



Éditorial

Etats-Unis : les raisons d'une prééminence

Les Etats-Unis apparaissent comme le grand gagnant de la crise financière de 2008-2011, alors même qu'ils en étaient à l'origine. Non seulement le PIB américain a dépassé ses plus hauts historiques, mais le chômage est pratiquement résorbé. Leurs indices boursiers sont au plus haut.

La FED (Banque Centrale Américaine) y est pour beaucoup. Elle a su parfaitement adapter sa politique de manière pragmatique en misant sur ses atouts : la solidité du dollar et la formidable capacité d'entreprendre des Américains.

Les Etats-Unis ont en effet bâti leur modèle social autour de l'entreprise. Tout est fait pour que l'entrepreneur puisse y développer ses projets. Par exemple, afin d'inciter indirectement la création d'entreprises, l'Administration Obama a relevé de 2 à 5 millions de dollars le « Unified Credit », c'est à dire le plafond fédéral au-dessus duquel des droits de succession sont dus ! A côté de mesures comme celles-ci, nos « réformatrices » en faveur des entrepreneurs font bien pâle figure...

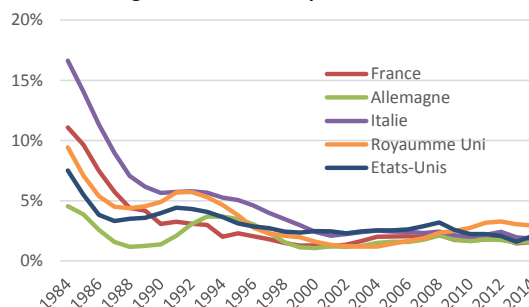
Ajoutez à cela la taille du marché (même langue, mêmes lois fédérales sur un marché de plus de 300 millions d'habitants) et la présence de capitaux à la disposition des entrepreneurs via un système de « Private Equity » très développé, et vous comprendrez comment la société américaine incite « ses jeunes à devenir milliardaire » pour paraphraser notre ministre de l'économie...

2014 : Un nouveau paradigme

A première vue, nous terminons une année « médiocre ». La faible performance des actions et l'inattendue surperformance des obligations d'Etats n'appellent, semble-t-il, aucun commentaire particulier. Cependant, le ton de nos économistes a résolument changé : après de nombreuses années de lutte contre l'inflation, l'Europe combat désormais la baisse des prix. Ce **nouveau paradigme contre la déflation** a de lourdes conséquences sur les actifs financiers.

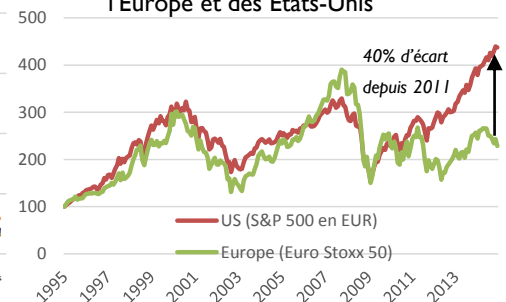
Pour preuve, la BCE, devrait, selon toute vraisemblance, annoncer à la fin du mois un programme de « Quantitative Easing », c'est-à-dire d'assouplissement monétaire. Il s'agit d'émettre massivement de la monnaie pour acheter des obligations, faire ainsi baisser les taux d'intérêt et relancer du « carburant » dans l'économie. Cette potion magique, adoptée par les Etats-Unis après la crise de 2008, explique en partie leur succès (cf. encadré ci-contre). A long terme, de telles pratiques entraînent en théorie une hausse des prix. Pour les Banques Centrales, dont la mission historique était la lutte contre l'inflation (cf. fig. 1), quel changement d'optique !

Fig. 1 : Inflation moyenne sur 5 ans



Source : FMI, Bloomberg, Montaigne Capital

Fig. 2 : Performances comparées de l'Europe et des Etats-Unis



Quelles conséquences pour les marchés ? Sur le plan obligataire, par définition, cet afflux de liquidités devrait faire monter les obligations et baisser les taux. Ces derniers étant déjà très faibles, on ne peut guère s'attendre qu'à une hausse modérée, sauf bien entendu si la BCE perd son combat contre la déflation. Du côté des actions, ce changement est extrêmement positif, puisque non seulement les conditions de financement des entreprises vont s'améliorer, mais en plus la croissance pourrait repartir. A cet égard, les entreprises « en retournement » et les entreprises très endettées devraient être les plus favorisées. D'autant plus que, très opportunément, la forte baisse des prix du pétrole et des matières premières devrait être durable et augmenter le pouvoir d'achat des consommateurs. Les conditions d'un rattrapage boursier de l'Europe semblent donc parfaitement réunies – (cf Fig.2).

Pour autant, nous ne sommes que « prudemment optimistes » : les tensions géopolitiques ne sont toujours pas apaisées avec la Russie, et pèsent sur la croissance européenne. De plus, l'intervention de la BCE n'arrive-t-elle pas trop tard ? Lassées de l'austérité, certaines nations semblent vouloir se tourner vers le populisme. A cet égard, les élections grecques du 25 janvier seront importantes : Syriza, parti d'extrême gauche qui avant la crise ne dépassait pas les 5% des suffrages, est en passe de remporter les législatives et pourrait même obtenir la majorité absolue à la Chambre. Son programme, qui se fonde sur la fin de l'austérité et la renégociation de la dette grecque, pourrait lancer un nouveau bras de fer entre la zone euro et la Grèce. L'année 2015 est chargée électoralement, puisque le Portugal et l'Espagne ont également des législatives prévues. Or en Espagne, c'est désormais Podemos, le parti de gauche radicale issu du mouvement « les indignés », qui fait course en tête dans les sondages. Un succès de Syriza pourrait ainsi faire des émules ailleurs en Europe.

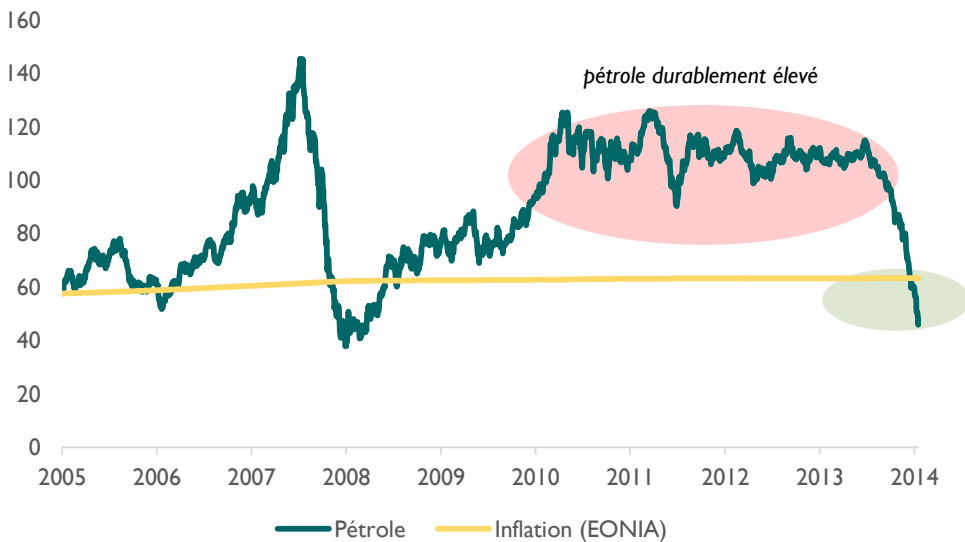
Rien n'est jamais simple sur les marchés – mais cela ne nous empêche pas de vous souhaiter une excellente année 2015.

Jérôme GUILMARD
le 22 janvier 2015

Chute du pétrole, hausse du dollar : qui sont les grands gagnants ?

Si, pour le moment, la bourse s'est uniquement contentée de sévèrement sanctionner les valeurs liées à l'industrie pétrolière, nous n'avons vu que très peu de mouvements sur les titres qui devraient bénéficier de la nouvelle donne macro-économique globale : un dollar fort et un pétrole bas. Il ne faut pas sous-estimer l'impact de ces deux facteurs : le taux de change favorisait jusque là le continent américain, dont les entreprises ravissaient plus facilement aux entreprises européennes les grands contrats à l'export. **Un euro plus bas va désormais avantager le vieux continent.** De plus, depuis 2011, le prix du pétrole était resté élevé, à plus de 100\$ le baril : la division par deux de son cours va **favoriser les industries consommatrices d'énergie.**

Cours du pétrole depuis 2006 (brent, en USD)



Source : Bloomberg, cours du brent en USD

Secteurs dépendants du cours du pétrole

Nous avons cherché à identifier les entreprises dont les coûts sont fortement liés au prix du pétrole. Sans grande surprise, les **secteurs du transport** (aérien, maritime et routier) affichent chacun une très forte facture de pétrole et vont voir mécaniquement leurs coûts diminuer sensiblement à partir de 2015. De la même façon, les **industries de la chimie** devraient bénéficier d'un pétrole bas, tout comme certains secteurs industriels gros consommateurs d'énergie.

Toutefois, ces entreprises vont-elles être en mesure de conserver le bénéfice de cette baisse du pétrole, ou leurs clients vont-ils immédiatement exiger des baisses de prix ? Le « **pricing power** » est alors primordial. En règle générale, nous considérons que les entreprises vendant leurs produits directement au consommateur final seront capables de maintenir leurs prix, et verront leurs profits augmenter. A contrario, les entreprises vendant exclusivement leurs produits en « BtoB » devront inéluctablement abandonner une grande partie de l'effet bénéfique de la baisse du pétrole, au profit de leurs clients.

Ainsi, nous avons sélectionné dans le pêle-mêle ci-après des entreprises dont les coûts sont liés au pétrole et dont les clients directs sont les consommateurs finaux de leurs produits. Nous pensons qu'elles seront les grandes gagnantes de cette baisse du pétrole.

Chimie /
Peinture







Compagnies
aériennes





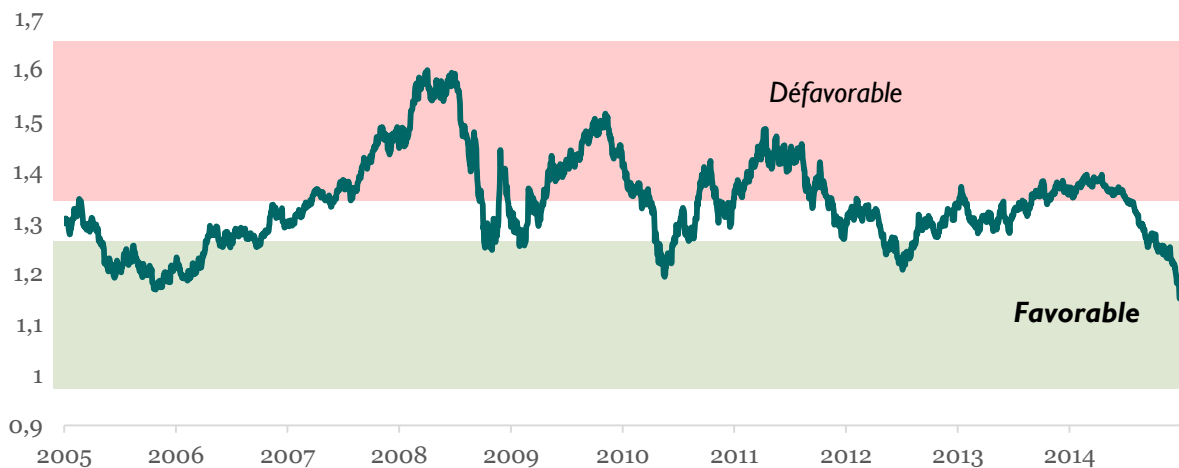
Voyagistes /
croisiéristes



L'euro faible : un atout pour nos exportateurs

L'euro a longtemps évolué dans une fourchette entre 1,25 et 1,50 dollar. Depuis 2012, sa tendance haussière a pénalisé les résultats des sociétés européennes au bénéfice des groupes américains. Il n'est pas étonnant dans ce contexte, entre autres raisons, que le S&P 500 ait surperformé, profitant largement de l'effet des changes. Mais, depuis mi-2014, l'euro s'est sensiblement affaibli face aux grandes monnaies mondiales. Nous entendons désormais d'agréables commentaires de la part des grands groupes exportateurs européens, qui semblent être en mesure de prendre leur revanche ces prochaines années.

Cours de l'Euro contre USD



Sources : Bloomberg

Les titres les plus exposés :

Il est assez aisé de sélectionner les valeurs européennes dont le chiffre d'affaires est réalisé dans les deux zones dont les monnaies sont restées fortes face à l'euro : l'Amérique du Nord et l'Asie (hors Japon). Une première sélection sur l'Euro Stoxx nous donne les résultats suivants :

Société	% du CA concerné
MTU AERO ENGINES	74%
LUXOTTICA	70%
REMY COINTREAU	69%
FRESENIUS MEDICAL	65%
DELHAIZE	64%
WARTSILA OYJ	64%
GRIFOLS	63%
WOLTERS KLUWER	59%
HEXAGON	59%
QIAGEN	57%
WILLIAM DEMANT	57%
FIAT CHRYSLER	56%
DASSAULT SYSTEMES	56%
ALCATEL-LUCENT	54%
DAIMLER	54%

Notes : Sociétés de l'Euro Stoxx 600 (hors UK et Suisse, hors secteurs énergie, matières premières et finance), estimations Montaigne Capital

Afin de profiter pleinement de la baisse de l'euro, il faut privilégier parmi ces valeurs celles qui produisent effectivement en euro et exportent dans ces zones. Notre sélection :



Gamme de fonds Montaigne Capital

Nos quatre OPCVM proposent chacun une stratégie de gestion de niche, dont la création de valeur à long terme nous paraît évidente :

- **Montaigne Capital Convictions France** investit principalement sur de petites et moyennes valeurs européennes, avec une dominante française. Le fonds se concentre sur les valeurs en retournement et les valeurs de croissance. Les titres en portefeuille ne sont souvent suivis que par un nombre limité d'analystes, ce qui nous permet de capter de la surperformance.

- **Montaigne Capital Zones de Croissance** se positionne sur les actions des pays en croissance dans le monde, et cherche à dynamiser régulièrement son allocation. Il utilise pour cela des modèles macro-économiques de suivi, et investit ensuite dans les meilleurs fonds positionnés sur les pays choisis. L'intérêt principal de cette gestion est qu'elle se concentre sur la sélection des pays d'investissement, selon un style « country-picking ».

- **Agir Plus** est géré de façon systématique, et vise à capter les tendances de marché dans le monde, sur les actions et les obligations. L'OPCVM a une vocation patrimoniale (c'est-à-dire qu'il entend diviser les risques), et sélectionne ses investissements en fonction de plusieurs indicateurs techniques rigoureux, qui évoluent selon les conditions de marché.

- **Montaigne Capital Europe Internationale** sélectionne les actions des champions européens qui ont relevé avec succès le défi de la mondialisation. En conséquence, les valeurs en portefeuille ne sont que faiblement exposées à l'Europe et bénéficient d'une diversification géographique forte. Le fonds est éligible au PEA.

Pour plus d'informations concernant ces fonds, veuillez vous référer aux DIC1 disponibles sur le site Internet de la société.

Évolution de la performance

Fonds	ISIN	Type	Perf 2014	Perf Indice
Convictions France	FR0010946632	Actions	-0,22%	+2,99%
Zones de Croissance	FR0010947119	Actions	+2,69%	+11,48%
Agir Plus	FR0007478938	Diversifié	+6,74%	+12,68%
Europe Internationale	FR0010085530	Actions	+1,19%	+4,32%

Commentaire trimestriel

Les marchés ont de nouveau fait preuve d'une grande volatilité sur le deuxième semestre 2014. Des craintes sur les perspectives de croissance à long terme en Europe ont pesé sur les actifs de cette zone, et donc sur l'euro. Paradoxalement, ceci a sensiblement revalorisé les actifs non libellés en euro, qui ont largement profité de l'effet change. Nous sommes trop restés investis sur le vieux continent, ce qui a limité la hausse de nos fonds dans leur ensemble.

Quelles perspectives attendre pour le trimestre à venir ?

Sur le plan des **actions**, les chiffres macro-économiques semblent stabilisés en Europe, restent bons aux Etats-Unis et sont très variables pour les pays émergents. Certains souffrent (Russie, Brésil) de leur dépendance aux matières premières. D'autres, grâce à leur forte consommation intérieure, continuent à progresser (Chine, Inde). Nous sommes convaincus que le rattrapage boursier de l'Europe arrive.

Sur le marché des **changes**, l'euro s'est très sensiblement déprécié face au dollar. Nous pensons que ce mouvement va se poursuivre, en raison du différentiel de taux d'intérêt important entre les deux devises, et d'une volonté américaine de revenir au dollar fort. Ceci profitera aux exportateurs européens.

Les rendements **obligataires** atteignent désormais des niveaux très bas. L'OAT à 10 ans française affiche fin décembre un rendement de 0,86%, contre 2,56% en début d'année : ce mouvement de détente est extrême ! Méfions nous donc de 2015 : le rendement des obligations n'est désormais plus intéressant et le potentiel de revalorisation obligataire est désormais très faible, sauf scénario catastrophe de la déflation...

Les **matières premières** ont été le principal animateur des marchés sur le second semestre : le pétrole perd près de 50%, en raison, entre autres choses, de surcapacités (temporaires ?) de production. Tout ceci est favorable à la reprise économique, si néanmoins le « stress » apporté par ces mouvements brutaux ne fait pas fuir les investisseurs des marchés actions.

Nous pensons que l'heure du rebond boursier est arrivé en Europe. Le différentiel de valorisation avec les autres pays du monde est trop important, et la dynamique des profits redevient favorable au vieux continent : notre stratégie pour 2015 est de concentrer les investissements sur de grandes valeurs dans un premier temps (à travers par exemple MC Europe Internationale), puis de se diversifier progressivement vers les petites et moyennes valeurs qui ne devraient démarrer que dans un second temps (MC Convictions France sera alors adapté).

Ce document, à caractère commercial, a pour but de vous informer de manière simplifiée sur les caractéristiques des fonds. Pour plus d'informations, vous pouvez vous référer aux DIC1 des fonds disponibles sur demande. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures de nos fonds, qui présentent un risque de perte en capital.