

Global Equity Observer

L'importance cruciale des bénéfices à long terme

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | INVESTMENT INSIGHT | JUILLET 2018

Le marché est obsédé par les bénéfices des entreprises mais il se contente malheureusement de leur évolution à court terme. Dans cet article, nous ne cherchons en aucun cas à défendre l'étrange rituel trimestriel au cours duquel même les cours de bourse des grandes entreprises les plus stables peuvent varier sensiblement en fonction des échanges boursiers des 90 derniers jours et des prévisions souvent imprécises des équipes de direction pour les 3 mois à venir. Nous nous intéressons plutôt à la trajectoire à long terme des bénéfices et à la capacité des investisseurs à « garder le cap » malgré les turbulences actuelles afin de bénéficier de l'effet de capitalisation à long terme. Compte tenu de la relative persistance de la phase d'expansion économique et du marché haussier qui l'accompagne, il est particulièrement important de réfléchir aux implications d'un ralentissement potentiel.

La bonne nouvelle, c'est que les bénéfices des entreprises de l'indice MSCI World ont¹ doublé depuis leur plus bas début 2009. La mauvaise, c'est qu'ils affichent une progression de seulement 20 % par rapport au pic de 2007 avant la crise financière mondiale, en raison de leur repli de 40 % pendant les 18 mois de la phase baissière. Autrement dit, au cours des 11 dernières années, les bénéfices ont progressé de moins de 2 % par an à l'échelle mondiale. Si l'on tient compte des dividendes, la progression globale des marchés n'a été que de 4-5 % par an sur les dix dernières années.

Quatre des dix secteurs GIC surperforment largement le marché depuis 2007 : les technologies de l'information, la santé, la consommation cyclique et la consommation

AUTHOR



WILLIAM LOCK
Head of International
Equity Team



BRUNO PAULSON
Managing Director



**DIRK
HOFFMANN-BECKING**
Executive Director

“...nous étudions la trajectoire à long terme des bénéfices et la capacité des investisseurs à « garder le cap » malgré les turbulences actuelles afin de bénéficier de l'effet de capitalisation à long terme.”

¹Nous utilisons les bénéfices prévisionnels des douze prochains mois dans tout l'article. Source : FactSet, au 31 juillet 2018.



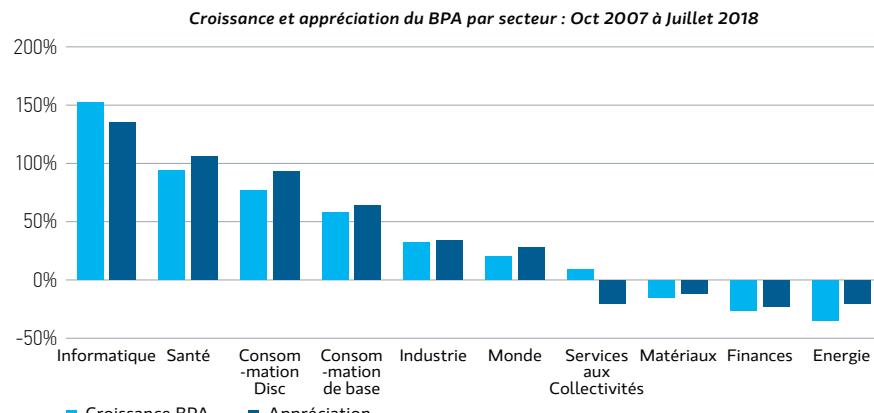
non-cyclique². La croissance de leurs bénéfices a également été nettement plus soutenue que celle du marché sur les 11 dernières années (*Graphique 1*). Les secteurs de la santé (+94 % pour le bénéfice par action [BPA] depuis 2007) et de la consommation non-cyclique (BPA +61 %) ont profité de l'effet de capitalisation. En effet, la croissance de leurs bénéfices a été légèrement inférieure à celle du marché pendant la phase haussière mais ils sont restés quasiment stables (-1 % et 2 %, respectivement) pendant la phase baissière (-40 % pour le marché), leur octroyant ainsi une nette longueur d'avance sur l'ensemble du cycle. Le secteur de la consommation cyclique (+77 % pour le BPA) a surperformé le marché d'une manière différente.

Secteur le moins performant pendant la phase baissière (BPA -66 %), il a ensuite connu une progression cyclique impressionnante (+414 % pour le BPA depuis 2009). Près de dix ans après le début de la phase de reprise, on peut légitimement s'inquiéter de l'impact potentiel de la prochaine phase de repli sur les bénéfices de ce secteur.

C'est le secteur des technologies de l'information (BPA +152 % depuis 2007) qui a donné le « la » en matière de bénéfices. Sa surperformance s'explique davantage par la croissance de ses bénéfices que par la bulle des valorisations, qui lui avait servi de catalyseur à la fin des années 1990. Dorénavant, tout dépendra de la viabilité de la progression de ses bénéfices qui ont chuté de 35 % pendant la crise, à peu près comme le marché. Les trois sous-secteurs qui le composent sont toutefois dans des situations très différentes (*Graphique 2*). Les bénéfices du sous-secteur du matériel et des équipements informatiques ont baissé tout autant que le marché (-41 %), alors que ceux des semi-conducteurs ont littéralement disparu (-102 % et sont devenus négatifs). En revanche, les bénéfices du sous-secteur des logiciels et des services informatiques ont progressé de 2 % sur ces 18 mois. Si chaque entreprise va connaître une évolution qui lui est propre, l'histoire tend à montrer que le sous-secteur des logiciels et des services informatiques présente un

GRAPHIQUE 1

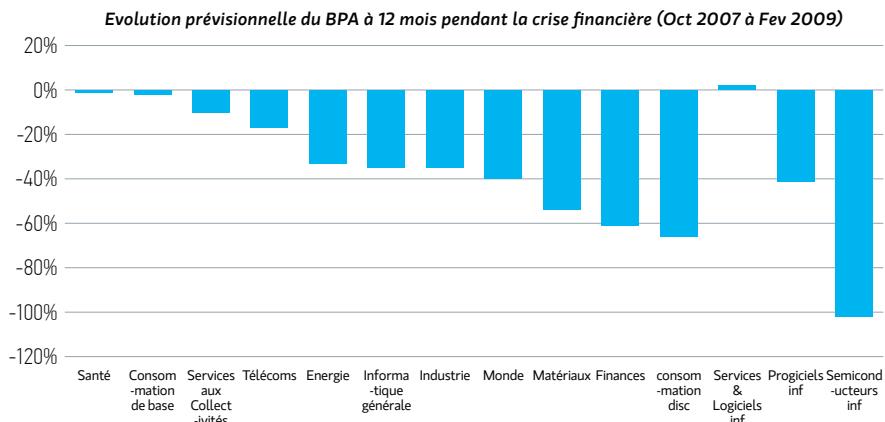
Les secteurs des technologies de l'information, de la santé, de la consommation cyclique et de la consommation non-cyclique surperforment largement le marché depuis 2007



Source : FactSet, au 31 juillet 2018.

GRAPHIQUE 2

L'histoire tend à montrer que le sous-secteur des logiciels et des services informatiques présente un profil relativement défensif



Source : FactSet, au 31 juillet 2018.

profil relativement défensif, même sans tenir compte de la capacité de résistance supplémentaire que lui offre la hausse récente des revenus récurrents liés au développement des services sur le cloud.

Une chose est sûre : la prochaine phase de repli économique sera différente de la précédente. Nos portefeuilles investissent dans des entreprises et non dans des secteurs. Toutefois, dans la mesure où plus de 75 %³ de nos portefeuilles mondiaux sont investis dans les deux secteurs les plus défensifs (consommation non-cyclique et santé) ou dans les sous-secteurs défensifs des technologies de l'information (logiciels

et services), nous pensons que les bénéfices des entreprises que nous avons sélectionnées vont probablement mieux résister que ceux du marché dans son ensemble. Pendant la crise financière mondiale (entre 2007 et 2009), les bénéfices des entreprises composant les portefeuilles de notre stratégie vedette ont bel et bien augmenté. Plutôt que de nous contenter de cette performance, nous allons tout faire pour la reproduire encore et encore. Pour cela, la meilleure stratégie consiste selon nous à investir dans des entreprises de grande qualité, bien gérées et dont le capital opérationnel affiche une rentabilité élevée et durable.

² L'immobilier, qui est devenu un sous-secteur assez récemment, ne dispose pas de l'historique nécessaire et a donc été exclu de l'analyse. Les entreprises industrielles ont également fait légèrement mieux que le marché.

³ Au 31 juillet 2018.

CONSIDÉRATIONS 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. En conséquence, cette stratégie expose l'investisseur à des pertes potentielles. Nous attirons votre attention sur le fait que cette stratégie peut contenir 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 gouvernementales et des conditions économiques peuvent pénaliser des **sociétés de taille mondiale** et peuvent influencer négativement la stratégie de façon plus marquée que si elle était investie sur un éventail de titres plus large. En général, la valeur des **actions** varie également en fonction des activités spécifiques d'une entreprise. Les investissements sur les **marchés étrangers** s'accompagnent de risques particuliers, notamment 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 limités, et une volatilité supérieure à celles des entreprises à 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 de marché 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.

INFORMATION SUR L'INDICE

L'indice MSCI World est un indice pondéré par la capitalisation boursière, conçu pour mesurer la performance des marchés boursiers mondiaux. Le terme « flottant » représente la part des actions en circulation qui sont considérées comme disponibles à l'achat sur les marchés d'actions publics par les investisseurs. La performance des indices est exprimée en dollars américains et sous-entend le réinvestissement des dividendes nets. 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.

DÉFINITIONS

Le bénéfice par action (BPA) est la portion du bénéfice d'une société allouée à chaque action ordinaire en circulation. Le bénéfice par action sert d'indicateur de la rentabilité d'une entreprise. Le **produit intérieur brut (PIB)** est la valeur monétaire de tous les produits finis et services produits à l'intérieur des frontières d'un pays au cours d'une période donnée. Le ratio cours/bénéfice (P/E ou C/B) est le cours d'une action divisé par son bénéfice par action au cours des 12 derniers mois. Parfois appelé le multiple, le P/E donne aux investisseurs une idée du montant qu'ils paient pour la capacité bénéficiaire d'une entreprise. Plus le P/E est élevé, plus les investisseurs paient cher, et donc plus ils s'attendent à une croissance des bénéfices.

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.

Royaume-Uni: Morgan Stanley Investment Management Limited est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre. Numéro d'enregistrement : 1981121. Siège Social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA. **Dubai:** 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, Dubai, 506501, United Arab Emirates. Téléphone : +97 (0)14 709 7158). Téléphone : +97 (0) 14 709 7158). **Allemagne:** Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Francfort Allemagne (Catégorie : Branch Office (FDI) selon § 53b KWG). **Italie:** Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) est une succursale de Morgan Stanley Investment Management Limited, société enregistrée au Royaume-Uni, agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority (FCA) et dont le siège social est situé au 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) avec siège 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, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 11096HA, Pays-Bas. Téléphone : 31 20 462 1300. Morgan Stanley Investment Management est une succursale de Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni. **Suisse:** Morgan Stanley & Co. International plc, succursale de Londres, Zurich Autorisée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (« FINMA »). Inscrit au registre du commerce de Zurich CHE-115 415.770. Siège Social : Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Suisse, Téléphone +41(0) 44 588 1000. Fax Télécopieur: +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, et plus, sur les fonds. Pour obtenir un prospectus, téléchargez-en un sur morganstanley.com/im ouappelez le 1-800-548-7786. Veuillez le lire attentivement 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'àuprès 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 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 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 concernée » (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. **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'acception 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. (« MSIM ») 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 MSIM de prendre toutes les décisions d'investissement en fonction de l'analyse de la valeur des titres et MSIM accepte cette mission. Le client doit déléguer à MSIM les pouvoirs nécessaires à l'investissement. MSIM exerce les pouvoirs délégués en fonction des décisions d'investissement de MSIM, 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 (IA) ou une discréSSIONnaire (AMIMA), le montant des biens assujettis au contrat multiplié par un certain taux (la limite supérieure est de 2,16% 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, MSIM 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 MSIM, enregistré sous le n°410 (Directeur du Bureau des Finances Locales de Kanto (Entreprises d'Instruments Financiers), Membres de la Investment Trusts Association, au Japon, de la Japan Investment Advisers Association et de la Type II Financial Instruments Firms Association).

INFORMATION IMPORTANTE

EMEA: Cette communication a été publiée par Morgan Stanley Investment Management Limited (« MSIM »). Autorisée 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 placement, 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 tels 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 ici sont sujettes à changement et peuvent ne pas se concrétiser. Les informations concernant les rendements attendus 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 le rendement futur 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.

Explore our site at www.morganstanley.com/im