

## Lettre trimestrielle — Hiver 2015-16

### Lancement du fonds « MC Modéré »

Dans cette période d'incertitudes, nous avons voulu le lancement d'un fonds de placement dont la principale caractéristique sera la **solidité et la diversification de ses investissements**.

Son objectif sera de réaliser une performance nette supérieure au taux sans risque augmenté de 2,5 %.

L'originalité de ce fonds réside surtout dans son univers d'investissement. Global et diversifié sur la majorité des classes d'actifs liquides (actions, obligations de diverses natures, performance absolue, etc.), **le FCP investit principalement dans des ETF**, c'est-à-dire des fonds indiciels. Ceux-ci présentent l'avantage d'être très raisonnables en frais de gestion et nous permettent de ne pas avoir de risque spécifique sur une société en particulier : si nous préférons avoir notre propre analyse pour le stock picking des entreprises que nous connaissons, nous n'avons pas la prétention de pouvoir analyser les marchés mondiaux dans leur globalité, d'où le recours à ces ETF pour ce produit global.

Le portefeuille est construit de la manière la plus diversifiée possible, afin, comme le préconise la sagesse populaire, de « ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier ». L'intérêt de cette diversification est de réduire significativement l'amplitude des variations du fonds sans abandonner du rendement.

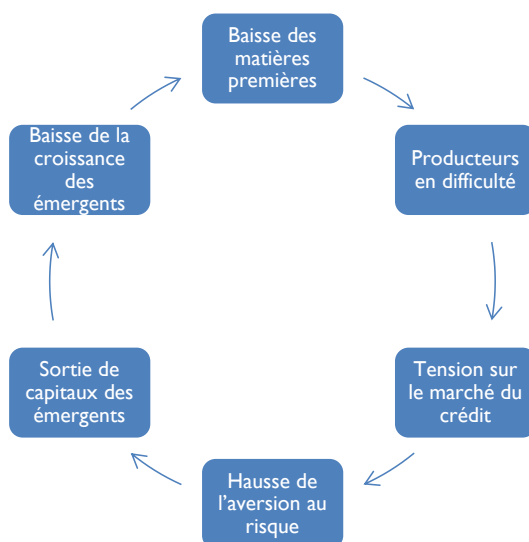
Il s'agit donc d'un véhicule destiné aux investisseurs modérés, d'où le nom du véhicule.

### Éditorial

#### L'excès en tout est un défaut !

L'année 2016 a démarré sur les chapeaux de roue. La première séance de l'année a été marquée par des dégagements violents sur les actions chinoises, qui ont perdu près de 7 %. Les investisseurs fuient le risque. Les deux principaux foyers de craintes restent l'économie chinoise, dont nous parlions déjà dans notre dernière lettre, et les prix du pétrole et des matières premières.

De manière paradoxale, une hausse du pétrole est vue par le marché comme une bonne nouvelle en ce début d'année. En effet, si les 25 premiers pour-cent de la baisse du pétrole représentaient une opportunité car **ils augmentaient le pouvoir d'achat mondial** en rognant les marges des sociétés productrices, les 25 suivants ont obligé ces dernières à réduire drastiquement leurs coûts et leurs investissements, tandis que les 25 derniers mettent leur situation financière en péril... Par effet d'entraînement, le doute s'est installé sur certaines banques auprès desquelles les sociétés pétrolières sont endettées. Ainsi, un cercle vicieux s'est probablement enclenché.



Certains analystes n'hésitent pas à comparer les événements actuels à la situation en 2008, et à prédire un cataclysme. Il y a pourtant au moins deux différences majeures par rapport à 2008.

La première est liée au secteur : lors de la crise des subprimes, les prêts hypothécaires représentaient 70 % du PIB américain, et le secteur bancaire était donc directement en danger. Or ce dernier est le « poumon » de l'économie, car, sans accès au crédit, l'économie se contracte. C'est la raison pour laquelle la crise de 2008 s'est propagée rapidement des banques à l'ensemble de l'économie. Dans le cas des matières premières, les capitaux en jeu ne représentent que 7 % du PIB, et ne sont donc a priori **pas de nature à déstabiliser le système bancaire**. Au contraire, les industries consommatrices d'énergie vont profiter de cette baisse : le risque de contagion est donc moindre.

La seconde différence est liée à la nature des biens dépréciés : lorsqu'une banque est en défaut, elle fait faillite, et elle met en difficulté d'autres banques vis-à-vis desquelles elle avait des engagements. Il y a donc un effet d'entraînement. En ce qui concerne les matières premières, à l'inverse, la faillite d'un producteur aura plutôt tendance à faire remonter les prix de la matière première, et donc à soulager les autres producteurs.

Nous sommes donc, selon nous, dans une situation très différente, quoi qu'en disent certains, et nous considérons donc que la baisse du marché pourrait constituer un excellent point d'entrée. Nous sommes cependant très prudents dans notre approche, et nous avons identifié plusieurs événements qui sont susceptibles d'aggraver la situation... ou de la débloquer. Nous surveillons en particulier :

- les chiffres économiques chinois : de bonnes nouvelles pourraient restaurer la confiance ;
- les matières premières : une hausse des prix (via une baisse de la production de pétrole par exemple) redonnerait de l'air aux producteurs ;
- les résultats des sociétés minières et pétrolières : des résultats meilleurs que prévu (via une bonne maîtrise des coûts par exemple) seraient de nature à rassurer le marché du crédit.

**Les prochains mois seront sans doute décisifs.** En attendant, nous avons, par prudence, légèrement réduit l'exposition au risque des portefeuilles.

Jérôme Guilnard  
le 1 février 2016

## Faut-il redouter un pétrole bas ?



Les matières premières ont une valeur boursière très volatile. En effet, une légère variation de l'offre ou de la demande peut remettre en cause l'équilibre de marché établi jusque-là et entraîner de très fortes variations de prix. Le pétrole ne fait pas exception à cette règle. Il a déjà connu de très brutales baisses de cours dans le passé ainsi que de très forts mouvements haussiers. Étudions le comportement des Bourses pendant ces périodes.

### Quel impact sur les Bourses ?

Il faut bien distinguer deux cas de figure : les chocs d'offres (rupture d'approvisionnement ou, inversement, forte augmentation de la production de pétrole) et les chocs de demande (tassement de la croissance mondiale entraînant une plus faible demande ou, inversement, augmentation de l'appétit des industriels pour le pétrole).

**En général, les Bourses réagissent mal à une augmentation de l'offre, mais apprécient la surproduction.**

Chocs d'offre	Pétrole	Bourses
1 <sup>er</sup> choc pétrolier (1973)	x 3	- 38 %
2 <sup>ème</sup> choc pétrolier (1978-79)	x 3	+ 15 %
Contre-choc (1985-86)	- 75 %	+ 70 %

**En revanche, une diminution de la demande laisse présager une crise économique et impacte les Bourses, à l'exception notable de 1997-98 (début de la bulle Internet).**

Chocs de demande	Pétrole	Bourses
Crise des émergents (1997-98)	- 40 %	+ 65 %
« Peak Oil » (2007-08)	x 2,5	- 10 %
Crise de Lehmann (2008-09)	- 75 %	- 35 %

### Dans quel cas de figure sommes-nous ?

La situation actuelle est très proche de celle du contre-choc pétrolier de 1985-86. En effet, à cette époque, de sorte à pouvoir être plus indépendants énergétiquement, les États-Unis ainsi que la Norvège avaient fortement investi dans la production pétrolière de leur pays. Celle-ci avait significativement augmenté, au détriment de l'Arabie saoudite. Riyad avait finalement décidé fin 1985 d'inonder les marchés de son propre pétrole, de sorte à retrouver sa part de marché historique dans les ventes de pétrole dans le monde.

Production de pétrole aux États-Unis



Source : EIA

Avec le développement du pétrole de schiste, les États-Unis ont quasiment doublé leur production en 10 ans, passant de 5 millions de barils par jour en 2005 à plus de 9 millions aujourd'hui. **Ceci représente environ 5 % de la production mondiale** nouvellement mise sur le marché, ce qui pèse lourd dans son équilibre global.

Par ailleurs, en « représailles », l'OPEP a décidé en décembre 2015 de rehausser le quota de production de ses pays membres, Arabie saoudite en tête, de 30 millions de barils par jour à 31,5 millions. Par ailleurs, le retour sur le marché des pétroles iranien et irakien accentue la tendance.

Cette analyse tend à indiquer que la baisse récente des cours du pétrole résulte d'un problème d'offre surabondante, et donc ne devrait pas impacter négativement nos Bourses. Elles ont pourtant été lourdement affectées en décembre 2015 et janvier 2016.

Le marché craint en effet que la demande fléchisse, en raison du fort ralentissement de certains pays émergents, Chine en tête. Ce pays a en effet été le principal contributeur à la demande de pétrole depuis la crise de 2009, et il absorbe désormais à lui seul 12 % de la production mondiale (et n'en produit qu'un peu moins de 5 % sur son sol). Si sa croissance ralentit, ses importations seront-elles impactées ? Par ailleurs les indicateurs avancés liés à l'industrie mondiale ne sont pas bons, alors que ceux liés aux services continuent à indiquer une solide croissance.

**A priori, cette baisse du marché liée à un pétrole bas ne se justifie pas, sauf si ce mouvement cache un début de retournement du cycle économique, insufflé par certains pays émergents en difficulté. Il est encore trop tôt pour trancher, mais une vigilance renforcée s'impose.**

## Quel positionnement adopter ?

Sans vouloir préjuger de l'évolution du pétrole, dont les cours sont souvent plus spéculatifs que fondamentaux, nous devons adapter les portefeuilles à cet environnement macroéconomique volatil. Le mois de janvier a été le témoin de très fortes variations boursières, notamment pour des valeurs dont le cours du pétrole n'est pas censé avoir un impact direct sur la rentabilité. Un exemple : l'industrie automobile. En effet, plus le pétrole baisse, plus, sans crise économique, les acheteurs de véhicules se pressent chez leur concessionnaire, n'hésitant pas à acquérir des véhicules plus gourmands et souvent mieux margés pour les constructeurs. Or, sur le mois, l'indice « MSCI Auto & parts » européen perd 16,7 %...

Nous avons, dans notre lettre trimestrielle de janvier 2015, cherché à identifier les sociétés qui bénéficiaient de ce mouvement de baisse du pétrole. Si certaines d'entre elles ont « manqué » le rebond généralisé des bourses européennes sur le premier semestre 2015, leur résistance a été remarquable sur la seconde période de l'année (lorsque le CAC 40 se repliait de 3,2 %, avec un pétrole à -40,3 %).

Rappel sélection janvier 2015	Secteur	Perf S2 2015
	Chimie	- 5,5 %
	Transport aérien	+11,5 %
	Transport aérien	+26,0 %
	Transport aérien	+12,6 %
	Voyagiste	+15,8 %
	Voyagiste	+19,0 %

Avec le niveau actuel du pétrole, nous n'avons aucune envie de céder nos positions bâties sur ces titres « anti-pétrole ». Nous considérons d'ailleurs que ceux-ci n'ont que très peu progressé au regard de la très importante économie de coûts dont ils vont désormais bénéficier.

Toutefois, étant donné que nos objectifs sont désormais atteints sur le cours du pétrole, nous envisageons de « couvrir » ces lignes d'une façon atypique. En cas de fort rebond du pétrole, il est en effet probable que le cours de ces actions baisse. Nous désirons en conséquence nous protéger de ce scénario. Une méthode simple consiste à peu à peu se constituer une position sur le pétrole en direct dans les portefeuilles, à l'aide de trackers par exemple.

Pour une position d'environ 10 % des comptes sur ces valeurs « anti-pétroles », nous pensons constituer, au fil des prochains mois, une ligne de 4 % des portefeuilles sur un tracker pétrole.

### Stratégie pour 2016

10% de valeurs « anti-pétrole »  
&  
4 % de Tracker pétrole

#### Le pétrole : un actif diversifiant ?

Oui, mais à titre temporaire uniquement : il s'agit d'une matière première, non productive de valeur en soi, à la différence des actions d'entreprises.

	Pétrole	CAC 40	Pétrole vs. CAC
1998	-31,46%	31,47%	- -
1999	111,75%	51,12%	+ +
2000	4,69%	-0,54%	=
2001	-25,97%	-21,97%	=
2002	57,26%	-33,75%	+ +
2003	4,23%	16,12%	-
2004	33,61%	7,40%	+
2005	40,48%	23,40%	+
2006	0,02%	17,53%	-
2007	57,25%	1,31%	+ +
2008	-53,54%	-42,68%	=
2009	77,94%	22,32%	+ +
2010	15,15%	-3,34%	+
2011	8,15%	-16,95%	+ +
2012	-7,09%	15,23%	- -
2013	7,19%	17,99%	-
2014	-45,87%	-0,54%	- -
2015	-30,47%	8,53%	- -
2016	-17,82%	-5,57%	-

## 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.

**MC 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 macroéconomiques 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. 2015	Perf. Indice
Convictions France	FR0010946632	Actions	<b>+23,16 %</b>	+11,66 %
Zones de croissance	FR0010947119	Actions (flexible)	<b>+2,44 %</b>	-3,59 %
Agir Plus	FR0007478938	Diversifié	<b>+3,45 %</b>	+6,24 %
Europe internationale	FR0010085530	Actions	<b>-0,16 %</b>	+9,81 %

## Commentaire trimestriel

Les marchés internationaux ont été très volatils sur le deuxième semestre de l'année, avec de très fortes baisses pour les pays émergents (-18 % sur 6 mois) ainsi que pour les grandes valeurs à exposition mondiale (l'Euro Stoxx 50 se replie de 5 %). Cette intense tension provient de craintes sur la qualité de la croissance chinoise d'une part, alimentées par de modestes dévaluations compétitives du yuan, et de la très forte baisse des matières premières dans le monde, pétrole en tête.

*Quelles perspectives attendre pour le trimestre à venir ?*

Sur le plan des **actions**, le rattrapage européen commencé au premier semestre 2015 a tourné court. En effet, de nombreux pays émergents dont l'économie est fortement liée aux matières premières ont catalysé les craintes des investisseurs, entraînant les bourses mondiales à la baisse. À noter toutefois que les valeurs domestiques en Europe, souvent des petites et moyennes valeurs, n'ont pas subi cet accès de faiblesse et finissent très bien l'année.

Sur le marché des **changes**, la dégringolade des devises émergentes est notable : le réal brésilien perd 33 % face au dollar en 2015, le rouble russe s'affaïsse de 17 % (après -45 % en 2014) et le rand sud-africain baisse de 25 %. Le yuan chinois a aussi participé à ce repli généralisé, affichant plus de 4 % de baisse contre le dollar, malgré le pilotage des autorités locales.

Les rendements **obligataires** restent quasi stables sur l'année, après un point bas en avril pendant lequel le rendement à 10 ans de l'emprunt allemand a frôlé 0 % ! Le marché du crédit d'entreprise s'est toutefois tendu, avec une augmentation généralisée de la prime de risque exigée par les émetteurs. En conséquence, la majorité des fonds obligataires terminent l'année en territoire négatif.

Les **matières premières** ont de nouveau fortement baissé : le minerai de fer finit l'année sous les 40 \$ la tonne contre plus de 100 \$ en 2014. Le pétrole semble aussi être durablement passé sous les 40 \$ le baril, mettant en péril toute l'industrie pétrolière et parapétrolière. Si cela reste positif à terme pour les industriels, avec une baisse de leurs coûts de revient, cet effondrement des cours fait néanmoins craindre une instabilité globale.

Si notre positionnement sur les petites valeurs a été très payant au second semestre (notre fonds Convictions France progresse de plus de 23 % sur l'année), le brutal retournement des émergents nous a surpris. Concernant 2016, et malgré un début difficile pour les marchés, nous pensons que l'équation globale n'est pas mauvaise pour eux : des matières premières basses, qui transfèrent de la richesse vers les consommateurs et cachent artificiellement l'inflation naturelle. Toutefois, un ajustement macroéconomique de cette ampleur ne s'effectuera pas sans accroc. Mieux vaut donc garder quelques liquidités pour pouvoir en profiter le moment venu.

*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.*