

Global Equity Observer

Capitaliser malgré le bruit

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

Après la progression en ligne droite et sans volatilité des marchés au cours des dernières années, une certaine normalité a fort heureusement fait son retour au premier trimestre. L'enthousiasme et l'excitation de certains commentaires récents reflètent plutôt le contre-coup d'un calme excessif que la conséquence d'un phénomène véritablement violent. Pour replacer ces mouvements dans leur contexte, l'indice MSCI World n'a finalement reculé que de 1 % au premier trimestre et le secteur des technologies de l'information a même progressé. La bonne nouvelle est que l'envolée potentielle des marchés après l'accélération du début d'année, qui aurait sans nul doute été suivie d'une très vilaine correction, a été évitée.

Cela dit, même après le récent recul des marchés, les valorisations restent élevées, l'indice MSCI World étant supérieur à 15 fois le multiple des bénéfices sur les 12 prochains mois, qui sont eux-mêmes supposés avoir eu une croissance à deux chiffres. Nous sommes maintenant assez avancés dans le cycle économique aux États-Unis, et des risques apparaissent avec une politique monétaire qui se normalise et une politique commerciale qui risque, elle, de le devenir beaucoup moins. Après neuf ans de marché haussier, il est temps de penser à se protéger des baisses. Sauf votre respect, pour nous, se protéger contre les baisses est un travail de tous les instants !

AUTHOR



WILLIAM LOCK

Head of International Equity Team



BRUNO PAULSON

Managing Director



DIRK HOFFMANN-BECKING

Executive Director

« Après neuf ans de marché haussier, il est temps de penser à se protéger des baisses... »



La bonne nouvelle au sujet des actions, toute complexité mise à part, c'est qu'il n'y a que deux façons de perdre de l'argent : soit les bénéfices baissent, soit les multiples diminuent. Nous pensons que nos portefeuilles sont bien positionnés pour faire face à ces deux cas, et devraient continuer à offrir à la fois la capitalisation et la protection relative à la baisse qu'ils ont assurées au cours des deux dernières décennies.

Le principal facteur de protection réside dans le fait que les bénéfices de nos portefeuilles devraient rester stables en période de ralentissement économique. Grâce à des revenus récurrents et à leur pouvoir de fixation des prix, les ventes et les marges des entreprises résistent bien pendant les périodes difficiles. Notre stratégie phare Global Franchise/Brands a réussi à traverser la crise financière mondiale avec une augmentation des bénéfices entre 2007 et 2009, ce dont le marché aurait du mal à se vanter. Il est vrai que nos portefeuilles ont vu augmenter le poids des technologies de l'information, mais les « backtests » suggèrent qu'ils devraient rester solides, avant même de prendre en compte la façon dont l'arrivée du cloud a fait croître le montant des revenus récurrents chez les éditeurs de logiciels. Un bon exemple serait une société de logiciels multinationale que nous détenons, qui élabore des logiciels de gestion des opérations commerciales et de la relation client. Le chiffre d'affaires récurrent est passé de 43 % à 63 % du chiffre d'affaires total depuis 2008 et, en termes de marge brute, la part récurrente est passée de 52 % à 70 %.

En termes de valorisation, nos portefeuilles internationaux présentent une prime par rapport au marché si l'on en juge par les ratios cours/bénéfice prévisionnels, ou comme nous préférons

les appeler, des « supputations sur des mensonges ». Ce sont des supputations parce que les estimations de bénéfices sont en moyenne 8 % trop élevées un an à l'avance (alors qu'à deux ans, l'erreur passe à 14 %), et des mensonges parce que les bénéfices utilisés sont ajustés, ou comme nous aimons les appeler, « les bénéfices avant l'inavouable », ou à nos moments plus cyniques, « les bénéfices

« Les sociétés de nos portefeuilles sont moins vulnérables que le marché en matière de bénéfices en raison de leur stabilité inhérente... »

pour payer les patrons ». En 2016, le bénéfice ajusté aux États-Unis était de 25 % supérieur aux « principes comptables généralement reconnus » (PCGR). Les sociétés que nous détenons en portefeuille sont moins susceptibles que le marché de décevoir significativement sur les bénéfices en raison de leur stabilité inhérente, et sont également moins enclines à dissimuler les pertes « exceptionnelles », comme des charges de restructuration, des pertes sèches, ou des rémunérations à base d'actions. Avec cela, une grande partie de la prime disparaît quand on calcule des bénéfices honnêtes. En effet, si l'on s'en tient à notre calcul du rendement des flux de trésorerie, nos portefeuilles internationaux offrent une prime modeste de 5 à 9 % (en fonction de la stratégie) contre l'indice MSCI World, pour certaines des meilleures sociétés au monde.

La forte baisse relative des multiples de valorisation du secteur de la consommation non-cyclique au cours des deux dernières années (passant d'une prime de 40 % à 16 % par rapport au marché sur les prévisions de bénéfices des 12 prochains mois) a été défavorable à la performance. Elle a néanmoins réduit les risques de valorisation des portefeuilles, en renforçant notre confiance dans leur solidité en période de repli. Ce secteur, dont les bénéfices sont les plus résistants lors d'un ralentissement économique mondial, et qui constitue un pourcentage significatif des portefeuilles, est à son plus bas niveau par rapport au marché depuis la crise financière mondiale et bénéficie d'une prime négligeable de 3 % par rapport à l'indice MSCI World sur la base des flux de trésorerie disponible.

Nos stratégies visent à assurer la capitalisation des actifs à long terme, en investissant dans des sociétés de grande qualité qui capitalisent leurs bénéfices de façon constante, tout en affichant des valorisations raisonnables. Elles cherchent à « entretenir la flamme » plutôt que de se laisser tenter par les étincelles d'un feu de paille, et on peut les décrire comme s'enrichissant lentement mais sûrement. Nous pensons que dans un monde incertain, c'est une proposition intéressante, d'autant plus qu'on ne vous demande pas de surpayer cette relative certitude.

Considérations sur les risques

Rien ne garantit 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 goûts des consommateurs, de la concurrence, de la démographie, des réglementations et des conditions économiques peuvent pénaliser **des sociétés d'envergure internationale** et peuvent avoir un impact négatif sur la stratégie plus important que si elle était investie dans un plus grand nombre de titres. En général, **la valeur des actions** varie également en fonction des activités spécifiques d'une entreprise. Les investissements sur **les marchés étrangers** s'accompagnent de risques particuliers, notamment des risques de change, politiques, et économiques. 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 des **pays émergents** sont plus élevés 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 peut contraindre le Portefeuille à 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 de l'indice est en dollars américains et suppose le réinvestissement des dividendes nets. L'indice n'est pas géré et n'inclut pas les dépenses, frais ou commissions de vente. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice.

DÉFINITIONS

Le flux de trésorerie disponible constitue un indicateur de la performance financière d'une entreprise, calculée à partir du flux de trésorerie d'exploitation moins les investissements. Le ratio cours/bénéfice (**ratio C/B ou P/E**) est le ratio de valorisation d'une société qui mesure son cours actuel par rapport à son bénéfice par action. Le ratio cours/bénéfice est aussi parfois connu sous le nom de multiple de prix ou multiple de 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 le 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, United Arab Emirates. Téléphone: +97 (0)14 709 7158). **Allemagne :** Morgan Stanley Investment Management Limited Branch Office Allemagne 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) dont le siège est à Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Milano, Italie, enregistré en Italie sous 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: 312-0462-1300. 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 gérés séparément peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les comptes distincts 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 ou composez 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'après 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 prévienne 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, pour le public ou pour 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 No 314182, qui accepte la responsabilité de son contenu. La présente publication, ainsi que l'accès à celle-ci, est réservée aux « wholesale clients » selon l'acception de ce terme dans la loi sur les sociétés en vigueur en Australie.

INFORMATION IMPORTANTE

EMEA : Cette communication a été publiée par Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Autorisée et réglementée par l'Autorité de Conduite Financière. Enregistré 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 véhicules de placement présentent des différences importantes dans la mise en œuvre de la stratégie.

Les comptes gérés séparément peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les comptes distincts 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 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.