

Global Equity Observer

En quête d'un filet de sécurité pour la fin du cycle

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

2019 présente des similitudes inquiétantes avec 1999. Les marchés sont en forte hausse malgré les résultats médiocres des entreprises, la folie des introductions en Bourse est de retour sur CNBC – Lyft a été la première « licorne » à se lancer dans ce jeu de chaises musicales –, et, plus inquiétant encore, Goldman Sachs a assoupli son code vestimentaire. Même les Backstreet Boys sont de retour. Ce constat est peut-être plus empirique que scientifique, mais cela commence à ressembler à une fin de cycle et c'est peut-être le moment de mettre en place un filet de sécurité, si cela n'a pas déjà été fait.

Pour appliquer des critères plus scientifiques, début 2018, nous nous inquiétons du niveau élevé des multiples de valorisation. À la fin 2018, période marquée par une baisse brutale des valorisations et par une forte hausse des résultats, ces derniers sont devenus notre principale source d'inquiétude. Après un premier trimestre 2019 qui a vu des performances à deux chiffres malgré le ralentissement de l'économie mondiale, nous nous inquiétons maintenant à la fois des multiples et des résultats. Nous l'avons déjà dit, il n'y a que deux façons de perdre de l'argent sur les marchés actions : ce sont soit les bénéfices soit les multiples qui s'évanouissent. La mauvaise nouvelle est que les deux sont menacés aujourd'hui.

Le niveau des multiples est inquiétant : ces derniers sont en effet revenus aux niveaux de septembre, l'indice MSCI World dépassant à nouveau 15x les bénéfices des 12 prochains mois¹ sur fond d'inversion de tendance au premier trimestre 2019, après la correction du quatrième trimestre 2018. Certes, les inquiétudes qui avaient plombé le quatrième trimestre se sont

AUTEUR



WILLIAM LOCK
Head of International
Equity Team



BRUNO PAULSON
Managing Director



**DIRK
HOFFMANN-BECKING**
Executive Director

« Après le premier trimestre 2019, nous nous inquiétons aujourd'hui à la fois des multiples de valorisation et des résultats »

¹ Source : FactSet. Données au 31 mars 2019.

en partie dissipées, grâce au revirement apparent de la Réserve fédérale américaine et à la petite musique plus rassurante émanant des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine, mais les deux corrections subies par le marché l'an dernier laissent penser qu'un important risque baissier pèse sur les multiples, même si les résultats ne devaient pas connaître de choc cyclique.

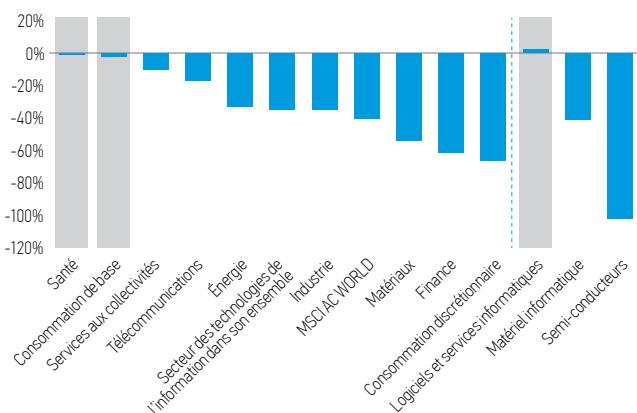
En ce qui concerne les résultats, nous craignons qu'ils soient trop élevés pour durer, surtout aux États-Unis. Les marges sont proches de leurs plus hauts, tout comme la part des bénéfices en pourcentage du produit intérieur brut et le niveau du bénéfice par action dopé par l'effet de levier.. Par ailleurs, les résultats baissent pendant que le marché progresse. Les estimations de résultats de l'indice MSCI World pour 2019 ont baissé de 6,5 % depuis le début du quatrième trimestre 2018 et de 4,0 % depuis le début de l'année.² Aux États-Unis, où des chiffres trimestriels sont disponibles, les résultats auraient même reculé d'environ 3 % au premier trimestre en glissement annuel.³ Le plus intéressant ici est la cause de cette baisse des résultats outre-Atlantique. Les chiffres d'affaires restent bien orientés, avec une progression de l'ordre de 5 % sur l'année,⁴ mais les marges reculent. Les coûts, de la main-d'œuvre notamment, sont en hausse aux États-Unis et nombre d'entreprises ont du mal à les répercuter. La "National Association of Business Economics" indique que 58 % des entreprises interrogées sont confrontées à une hausse des coûts de la main-d'œuvre, mais que seulement 19 % ont pu augmenter leurs prix, sans doute les 19 % disposant du plus fort pouvoir de fixation des prix. Le marché, comme d'habitude, pense que les choses vont s'arranger. À l'horizon du quatrième trimestre 2019, le consensus table sur une progression des résultats des entreprises américaines de près de 10 % en glissement annuel, après la baisse du premier trimestre.⁵ Nous craignons que ce chiffre soit trop optimiste, au regard des pressions qui pèsent sur les marges en fin de cycle, ou du ralentissement économique survenant encore plus tardivement dans le cycle.

« Si nous sommes bien en fin de cycle, un portefeuille de valeurs de capitalisation apparaît comme une solution de repli raisonnable »

Si nous sommes bien en fin de cycle, et donc exposés aux pressions sur les marges typiques de ces phases et au ralentissement économique qui s'ensuit, alors un portefeuille de valeurs de capitalisation apparaît comme une solution de repli raisonnable. De notre point de vue, les valeurs de capitalisation offrent des performances durablement élevées, qui reposent sur des actifs incorporels solides. Surtout, nous recherchons des valeurs qui offrent un important pouvoir de fixation des prix, des revenus récurrents et un levier opérationnel et financier limité. Le pouvoir de fixation des prix, généralement adossé à des marques fortes et à des réseaux solides, permet aux entreprises de protéger leurs marges quand les coûts augmentent, tandis que les revenus récurrents, qui découlent d'achats réguliers ou de contrats à long terme, soutiennent le niveau des ventes. Des ventes soutenues conjuguées à des marges solides doivent soutenir les bénéfices, surtout quand le levier opérationnel ou financier est limité.

Bien que les performances passées ne garantissent en rien les performances futures, nous pensons que l'exemple de la crise financière mondiale de 2008-2009 conforte notre thèse selon laquelle les valeurs de capitalisation peuvent constituer un filet de sécurité en fin de cycle. Notre stratégie actions phare, Global Franchise, a d'ailleurs vu ses résultats progresser pendant la crise, quand le marché dévissait de 40 %. De plus, les résultats des secteurs qui constituent aujourd'hui la base de nos portefeuilles mondiaux et qui en représentent au total plus de 80 % (biens de consommation courante, logiciels et services informatiques au sein des technologies de l'information, et santé) ont bien mieux résisté que ceux des secteurs plus cycliques, comme le montre le graphique ci-dessous.

Évolution du BPA prospectif à 12 mois lors de la crise financière (oct. 2007 - fév. 2009)



Source : FactSet. Données au 28 février 2019. Ce graphique est fourni uniquement à titre d'illustration.

² Source : FactSet. Données au 31 mars 2019.

³ Source : FactSet. Données au 31 mars 2019.

⁴ Source : Refinitiv. Données au 31 mars 2019.

⁵ Source : FactSet. Données au 31 mars 2019.

Au regard de la valeur à terme du ratio cours/flux de trésorerie disponible, notre critère de valorisation préféré, nos portefeuilles mondiaux se négocient avec une prime de seulement 18 à 22 % par rapport à l'indice MSCI World, de qualité bien inférieure, ce en dépit d'un rendement du capital et de marges brutes nettement plus élevés et d'une plus grande stabilité des marges.⁶ Nous sommes de l'avis que cette prime est surestimée, compte tenu de l'incapacité chronique du marché à concrétiser les flux de trésorerie et les résultats attendus et de l'habitude consistant à dissimuler les mauvaises nouvelles « sous le tapis ».

Nos stratégies visent à capitaliser la richesse à long terme, en détenant des sociétés de grande qualité qui capitalisent leurs bénéfices de façon constante à des prix raisonnables. Elles cherchent à entretenir la flamme plutôt que de se laisser fasciner par les étincelles d'un feu de paille, et ont peut les décrire comme s'enrichissant lentement mais sûrement. Nous pensons que les valeurs de capitalisation doivent être conservées pendant toute la durée du cycle, et en particulier lorsque le cycle semble toucher à sa fin.

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.

⁶ Source : FactSet. Données au 31 mars 2019.

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 cotée 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** est la part du bénéfice d'une société allouée à chaque action ordinaire en circulation de la société. 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 : 198121. 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)4 709 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, 11e 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 AGENCE 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'à propos 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 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. 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'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 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, 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 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 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