

Réinventer la mondialisation – Partie II :

Désapprendre
toutes les leçons
tirées depuis
les années 1980



Kevin Hebner, Ph. D.

Directeur général, Gestion mondiale
de portefeuille, TD Epoch

William W. Priest, CFA

Président-directeur, cochef
des placements et gestionnaire
de portefeuille, TD Epoch

- Dans la première partie de Réinventer la mondialisation, nous avons démontré qu'une restructuration des chaînes d'approvisionnement mondiales était en cours afin de réduire les vulnérabilités et de limiter les importations chinoises de produits à double usage. Cette restructuration concerne surtout l'énergie et les technologies (en particulier les semi-conducteurs). Étant donné que la mondialisation bat en retraite, nous nous attendons à ce que les actions chinoises sous-performent. De nombreuses multinationales américaines seront également touchées, car les exportations vers la Chine ont souvent compté pour 40 % de la croissance de leurs ventes au cours des dix dernières années.
- La partie II de cette série montre que la démondialisation implique un changement de paradigme, assorti d'une tendance à la hausse des dépenses en immobilisations et du coût de la main-d'œuvre, ainsi que d'une augmentation du coût du capital, d'une baisse de la croissance potentielle et d'une plus grande ingérence du gouvernement dans l'économie. Ces changements sont autant de difficultés à long terme pour les marges et les flux de trésorerie disponibles (FTD), en particulier pour les secteurs des technologies et de la fabrication.
- Il n'est pas question d'un retour de la situation des années 2010 où l'inflation était faible et les taux d'intérêt réels, nuls. De plus, avec la fin de la période dite de « grande modération », nous anticipons une hausse de la volatilité macroéconomique (PIB, inflation, taux d'intérêt et taux de change).
- Les sociétés étant confrontées à une hausse du coût du capital moyen pondéré, nous nous attendons à des ratios moyens plus faibles. Cette situation va s'avérer particulièrement difficile pour les actifs à longue durée, comme les sociétés de capital-risque et les sociétés technologiques spéculatives qui ne produiront pas de FTD de façon durable avant plusieurs années.

Les grands problèmes de l'heure, à savoir l'énergie, le changement climatique, la défense, les inégalités et la dépendance à la production chinoise, seront tous résolus par des investissements massifs. Cet essor des dépenses en immobilisations pourrait durer longtemps.

— Russell Napier,
octobre 2022

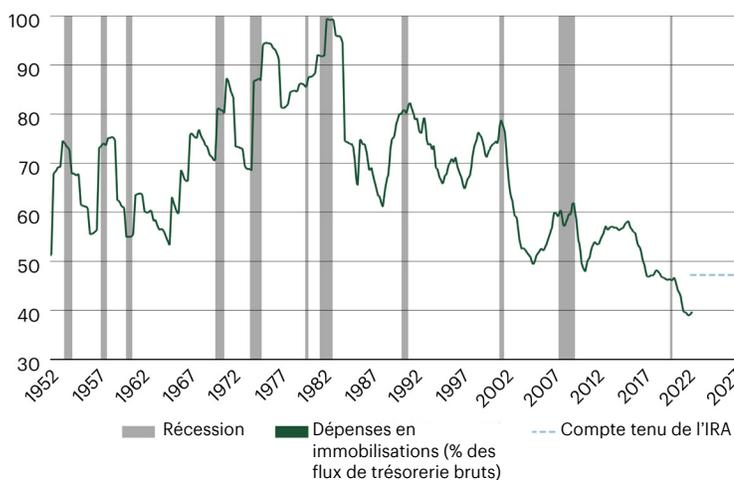
Tendance à la hausse des dépenses en immobilisations : les années 2020 sous le signe du concret

Après le règne de l'immatériel et des technologies dans les années 2010, l'économie américaine augmente petit à petit ses dépenses en capital. Nous anticipons une remontée à long terme des dépenses d'investissement sous l'effet de la démondialisation et de la relocalisation, ainsi que de la décarbonisation et de facteurs démographiques (ce qui suppose un resserrement du marché du travail)¹. De plus, le gouvernement américain a récemment adopté deux lois importantes qui encouragent les investissements au pays. Les dépenses en immobilisations sont par ailleurs faibles par rapport aux données historiques, et il semble qu'un rebond s'impose de toute urgence (**figure 1**). Globalement, cette situation donne à penser que les entreprises consacreront une plus grande part de leurs liquidités aux investissements en sol américain.

Bien que la part du flux de trésorerie des sociétés consacrée aux dépenses en immobilisations soit remarquable, le changement dans la composition des dépenses d'investissement (**figure 2**) est encore plus frappant. La part globale du PIB des États-Unis attribuable aux investissements des sociétés est proche de sa moyenne sur 50 ans (environ 13,5 %). Toutefois, la part des investissements consacrée à la propriété intellectuelle (PI), qui englobe la R&D et les logiciels, est montée en flèche (pour atteindre 360 % de sa part de 1960), tandis que celle consacrée aux installations manufacturières (12 %) et minières (10 %) a dégringolé. Nous nous attendons à ce que les investissements dans la PI demeurent élevés, mais la relocalisation devrait s'avérer particulièrement positive pour les deux types d'installations.

Figure 1 : Les dépenses en immobilisations des sociétés de l'indice S&P 500 (part en % des flux de trésorerie) ont atteint un creux record

Après une longue période de sous-investissement dans l'économie réelle, l'*Inflation Reduction Act* (énergie), la *Chips Act* (semi-conducteurs) et la relocalisation devraient entraîner un rebond des investissements.

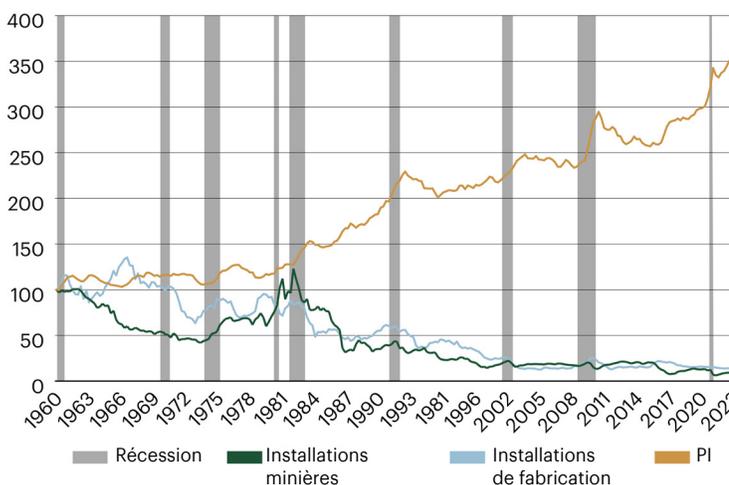


Source : Empirical Research Partners

Remarque : Pour les actions de sociétés de grande capitalisation

Figure 2 : Composition des dépenses d'investissement (indice, 1960 = 100)

La part relative des dépenses d'investissement dans la PI est montée en flèche (tandis que celle dans les installations s'est effondrée), mais nous pensons qu'elle rebondira.



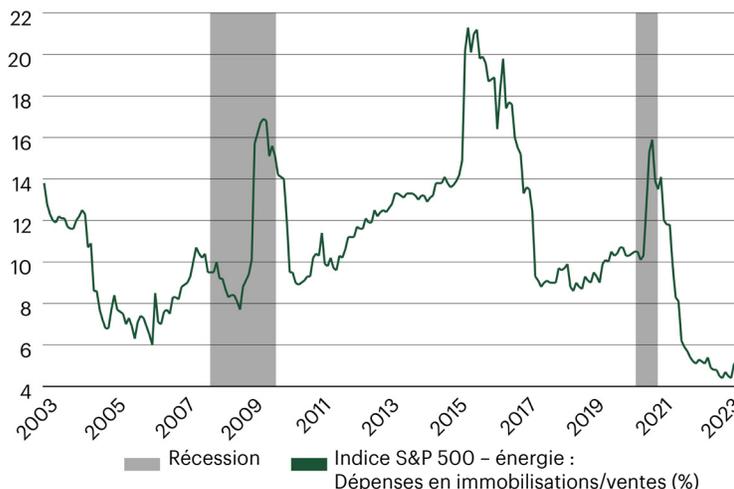
Sources : Bloomberg, Our World in Data, Fouquin et Hugot (2016), Epoch Investment Partners

¹ Consultez notre article de mars 2022 intitulé « Greenflation : The Energy Transition Will Prove Inflationary »

Les perspectives sectorielles sont particulièrement prometteuses pour l'investissement dans les secteurs de l'énergie, des matériaux et des produits industriels. Ces secteurs – surtout l'énergie – présentent tous des niveaux de dépenses en immobilisations relativement faibles (**figure 3**). Le secteur de l'énergie affiche également un solide rendement du capital et un rendement relatif record des FTD. L'*Inflation Reduction Act* (IRA) vise aussi à stimuler les investissements énergétiques². En fin de compte, la demande de combustibles fossiles sera élevée au cours des décennies à venir, car les transitions énergétiques s'opèrent bien plus lentement que ne le laissent entendre les prévisions consensuelles optimistes³.

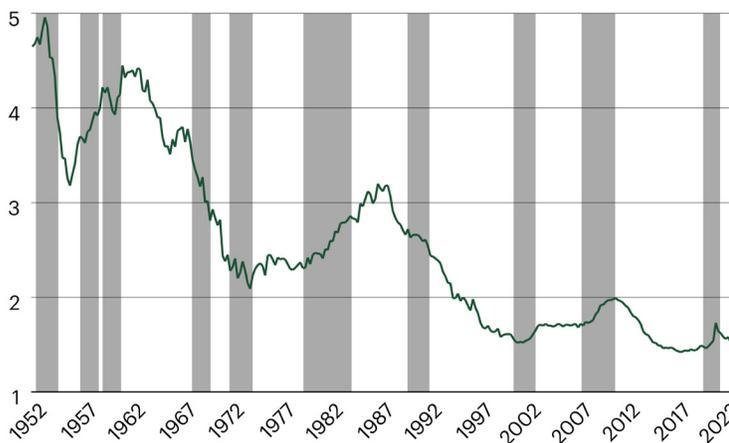
Stimulés par la *Chips Act*, les investissements dans la fabrication de semi-conducteurs aux États-Unis devraient s'accélérer, malgré des coûts de 30 % à 55 % plus élevés qu'à Taiwan ou qu'en Corée du Sud. De façon plus générale, nous nous attendons à ce que le soutien du gouvernement à la production de produits technologiques de pointe, qui peuvent tous servir à des fins tant commerciales que militaires, augmente considérablement en sol américain au cours de cette décennie. Soulignons que les investissements de l'État représentaient en moyenne plus de 3 % du PIB dans les années 1950 et 1960, au plus fort de la première Guerre froide, mais qu'ils sont redescendus à 1,5 % (**figure 4**). Même si ce pourcentage passait seulement à 2 %, c'est-à-dire son niveau du milieu des années 1990, il s'agirait d'investissements annuels supplémentaires de 100 milliards de dollars. Voilà pourquoi nous nous attendons à ce que les dépenses en immobilisations des États-Unis augmentent considérablement. Passons maintenant à la hausse du coût de la main-d'œuvre.

Figure 3 : Les dépenses en immobilisations du secteur de l'énergie (en % des ventes) sont près d'un creux record
Les grandes sociétés énergétiques sont souvent critiquées pour leur piètre répartition du capital, mais elles ont fait preuve de beaucoup plus de rigueur au cours du présent cycle.



Source : Bloomberg

Figure 4 : Investissements bruts du gouvernement fédéral américain (en % du PIB)
Ils devraient augmenter de plus de 2 % au cours des dix prochaines années, mais resteront inférieurs au niveau atteint pendant la première Guerre froide.



Sources : Bloomberg, Réserve fédérale américaine

² Voir la figure 5 de la Partie I.

³ Cela est malheureusement vrai, comme le souligne Vaclav Smil dans son livre « Energy Transitions ». Même l'AIE s'attend à ce que les énergies renouvelables ne représentent que 28 % de la production d'énergie mondiale en 2050 (en hausse modérée depuis 2020, où elles comptaient pour 16 %).

Les 3 D et la hausse du coût de la main-d'œuvre

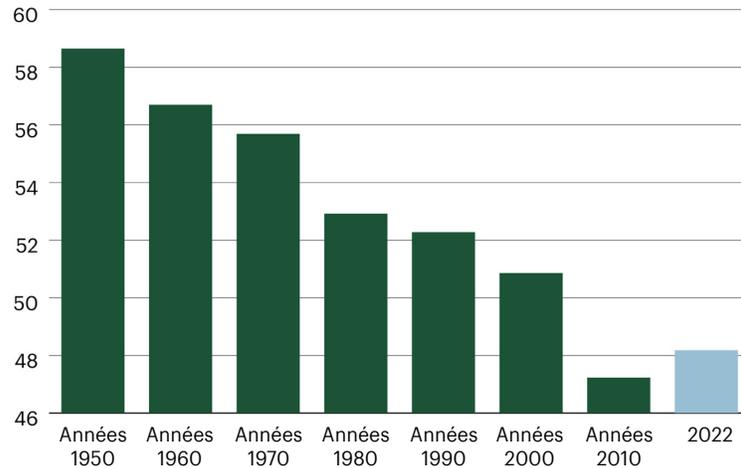
Le coût de la main-d'œuvre dans le PIB et dans la valeur brute des entreprises a atteint un creux sans précédent dans les années 2010 (**figure 5**). Toutefois, la démondialisation, la décarbonisation et les facteurs démographiques suggèrent fortement que sa part va augmenter pour retrouver son niveau des années 1990 et 2000. La relocalisation des emplois relativement bien rémunérés annule en partie la tendance amorcée en 1990 qui a vu la main-d'œuvre mondiale active quadrupler (selon le FMI). La Chine reste attrayante pour les sociétés multinationales; en effet, même si les salaires moyens en Chine sont maintenant sept fois plus élevés qu'en 2000, ils ne correspondent toujours qu'à 28 % des niveaux observés aux États-Unis.

Malgré les salaires inférieurs en Chine, de plus en plus de sociétés américaines envisagent la relocalisation (**figures 6 et 7**). La principale raison évoquée pour justifier la relocalisation est l'inquiétude croissante quant à la dépendance à la Chine, les principaux segments touchés étant le matériel électrique (p. ex., les batteries de véhicules électriques), les produits chimiques (produits pharmaceutiques, hydrogène), le matériel de transport (surtout les voitures) et les produits électroniques (panneaux solaires, robotique, drones, semi-conducteurs), ainsi que le matériel et les fournitures médicales.

Certains commentateurs affirment que cette relocalisation est le signe que l'Amérique se dirige vers une « renaissance manufacturière » et qu'elle est sur le point de récupérer les 5 millions d'emplois manufacturiers qu'elle a perdus après l'adhésion de la Chine à l'Organisation mondiale du commerce (OMC). Selon nous, cette vision est exagérée, mais il est intéressant de souligner que le nombre d'emplois manufacturiers aux États-Unis a atteint un creux en 2010 et augmenté, depuis, d'environ 1,5 million. Le nombre d'emplois aurait été à peu près stable au cours des dix dernières années sans la relocalisation, donc l'impact de cette dernière est déjà considérable. Ainsi se termine notre discussion de la main-d'œuvre et des dépenses en immobilisations, et nous allons à présent examiner l'impact de tous ces facteurs sur l'inflation et les taux d'intérêt.

Figure 5 : Salaires aux États-Unis (en % de la valeur ajoutée brute des entreprises américaines)

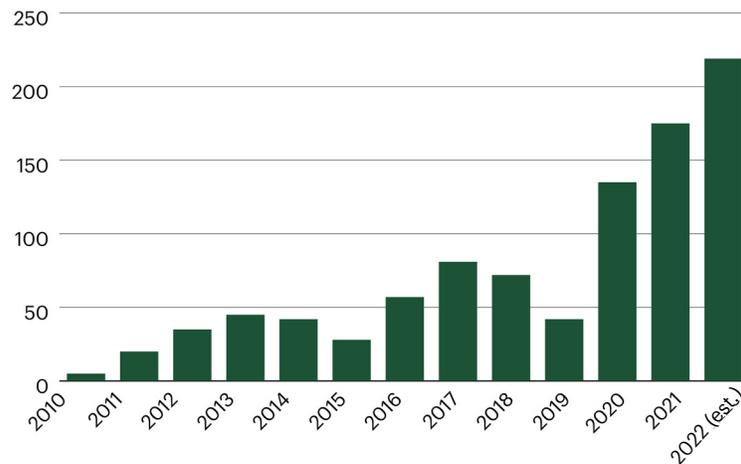
La part du coût de la main-d'œuvre américaine a atteint un creux dans les années 2010, mais devrait dépasser 50 % d'ici la fin des années 2020.



Source : Bloomberg

Figure 6 : Nombre d'emplois relocalisés dans le secteur manufacturier aux États-Unis (en milliers)

Le petit ruisseau est devenu torrent : un million d'emplois ont été rapatriés depuis 2010.



Source : ReshoreNow.org

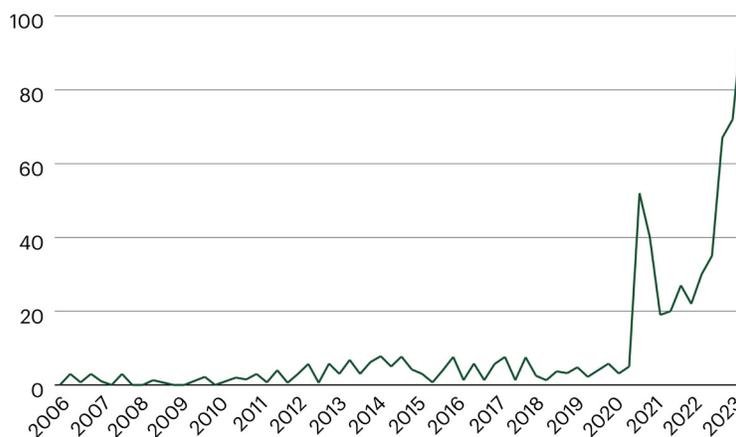
Remarque : Les données proviennent de la Reshoring Library de Reshoring Initiative, qui contient plus de 8 000 articles publiés, études de cas de relocalisation publiées dans un cadre privé et autres cas documentés dans un cadre privé.

Il n'est pas question d'un retour de la situation des années 2010 où l'inflation était faible et les taux d'intérêt, nuls

Il est impossible d'éviter l'effet inflationniste d'une démondialisation. Nous prévoyons une hausse de la tendance de l'inflation et des taux d'intérêt réels, en particulier par rapport aux 20 dernières années⁴. De plus, avec le retour à la normale de la politique monétaire après la position extrêmement expansionniste maintenue à la suite de la crise financière mondiale, nous nous attendons à ce que le coût de l'argent augmente sur l'ensemble de la courbe. C'est le taux à 10 ans qui est représenté ici (**figure 8**), mais on observe la même tendance à de nombreuses échéances, y compris pour le taux hypothécaire à 30 ans.

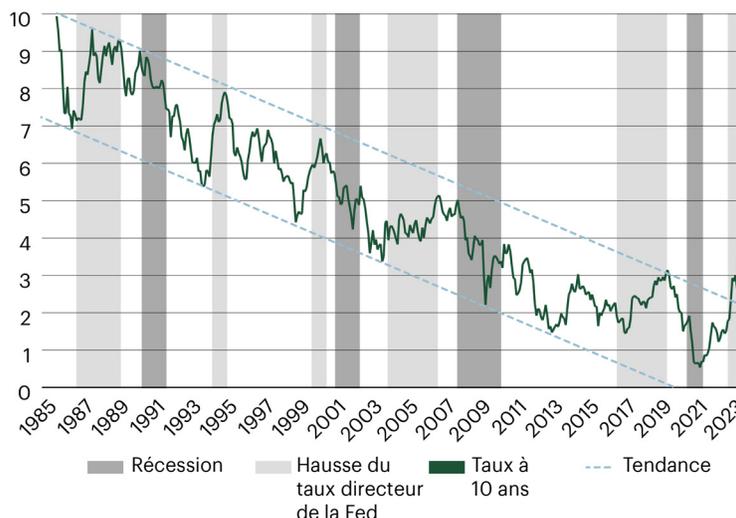
La même conclusion s'applique aux taux réels (**figure 9**). À titre d'exemple, le taux à 10 ans réel n'était qu'à 70 pb en moyenne dans les années 2010, soit 180 pb en deçà de la moyenne des dix années précédentes et 350 pb en deçà de la moyenne des années 1990. Par le passé, le taux à 10 ans réel n'a pas été une série de régression vers la moyenne ou une série stationnaire; il est donc difficile à prévoir avec certitude. Cela dit, nous sommes d'avis qu'il sera nettement plus élevé qu'au cours des dix dernières années. Notre estimation provisoire de 1,8 % pour 2030 repose sur les prévisions de croissance moyenne du PIB du Congressional Budget Office (CBO) pour le reste de la décennie.

Figure 7 : Relocalisations dans le pays d'origine, dans un pays proche ou régionales envisagées par les sociétés américaines (indice, 100 = max.)
Les discussions des équipes de direction au sujet des délocalisations régionales se sont intensifiées à cause de la COVID, mais encore davantage cette année en raison de l'escalade des tensions avec la Chine.



Sources : AlphaSense, Bank of America

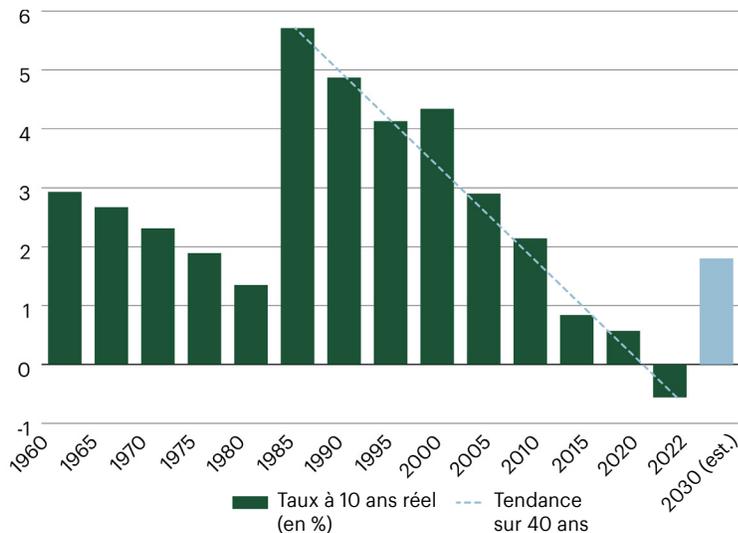
Figure 8 : Taux nominal des obligations américaines à 10 ans (en %)
La tendance déflationniste qui persistait depuis l'arrivée de Paul Volcker à la tête de Fed il y a 40 ans, est clairement derrière nous.



Source : Bloomberg

⁴ Veuillez consulter notre livre blanc de juillet intitulé « Reflation and the 3Ds ».

Figure 9 : Taux réel des obligations américaines à 10 ans (en %)
 Cette tendance à la baisse des taux réels depuis 40 ans est clairement derrière nous; nous prévoyons un taux de 1,8 % pour 2030.

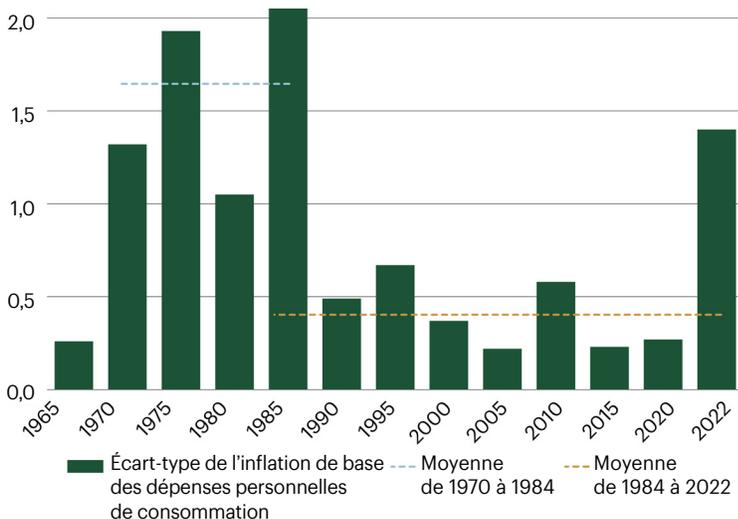


Sources : Bloomberg, Congressional Budget Office

Remarque : Taux réel fondé sur l'inflation de base des dépenses personnelles de consommation (les résultats sont semblables si l'on utilise les taux d'inflation neutres, mais les données ne sont disponibles qu'à partir de 1998). Les barres correspondent à la moyenne sur 5 ans à la fin de l'année indiquée (sauf pour 2022). Notre estimation de 1,8 % pour 2030 est fondée sur les prévisions de croissance moyenne réelle du PIB du CBO pour 2030.

Figure 10 : Écart-type de l'inflation de base des dépenses personnelles de consommation sur 12 mois aux États-Unis (en %)

Après 1985, l'écart-type de l'inflation de base a fléchi de 75 %. Toutefois, la volatilité va probablement augmenter fortement au cours des prochaines années.



Source : Bloomberg

Remarque : Les barres correspondent à l'écart-type sur 5 ans à la fin de l'année indiquée (sauf pour 2022).

Fin de la période de « grande modération »

En plus des niveaux élevés de l'inflation et des taux d'intérêt, nous prévoyons une hausse de la volatilité macroéconomique (croissance, inflation, taux d'intérêt et taux de change) avec la fin de la période dite de « grande modération ». À titre d'exemple, après une longue période de calme relatif, l'inflation devrait afficher des variations beaucoup plus élevées au cours des dix prochaines années en raison des 3 D et de l'absence de marge dans les politiques budgétaire et monétaire (**figure 10**). Ce schéma de « grande modération » peut également être observé avec le PIB (l'écart-type est passé de 4,8 % avant 1985 à 2,1 % depuis) et le dollar US (la volatilité est passée de 10,0 % avant 1990 à 4,3 % au cours des 30 dernières années). La forte variabilité macroéconomique au cours des dix prochaines années mettra certainement à l'épreuve les décideurs et survient malheureusement à un moment où ils ont moins de munitions pour répliquer. Elle mettra également à mal les investisseurs, qui devront désapprendre toutes les leçons qu'ils auront tirées depuis les années 1980, notamment les hypothèses sur le coût du capital, que nous allons à présent aborder.

Deux facteurs peuvent expliquer cette variabilité accrue de l'inflation. Le premier facteur est l'augmentation de la fréquence des chocs au niveau de l'offre. [...] Le second est la baisse de l'élasticité de la courbe de l'offre mondiale par rapport aux dix dernières années environ.

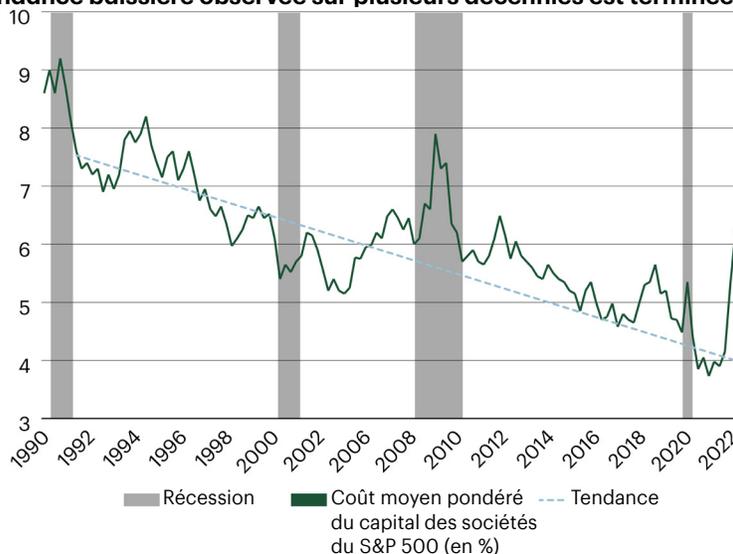
— « Price Stability, the Supply Side and Prosperity », Philip Lowe, gouverneur de la RBA, novembre 2022

Les sociétés vont être confrontées à une hausse de la tendance du coût moyen pondéré du capital

Il y a quelques années, un analyste exubérant d'une maison de courtage a écrit : « Lorsque le capital est libéré, les rêves deviennent réalité. » Grâce à cette citation, on comprend pourquoi la période de taux d'intérêt nuls a favorisé la prise de mauvaises décisions en matière d'affectation du capital. Toutefois, la longue période de baisse du coût moyen pondéré du capital est maintenant révolue (**figure 11**). Les sociétés américaines devraient faire face à un coût du capital beaucoup plus élevé qu'au cours des dix dernières années, ce qui risque de faire baisser les ratios. Cette situation va s'avérer particulièrement difficile pour les actifs à longue durée, comme les sociétés de capital-risque et les sociétés technologiques spéculatives qui ne produiront pas de FTD de façon durable avant plusieurs années.

Figure 11 : Coût moyen pondéré du capital des sociétés du S&P 500 (en %)

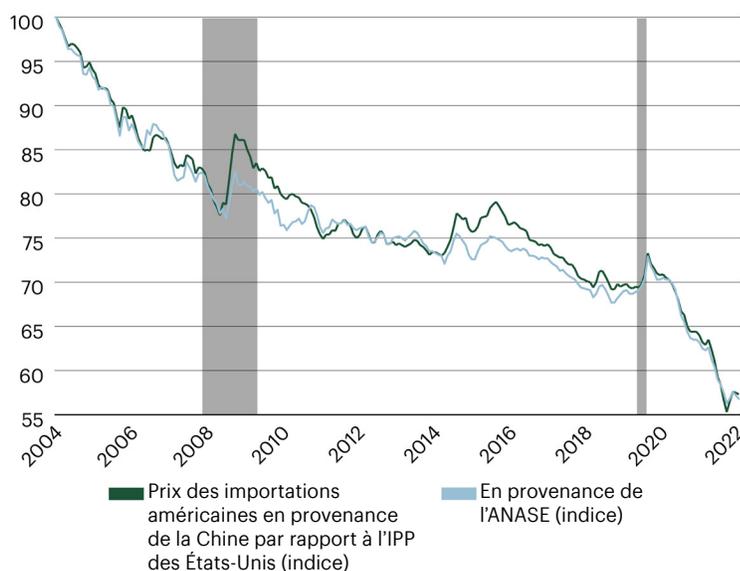
La tendance baissière observée sur plusieurs décennies est terminée.



Sources : Bloomberg, Goldman Sachs, Damodaran, Epoch Investment Partners

Réinventer la mondialisation : impact sur les marges et les FTD des entreprises

Figure 12 : Prix des importations américaines par rapport à l'indice des prix à la production (IPP) des États-Unis (indice, 2004 = 100)
Depuis 2004, les prix des importations en provenance de la Chine et de l'ANASE ont diminué de plus de 40 % par rapport à l'IPP des États-Unis.



Source : Bloomberg

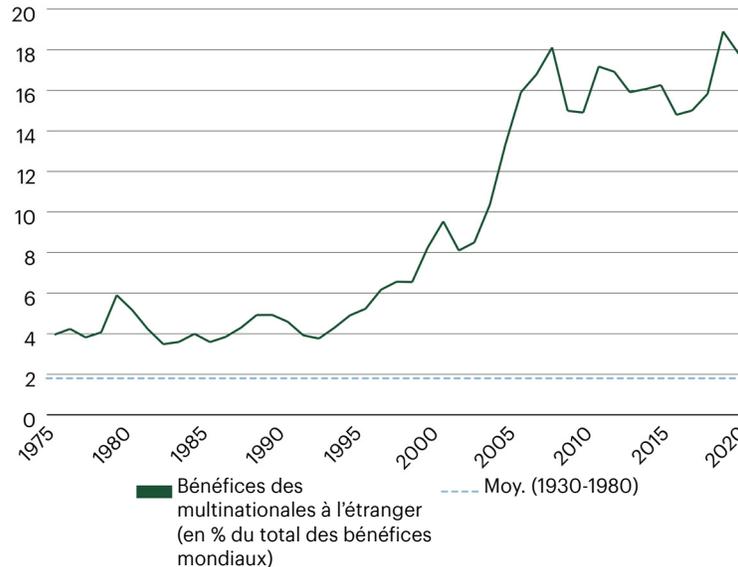
La relocalisation de la production pourrait réduire les vulnérabilités de la chaîne d'approvisionnement et éliminer certains risques de sécurité nationale. Toutefois, comme indiqué ci-dessus, la relocalisation pose des difficultés aux sociétés américaines, car elle fait grimper leurs dépenses en immobilisations, le coût de la main-d'œuvre et le coût du capital. Le prix des intrants intermédiaires va également augmenter pour les sociétés qui vont se tourner vers des fournisseurs américains (**figure 12**). Autrement dit, la démondialisation implique un avantage comparatif moindre et le recours plus systématique aux usines, employés et intrants intermédiaires américains coûteux.

Les deux principaux bénéficiaires de l'hypermondialisation ont été la Chine et les multinationales, et elles font maintenant face à des obstacles importants. Nous avons déjà abordé les raisons pour lesquelles nous nous attendons à ce que les actions chinoises continuent de sous-performer (voir les figures 6 et 7 de la Partie I). Pour ce qui est des multinationales, leur part de bénéfices a augmenté modérément depuis le début des années 1990, puis est montée en flèche à partir de 2002 sous l'effet de l'adhésion de la Chine à l'OMC, pour enfin plafonner après la crise financière mondiale (**figure 13**). En raison des répercussions de la démondialisation, nous prévoyons que cette part perdra plusieurs points de pourcentage d'ici 2030.

Ce qu'il faut retenir de l'analyse ci-dessus, c'est que la démondialisation pose cinq défis aux marges globales et aux FTD : augmentation des dépenses en immobilisations, des salaires et du coût du capital, faible croissance potentielle et plus grande ingérence du gouvernement dans l'économie. Ces facteurs auront une incidence sur toutes les sociétés, mais surtout celles des technologies et de la fabrication, car ces secteurs ont le plus contribué à l'amélioration des marges et des FTD au cours des 20 dernières années (**figure 14**).

Figure 13 : Bénéfices des multinationales mondiales (en % du total des bénéfices mondiaux des entreprises)

Les multinationales sont l'un des plus grands bénéficiaires de l'âge d'or de la mondialisation, mais leur part devrait diminuer au cours des prochaines années.

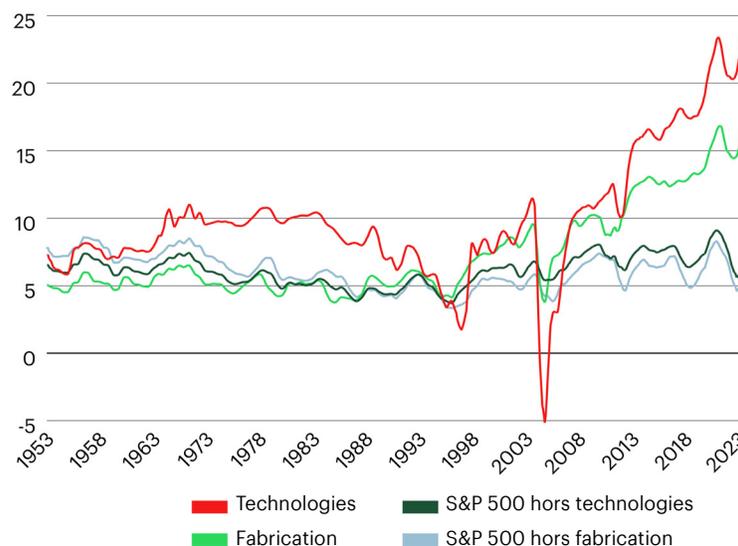


Sources : Bloomberg, Goldman Sachs, Damodaran, Epoch Investment Partners

Bénéfices des multinationales : Bénéfices enregistrés par des sociétés dans un pays autre que celui de leur siège social

Figure 14 : Marges bénéficiaires nettes des sociétés de l'indice S&P 500 (en %)

Les secteurs des technologies et de la fabrication ont le plus profité de la mondialisation, mais leurs marges diminueront à mesure que la délocalisation s'opérera.



Source : Empirical Research Partners

Conséquences pour les investisseurs : Désapprendre toutes les leçons tirées depuis les années 1980

Une restructuration des chaînes d'approvisionnement mondiales est en cours afin de réduire les vulnérabilités et de limiter les importations chinoises de produits à double usage. Certains secteurs, comme ceux de l'énergie et des technologies (en particulier les semi-conducteurs), sont les plus directement touchés. Avec la fin de l'hypermondialisation, nous nous attendons à ce que les actions chinoises sous-performent. De nombreuses multinationales américaines seront également mises à mal, car les exportations vers la Chine ont souvent compté pour 40 % de la croissance de leurs revenus au cours des dix dernières années.

Bien que les effets déflationnistes des technologies persistent, nous pensons que les 3 D (démondialisation, démographie et décarbonisation) prennent le dessus, ce qui signifie que nous sommes entrés dans un contexte de réflation à long terme.

Autrement dit, il n'est pas question d'un retour de la situation des années 2010 où l'inflation était faible et les taux d'intérêt réels, nuls. De plus, l'ère de la « grande modération » est définitivement derrière nous et nous entrons dans une période de volatilité macroéconomique accrue (croissance du PIB, inflation, taux d'intérêt et taux de change).

La démondialisation implique un changement de paradigme, assorti d'une tendance à la hausse des dépenses en immobilisations et du coût de la main-d'œuvre, ainsi que d'une augmentation du coût du capital, d'une baisse de la croissance potentielle et d'une plus grande ingérence du gouvernement dans l'économie. Ces transformations sont autant de difficultés à long terme pour les marges et les FTD, en particulier pour les technologies et la fabrication. En outre, comme le coût moyen pondéré du capital pour

les sociétés risque d'être plus élevé, nous nous attendons à des ratios moyens plus faibles. Cette situation va s'avérer particulièrement difficile pour les actifs à longue durée, comme les sociétés de capital-risque et les sociétés technologiques spéculatives qui ne produiront pas de FTD de façon durable avant plusieurs années.

Epoch a toujours favorisé les sociétés dotées d'une politique d'affectation du capital efficace et d'une capacité éprouvée à dégager un rendement du capital investi supérieur au coût moyen pondéré du capital. Ces sociétés devraient s'en tirer le mieux, surtout aujourd'hui, alors que les équipes de direction font face à un avenir qui devrait s'avérer très différent de la situation des 20 dernières années.



Solutions de placement mondiales TD représente Gestion de Placements TD Inc. (GPTD) et Epoch Investment Partners, Inc. (TD Epoch). GPTD et TD Epoch sont des sociétés affiliées et des filiales en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion.^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce TD sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.

Réservé aux investisseurs institutionnels. Les renseignements contenus dans le présent document sont fournis à titre indicatif seulement et ne doivent pas être considérés comme des conseils de placement ou la recommandation d'un titre, d'une stratégie ou d'un produit de placement en particulier. Ils sont distribués en supposant que les destinataires ont suffisamment de connaissances et d'expérience pour être en mesure de comprendre et d'évaluer eux-mêmes les propositions et les services décrits aux présentes, ainsi que les risques associés à ces propositions ou services. Aucun renseignement contenu dans cette présentation ne constitue un conseil juridique, fiscal ou comptable. Ces renseignements proviennent de sources qui sont jugées fiables, mais qui ne sont pas garanties. Certains renseignements fournis dans le présent document proviennent de sources tierces et, même s'ils sont considérés comme exacts, n'ont pas été vérifiés de façon indépendante. Sauf indication contraire aux présentes, Epoch Investment Partners, Inc. (« Epoch ») est la source de tous les renseignements contenus dans le présent document. Epoch n'assume aucune responsabilité en cas d'erreur ou d'omission dans les renseignements contenus dans le présent document. Selon Epoch, les renseignements contenus dans le présent document étaient exacts à la date à laquelle ils ont été produits et envoyés, mais peuvent faire l'objet de modifications. Rien ne garantit qu'ils continueront d'être exacts après cette date, et Epoch n'est aucunement tenue, auprès des destinataires du présent document, de mettre à jour les renseignements fournis aux présentes. Aucune partie de ce document ne peut être copiée, reproduite, republiée ou distribuée de quelque façon que ce soit sans le consentement écrit exprès d'Epoch. Concernant les rendements passés : Toutes les données sur le rendement mentionnées se rapportent à des rendements passés et ne sont pas garanties du rendement futur. Rien ne garantit que les objectifs de placement seront atteints. Dans la mesure où ce document contient des renseignements concernant des sociétés ou des titres en particulier, notamment leur rentabilité, ceux-ci sont fournis dans le but d'illustrer notre thèse de placement. Chaque titre mentionné a été sélectionné uniquement à cette fin et non en fonction du rendement ou de critères liés au rendement. Les références passées à des sociétés ou titres particuliers ne constituent pas une liste complète des titres sélectionnés pour les clients et les titres sélectionnés pour les clients par le passé n'ont pas tous été rentables. Les titres mentionnés dans le présent document peuvent ne pas représenter un portefeuille complet et, collectivement, peuvent ne représenter qu'un faible pourcentage des placements des clients. Les portefeuilles des clients font l'objet d'une gestion active et les titres mentionnés peuvent être détenus ou non dans ces portefeuilles à un moment donné. Rendement prévu ou ciblé : Toutes les projections, cibles ou estimations contenues dans cette présentation sont des énoncés prospectifs fondés sur la recherche et l'analyse d'Epoch ainsi que sur ses hypothèses à l'égard des marchés financiers. Rien ne garantit que ces projections, cibles ou estimations se réaliseront et les résultats réels peuvent en différer substantiellement. Des renseignements supplémentaires sur les hypothèses à l'égard des marchés financiers sont disponibles sur demande. Des événements qui n'ont pas été pris en compte dans la formulation de ces projections, cibles ou estimations peuvent se produire et modifier sensiblement les rendements ou la performance des comptes ou des fonds gérés par Epoch.

Territoires autres que les États-Unis : Ces renseignements ne doivent être utilisés que dans des territoires où leur distribution ou leur disponibilité sont conformes aux lois ou aux règlements locaux.

Australie : Epoch Investment Partners, Inc. (ABRN : 636409320) est titulaire d'une licence de services financiers australienne (licence AFS n° : 5308587). Les renseignements aux présentes ne sont destinés qu'aux clients des Services bancaires de gros et aux investisseurs au sens de la *Corporations Act* de 2001.

Royaume-Uni : Epoch Investment Partners UK, LTD est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni (numéro de référence de la société : 715988)

Afrique du Sud : Epoch Investment Partners, Inc. est un fournisseur de services financiers autorisé (licence n° 46621) auprès de la Financial Sector Conduct Authority.