

Global Equity Observer

La guerre (commerciale) – À quoi sert-elle ?

– EDWIN STARR

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

Au moment où nous écrivons ces lignes (31 octobre 2018), l'indice MSCI World a enregistré sa première correction de plus de 10 % depuis début 2016. Les observateurs du marché attribuent cette correction à divers facteurs, notamment l'augmentation des taux d'intérêt, celle des coûts de l'énergie en raison de contraintes d'approvisionnement et de réglementations environnementales, aux bouleversements politiques en Italie et à l'escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. Comme toujours, nous n'avons pas d'avantage particulier nous permettant de déterminer si cette correction est le début d'un ralentissement durable du marché ou un simple mauvais moment à passer.

Cependant, il peut être utile d'examiner plus en détail pourquoi nous estimons que nos portefeuilles sont positionnés pour faire face à ces défis, en prenant l'exemple des tensions commerciales :

Comment évaluer l'impact d'une montée du protectionnisme

La plupart des analyses des tensions commerciales tentent d'estimer l'impact des droits de douane sur le produit intérieur brut (PIB). Il semble ne pas exister de consensus sur l'ampleur de l'impact, mais la Banque centrale européenne estime un impact direct et indirect de -0,75 % sur le PIB mondial par rapport au scénario central pour la première année.¹

AUTEUR



WILLIAM LOCK
Head of International Equity Team



BRUNO PAULSON
Managing Director



DIRK HOFFMANN-BECKING
Executive Director

« La manière dont cela affecte les résultats dépend du pouvoir de fixation des prix d'une entreprise »

¹ Source : https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2018/html/ecb.ebbox201806_01.en.html

Le PIB peut être un outil intéressant pour prédire la demande de différents produits, mais dans ce cas précis, il peut en fait prêter à confusion. Les guerres commerciales ont une incidence directe sur le PIB par l'intermédiaire de deux canaux : D'une part, les droits de douane réduisent le pouvoir d'achat des ménages, ce qui fait baisser la consommation. Cet impact négatif sur le PIB est en partie compensé par le prix plus élevé des biens importés, ce qui incite les consommateurs et les entreprises à se tourner vers des produits nationaux, et augmente alors la demande intérieure et réduit les exportations. Pour simplifier, l'application d'un droit de douane sur des voitures par exemple, peut réduire la demande de voitures produites à l'étranger, mais cet effet négatif est partiellement compensé par une augmentation de la demande de voitures produites localement. L'impact sur le PIB est donc partiellement atténué.

Pour les groupes internationaux qui constituent la majeure partie des indices boursiers, il n'y a pas d'atténuation. Tout d'abord, ils constatent une chute de la demande absolue pour leurs produits, puisque les prix augmentent parallèlement à la hausse des droits de douane. De plus, si les consommateurs se tournent vers des produits nationaux, les entreprises doivent relocaliser la production des sites les plus efficaces vers des installations locales moins efficaces, souvent plus petites. Elles sont donc touchées à la fois sur leurs volumes et sur leurs marges, tout en devant faire face aux investissements de relocalisation.

La sévérité de l'impact sur les marges dépend du pouvoir de fixation des prix d'une entreprise, de la part de son chiffre d'affaires récurrent et de l'étendue de la chaîne d'approvisionnement.

Cet exemple suppose un modèle de production simplifié, pleinement intégré verticalement. Dans la réalité, le monde est devenu profondément intégré au cours des 30 dernières années et des pièces sont produites et assemblées dans les pays où cela peut être fait le

plus efficacement. Apple, par exemple, compte plus de 200 fournisseurs répartis à travers le monde mais principalement en Asie, qui livrent leurs marchandises aux principales usines en Chine. Seulement 46 % de la valeur ajoutée de l'équipement électrique et optique exporté de Chine est en fait produite en Chine.² Si cette chaîne d'approvisionnement est perturbée et que la production doit être divisée entre plusieurs sites, des économies d'échelle et de gamme sur l'ensemble de la chaîne de valeur sont perdues.

L'impact de ces pertes d'efficacité sur les résultats d'une entreprise dépend largement de son pouvoir de fixation des prix et de la part de son chiffre d'affaires récurrent. Dans la plupart des secteurs d'activité, les entreprises ne disposent pas du pouvoir de fixation des prix leur permettant de transférer une augmentation des coûts aux consommateurs, et la diminution de la demande entraîne une chute importante de leurs chiffres d'affaires.

Certaines entreprises sont meilleures que d'autres.

Le pouvoir de fixation des prix et le caractère récurrent du chiffre d'affaires sont des aspects clés de l'évaluation qualitative de notre approche d'investissement bottom-up. De plus, notre approche du risque examine en détail, entre autres choses, les problèmes potentiels de la franchise sous-jacente de l'entreprise, ce qui comprend la chaîne d'approvisionnement. En conséquence, nos portefeuilles tendent à privilégier les secteurs des biens de consommation de base, des logiciels & services et de la santé, qui sont selon nous plus résilients dans des scénarios de guerre commerciale que d'autres secteurs.

Comme nombre de leurs produits supportent mal le transport, les sociétés produisant des biens de consommation tendent à avoir des chaînes d'approvisionnement relativement courtes. Plus important encore, les biens de consommation génèrent le plus souvent des chiffres d'affaires récurrents, c'est-à-dire qu'ils donnent lieu à des

achats réguliers et qu'ils sont plus difficiles à reporter.

Les consommateurs peuvent retarder d'un an l'achat d'un nouveau lave-vaisselle, d'une nouvelle voiture ou d'un nouveau téléphone mobile mais doivent acheter du savon, du détergent, des aliments pour bébé ou des sacs poubelles chaque semaine ou chaque mois. De plus, chacun de ces articles tend à représenter un coût modeste. Ainsi, les augmentations de prix pour compenser les droits de douane ou une moindre efficacité de la production peuvent être transmis plus facilement et rapidement aux consommateurs que dans d'autres secteurs. Au sein de ce secteur, nous trouvons certaines entreprises dont les positionnements de marque et de marché sont plus solides que d'autres, ce qui les rend encore davantage capables d'améliorer leur efficacité économique par des combinaisons de prix/produits judicieuses.

« Nos portefeuilles tendent à privilégier des secteurs que nous estimons plus résilients dans un scénario de guerre commerciale ».

Les entreprises du secteur logiciels & services sont généralement moins touchées par les taxes à l'importation traditionnelles, puisqu'elles n'ont pas de chaînes d'approvisionnement dans le sens habituel. Si des droits de douane importants sont appliqués sur leurs produits, leur fort pouvoir de fixation des prix leur permet de les transmettre à leur clientèle dans leur intégralité. Par exemple, lorsque leurs produits suivent déjà un modèle d'abonnement continu via le cloud, ces fournisseurs ont des moyens efficaces de transmettre à leurs clients l'évolution des coûts. Cependant, les domaines où l'on constate des restrictions à la circulation des personnes, par exemple des réductions

² Source : base de données commerce en valeur ajoutée de l'OCDE (<http://www.oecd.org/sti/ind/measuring-trade-in-value-added.htm>)

de la disponibilité des visas de travail de courte durée, sont plus inquiétants. Bien que ces types de restrictions puissent avoir des répercussions négatives, dans ce cas, elles ont bénéficié aux entreprises opérant sur un modèle de prix coûtant majoré dont la plus grande partie du personnel est déjà située dans des pays à coûts élevés.

La santé est aussi un secteur dont la chaîne d'approvisionnement est courte. La plus grande partie de la valeur ajoutée se trouve dans l'activité recherche-développement ou dans des capacités de production très sophistiquées. Les droits de douane sur les produits de santé sont relativement rares. En effet, ces produits

sont protégés par des brevets ou difficiles à reproduire, sont d'importance vraiment vitale et les gouvernements tendent à régler la plus grande partie des frais de santé. Même si des droits de douane devaient être appliqués, les fournisseurs de soins de santé pourraient faire passer ces augmentations aux clients finaux.

Les secteurs dans lesquels les guerres commerciales devraient avoir l'impact direct le plus sévère sur les volumes et les marges sont l'industrie, les matériaux et la fabrication de matériel de technologie de l'information, étant donné leur capacité limitée à transmettre les augmentations de coûts aux clients ainsi

que, dans certains cas, leur dépendance vis-à-vis de chaînes d'approvisionnement étendues et complexes développées au cours de la dernière décennie.

Nos portefeuilles continuent d'être fortement orientés vers les trois secteurs que nous considérons comme les plus robustes - biens de consommation de base, logiciels & services et soins de santé - puisque nous nous intéressons tout particulièrement aux achats récurrents et aux forts pouvoirs de fixation de prix. Nous restons prudents pour ce qui concerne les secteurs des valeurs industrielles, des matériaux et financier, malgré certaines améliorations des valorisations.

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 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 **portefeilles 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 **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.

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 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, United Arab Emirates. 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, 11e étage Amstelplein 1 1096HA, 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.

Veillez 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 appelez le 1-800-548-7786. Veillez 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. **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 discrétionnaire (AMIIA), 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, 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 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 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