

Global Equity Observer

Crédit Privilégier Les Entreprises De Qualité Et Peu Endettées

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | INVESTMENT INSIGHT | AVRIL 2019

Après quelques mois d'un enthousiasme sur les marchés actions favorisé par des prévisions d'une croissance du produit intérieur brut (PIB) mondial encore satisfaisante, des taux d'intérêt éternellement bas et, au moment de l'écriture de ces lignes, une possible résolution des tensions commerciales, nous avons jugé utile de faire le point sur l'un des principaux risques extrêmes mondiaux que nous entrevoyons : l'endettement des entreprises chinoises.

Selon la Réserve fédérale de Saint-Louis, le crédit total au sein du secteur privé en Chine s'est envolé de 115 % à 207 % du PIB entre le quatrième trimestre 2008 et le premier trimestre 2017.¹ Comme l'a écrit le Fonds monétaire international dans son document de travail de janvier 2018, « l'expérience internationale tend à indiquer qu'une croissance aussi rapide n'est pas viable dans la durée et est généralement associée à une crise financière et/ou à un ralentissement marqué de la croissance »², un point de vue que nous partageons.

Le gouvernement chinois semble pleinement conscient de ces risques et a commencé à ralentir la croissance du crédit à partir du premier trimestre 2017. Le ratio dette/PIB a par la suite modérément baissé. En particulier, la composante de l'offre de crédit communément appelée le système bancaire parallèle (« shadow banking ») est passée d'une offre annuelle d'environ 5 % à 10 % du PIB à une offre nulle ou négative à la mi-2018.³ Compte tenu de la dépendance de l'économie chinoise à l'égard de l'offre de crédit, il s'en est suivi un ralentissement de la croissance du PIB. Toutefois, au cours des derniers mois, il

AUTHOR



WILLIAM LOCK
Head of International
Equity Team



BRUNO PAULSON
Managing Director



**DIRK
HOFFMANN-BECKING**
Executive Director

¹ Source : <https://fred.stlouisfed.org/series/QCNPAM770A>

² Source : <https://www.imf.org/~/media/Files/Publications/WP/2018/wp1802.ashx>

³ Il existe diverses définitions et mesures du « shadow banking ». Nous utilisons les chiffres du « financement social total » fournis par la Banque Populaire de Chine et les calculs d'Autonomous Research.

semble que le gouvernement chinois ait fait volte-face afin de soutenir une croissance du PIB en perte de vitesse. Si l'activité bancaire parallèle demeure modérée, le système bancaire officiel est intervenu pour apporter son soutien, notamment en réduisant le ratio des réserves obligatoires. Cette initiative s'adresse aux petites et moyennes entreprises (PME) privées, un secteur auparavant dépendant du système bancaire parallèle.

Ce retour de la croissance du crédit suscite à nouveau la crainte d'une crise financière majeure en Chine dans la mesure où les créances douteuses ont également augmenté. En particulier, le fait que des banques qui n'accordaient pas auparavant de prêts aux PME déplient désormais beaucoup d'efforts en faveur de ce secteur à haut risque n'est pas très rassurant.

Nous ne sommes pas en mesure de prédir dans quelle mesure le gouvernement chinois va encourager la croissance du crédit afin d'aider à pérenniser une forte croissance du PIB, ni s'il y aura un retour à une augmentation rapide du ratio dette/PIB. Nous observons néanmoins certains faits indiquant que le gouvernement vise à rendre le système financier plus solide. D'une part, la surveillance s'est considérablement durcie. En 2017 et 2018, la Commission de réglementation des banques de Chine (« China Banking Regulator Commission », CBRC) a délivré des amendes pour environ 1,5 milliard de yuans, soit une augmentation considérable par rapport aux quelque 100 millions de yuans infligés jusqu'en 2016. Ce durcissement de ton a incité les banques à faire progressivement disparaître certains des mécanismes comptables les plus choquants. Par exemple, les banques avaient l'habitude de classer régulièrement les prêts comme des investissements en plaçant une enveloppe (« wrapper ») plutôt peu convaincante autour de l'émission, une pratique initialement conçue comme un arbitrage réglementaire pour contourner les limites en matière de prêts/dépôts et les exigences de fonds propres. Plus récemment, ces structures ont été utilisées afin de réduire le montant des créances douteuses déclarées, une pratique que la CBRC s'emploie maintenant à réprimer.⁴ De même, la réglementation qui permettait aux prêts impayés depuis plus de 90 jours de demeurer des actifs productifs est en train d'être abolie. Ces mesures, ainsi que d'autres, devraient contribuer à améliorer la qualité des bilans des banques en Chine, en particulier parmi celles de plus petite taille et plus vulnérables. La rapidité et le succès de cette opération dépendront également du redressement du marché de la dette en difficulté et de l'expansion des capacités des sociétés de gestion d'actifs (la variante chinoise des « structures de défaisance »).

En conséquence, nous observons certaines tendances positives visant à réduire le risque extrême d'une crise financière en Chine. Toutefois, les niveaux d'endettement demeurent extrêmement élevés et les pressions en faveur d'une forte croissance du PIB à l'avenir pourraient encore l'emporter sur la nécessité d'un désendettement à moyen terme. Les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine auront également un impact en ce sens où l'impossibilité éventuelle de s'entendre sur une nouvelle relation précipiterait d'autres mesures de relance soutenant le PIB à court terme, mais augmentant les risques à long terme.

« Dans l'éventualité d'une nouvelle crise financière, nous pensons que les entreprises de grande qualité des secteurs de la santé et de la consommation de base seraient plus résistantes »

Le portefeuille surpondère les marchés émergents en termes de chiffre d'affaires. En effet, les sociétés dans lesquelles nous investissons réalisent environ 31 % de leur chiffre d'affaires dans les pays émergents, contre 22 % pour l'ensemble du marché. Les chiffres d'affaires générés en Chine représentent directement près de 6 % (6,0 %-6,7 %) de nos portefeuilles internationaux.⁵ Cette exposition est concentrée dans les secteurs de la consommation de base et la santé. Nous croyons que ces secteurs sont moins exposés à l'un ou l'autre de ces risques. En cas de ralentissement de la croissance du PIB en Chine, ces secteurs ont tendance à enregistrer une érosion des bénéfices bien moindre que l'ensemble du marché dans la mesure où ils bénéficient de revenus récurrents et d'un pouvoir de fixation des prix. Dans l'éventualité d'une nouvelle crise financière, nous pensons que ces secteurs seraient plus résistants compte tenu de leur moindre endettement. Selon nous, le portefeuille offre un bon moyen de s'exposer aux perspectives de croissance à long terme des pays émergents en général et de la Chine en particulier, tout en continuant de privilégier la préservation du capital.

Compte tenu d'un système bancaire parallèle modéré, l'équipe Actions internationales examine les risques liés à la nouvelle dette des entreprises chinoises.

⁴ Source : UBS, avril 2019.

⁵ Source : Morgan Stanley Investment Management, au 30 avril 2019.

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 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 hausses 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.

DÉFINITIONS

Le produit intérieur brut (PIB) permet de mesurer de manière générale l'activité économique globale d'un pays. Le produit intérieur brut 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.

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. **Dubai** : Morgan Stanley Investment Management Limited (Bureau de représentation, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 et 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Emirats arabes unis. 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, 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, 11ème étage Amstelplein 11096HA, Pays-Bas. Téléphone : 31 2-0462-1300. 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, succursale de Londres, 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-en un 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'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 prévoie des exceptions, ce document ne devra pas être publié, diffusé, distribué ni adressé aux particuliers résidant à Hong Kong, ni mis à leur disposition. **Singapour** : Ce document 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 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. Ce document n'a pas été vérifié 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'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. (« 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 discréctionnaire (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, 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.

INFORMATION IMPORTANTE

EMEA : Cette communication promotionnelle a été publiée par Morgan Stanley Investment Management Limited (Ireland) Limited («MSIM Ireland»). 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.

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 mises 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 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 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.

Explore our site at www.morganstanley.com/im