

Global Equity Observer

Ouvrir les portes de l'avenir- Le monde post-COVID

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | INVESTMENT INSIGHT | JUIN 2020

Nos stratégies mondiales reposent sur la résilience. Nous avons une équipe résiliente, qui travaille efficacement depuis chez elle, un processus d'investissement résilient, qui vérifie que les entreprises en portefeuille pourront continuer à se développer et évitent toute destruction permanente de capital, et enfin, et c'est peut-être le plus important, un portefeuille résilient, qui a une fois de plus permis de limiter la baisse en ces temps difficiles.

Cette résilience ne signifie pas que rien n'a changé pour nos portefeuilles en 2020. Nous avions présenté nos réflexions à l'égard du COVID-19 dans notre édition de mars. Nous indiquions que l'impact de la crise sanitaire avait trois composantes:

- Tout d'abord, il y a les effets directs du virus, et les efforts pour lutter contre sa propagation;
- Le second impact, indirect cette fois-ci, correspond aux ralentissements économiques extrêmement sévères qui en résultent dans le monde entier;
- La troisième composante est de savoir en quoi le monde va changer une fois la crise passée, et comment cela va affecter à la fois les secteurs et les entreprises individuellement.

AUTEURS



WILLIAM LOCK

Responsable de l'équipe
International Equity
28 ans d'expérience
dans le secteur financier
International Equity



BRUNO PAULSON

Managing Director
26 ans d'expérience dans
le secteur financier

« la capacité à
négocier le passage
de grands magasins
physiques (ou de
petites boutiques)
au commerce
électronique
constituera une ligne
de démarcation »



De notre point de vue, au fur et à mesure que les marchés développés sortent du confinement, la priorité est en train de se déplacer de la composante 1 vers la composante 2. Mais il est loin d'être évident que les anticipations de bénéfices... ou que les multiples... reflètent les défis à venir. Il reste encore beaucoup de réflexion à mener sur la composante 3, mais la capacité à négocier le passage de points de vente physiques au commerce en ligne constituera une ligne de démarcation (« Digital Street »).

Composante 1 : les effets directs

Notre scénario central reposait, et repose toujours, sur des confinements drastiques d'une durée d'environ un trimestre suivis d'une période de perturbation liée à la distanciation sociale. De toute évidence, certains secteurs ont été gravement touchés, notamment les voyages, les restaurants et les bars, tandis que dans les hôpitaux, les opérations non urgentes ont été reportées. La liste des bénéficiaires potentiels est plus courte. On y trouve la distribution alimentaire, les produits de désinfection et les logiciels. Comme nous l'avions déjà mentionné dans nos précédentes éditions, nous avons réduit notre exposition aux boissons. Nous sommes en effet préoccupés par une perturbation durable des ventes d'alcool sur place, c'est-à-dire dans les bars et restaurants qui représentent environ la moitié des revenus de ce secteur. Toutefois, de façon plus générale, comme les marchés développés sortent du confinement, notre focus est en train de passer de l'impact direct de la crise aux ralentissements économiques qui en découlent.

« Même si l'activité pourrait dans un premier temps repartir en flèche, la crise est susceptible de laisser de nombreuses cicatrices »

Composante 2 : le ralentissement

De nombreux observateurs spéculent désormais sur la forme de la reprise économique, et parlent de trajectoire en V, U, W, virgule, et même racine carrée inversée... L'expression « sans précédent » a été beaucoup employée, mais c'est parce que la demande a subi un choc en effet sans précédent auquel les États ont répondu avec un niveau de soutien jamais égalé. Alors que la reprise pourrait dans un premier temps repartir en flèche, sous l'effet de l'allègement des confinements et d'un regain des dépenses de consommation (jusque-là bridées) lié à la réouverture des magasins, la crise est susceptible de laisser de nombreuses cicatrices. Les 40 millions de demandes d'indemnisation chômage aux États-Unis au cours des 10 dernières semaines en sont un exemple, sans même parler des risques d'une deuxième vague de contaminations. Nous ne sommes pas des analystes macroéconomiques « top-down », et nous admettons être assez conservateurs du fait de notre priorité donnée à la qualité. Néanmoins, nous avons du mal à imaginer que les bénéfices 2021 de l'indice MSCI World

baisseront de seulement 2 % par rapport à leur niveau de 2019, comme le consensus le laisse penser.

Supposons que nous soyons vraiment trop prudents et que les bénéfices 2021 correspondent peu ou prou à leur niveau de 2019, cela impliquerait toujours que le COVID-19 aura causé deux années blanches pour la croissance bénéficiaire. Et pourtant, l'indice MSCI World n'a baissé que de 8 % depuis le début de l'année. Ce recul modeste s'entend par rapport à des niveaux de marché qui étaient déjà tendus en début d'année. À cette époque, l'indice MSCI World se traitait sur des multiples de 17 fois les bénéfices 2020 attendus par le consensus, ce qui signifie que nous sommes maintenant au-delà de 17 fois les bénéfices d'une année 2021 potentiellement porteuse selon le marché. Il n'y a que deux façons de perdre de l'argent sur les marchés actions : soit les bénéfices s'évaporent, soit les multiples s'effondrent. Et après un rebond de 35 % de l'indice MSCI World depuis fin mars, ces deux composantes nous inquiètent.

La bonne nouvelle est que nos portefeuilles ne sont pas investis dans cet indice. Ils sont en revanche investis dans des entreprises de grande qualité, celles capables de soutenir à long terme des rendements élevés du capital d'exploitation, ou des « valeurs de capitalisation » comme nous préférons les appeler. Elles sont une nouvelle fois en train de démontrer leur solidité relative. Le confinement ne les a pas stoppées. Concernant les domaines dans lesquels se trouvent ces valeurs de capitalisation, il s'agit surtout de quelques segments distincts du marché actions : biens de consommation de base, logiciels et services informatiques, et la santé. Plus de 80 % de nos portefeuilles sont concentrés sur ces secteurs. Ces entreprises détiennent des actifs incorporels difficiles à répliquer, notamment des marques, des réseaux, des brevets et des licences, ce qui leur donne une capacité à fixer les prix, comme en témoignent leurs marges brutes élevées. Depuis le début de l'année, ces caractéristiques résilientes ont contribué à leur surperformance par rapport à l'ensemble du marché.

L'autre avantage dont les valeurs de capitalisation disposent en ces temps difficiles est qu'elles bénéficient toujours d'une demande grâce à leurs revenus récurrents : les patients continuent d'avoir besoin de solutions salines ou de dialyse, les gens achètent encore chaque jour des produits essentiels, allant des produits de nettoyage aux couches pour bébé, et les entreprises dépendent toujours de systèmes informatiques pour fonctionner et communiquer. La croissance des bénéfices dans ces domaines pourrait bien ralentir du fait d'un violent

« La crise du COVID-19 a révélé l'importance de conserver une offre pertinente, de disposer des bonnes voies d'accès au marché, ainsi que d'être dynamique et flexible »

retournement économique, mais cela ne sera jamais aussi spectaculaire que pour les sociétés confrontées à des annulations de commande de moteurs, à des pertes massives sur des prêts, ou à la chute des prix des matières premières. Tous ces problèmes sont aggravés pour des entreprises qui, outre leur levier opérationnel, sont financièrement endettées.

Composante 3 : le monde post-COVID

La principale priorité de l'équipe jusqu'à présent a été de gérer les composantes 1 et 2, en modélisant l'effet combiné de la crise sanitaire et de la crise économique, et en procédant à des tests de résistance dans des scénarios encore plus défavorables. Toutefois, la réflexion s'oriente désormais vers la composante 3, à savoir celle de plus long terme. La pandémie du COVID-19 et les efforts déployés pour la contenir ont révélé l'importance de conserver une offre pertinente, de disposer des bonnes voies d'accès au marché, ainsi que d'être dynamique et flexible. Comme mentionné dans notre numéro d'avril, le virus agit comme un accélérateur, particulièrement en matière de numérisation de l'économie. Ceux qui ont eu la clairvoyance d'investir dans ce que les anglo-saxons appellent la « Virtual Street », afin de transposer leurs activités physiques sur internet, en tirent aujourd'hui les bénéfices. Aujourd'hui, vous pouvez créer et commander en ligne une paire de chaussures de sport personnalisée, vous pouvez commander des produits provenant du monde entier depuis chez vous, vous pouvez utiliser la caméra de votre mobile pour vérifier votre teint et ensuite commander le maquillage qui vous convient sur ce même téléphone, vous pouvez travailler depuis la maison, vous pouvez collaborer avec vos homologues sur Teams et Zoom, et vous pouvez enfin investir, épargner et payer, tout cela en ligne. La façon dont nous travaillons, dont nous achetons, dont nous apprenons, dont nous nous rencontrons, dont nous nous divertissons, et même dont nous

nous maintenons en forme : la numérisation a ouvert une nouvelle voie pour toutes ces habitudes, une voie à laquelle des millions de personnes se sont largement familiarisées dans un laps de temps beaucoup plus court qu'on ne pouvait imaginer.

« La capacité à construire des « défenses numériques » devient de plus en plus une caractéristique essentielle des valeurs de capitalisation de grande qualité »

Si vous n'avez pas investi dans cette nouvelle voie, si vos produits et services ne sont pas accessibles, ni visibles ni achetables en ligne, ni même livrables depuis internet, mais que quelqu'un d'autre peut le faire, alors vous avez échoué à rester pertinent à l'égard de vos clients ou de vos consommateurs, selon qu'il s'agisse de B2B ou de B2C. En tant qu'investisseurs et gestionnaires de portefeuille, nous cherchons à comprendre les risques et les opportunités à long terme. Et il a toujours été clair pour nous que les entreprises devaient investir pour demeurer pertinentes si elles voulaient maintenir leurs rendements. Nous avons toujours investi dans des valeurs de capitalisation de grande qualité. C'est notre philosophie depuis plus de 25 ans. Mais les domaines où nous les avons trouvées et les craintes qu'elles ont suscitées chez nous ont beaucoup évolué au cours du dernier quart de siècle. Aujourd'hui, la capacité de construire des défenses numériques, là où cela est nécessaire afin de protéger, renforcer et étendre sa franchise, devient de plus en plus une caractéristique essentielle des valeurs de capitalisation de grande qualité.

INFORMATIONS SUR LES RISQUES

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, cette stratégie expose l'investisseur à des pertes potentielles. Nous attirons votre attention sur le fait que cette stratégie peut comporter d'autres types de risques. L'évolution de l'économie mondiale, des dépenses et des préférences de consommation, de la concurrence, de la démographie, des réglementations publiques et des conditions économiques peut pénaliser les **sociétés internationales** et peut avoir un impact négatif plus prononcé sur la stratégie que si les actifs de la stratégie étaient investis dans un éventail plus large de sociétés. En général, la valeur des **actions** varie également en fonction des activités spécifiques à une entreprise. Les investissements sur les **marchés étrangers** s'accompagnent de risques particuliers, notamment les risques de change, politiques, économiques et de marché. Les actions de **sociétés à petites capitalisations** présentent des risques spécifiques, tels que des gammes de produits, des marchés et des ressources financières limitées, et une volatilité supérieure à celles des entreprises de grandes capitalisations plus solidement établies. Les risques associés aux investissements dans les **pays émergents** sont plus élevés que sur les marchés développés étrangers. 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. **Stratégie de vente d'options.** La vente d'options d'achat implique le risque que le Portefeuille soit obligé de vendre le titre ou l'instrument sous-jacent (ou de régler en espèces un montant d'une valeur égale) à un prix défavorable ou inférieur au cours du marché de ce titre ou instrument sous-jacent, au moment où l'option est exercée. En tant que vendeur d'une option d'achat, le Portefeuille renonce, pendant la durée de vie de l'option, à profiter des augmentations de la valeur marchande du titre ou de l'instrument sous-jacent couvrant l'option au-delà de la somme de la prime et du prix d'exercice, mais conserve le risque de perte correspondant à la baisse du cours du titre ou de l'instrument sous-jacent. De plus, la stratégie de vente d'options d'achat pourrait ne pas protéger le portefeuille entièrement contre les baisses de la valeur du marché. La vente d'options non couvertes comporte des risques particuliers qui exposent le Portefeuille à des pertes potentiellement importantes.

DISTRIBUTION

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

Irlande: Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Siège Social: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Irlande. Société enregistrée en Irlande sous le numéro 616662, et réglementée par la Banque centrale d'Irlande. **Royaume-Uni :** Morgan Stanley Investment Management Limited est 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. **Dubaï:** Morgan Stanley Investment Management Limited (Bureau de représentation, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubaï, 506501, Emirats arabes unis. Téléphone : +97 (0)14 709 7158). **Allemagne :** Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Grosse Gallusstrasse 18, 60312 Francfort Allemagne (Catégorie : Branch Office (FDI) selon § 53b KWG). **Italie :** Morgan Stanley Investment Management Limited, succursale de Milan (Sede Secondaria di Milano) est une succursale de Morgan Stanley Investment Management Limited, une société enregistrée au Royaume-Uni, agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority (FCA), dont le siège social est au 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited succursale de Milan (Sede Secondaria di Milano) dont le siège est situé à Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Milano, Italie, est enregistré en Italie avec le numéro d'entreprise et le numéro de TVA 08829360968. **Pays-Bas :** Morgan Stanley Investment Management, Tour Rembrandt, 11e étage Amstelplein 11096HA, Pays-Bas. Téléphone : 31-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management est une succursale de Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni. **Suisse :** Morgan Stanley & Co. International plc, Londres, succursale de Zurich Autorisée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (« FINMA »). Enregistrée au registre du commerce de Zurich sous le numéro CHE-115.415.770. Siège social : Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Suisse, Téléphone : +41 (0) 44 588 1000. Fax : +41(0) 44 588 1074.

États-Unis

Les comptes dédiés gérés séparément peuvent ne pas convenir à 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 le gestionnaire financier dans la partie 2 du formulaire ADV.

Veuillez examiner attentivement les objectifs de placement, les risques, les frais et les dépenses des fonds avant d'investir. Les prospectus contiennent cette information ainsi que d'autres renseignements sur les fonds. Pour obtenir un prospectus, téléchargez-le sur morganstanley.com/im ouappelez le 1-800-548-7786. Veuillez lire attentivement le prospectus avant d'investir.

Morgan Stanley Distribution, Inc. est le distributeur des fonds Morgan Stanley.

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

Hong Kong: Le présent document est publié par Morgan Stanley Asia Limited aux fins d'utilisation à Hong Kong et ne peut être diffusé qu'aux 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 prévoit 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 ne doit pas être considéré comme faisant l'objet d'une invitation à souscrire ou à acheter, directement ou indirectement, au public ou à tout membre du public à Singapour autre que (i) un investisseur institutionnel en vertu de l'article 304 des Futures Act, chapitre 289 de Singapour (« SFA »); (ii) une « personne concernnée » (qui comprend un investisseur qualifié) en vertu de l'article 305 de la LFT, et cette distribution est conforme aux conditions précisées à l'article 305 de la LFT; ou (iii) conformément aux conditions de toute autre disposition applicable de la SFA. Cette publication n'a pas été vérifiée par l'Autorité monétaire de Singapour. **Australie:** La présente publication est diffusée en Australie par Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN : 122040037, licence AFS n° 314182, qui accepte la responsabilité de son contenu. La présente publication, ainsi que l'accès à celle-ci, est réservée aux « clients wholesale » selon l'acceptation de ce terme dans la loi sur les sociétés en vigueur en Australie.

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 (AMIMA), 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 diffusé au Japon par MSIMJ, enregistrée sous le n° 410 (Directeur du Bureau des Finances Locales de Kanto (Entreprises d'Instruments Financiers)), membres : la Japan Securities Dealers Association, l'Investment Trusts Association, Japon, la Japan Investment Advisers Association et la Type II Financial Instruments Firms Association.

INFORMATIONS IMPORTANTES

EMEA: Cette communication promotionnelle a été publiée par Morgan Stanley Investment Management Limited (« MSIM »). Autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Agrée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre sous le n° 1981121. Siège social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

Il n'y a aucune garantie qu'une stratégie d'investissement fonctionnera dans toutes les conditions du marché et il incombe à chaque investisseur d'évaluer sa capacité à investir à long terme, surtout pendant les périodes de détérioration du marché. Avant de réaliser un investissement, les investisseurs sont invités à lire attentivement le document d'offre relatif à la stratégie ou au produit. Les divers supports d'investissement présentent des différences importantes dans la mise en œuvre de la stratégie.

Les comptes dédiés gérés séparément peuvent ne pas convenir à 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.

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

Sauf indication contraire, les opinions exprimées dans ce document sont celles de l'équipe de gestion du portefeuille, elles sont fondées sur des faits telles qu'ils existent à la date de préparation et non à une quelconque date ultérieure, et ne seront pas mis à jour ni révisées pour tenir compte d'informations disponibles ou de circonstances, ou de changements survenant après la date de rédaction.

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. Ces conclusions sont de nature spéculative, peuvent ne pas se concrétiser et ne visent pas à prédire la performance future d'un produit de Morgan Stanley Investment Management en particulier.

MSIM 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 conviennent aux personnes à qui ils le fournissent, à leur situation et à leur objectif. MSIM ne peut être tenu responsable et rejette toute responsabilité en cas d'utilisation abusive de ce document par tout intermédiaire financier.

Tout ou partie de ce travail ne peut être reproduit, copié ou transmis, ni tout ou partie de son contenu, à des tiers sans l'autorisation écrite expresse de MSIM.

Toutes les informations contenues dans le présent document sont la propriété des auteurs et sont protégées par la loi sur les droits d'auteur.

Visitez notre site sur www.morganstanley.com/im