valeurs liées à la technologie représentaient un peu plus de 20 % du S&P 500.
- Ces mêmes actions ont atteint leur niveau le plus bas cinq ans plus tard et ne représentaient plus que 5 % de l'indice S&P 500.<sup>3</sup>
- À leur sommet en 2022, les cinq plus grandes valeurs technologiques représentaient environ 25 % de l'indice.<sup>4</sup> Sont-elles en train de se diriger vers une part de 5 % ?
- D'un côté, à 30x, les valorisations moyennes des cinq plus grandes valeurs technologiques actuelles n'atteindront jamais les valorisations à trois chiffres de 2000.
- Mais ce qui historiquement a freiné la croissance des mégacapitalisations du S&P 500, c'est la volonté du gouvernement américain de réduire leur domination — et c'est ce que nous constatons aujourd'hui encore avec le renforcement de la surveillance réglementaire.
- Les acquisitions ciblées ont stimulé la croissance des ventes des mégaentreprises, avec une moyenne de 100 par an environ au cours des années 2010. Mais depuis le début de l'année, seules 22 acquisitions ont été réalisées.<sup>5</sup>
- Nous pensons que le ralentissement des taux de croissance, combiné à des valorisations élevées, devrait permettre au S&P équilibré de continuer à surperformer le S&P 500 pondéré par les capitalisations.
- C'est pour ces raisons que nous réduisons notre exposition à ces mégacapitalisations.

### Réflexions sur les marchés étrangers

- Les marchés non américains ont finalement commencé à surperformer les marchés américains au moment où le dollar a atteint un sommet à la fin du mois de septembre.<sup>6</sup>
- L'Asie hors Japon est en tête depuis la fin octobre, et surperforme l'Europe et le Japon, lesquels surperforment tous deux les États-Unis.<sup>7</sup>
- La politique chinoise de « zéro COVID » commence à marquer le pas. Combiné à un dollar plus faible, cela pourrait faire de la Chine une région intrigante en ce qui concerne les marchés actions en 2023.

« L'économie s'avère trop résistante, ce qui fait que l'effondrement imminent des bénéfices devrait se faire attendre un trimestre de plus. »

<sup>1</sup> John Raphael, 20 novembre 2022.

<sup>2</sup> Bloomberg, 29 novembre 2022.

<sup>3</sup> Microsoft, Cisco Systems, Nokia, Intel et IBM. Pondération du S&P 500. Bloomberg.

<sup>4</sup> Apple, Microsoft, Google, Amazon et Tesla. Bloomberg.

<sup>5</sup> US Weekly Kickstart, Goldman Sachs, 11 novembre 2022.

<sup>6</sup> Bloomberg.

<sup>7</sup> FactSet.

**La performance passée n'est pas un indicateur fiable des performances futures.** Les performances mentionnées dans le commentaire sont celles d'indices représentatifs et ne sont pas censées illustrer la performance d'un investissement en particulier. Voir la section sur les définitions d'indices.

**Considérations sur les risques:** La valeur des actions peut varier en fonction des activités spécifiques d'une entreprise. Les actions de sociétés à petites et moyennes capitalisations présentent des risques particuliers, tels que des lignes produits, des marchés et des ressources financières limités, et une volatilité supérieure à celles des entreprises à grandes capitalisations mieux établies. Les investissements sur les marchés étrangers s'accompagnent de risques particuliers, notamment des risques de change, politiques, économiques, de marché et de liquidité. Les titres illiquides peuvent être plus difficiles à vendre et à valoriser que les titres cotés en bourse (risque de liquidité). Les portefeuilles peu diversifiés investissent dans un nombre plus restreint d'émetteurs. De ce fait, toute évolution de la situation financière ou de la valeur de marché d'un émetteur donné est susceptible d'entraîner une volatilité accrue.

## OBLIGATIONS



**Jim Caron**  
Conseiller senior,  
équipe Fixed Income

### Attendez—vous à une année de « décalages longs et variables ».

#### PRINCIPAUX POINTS

- 1 Les hausses de taux de 2022 auront des répercussions importantes sur les valorisations des actifs au cours de la nouvelle année.
- 2 La lutte contre l'inflation pourrait entraîner une croissance inférieure à la tendance et des pertes d'emplois importantes.
- 3 Il faut s'attendre à ce que les difficultés à court terme ouvrent la voie à des bénéfices économiques à long terme.

#### La politique monétaire de la Fed continuera de dicter le prix des actifs en 2023

- La politique monétaire restera le principal déterminant du prix des actifs en 2023.
- Les mesures prises par la Fed peuvent potentiellement provoquer une baisse des bénéfices, une augmentation des risques de défaut, un élargissement des spreads de crédit et augmenter les risques de récession. Pourquoi ? En fait, comme l'a déclaré la Fed, les hausses de taux donnent des résultats, et il y a souvent des « décalages longs et variables » entre une action de politique monétaire et son impact sur l'économie.
- La mission de la Fed est de contribuer à ramener l'inflation à son objectif de 2 % à 2,5 % et de l'y maintenir durablement. Cela fonctionnera—t—il en 2023 ? Si ce n'est pas le cas, quels sont les enjeux ?

#### L'inflation reste toujours aussi élevée

- La pandémie a provoqué des pénuries d'approvisionnement et une demande excédentaire induite par les mesures de relance budgétaire. En retour, la Fed a resserré sa politique monétaire pour faire face à une inflation galopante.
- La Fed a d'abord cru que l'inflation liée aux pénuries d'approvisionnement disparaîtrait avec la fin de la pandémie et la réouverture des chaînes d'approvisionnement. L'inflation des biens a effectivement fortement diminué à la fin de 2022, mais l'inflation du secteur des services reste toujours aussi élevée et devient plus difficile à maîtriser.
- Le coupable ? Un marché du travail tendu qui maintient l'inflation des salaires à un niveau élevé. La Fed s'est attachée à affaiblir le marché du travail — suffisamment, mais pas trop.

#### Un exercice d'équilibre délicat pour la Fed

- La Fed a pour double mandat le plein emploi et la stabilité des prix. Elle ne veut pas sacrifier l'emploi pour maîtriser l'inflation, mais plutôt trouver un équilibre délicat entre les deux. Elle a fait part de son intention de relever les taux directeurs à environ 5 % et de les maintenir à ce niveau pendant une période prolongée, même si l'économie devait entrer en légère récession.
- Selon nous, cette récession, si elle se produit, sera modérée, puisque le marché de l'emploi devrait rester solide. Pour faire simple, il est difficile de tablez sur une récession profonde avec un marché du travail aussi robuste.

- Pour autant, les risques subsistent. Maintenir les taux directeurs à un niveau élevé alors que l'économie ralentit peut entraîner une contraction des bénéfices, une baisse des marges et une hausse du risque de défaut, autant d'éléments susceptibles d'avoir des effets négatifs sur les valorisations des actions et du crédit.

#### **Analyse coûts—bénéfices des mesures de politique monétaire**

- Le coût est mesuré en pertes d'emplois. Les bénéfices sont mesurés en termes de croissance future de qualité associée à une inflation plus faible.
- La Fed estime qu'en 2023, elle pourrait avoir la possibilité de maîtriser l'inflation en maintenant ses taux directeurs plus élevés pendant plus longtemps. La croissance économique et la valorisation des actifs pourraient en être les victimes collatérales, mais cela en vaut la peine. De l'avis de la Fed, une action agressive immédiate peut éviter d'avoir à agir encore plus agressivement plus tard, ce qui causerait des dommages d'autant plus importants.
- Avec un pic d'inflation vraisemblablement derrière nous, les obligations de haute qualité devraient être favorisées, tandis que les actifs plus risqués et les crédits de moindre qualité pourraient être pénalisés. Toutefois, si le plan de la Fed visant à endiguer durablement l'inflation fonctionne, cela pourrait profiter à la valorisation des actifs sur le long terme.
- En 2023, il conviendra de faire preuve d'agilité et être prêt à adapter ses positions en fonction de l'évolution des événements.

« Il est difficile de tabler sur une récession profonde avec un marché du travail aussi robuste. »

À compter de janvier 2023, Jim Caron assumera de nouvelles fonctions en tant que co—responsable des investissements, co—responsable adjoint et gérant de portefeuille senior de l'équipe Global Balanced Risk Control (GBaR).

**Considérations sur les risques :** Les titres obligataires dépendent de la capacité d'un émetteur à rembourser le principal et les intérêts (risque de crédit), des fluctuations des taux d'intérêt (Risque de taux), de la solvabilité de l'émetteur et de la liquidité générale du marché (risque de marché). Dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, les prix des obligations pourraient chuter 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.

## GESTION OBLIGATAIRE INTERNATIONALE



**Eric Stein, CFA**  
Responsable des  
Investissements  
Gestion obligataire

## Le virage de la Fed devrait influencer les marchés obligataires en 2023

### PRINCIPAUX POINTS

- 1 En 2023, le virage de la Fed vers une politique monétaire moins agressive devrait donner le ton aux marchés.
- 2 Les produits de spread de haute qualité, comme les MBS d'agences et la dette titrisée, la duration américaine et la dette émergente, sont positionnés pour tirer leur épingle du jeu.
- 3 Selon nous, l'inflation continuera de baisser, en parallèle avec un ralentissement significatif de l'économie américaine.

- En 2022, les marchés obligataires ont subi une correction généralisée, provoquée à la fois par le niveau d'exposition à la duration, étant donné la hausse—surprise de l'inflation et le début du relèvement des taux par la Réserve fédérale américaine, et par l'élargissement des spreads de crédit, alors que les investisseurs anticipaient un ralentissement de l'économie.
- À la fin du mois de novembre, la courbe des taux a continué de s'inverser, avec une baisse des titres à court terme et une hausse des titres à long terme. Mais en décembre, nous avons assisté à l'amorce d'un changement puisque nous avons commencé à voir certains spreads se resserrer quelque peu, à mesure que les marchés de crédit commençaient à intégrer dans leurs prix un « virage » de la Fed.
- Si le virage de la Fed n'a manifestement pas encore eu lieu, le marché fonctionne comme un mécanisme prospectif et les investisseurs s'attendent désormais à ce que les hausses de taux se fassent à un rythme plus lent que celui enregistré pendant la majeure partie du second semestre de 2022. Même si le « virage » de la Fed commence d'ores et déjà à être intégré dans les prix, nous pensons toujours que celui—ci reste le principal facteur à prendre en compte pour envisager les opportunités offertes par les marchés obligataires en 2023. Voici les trois segments qui, selon nous, sont les plus intéressants :
  - **Les produits de spreads de haute qualité.** En particulier pour les MBS (titres adossés à des créances hypothécaires) d'agences et certains produits titrisés, les spreads sont restés larges et ne se sont pas autant resserrés que ceux des émissions « high yield » et « investment grade ». Nous nous attendons à un environnement dans lequel les investisseurs sont toujours à la recherche d'un rendement un peu plus élevé que celui offert par les bons du Trésor américain, ce qui rendrait les MBS et les produits titrisés attrayants et attirerait les flux de capitaux.
  - **La duration américaine** La duration commence à devenir intéressante, en particulier avec l'inversion de la courbe. Bien que nous ne négligions pas les opportunités sur la partie courte de la courbe, les bons du Trésor américain nous semblent intéressants lorsque le taux à 10 ans se situe entre 3,60 % et 3,80 %, même si ce taux est inférieur au récent sommet de 4,20 %. Pour en profiter, les investisseurs peuvent acheter directement des émissions du Trésor américain, ou envisager des stratégies à forte duration comme les obligations core plus ou municipales.

- **Dettes émergentes** Nous considérons la dette des marchés émergents comme un placement intéressant pour les investisseurs à l'aise avec une classe d'actifs plus risquée, en particulier les émissions libellées en devises locales. Le dollar américain a commencé à s'affaiblir, mais il se situe toujours à des niveaux historiquement très élevés. S'il continue à perdre de sa vigueur en 2023, cela sera certainement bénéfique pour la dette émergente libellée en devises locales. Qui plus est, la dette des entreprises des marchés émergents — les secteurs du crédit — se porte généralement bien dans un contexte où le dollar est faible.
- Il convient de souligner que la variable la plus importante pour les mois à venir sera le taux d'inflation à moyen terme. Selon nous, l'inflation continuera de baisser en raison d'un ralentissement de la demande lié à l'affaiblissement de l'économie américaine et de l'amélioration de diverses contraintes du côté de l'offre. Toutefois, si l'inflation surprend à la hausse et incite la Fed à être plus agressive, les marchés obligataires enregistreront une mauvaise année de plus.
- À notre avis, la Fed va modérer ses hausses. Les autorités monétaires ont commencé à faire valoir que la politique monétaire fonctionne avec « des décalages longs et variables ». Nous considérons cela comme un message accommodant indiquant que la Fed se rapproche du point où elle va devoir opérer un virage. Cela implique également que la Fed a fait beaucoup plus en 2022 que ce que quiconque aurait pu attendre à la fin de l'année 2021. En somme, en 2023, les marchés obligataires devraient être influencés par une Fed moins agressive et un ralentissement de l'économie.

« La Fed a fait beaucoup plus en 2022 que ce que quiconque aurait pu attendre à la fin de l'année 2021. »

**Considérations sur les risques :** 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. 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. 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. 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. Lorsque les taux d'intérêt augmentent, la valeur de certains investissements obligataires est susceptible de baisser. Les prêts bancaires sont soumis à un risque de remboursement anticipé. ESG — Rien ne garantit que les stratégies intégrant les facteurs ESG enregistreront une performance d'investissement plus élevée.



## MARCHÉS ÉMERGENTS



**Jitania Kandhari**  
Responsable adjointe des investissements du groupe Solutions and Multi—Asset, co—gérante de portefeuille au sein de l'équipe Active International Allocation, responsable de la recherche macroéconomique et thématique au sein de l'équipe Emerging Markets Equity

## Opportunités sur les marchés émergents, au—delà de la Chine

### PRINCIPAUX POINTS

- 1 Les marchés émergents affichent une croissance plus élevée, une inflation plus faible et une dette, tant souveraine que privée, moins importante. Pourtant, les actions et les devises émergentes se négocient à des niveaux de valorisation proches de ceux de la crise.
- 2 Malgré le ralentissement de la Chine, nous pensons que bon nombre de marchés émergents vont connaître une accélération de leur croissance, ce qui devrait générer une amélioration des bénéfices et des parts de marché.
- 3 La croissance est soutenue par la reprise post—pandémie, la renaissance de l'industrie manufacturière, la dynamique des matières premières, la numérisation et un cycle politique favorable.
- 4 Nous pensons que l'allocation aux marchés émergents de la plupart des investisseurs est insuffisante, compte tenu du potentiel de performance de cette classe d'actifs.

Au cours des années 2010, les marchés actions des pays émergents ont enregistré leur pire performance en tant que classe d'actifs depuis les années 1930. Dix ans plus tard, la plupart des marchés émergents, à l'exception de la Chine, ont abordé les années 2020 en bien meilleure forme sur le plan économique que lors de la décennie précédente. En 2022, les pays émergents tels que le Brésil, le Mexique, l'Inde, l'Indonésie et le CCG (Conseil de coopération du Golfe) ont surperformé non seulement le MSCI Emerging Markets, mais aussi le S&P 500.

Plusieurs facteurs ont contribué à cette surperformance. Les obstacles du passé sont en train de devenir des atouts qui, selon nous, devraient perdurer pendant de nombreuses années.

- Les différentiels de croissance relative sont favorables aux actions émergentes.
- Les gouvernements des marchés émergents sont en meilleure santé financière que ceux des marchés développés en raison d'une dette publique et d'une situation budgétaire plus favorables.
- Les entreprises des marchés émergents sont en meilleure forme que celles des marchés développés en raison de leur désendettement.
- Les balances extérieures des pays émergents se sont améliorées par rapport à celles des pays développés.
- Les actions et les devises des marchés émergents se négocient à des valorisations au plus bas depuis une décennie.

### Au—delà de la Chine

La croissance de la Chine sera freinée par son endettement élevé, le ralentissement de la croissance de la population en âge de travailler et le recul de la contribution de ses échanges commerciaux. Dans les années 2000, la Chine est devenue le fabricant du monde, et dans les années 2010, l'économie chinoise a progressé grâce aux géants des services Internet grand public.

Selon nous, dans cette décennie, le prochain tournant se fera en faveur des technologies vertes et des industries basées sur la science, comme les semi—conducteurs, l'intelligence artificielle et la fabrication haut de gamme. Malgré le ralentissement de la Chine, nous pensons que bon nombre de marchés émergents vont connaître une accélération de leur croissance, ce qui devrait générer une amélioration relative des bénéfices et des parts de marché.

La croissance des marchés émergents est sous—tendue par plusieurs facteurs :

- Une reprise post—COVID alimentée par la création de crédit après une période de désendettement
- La relance de l'industrie manufacturière sur certains marchés, induite par la stratégie dite « China plus one » qui favorise le « reshoring » et le « friend shoring »
- Le boom des matières premières entraîné par une décarbonation gourmande en ressources, qui profite aux économies qui en sont richement dotées
- Une hausse de la productivité et de la croissance induite par la numérisation sur la plupart des marchés émergents
- Des cycles politiques favorables dans plusieurs zones des marchés émergents

Il est important de noter que depuis la création de l'indice MSCI en 1988, les économies émergentes ont traversé de nombreuses tempêtes. Elles ont pourtant surperformé les marchés développés, peut—être à la surprise de nombreux observateurs. Depuis 1988, le MSCI EM a progressé de 9,7 % par an, surperformant de nombreuses classes d'actifs suivies par le MSCI, bien qu'avec une volatilité plus élevée.

C'est pourquoi nous pensons que c'est précisément sur les marchés émergents qu'une gestion active a le plus de chances de générer de la valeur tout au long des cycles économiques et des cycles de marché de ces pays. Bien que les marchés émergents subissent régulièrement des baisses, celles—ci constituent souvent les meilleurs points d'entrée pour s'exposer à cette tendance positive à long terme. Malgré une meilleure croissance, un endettement moindre et une inflation plus faible, les actions émergentes se négocient aujourd'hui à des niveaux de valorisation proches de ceux de la crise.

Nous pensons que l'allocation aux marchés émergents de la plupart des investisseurs est insuffisante, compte tenu du potentiel de performance de cette classe d'actifs. Les marchés émergents restent mal aimés et clairement sous—utilisés par de nombreux investisseurs. Le contexte d'investissement des marchés émergents ne sera jamais simple, mais en se concentrant sur une sélection active des pays, des titres et des thèmes structurels, les investisseurs devraient pouvoir récolter les fruits de leurs investissements sur ces marchés, en particulier à ce stade de leur cycle économique et de marché.

« La plupart des marchés émergents, à l'exception de la Chine, ont abordé les années 2020 en bien meilleure forme sur le plan économique que lors de la décennie précédente. »

**Considérations sur les risques:** La valeur d'un titre varie 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, de marché et de liquidité. Les risques associés aux investissements dans les marchés des pays émergents sont plus élevés que sur les marchés développés étrangers. La performance relative des stratégies ESG qui intègrent l'investissement à impact et/ou des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) peut diverger de la performance relative des investissements d'autres stratégies ou de références du marché, selon que ces secteurs ou investissements ont la faveur ou non des marchés. Par conséquent, rien ne garantit que les stratégies ESG se traduiront par une performance d'investissement plus favorable. Lorsque vous comparez différentes classes d'actifs, tenez compte du fait que chacune présente des différences et que tout investissement comporte des risques, y compris une perte possible en capital. 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 marchés des pays émergents sont plus élevés que sur les marchés développés étrangers.

## MULTI—ASSET



**Andrew Harmstone**  
Responsable de  
l'équipe Global  
Balanced Risk  
Control (GBaR),  
Gérant de  
portefeuille senior,  
Global Multi—Asset

## Des exercices de rééquilibrage

### PRINCIPAUX POINTS

- 1 L'économie mondiale devrait se normaliser à mesure que les pressions liées à la pandémie s'atténuent.
- 2 Les déséquilibres sur les marchés du travail et de l'énergie engendrent un risque d'inflation plus important en Europe qu'aux États—Unis.
- 3 La Chine redouble d'efforts en matière de réformes structurelles pour placer son économie sur la voie d'une stabilité à long terme.

### Un marché du travail tendu

- Les pressions dues à la pandémie commencent à s'estomper et le rééquilibrage mondial pourrait être le principal moteur du marché en 2023. Nous anticipons trois grands thèmes susceptibles de provoquer un rééquilibrage : les marchés du travail, la crise énergétique et la réforme structurelle de la Chine.
- Sur les marchés développés, les conditions d'emploi post—COVID ont favorisé les travailleurs par rapport aux employeurs. Même si la croissance ralentit, le marché du travail reste robuste. Aux États—Unis, par exemple, les offres d'emploi se situent toujours à des niveaux élevés, mais le nombre de nouveaux postes a diminué de 1,15 million par rapport à un sommet de 5,1 millions en mars 2022. La croissance des salaires aux États—Unis se normalise également, avec un taux de croissance qui se situe à environ la moitié du pic de 6,6 % atteint en janvier 2022.<sup>1</sup>
- Le rééquilibrage du marché du travail sera probablement plus lent en Europe, et les risques d'une spirale salaires—prix y sont plus élevés. Si on les compare à leurs niveaux précédant la pandémie, des indicateurs tels que le nombre total d'emplois, les heures travaillées et les taux d'activité ont davantage augmenté dans la zone euro qu'aux États—Unis. Les pénuries de main—d'œuvre dans le secteur industriel devraient maintenir la tension sur les marchés de l'emploi, ce qui augmente le risque que les augmentations de salaire continuent d'exercer des pressions à la hausse sur les prix.

### Évolution du secteur de l'énergie

- Nous prévoyons une année de transition pour les marchés de l'énergie. La hausse des prix du pétrole et du gaz devrait se conjuguer au ralentissement de l'activité économique pour freiner la demande. Toutefois, les sanctions imposées à la Russie vont vraisemblablement entraîner un resserrement de l'offre de gaz au niveau mondial. Les exportations de gaz russe devraient se réduire plus fortement l'année prochaine et nous pensons que certains acheteurs vont devoir modifier leur mix énergétique en passant du gaz au pétrole.
- La décision récente de l'OPEP de réduire les quotas de production souligne le rôle que jouent les prix élevés pour favoriser l'investissement. Une chute des prix aujourd'hui pourrait décourager l'investissement et entraîner une hausse des prix lorsque la demande reprendra. Nous estimons qu'en 2023, les prix vont se maintenir dans une fourchette de 90 à 100 dollars le baril. Si la Chine réussit sa réouverture après le retrait de sa politique zéro COVID, la normalisation de la demande pourrait faire grimper les prix au—dessus de 100 dollars le baril.

## Le vent du changement en Chine

- Les principaux facteurs qui influenceront la Chine en 2023 seront le remaniement des chaînes d'approvisionnement mondiales, l'évolution démographique, le désendettement et une évolution structurelle vers une économie axée sur la consommation. L'industrie manufacturière et le commerce sont en train de perdre de leur importance en tant que moteurs de l'activité économique, en partie à cause de la moindre délocalisation des entreprises occidentales et de la hausse des coûts salariaux en Chine.
- Le boom de l'investissement alimenté par l'endettement repose sur des bases fragiles, avec un ratio dette des entreprises/PIB de 218 % en 2021<sup>2</sup> et un marché immobilier désormais saturé. Le gouvernement chinois est conscient de l'urgence du changement, qui passe par une réduction des inégalités et un accès facilité à la classe moyenne grâce à son programme de « prospérité commune ». Ces transitions devront être gérées en même temps que le challenge à court terme que représente la réouverture du pays post—COVID.

## Conséquences en matière d'investissement

- Après une période de profondes perturbations, le rééquilibrage économique risque d'être délicat en 2023. Les responsables politiques vont devoir évaluer soigneusement leurs options pour tenter de supprimer l'inflation sans nuire à l'économie et aux marchés financiers. Les défis liés au marché du travail et à la question de l'énergie ne faciliteront pas les choses pour l'Europe, mais la région semble plus solide que ne l'est la Chine. L'économie américaine, plus flexible et indépendante sur le plan énergétique, dispose d'un léger avantage pour résorber ses déséquilibres.
- Globalement, nous nous attendons à ce que les actifs obligataires surperforment les actions au cours du premier semestre de 2023. En fin de compte, le spectre des scénarios macroéconomiques possibles est large et tout va dépendre de la façon dont les banques centrales vont procéder, en particulier la Réserve fédérale américaine. Nous nous attendons à une récession peu profonde et à une politique monétaire un peu plus souple, mais encore largement restrictive. Selon nous, en 2023, les marchés seront influencés par les voies empruntées pour le rééquilibrage, et non par les seuls aspects macroéconomiques. Il conviendra de rester agile et d'adapter ses positions en fonction de l'évolution des événements.

« Il conviendra de rester agile et d'adapter ses positions en fonction de l'évolution des événements. »

<sup>1</sup> U.S. Bureau of Labor Statistics (Bureau des statistiques du travail américain), Morgan Stanley Investment Management, 30 novembre 2022.

<sup>2</sup> Bloomberg Economics, 31 décembre 2021.

**Considérations sur les risques :** Rien ne garantit que la stratégie atteigne son objectif d'investissement. Les portefeuilles sont soumis au risque de marché, c'est-à-dire à la possibilité que la valeur des titres détenus par le portefeuille diminue et que la valeur des actions du portefeuille soit donc inférieure à celle que vous avez payée. Les valeurs boursières peuvent varier quotidiennement en fonction de facteurs économiques ou d'autre nature (par ex. catastrophes naturelles, crises sanitaires, terrorisme, conflits et troubles sociaux) qui ont des répercussions sur les marchés, les pays, les entreprises ou les gouvernements. Il est difficile de prévoir le calendrier, la durée et les éventuels effets négatifs (par ex. liquidité du portefeuille) liés à de tels événements. En conséquence, ce portefeuille expose l'investisseur à des pertes potentielles. Nous attirons votre attention sur le fait que cette stratégie peut comporter d'autres types de risques. Le risque que la méthodologie et les hypothèses en matière d'allocation d'actifs du gestionnaire s'agissant des portefeuilles sous-jacents soient incorrectes au regard des conditions de marché du moment et que le portefeuille n'atteigne pas son objectif d'investissement existe. Les cours des actions ont également tendance à être volatils et il existe une possibilité importante de perte. Les investissements du portefeuille dans des titres liés à des matières premières impliquent des risques substantiels, y compris le risque de perte d'une partie significative de leur valeur d'origine. Outre le risque lié aux matières premières, ils peuvent être soumis à des risques particuliers supplémentaires, tels que le risque de perte des intérêts et du capital, l'absence de marché secondaire et le risque de volatilité accrue, qui n'affectent pas les actions et obligations traditionnelles. 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 chuter. Les actions et les titres étrangers sont généralement plus volatils que les titres obligataires et sont soumis à des risques de change, politiques, économiques et de marché. En général, la valeur des actions varie également en fonction des activités spécifiques d'une entreprise. Les risques associés aux investissements dans les marchés des pays émergents sont plus élevés que sur les marchés développés étrangers. La diversification ne vous protège pas contre une perte sur un marché particulier ; cependant, elle vous permet de répartir ce risque entre différentes catégories d'actifs.

CALVERT



**John Streur**  
Président et  
directeur général,  
Calvert Research  
and Management

## Élaboration d'un nouveau cadre pour la divulgation d'informations ESG et l'investissement responsable

### PRINCIPAUX POINTS

- 1 Les bouleversements survenus en 2022 ont secoué le secteur de l'investissement responsable et entraîneront des changements significatifs en 2023 et au—delà.
- 2 À l'échelle mondiale, le secteur s'oriente vers une recherche ESG plus intensive qui établit un lien clair entre comportement de l'entreprise et résultats financiers.
- 3 Les normes de publication d'informations ESG établies par les pouvoirs publics en 2022 contribueront à créer un cadre plus transparent et cohérent pour la sélection de titres et le dialogue avec les entreprises.

Au cours de la dernière décennie, les marchés de l'investissement ESG et de l'investissement responsable ont connu une croissance rapide, car les investisseurs sont désormais conscients que le monde est confronté à d'importants défis environnementaux et sociaux et que les entreprises qui relèvent ces défis avec succès ont tout à gagner. Les bouleversements survenus en 2022 ont secoué le secteur et appellent à des changements significatifs aujourd'hui et en 2023.

Pour rester en phase avec les marchés financiers en 2023 et au—delà, les investisseurs responsables vont, selon nous, devoir intensifier leurs recherches sur la manière dont les entreprises gèrent leurs expositions spécifiques aux facteurs environnementaux et sociaux financièrement importants, en analysant leurs impacts financiers à court et à long terme. Une recherche multidimensionnelle établissant des liens clairs entre le comportement des entreprises et leurs résultats financiers doit servir de base à la sélection de titres et aux initiatives de dialogue avec les entreprises, y compris en matière d'activisme ESG.

### Les gérants d'actifs ESG doivent publier davantage d'informations

Pendant des années, les investisseurs responsables ont incité les entreprises à accroître leur degré de transparence et à publier leurs performances ESG sur des facteurs allant des émissions de carbone à la diversité sur le lieu de travail. Il est désormais essentiel que les gérants d'actifs spécialistes de l'investissement responsable fassent preuve de la même transparence dans leur propre méthodologie de recherche. Les investisseurs ont besoin de visibilité sur les liens qui existent entre les performances ESG des entreprises, leurs résultats financiers, la sélection de titres et les retombées des initiatives de dialogue avec les entreprises et de l'activisme ESG.

Une bonne compréhension de la gouvernance d'entreprise conservera toute son importance, quel que soit le type d'investisseur. Toutefois, la nécessité d'une recherche approfondie et granulaire en matière d'investissement responsable et de dialogue avec les entreprises sera déterminante pour le secteur de l'ESG et de l'investissement responsable en 2023 et au—delà.

Les équipes de gestion et les entreprises spécialisées dans l'investissement responsable qui y parviendront continueront à prospérer et à gagner des parts de marché auprès des investisseurs, devenant ainsi des participants de plus en plus incontournables sur les marchés financiers mondiaux.

### Un nouveau cadre pour l'investissement responsable

Nous pensons que les bouleversements de 2022 se révéleront déterminants pour l'investissement responsable et la recherche ESG, en contribuant à façonner un cadre pour un marché de l'investissement en pleine mutation. La conjonction d'événements géopolitiques majeurs et de dispositions réglementaires ambitieuses visant directement l'investissement responsable est en train de créer une nouvelle réalité pour les acteurs du marché.

La situation géopolitique montre clairement que les entités individuelles — personnes, entreprises, pays — agissent principalement dans leur propre intérêt, par opposition aux besoins à long terme de la société mondiale. De ce fait, il est très difficile pour la société de résoudre les problèmes qui ont un impact sur le bien commun mondial, comme le changement climatique ou la COVID. De multiples situations en témoignent aujourd'hui, comme la guerre en Ukraine, les nombreux conflits entre la Chine et l'Occident, les divergences de résultats entre les pays riches et les pays pauvres



dans la lutte contre la COVID, et l'insuffisance des progrès accomplis par les pays riches et les grands pays du monde pour lutter efficacement contre le changement climatique.

Il est essentiel d'appréhender cette réalité pour comprendre la nécessité de solutions volontaires et régies par le marché pour relever ces défis majeurs, et la nécessité d'une recherche ESG et d'un dialogue plus intense et plus poussé. Nous avons besoin que les entreprises qui peuvent proposer des solutions viables le fassent tout en générant des performances financières compétitives pour les investisseurs. Identifier ces gagnants et les différencier des autres nécessite de disposer d'une recherche ESG exhaustive.

Les initiatives des pouvoirs publics en 2022 — qu'il s'agisse de l'établissement de normes en matière d'ESG et d'investissement responsable, ou de leur intervention en matière d'échanges commerciaux et de stratégie industrielle — soulignent à quel point l'évolution vers une recherche plus approfondie et des solutions volontaires, pilotées par le marché, est en marche et devrait devenir prépondérante en 2023. La nouvelle règle ESG du ministère du Travail des États—Unis, intitulée « Prudence et loyauté lors de la sélection des investissements du régime de retraite et de l'exercice des droits des actionnaires », indique clairement la nécessité d'une recherche ESG approfondie axée sur les facteurs financièrement importants. Cette règle fixera les normes de base de l'investissement responsable pour l'avenir. Au sein de l'Union européenne, le Règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (SFDR) impose aux entreprises d'investissement de définir leur approche de l'investissement responsable. Ces règles, combinées aux mesures d'application en cours au Royaume—Uni, dans l'UE et aux États—Unis, indiquent sans ambiguïté que les entreprises d'investissement et les produits d'investissement responsable doivent présenter des attentes réalistes et faire preuve d'une réelle transparence dans leurs processus de recherche et d'investissement.

### Des marchés financiers plus forts

Une recherche ESG plus profonde, la mise en évidence des liens entre performance ESG et résultats financiers, ainsi qu'une plus grande transparence des processus d'investissement responsable ont d'ores et déjà créé un champ plus étroit et plus concurrentiel. Les entreprises ajustent leurs affirmations marketing et les investisseurs effectuent des contrôles préalables plus stricts. Dans le même temps, les entreprises qui font l'objet de cette recherche corrigent leurs déclarations publiques et renforcent la discipline financière à laquelle sont soumis leurs investissements en capital liés au développement durable.

Selon nous, cela permettra de renforcer le déploiement des capitaux, de créer des différences mesurables entre les sociétés aptes à bien gérer et celles qui ne le peuvent pas, et d'améliorer le fonctionnement des marchés de capitaux. Davantage de transparence, davantage d'informations publiées, davantage d'attention portée aux résultats financiers — tels sont les fondements nécessaires à des solutions réussies, régies par le marché et conformes aux réalités du monde que nous avons connu en 2022. Nous avons pu constater que les entités individuelles se comportent de manière à promouvoir leurs propres intérêts, sans que les gouvernements puissent exercer un contrôle suffisant, malgré leurs efforts. Des marchés financiers solides peuvent contrer ce phénomène, en répondant aux besoins de la société tout en proposant aux investisseurs des performances compétitives.

« La nécessité d'une recherche approfondie et granulaire en matière d'investissement responsable et de dialogue avec les entreprises sera déterminante pour le secteur de l'ESG et de l'investissement responsable en 2023 et au—delà. »

À compter de janvier 2023, John Streur assumera le rôle de président du conseil d'administration de Calvert Research and Management, avec pour priorité l'innovation en matière d'investissement, le dialogue client et les travaux de réflexions.

**Considérations sur les risques:** Rien ne garantit que les stratégies intégrant les facteurs ESG enregistrent une performance d'investissement plus élevée. La performance relative des stratégies ESG qui intègrent l'investissement à impact et/ou des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) peut diverger de la performance relative des investissements d'autres stratégies ou de références du marché, selon que ces secteurs ou investissements ont la faveur ou non des marchés. Par conséquent, rien ne garantit que les stratégies ESG se traduiront par une performance d'investissement plus favorable.

## DÉFINITIONS DES INDICES

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.

L'indice Russell 1000® Value est un indice non géré de titres « value » parmi les 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® est un indice non géré regroupant 1 000 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 Top 200 mesure la performance des 200 plus grandes entreprises de l'indice Russell 1000.

L'indice MSCI World est un indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière qui mesure la performance des grandes et moyennes capitalisations de 23 pays développés.

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

L'indice FTSE Nareit All Equity REITs Index est un indice non géré composé de sociétés d'investissement immobilier autres que des sociétés forestières ou d'infrastructures.

Morningstar LSTA US Leveraged Loan Index est un indice non géré du marché institutionnel des prêts à effet de levier.

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

L'indice ICE BofA U.S. MBS est un indice non géré de titres adossés à des créances hypothécaires américains.

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

L'indice Bloomberg U.S. Corporate Bond est un indice non géré qui mesure la performance des titres de créance de sociétés émis aux États—Unis.

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.

Les indices MSCI sont nets des retenues d'impôt étrangères. 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.

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. Ce rapport a été préparé par Eaton Vance et ICE Data Indices, LLC ne le cautionne pas, n'offre aucune garantie, ne vérifie pas et ne recommande pas les produits d'Eaton Vance. BofA® est une marque déposée sous licence de Bank of America Corporation aux États—Unis et dans d'autres pays.

## Considérations sur les risques:

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. Il ne peut être garanti qu'un portefeuille atteindra son objectif d'investissement. Les portefeuilles sont sujets au risque de marché, c'est—à—dire à la possibilité que la valeur de marché des titres en portefeuille baisse. Les valeurs boursières peuvent varier quotidiennement en fonction de facteurs économiques ou d'autre nature (par ex. catastrophes naturelles, crises sanitaires, terrorisme, conflits et troubles sociaux) qui ont des répercussions sur les marchés, les pays, les entreprises ou les gouvernements. Il est difficile de prévoir le calendrier, la durée et les éventuels effets négatifs (par ex. liquidité du portefeuille) liés à de tels événements. En conséquence, les investisseurs sont exposés à un risque de pertes. Voir le document de placement pour une description plus détaillée des risques associés à chaque stratégie. La diversification ne supprime pas le risque de perte.

## Informations importantes

Date des données : 12 décembre 2022.

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. Les investisseurs doivent 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 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 recommandés, évalués, 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 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 et Calvert font partie de Morgan Stanley Investment Management. Morgan Stanley Investment Management est la division de gestion d'actifs de Morgan Stanley.

## Distribution

**Ce 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 :

### EMEA

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 The Observatory, 7—11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, D02 VC42, 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 20121 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).

### 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 (Australia) 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 (AMIMMA), 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.