

Global Equity Observer

Entre Charybde et Scylla

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

Nous sommes d'un naturel simple, ce qui nous incite à essayer de décomposer l'investissement entre gains et multiples. Soucieux de la préservation du capital, nous maintenons qu'il n'y a que deux façons de perdre de l'argent sur les marchés actions : s'il n'y a plus de bénéfices ou si les multiples s'effondrent. Si notre activité quotidienne se situe au niveau des actions, nous essayons également d'appliquer cette logique à l'ensemble des marchés.

À la fin de 2017, nous étions préoccupés par les multiples, l'indice MSCI World ayant atteint 17,0x les prévisions du consensus en matière de bénéfices.¹ Cette crainte s'est avérée fondée puisque les marchés ont chuté en 2018 malgré une croissance à deux chiffres des bénéfices, les multiples du marché étant tombés à 13,4x.¹ Compte tenu de cette dépréciation, notre inquiétude pour 2019 s'est portée sur les bénéfices... et nous avions à 25 % raison ! 25 % puisque nous avions à moitié raison sur les bénéfices, qui ont légèrement déçu puisqu'ils ont enregistré une légère baisse sur l'année plutôt que la hausse prévue de 7 %, mais nous n'avions pas prévu que les multiples rebondiraient pour se hisser à 17,0x.¹ Si l'on décompose la performance de 28 % de l'indice MSCI World en 2019, 26 % sont dûs à la revalorisation, -1 % aux bénéfices et le reste aux dividendes.¹ Il s'agit d'un parfait exemple de la configuration que nous observons depuis 2012, dans laquelle la performance du marché s'explique davantage par l'expansion des multiples que par la croissance des bénéfices. Il n'y a qu'en 2017 que les marchés actions ont enregistré une performance significative grâce aux bénéfices.

AUTEURS



WILLIAM LOCK
Head of International
Equity Team



BRUNO PAULSON
Managing Director



**DIRK
HOFFMANN-BECKING**
Executive Director

¹ Source : FactSet, décembre 2019



GRAPHIQUE 1
Décomposition de la performance de l'indice MSCI World

	HAUSSE DES MULTIPLES DE VALORISATION	CROISSANCE DU BPA	DIVIDENDES	PERFORMANCE TOTALE
2012	13%	0%	3%	16%
2013	18%	5%	3%	27%
2014	5%	-2%	2%	5%
2015	2%	-4%	2%	-1%
2016	3%	2%	2%	8%
2017	5%	15%	2%	22%
2018	-21%	13%	2%	-9%
2019	26%	-1%	2%	28%
Moyenne	6%	4%	2%	13%

Source: Factset, 31 décembre 2019

« 2019 est un parfait exemple de la configuration que nous observons depuis 2012, dans laquelle la performance du marché s'explique davantage par l'expansion des multiples que par la croissance des bénéfices »

Cette importante revalorisation a entraîné un fort regain d'optimisme en 2019. Il est clair que cela n'est pas attribuable aux bénéfices, qui ont déçu en 2019 et dont on attend toujours un redressement, mais plutôt aux espoirs pour l'avenir. La politique monétaire a nettement contribué à ce virage. Le cycle de hausse des taux de la Réserve fédérale américaine (la Fed), qui a relevé les taux d'intérêt à quatre reprises en 2018 dans un contexte de « normalisation », a pris fin en décembre 2018. La Fed a procédé à trois baisses des taux en 2019, adoptant une attitude plus accommodante et allant dans le sens d'une croissance de son bilan pour lutter contre la crise du marché du repo. La Banque centrale européenne (BCE) et la Banque populaire de Chine lui ont emboîté le pas en assouplissant leurs conditions monétaires pour tenter de relancer la croissance. Les marchés ont également été soutenus par l'atténuation des craintes d'une guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine, et il est question de l'imminence d'un accord de « phase 1 », qui aboutirait au moins à une trêve. Quel bilan pouvons-nous donc tirer de cette embellie sur les marchés à l'aube de 2020 ? À vrai dire, nous sommes désormais inquiets à propos des multiples de valorisation aussi bien que des bénéfices. Notre crainte à l'égard des multiples est assez logique

puisque l'indice MSCI World s'est de nouveau hissé à 17,0x, et cette fois sans le rebond imminent des bénéfices dû aux réductions d'impôts décrétées par Donald Trump début 2018. Même en mettant de côté le risque d'un resserrement des multiples de valorisation, il est difficile de voir comment les marchés peuvent tirer profit de multiples en expansion – une hausse de 10 % nécessiterait que l'indice MSCI World se rapproche de 19x !

« De nombreux leviers de croissance des bénéfices ont déjà été fortement sollicités, en particulier aux États-Unis ».

Le potentiel haussier des marchés reste donc essentiellement lié aux bénéfices, et nous nous montrons sceptiques quant au marché dans son ensemble à moyen terme. Une reprise de l'activité industrielle pourrait favoriser certains progrès en 2020, mais nos préoccupations structurelles demeurent. Notre inquiétude est fondée sur le fait que la plupart des leviers de croissance des bénéfices ont déjà été largement sollicités, en particulier aux États-Unis, ce qui leur laisse peu de marge de manœuvre pour contribuer davantage et fausse le risque baissier. Les marges sont élevées, car les entreprises ont été avantagées par rapport aux travailleurs, compte tenu de la mondialisation et de la libéralisation des politiques au cours des dernières décennies, et aussi par rapport aux consommateurs, compte tenu du rôle décroissant des mesures antitrust. Les bénéfices ont également été stimulés par la faiblesse des taux d'intérêt et la hausse de l'endettement, la diminution des paiements d'intérêts et l'autorisation de rachats d'actions pour stimuler les bénéfices par action. En outre, l'écart entre les chiffres « ajustés », utilisés pour le consensus et la gestion des paiements, et le bénéfice réel au bas du compte de résultat a explosé, atteignant 600 milliards de dollars ces trois dernières années rien qu'aux États-Unis². Tous ces facteurs ont stimulé les bénéfices au cours des dernières années mais ne se répéteront probablement pas. Ils pourraient même constituer des freins s'ils venaient à s'inverser.

Cela n'aura peut-être plus d'importance en 2020. Il est tout à fait possible que les États-Unis puissent continuer à naviguer entre le Scylla de la récession et le Charybde de l'inflation, en assurant une croissance de son économie et de ses bénéfices sans que la Fed n'ait à procéder à un resserrement monétaire et à mettre fin à son cycle de baisse des taux. Le marché semble anticiper de bons résultats compte tenu des multiples des bénéfices de l'indice MSCI U.S., qui s'établissent actuellement à 18,7x, et d'une croissance des bénéfices à deux chiffres prévue pour 2020 après la légère baisse de 2019³. L'Europe semble nettement moins chère, du moins en termes relatifs, avec des multiples à 14,6x³ « seulement », car l'optimisme à l'égard de la croissance est bien moindre. Cela s'explique en partie par la pénurie relative d'entreprises technologiques à forte croissance, mais aussi par le fait que le continent dans son ensemble est embourré dans une croissance très lente. La situation pourrait devenir favorable en cas d'amorce de reflation budgétaire en 2020. Comme toujours, ça coince du côté de l'Allemagne compte tenu de ses exigences en matière d'équilibre budgétaire. Mais si ces exigences venaient à

² Source : FactSet, Morgan Stanley Investment Management, décembre 2019

³ Source : FactSet, décembre 2019

s'assouplir, peut-être en utilisant le besoin d'infrastructures pour faire face à l'urgence climatique comme excuse pour émettre des obligations vertes, alors cela pourrait entraîner une croissance plus rapide, ou tout du moins l'espoir d'une croissance plus rapide, ce qui pourrait suffire à encourager une reprise. La BCE, sous la direction de Christine Lagarde, devrait rester accommodante. En revanche, il est probablement inutile de s'attendre à des changements structurels au Japon qui, avec des multiples à $14,3x^3$, est légèrement moins cher que l'Europe. Cependant, ayant subi une chute des bénéfices à deux chiffres en 2019 du fait des difficultés de la production industrielle, il pourrait bien bénéficier d'un rebond dans ce secteur.

« Il est possible que les États-Unis parviennent à naviguer entre le Scylla de la récession et le Charybde de l'inflation, en assurant une croissance de son économie et de ses bénéfices »

Parallèlement à la prime des États-Unis par rapport aux autres pays développés, les valeurs de croissance sont florissantes par rapport aux titres « value », s'échangeant à un multiple relatif jamais vu depuis la bulle des technologies, des médias et des télécommunications (TMT) au début des années 2000. Nous restons neutres concernant le débat entre valeurs de croissance et titres « value », car nous nous méfions des unes comme des autres ! Les valorisations des entreprises à forte croissance nous inquiètent : ces deux dernières années, nous avons arbitré environ 1 000 points de base au sein de nos portefeuilles mondiaux au détriment des entreprises à forte croissance, affichant une croissance de leur chiffre d'affaires estimée à 6 % ou plus, et au profit d'entreprises moins étincelantes (croissance du chiffre d'affaires de 3 à 5 %⁴) dont les évaluations semblaient plus raisonnables. Quant aux titres « value », ce sont les perspectives des entreprises qui semblent souvent assez inquiétantes, plusieurs des secteurs en difficulté étant confrontés à de véritables menaces, qu'il s'agisse des actifs bloqués pour le secteur énergétique, de l'essor des véhicules électriques pour le secteur automobile ou des faibles taux d'intérêt pour les services financiers.

⁴ Morgan Stanley Investment Management, décembre 2019

DÉFINITIONS

La **Banque populaire de Chine** est la banque centrale de la République populaire de Chine chargée de mener la politique monétaire et de réglementer les institutions financières en Chine continentale, conformément à la loi sur la Banque populaire et à la loi sur les banques commerciales.

INFORMATION SUR L'INDICE

L'**indice MSCI U.S.** est conçu pour mesurer la performance des segments des grandes et moyennes capitalisations du marché américain. L'**indice MSCI World Growth** est un indice qui mesure la performance des valeurs de croissance des pays développés à travers le monde entier. Il prend en compte le réinvestissement des dividendes, nets des retenues à la source à l'étranger. L'**indice MSCI World** est un indice ajusté du flottant et pondéré par la capitalisation boursière, qui est conçu pour mesurer la performance globale du marché des actions des pays développés. 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

GRAPHIQUE 2

Multiples relatifs: Indice MSCI World Growth versus indice MSCI World Value



Source: FactSet, 31 décembre 2019

« L'un des avantages des entreprises de qualité est leur capacité à résister aux périodes difficiles »

Comme toujours, nous plaidons en faveur de la qualité. Nous recherchons des entreprises qui possèdent des actifs incorporels leur permettant de combiner revenus récurrents et pouvoir de fixation des prix, tout en ayant la capacité de maintenir une rentabilité élevée des capitaux investis. L'un des avantages qu'elles offrent est leur capacité à résister aux périodes difficiles : les revenus récurrents préservent les ventes et le pouvoir de fixation des prix favorise les marges. En 2019, les entreprises du portefeuille ont encore une fois fait preuve de cette résilience économique, les bénéfices continuant à augmenter régulièrement tout au long de l'année à l'inverse du marché dans son ensemble qui n'a enregistré aucune croissance des bénéfices. À une époque où les multiples sont élevés et l'incertitude est grande (une incertitude qui ne se traduit sans doute pas correctement dans les cours), nous pensons qu'il est logique d'opter pour la sécurité et le caractère durable des entreprises de grande qualité.

comprènent ni frais, ni droits, ni commissions de vente. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. L'**indice MSCI World** Value regroupe les titres de grande et moyenne capitalisation présentant des caractéristiques générales de style « value » dans 23 pays développés.

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 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubaï, 506501, Émirats 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, 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, Londres, succursale de 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-le 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: This 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.

Japan: 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 (AMIIAMA), le montant des biens assujettis au contrat multiplié par un certain taux (la limite supérieure est de 2,20% 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.

INFORMATIONS IMPORTANTEST

EMEA: Cette communication promotionnelle a été publiée par Morgan Stanley Investment Management Limited (« MSIM »). Autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Agrée 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 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 performances attendues 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.

Visitez notre site sur www.morganstanley.com/im