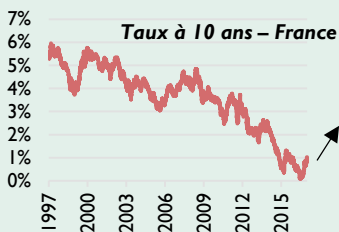


Lettre trimestrielle – Hiver 2016-2017

Tendances 2017 : alerte sur les taux !

Les taux d'intérêt sont structurellement déclinants depuis 25 ans, pour la plus grande joie des investisseurs obligataires. En effet, lorsque les taux d'intérêt baissent, la valeur des obligations augmente. Et inversement, bien sûr.



Après avoir brièvement touché 0 % en cours d'année, les taux sont repartis à la hausse, pour atteindre environ 1 % en France à l'heure actuelle. En effet, les deux grands moteurs de la baisse des taux s'éteignent peu à peu.

- ❖ L'inflation, qui avait quasiment disparu ces dernières années, semble repartir. Les **pressions sur les salaires**, aux États-Unis et dans les pays émergents notamment, en sont l'une des causes importantes.
- ❖ La baisse progressive des mesures d'assouplissement monétaire, avec la FED, qui, peu à peu, **relève ses taux**, et les autres zones, qui commencent à envisager un « tapering ».

Dans ces conditions, la **normalisation des taux d'intérêt** devrait se poursuivre. Nous en tirons les conséquences qui s'imposent, avec des avis négatifs sur les obligations à échéance longue, l'immobilier et les actions de sociétés endettées.

Éditorial : où en sommes-nous du cycle boursier ?

Lorsqu'il est question de cycles boursiers, les regards se tournent vers la Bourse américaine. C'est en effet la place de New York qui donne le « la » de l'appétit ou de l'aversion au risque des investisseurs internationaux. Un adage boursier illustre ce propos : « Quand Wall Street éternue, les Bourses mondiales s'enrhument »...

Les marchés américains sont maintenant revenus sur leurs plus hauts historiques : la barre symbolique des 20 000 points sur le Dow Jones vient même d'être franchie. Il n'apparaît donc pas inutile de se demander si le cycle boursier actuel ne serait pas sur le point de se terminer.

Certains mettent en avant le fait que le « rallye » boursier que nous avons connu depuis sept ans est déjà l'un des plus longs de l'ère moderne. L'Europe, de son côté, a connu une « rechute » avec la crise grecque en 2011, et ne peut donc pas prétendre à un tel constat.

A *contrario*, on peut argumenter que la crise des « subprimes » a été une crise d'une ampleur exceptionnelle, et qu'il n'est pas illogique qu'elle soit suivie par une reprise d'une ampleur tout aussi exceptionnelle. C'est un « retour à la moyenne ».

De quels outils disposons-nous pour trancher cette question ? Nous considérons qu'il convient de se concentrer sur l'activité économique. Or, celle-ci se porte bien. Le trou d'air de début 2016 est résorbé, comme le montrent les derniers indicateurs économiques avancés que sont les PMI globaux (figure 1).

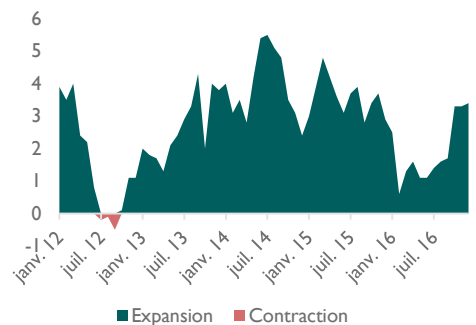


Figure 1 : Indice des directeurs d'achat (PMI Global - rebasé) – Source : Bloomberg

En second lieu, il n'est pas inutile de prendre du recul par rapport aux cycles de 5 à 7 ans que nous connaissons. En observant les « méga-cycles » boursiers sur une plus longue période, on s'aperçoit d'une part que des tendances de plus grande amplitude existent, et d'autre part que la situation actuelle est loin d'être inquiétante au regard de ces dernières (cf. figure 2).

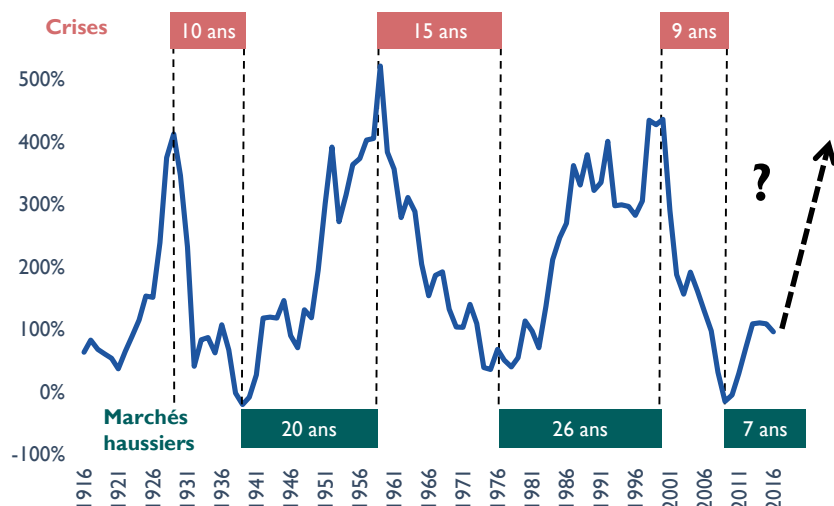


Figure 2 : Performance à 10 ans d'un investissement en actions américaines (S&P 500)

Ainsi, les conditions actuelles ne nous semblent pas particulièrement défavorables pour la Bourse, et c'est pourquoi, à l'exception des marchés de taux, nous anticipons une poursuite de la tendance actuelle. Cela n'est bien entendu pas contradictoire avec de nouvelles corrections passagères que les marchés pourraient connaître, comme celle qui a sévi de mai 2015 à février 2016, et qui s'est tout de même traduite – excusez du peu – par une baisse de 25 % du CAC 40 !

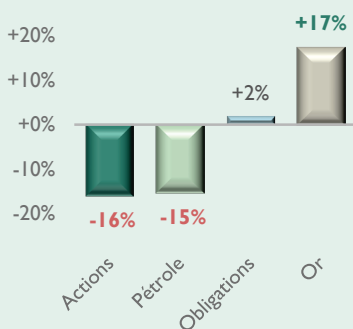
Jérôme Guilnard
Le 30 janvier 2017

Revue de l'année 2016 : de nombreux pièges et opportunités

L'année aura été riche en rebondissements ! Si, globalement, les marchés progressent modestement sur la période, de grandes variations au fil des mois ont été source de grands risques et de formidables opportunités pour l'investisseur qui a su garder son sang-froid. Voici un bref rappel de la chronologie.

Début 2016 : panique à bord !

Les premières semaines de 2016 ont été extrêmement rudes pour les classes d'actifs dites « à risque ». Au 11 février, le CAC 40 affichait une baisse de 16 %, le très fort repli du pétrole de 2015 faisant craindre d'importantes pertes à venir pour les banques.

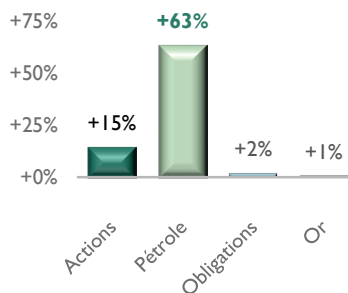


A *contrario*, le métal jaune a joué son rôle de valeur refuge, avec une impressionnante progression de +17 %. Les mines d'or ont de leur côté généralement progressé de plus de 50 %.

Note : source Bloomberg, Montaigne Capital. Du 01/01 au 21/01/2016.

Février-juin 2016 : le retour des fondamentaux

Ce mouvement de forte tension n'a toutefois pas duré longtemps. Dès la deuxième partie de février, les cours du pétrole ont rebondi significativement, ce qui a permis aux actions de se redresser. En effet, les indicateurs économiques mondiaux s'améliorent.

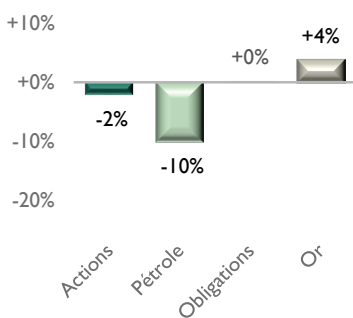


Chose plus surprenante, les actifs dits défensifs ne baissent pas, signe que certains investisseurs restent prudents et ne désirent pas céder ces positions défensives au profit d'actifs plus risqués mais plus rémunérateurs.

Note : source Bloomberg, Montaigne Capital. Du 22/02 au 23/06/2016.

24 juin 2016 : le drame du Brexit !

Le vote non attendu des Britanniques en faveur du Brexit (les *bookmakers* donnaient le maintien dans l'Union européenne gagnant à 85 % !) a rappelé aux investisseurs que le risque politique n'était pas anodin.

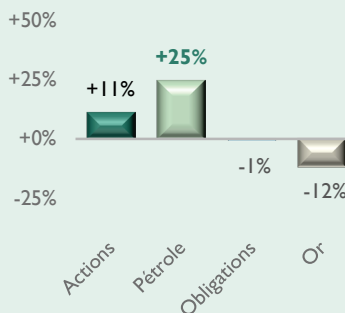


Si les pertes initiales des indices actions ont été rattrapées en quelques semaines, la perspective de l'élection américaine a rendu le marché nerveux. Jusqu'à cette dernière, les actifs à risques (actions, pétrole) refluent légèrement, alors que l'or progresse lentement.

Note : source Bloomberg, Montaigne Capital. Du 24/06 au 03/11/2016.

5 novembre 2016 : l'élection de Trump et le rallye inattendu

L'élection américaine marque la fin d'une période d'incertitudes. Même si, de nouveau, l'issue de l'élection n'était pas prévue, les marchés ont acté la nouvelle direction des États-Unis et ont réagi positivement.



Le pétrole a alors poursuivi son mouvement de rebond, en faveur d'un accord historique de l'OPEC sur des réductions de production.

En toute logique, l'or corrige, avec une baisse de 12 % sur la période.

Note : source Bloomberg, Montaigne Capital. Du 04/11 au 31/12/2016.

L'année qui s'achève aura été tumultueuse et riche en rebondissements. Nous avons adopté une stratégie plutôt axée sur le « buy & hold », en gardant en portefeuille nos convictions fortes, malgré les brusques changements d'humeur du marché.

2017 promet elle aussi d'être intéressante. Les niveaux de valorisation repassent dans la tranche haute des moyennes historiques, surtout aux États-Unis, mais les perspectives de croissance s'améliorent. Nous allons devoir, pour chaque investissement, être sélectifs, et **surtout réactifs**. Mais nous espérons de nouveau afficher une belle année de performance !

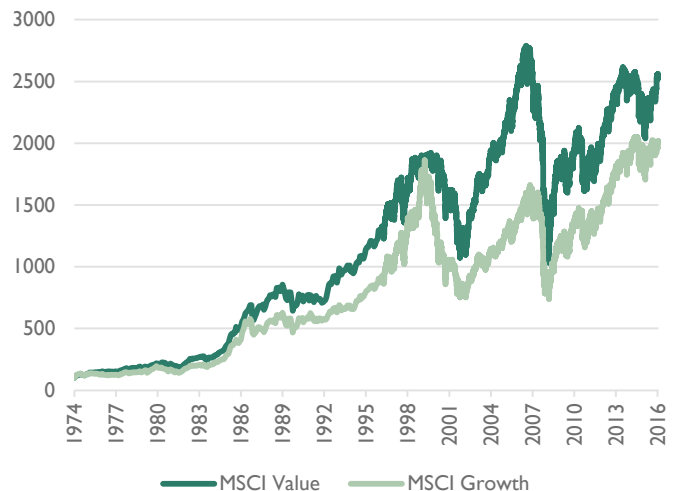
Note : les performances indiquées correspondent à celles des indices CAC 40, Brent, Iboxx EUR Sovereign et Gold (oz).

Le retour de la gestion en bon père de famille

De plus en plus, le monde économique se complexifie et la tâche des prévisionnistes se complique. Qui aurait prédit que l'élection de Donald Trump aux États-Unis allait entraîner une phase de hausse des marchés ?

L'investissement dit « **value** » répond à ce type de problématique. Contrairement aux prévisionnistes, qui cherchent à détecter les potentiels de croissance des entreprises, les gérants « value » se concentrent sur les sociétés qui présentent une valorisation raisonnable au regard de leur rentabilité actuelle. Ils s'interdisent d'intégrer toute prévision dans leur analyse.

Historiquement, cette approche de l'investissement surperforme (cf. graphique de droite ; le MSCI Value est en tête).



Ce résultat s'explique par un **biais comportemental** très humain : il est facile de s'enthousiasmer trop rapidement sur de bonnes perspectives, et de paniquer à la première mauvaise nouvelle. Le vieil adage dit bien : « *Acheter au son du canon ; vendre au son du clairon* ». C'est précisément ce que cherche à faire un gérant « value ». Il n'intègre dans son analyse aucune prévision, aussi enthousiasmante ou catastrophique soit-elle. De cette manière, il s'affranchit de tout biais lié à l'émotion humaine. Des investisseurs célèbres, comme Benjamin Graham ou Warren Buffet, ont bâti leur fortune sur cette méthode.

Cette approche est bien sûr contraire à l'approche de la grande masse des investisseurs, qui, usuellement, concentrent leurs investissements sur de belles sociétés dont la qualité fait consensus. Néanmoins, ces sociétés bien valorisées n'ont pas le droit à l'erreur, car les attentes du marché sont fortes. En cas de déception, la sanction boursière est immédiate. En revanche, les attentes sur les résultats des sociétés « value » sont faibles. Le risque de surprendre positivement est plus grand. Il faut toutefois savoir écarter les mauvais élèves, dont les bénéfiques sont structurellement déclinants.

Qu'en est-il aujourd'hui – une opportunité d'investissement ?

La crise de 2009 a été terrible pour les gérants « value ». En effet, de nombreuses sociétés industrielles ont eu du mal à s'en remettre, et ont vu leur cours de Bourse végéter de nombreuses années. Globalement, nous retrouvons à peine les cours de 2007 pour ces valeurs. *A contrario*, les sociétés de croissance, technologiques en tête, ont créé beaucoup de profits pour leurs actionnaires. Depuis dix ans, un écart de 40 % s'est créé au détriment des gérants « value ».



Nous pensons que cette sous-performance est exagérée. Nous avons vu que, sur une période très longue de 40 ans, la « value » surperforme sensiblement. Par ailleurs, la panne de croissance et d'inflation connue depuis la crise de 2009 devrait peu à peu disparaître. Plus précisément, la fin du super-cycle de baisse des matières premières redonne **du tonus aux secteurs industriels** dans le monde.

Cela profite à la gestion « value », qui surperforme à nouveau depuis trois mois. 2017 pourrait bien être l'année du retour en force de ce style de gestion, certes démodé, mais dont l'efficacité a fait ses preuves.

Les informations contenues dans ce document non contractuel sont le produit de la réflexion des collaborateurs de Montaigne Capital.
Toute analyse présentée ici ne doit pas être considérée comme impartiale, mais indépendante.

Gamme de fonds Montaigne Capital

Nos OPCVM proposent chacun une stratégie de gestion de niche, dont la création de valeur à long terme nous paraît solide.

MC 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.

MC Zones de croissance se positionne sur les actions des pays en croissance dans le monde. Il utilise pour cela des modèles macroéconomiques de suivi et investit ensuite dans les meilleurs fonds positionnés sur les pays choisis.

MC Europe internationale sélectionne les actions des champions européens qui ont relevé avec succès le défi de la mondialisation. Les valeurs en portefeuille ne sont que faiblement exposées à l'Europe.

MC Modéré est un fonds d'allocation d'actifs cherchant à minimiser le niveau de risque global de ses investissements à travers une forte diversification. Il investit principalement dans des fonds indiciels, de sorte à minimiser les coûts induits.

À noter que notre cinquième OPCVM ouvert au public, Agir Plus, est en cours de fusion avec le FCP MC Modéré. Cette fusion interviendra le 16 février 2017.

Pour plus d'informations concernant ces fonds, veuillez vous référer aux documents légaux (DICI, prospectus et rapports annuels) disponibles sur le site Internet de la société ou sur simple demande.

Évolution de la performance

Fonds	ISIN	Type	Perf. 2016	Perf. Indice
MC Convictions France	FR0010946632	Actions	+11,93 %	+7,44 %
MC Zones de croissance	FR0010947119	Actions – Flexible	+8,00 %	+10,93 %
MC Europe internationale	FR0010085530	Actions	+7,64 %	+4,37 %
MC Modéré	FR0013064540	Diversifié	+3,41 %	+2,20 %

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures de nos fonds, qui présentent un risque de perte en capital.

Commentaire trimestriel

Le dernier trimestre de l'année a surpris par sa vigueur : les risques électoraux, particulièrement avec le référendum constitutionnel en Italie et l'élection présidentielle américaine, se sont tous deux matérialisés. Et pourtant, les marchés sont repartis de l'avant.

Quelles perspectives attendre pour le trimestre à venir ?

Le marché **obligataire** confirme le mouvement de hausse des taux amorcé partout dans le monde. Si ce constat est particulièrement vrai pour les taux américains, nous ne pouvons pas ignorer que le 10 ans français est passé de 0,10 % en juillet à 0,70 % en fin d'année. Méfiance donc sur les placements obligataires classiques long terme, qui souffrent des mouvements de hausse des taux. Nous nous focalisons sur les fonds couverts en risque de taux.

Les marchés **actions** ont rebondi, tout particulièrement en Europe, avec une progression quasiment à deux chiffres des indices. Plus globalement, le MSCI World est plus stable (+1,5 %). La quasi-totalité de la hausse a eu lieu après le référendum italien, qui incitait auparavant les investisseurs à sous-pondérer la zone. L'Europe présente encore une importante décote de valorisation par rapport aux États-Unis, et nous anticipons la poursuite de ce rattrapage en 2017.

Le marché des **changes** a été grandement animé par l'élection de Donald Trump comme président des États-Unis. Cela a fortement renforcé le dollar, qui s'apprécie de +6,5 % sur le trimestre. En effet, son programme volontariste de baisse de la fiscalité laisse penser que la croissance pourrait accélérer dans ce pays. Mais les prédictions sur le change restent un jeu hasardeux...

Les **matières premières** poursuivent leur redressement. Notons un nouveau mouvement haussier sur le pétrole (+15,8 %) à la suite de l'accord historique de réduction des quotas entre l'OPEC et la Russie. La stratégie de l'Arabie saoudite semble changer. 2016 pourrait avoir marqué la fin d'un super cycle de baisse du prix des matières premières dans le monde. C'est incontestablement un point à surveiller de près en 2017.

Le retour sur les cycliques en fin d'année a été bénéfique, et nous confirmons ce choix pour 2017. Par ailleurs, le secteur des matières premières, et tout particulièrement les minières, nous semble très attrayant. D'un point de vue européen, trois échéances électorales se profilent : les législatives néerlandaises en mars, avec une possible victoire de l'extrême droite (mais seule 50 % de la Chambre est renouvelée), les présidentielles françaises (encore très ouvertes !) et les élections allemandes en septembre (affrontement Merkel-Schutz). Tous ces points sont à surveiller.

Ce document, à caractère commercial, a pour but de vous informer de manière simplifiée des caractéristiques des fonds. Il ne constitue pas une offre ni un conseil pour vendre ou acheter quelque instrument financier que ce soit. Pour plus d'informations, vous pouvez vous référer aux documents légaux des fonds disponibles sur le site Internet de la société ou sur simple demande.