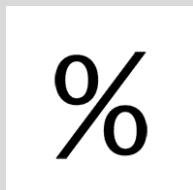


## Éditorial

### Assurance-vie : Savoir prendre date



Comme nous le décrivons dans les prochaines pages de cette lettre, le gouvernement a une nouvelle fois modifié les règles de la fiscalité du patrimoine.

L'assurance-vie semble **pour le moment** épargnée par ces multiples réformes, et bénéficie encore d'une fiscalité attractive après huit années.

Pour autant, rien ne garantit que la situation n'évoluera pas. De nombreuses rumeurs circulent quant à un possible durcissement à venir de la fiscalité sur l'assurance vie. C'est pourquoi il serait sage d'ouvrir aujourd'hui des contrats pour soi-même et le reste de sa famille, même pour les plus jeunes, **afin de prendre date**.

Le versement d'une somme minime suffit.

De nombreux épargnants continuent par exemple à bénéficier encore aujourd'hui d'exonérations de droits de succession sur des contrats ouverts avant les réformes de 1991 et 1997. Si le gouvernement rebat les cartes de l'assurance-vie, il sera en toute probabilité plus avantageux d'avoir déjà ouvert **des contrats pour ses enfants ou petits enfants** et leur permettre ainsi de peut-être conserver un traitement bonifié !

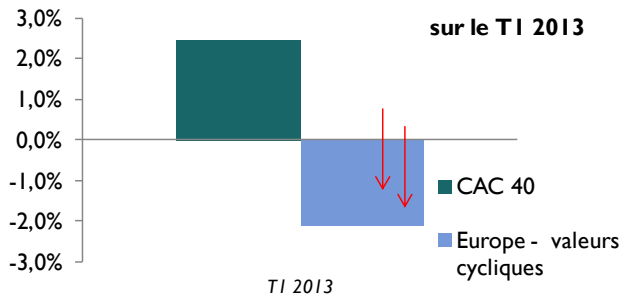
### La longue attente ...

Nous sommes entrés il y a plusieurs mois déjà dans une phase de perplexité pour les acteurs économiques : les ménages doutent de la capacité des Etats à se réformer, les banques centrales essayent par tout moyen de relancer le cycle vertueux de confiance, les entreprises hésitent à investir, car ne voient pas d'appétit de la part des consommateurs finaux. Les investisseurs eux-mêmes n'ont plus de conviction entre les actions, les obligations ou le marché monétaire !

Comment avons-nous pu en arriver là ? Est-ce lié aux effets récessifs de la politique de rigueur mise en place en Europe, et son impact dans le monde ? Les indicateurs économiques baissent fortement, le moral des ménages plonge, et l'économie se grippe. Oui mais voilà : à l'heure actuelle, très peu de pays ont véritablement commencé à réduire leur dépense publique – dans ces conditions, l'impact sur l'économie réelle devrait être quasi nul. Souffrons-nous uniquement d'un effet négatif de perception, qui disparaîtra au fil des mois ?

Les chefs d'entreprises avec lesquels nous discutons tiennent tous le même discours : sur leur activité internationale, la demande reste forte, mais leurs clients européens sont attentistes. Non pas pour des raisons de difficulté financière, mais par peur de dépenser à contre-courant. Ainsi, selon nous, c'est bien le message de grande rigueur véhiculée en Europe depuis des mois qui grippe notre économie, et non pas la rigueur elle-même. Les premières touchées sont les entreprises cycliques :

Performance des cycliques en bourse comparée à celle du CAC 40 (source : Bloomberg)



Quelle issue à cette situation de blocage ? Par défaut, le scénario d'une « Japonisation » de l'Europe semble tout tracé : une population vieillissante qui ne permet plus au PIB de croître, une stagnation des prix, un maintien du niveau de vie confortable des européens, mais une absence de nouvelle création de valeur sur notre marché intérieur. Dans ce scénario, le salut se trouvera dans nos sociétés fortement diversifiées à l'international, qui bénéficieront du dynamisme des pays émergents et des Etats-Unis, et sauront résister à une mauvaise conjoncture européenne.

Mais heureusement les banques centrales veillent : le Japon vient d'annoncer une impression de monnaie massive pour tenter, une nouvelle fois, de relancer sa croissance. La bourse locale a fortement rebondi depuis (+20% au T1). De la même façon, les Etats-Unis approchent leur plus haut historique car ils bénéficient du soutien inconditionnel de la FED et gardent donc le moral. En Europe, un premier soubresaut est apparu l'été dernier, avec un geste de M. Draghi. Mais nous restons encore sur des valorisations très faibles. Si la BCE réussit à redonner le moral aux européens, c'est tout le cycle vertueux économique qui repartira – avec à la clé de très belles performances boursières.

Notre conseil pour le reste de l'année est donc de rester investi sur les marchés actions, mais en se concentrant sur les valeurs très diversifiées à l'international.

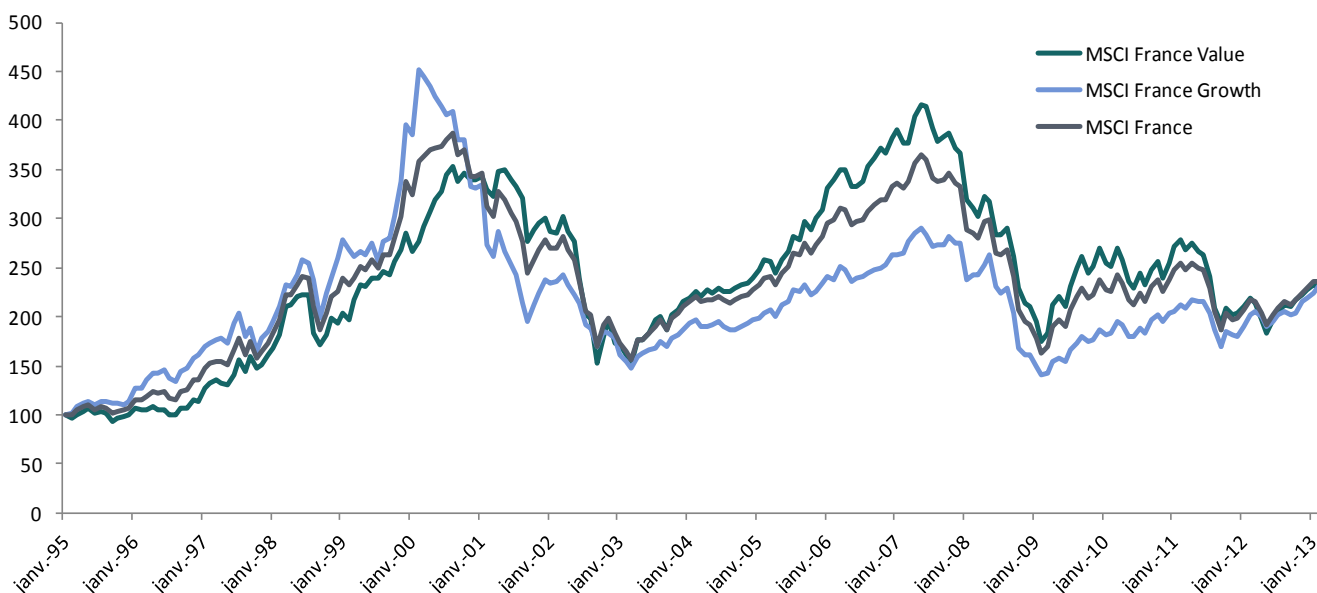
Pierre Willot  
le 10 avril 2013

## Les styles « Croissance » et « Valeur » : une affaire de cycle

C'est bien connu, les américains sont les rois du marketing. L'une de leurs techniques les plus efficaces consiste à simplifier un marché, afin de le rendre plus facilement compréhensible. Ils présentent ainsi leurs produits selon une gamme réduite mais cohérente. Ainsi, ils ont transformé nos 450 appellations viticoles en une dizaine de catégories, à partir du cépage dominant. Un américain ne commande plus aujourd'hui un « Saint Emilion », un « Sancerre » ou un « Morgon », mais plutôt un « Cabernet », un « Merlot » ou un « Chardonnay ». Cela permet au passage aux viticulteurs californiens de contourner les très gênantes appellations contrôlées, labels auxquels ils n'ont bien entendu pas droit...

De la même manière, les différentes techniques de gestion financière étant complexes à comprendre et à distinguer, ils ont introduit des catégories de gérants, et en particulier deux pour les gérants action : le style « Growth » (Croissance) et le style « Value » (Valeur) – nous nous rattachons plutôt à ce dernier. Schématiquement, les premiers ont pour objectif de dénicher des sociétés potentiellement chères, mais très innovantes et avec une forte croissance (typiquement Gemalto ou LVMH). Les seconds, au contraire, vont s'attarder sur des sociétés peu chères et moins dynamiques, dont le cours de bourse présente généralement une décote sur l'actif net de la société (par exemple Vallourec ou Saint Gobain).

L'un et l'autre de ces styles de gestion ont leur star : Peter Lynch pour les « Growth », Warren Buffett pour les « Value ». Des indices ont même été créés pour suivre la performance de l'un et l'autre de ces styles. (L'indice MSCI France, comparable au CAC 40, représente le marché français dans son ensemble, c'est-à-dire la somme des styles « Growth » et « Value »):



Performance des indices Morgan Stanley Capital International « Growth » et « Value » français depuis 1995 – source : Bloomberg

Si sur le long terme, les deux techniques apportent sensiblement la même valeur ajoutée, on observe que certaines périodes sont plus favorables à tel style ou à tel autre. Sans surprise, la bulle internet de l'an 2000 a été suivie par trois années très difficiles pour les gérants « Growth », qui, par définition, avaient pour la plupart beaucoup misé sur des « start-ups » des secteurs technologiques.

A l'inverse, les crises financières de 2008 et 2011 ont surtout pénalisé les sociétés « Value ». En effet, beaucoup d'entre elles ont un endettement élevé, et sont donc potentiellement en difficulté lorsque le système bancaire va moins bien. Elles sont aussi souvent plus sensibles aux cycles économiques mondiaux.

Depuis 2010, les gérants « Value » ont accumulé un retard de performance de plus de 30% par rapport à leurs confrères « Growth ». Mais tout est affaire de cycle, et il y a fort à parier qu'un rattrapage important de ce style de gestion interviendra une fois la croissance mondiale stabilisée.

### 2010 - 2013 : Trois mauvaises années pour l'investissement "Value"

	Indice	Titres "Growth"	Titres "Value"
2010	-0,3%	8,7%	-5,5%
2011	-16,6%	-11,3%	-20,1%
2012	15,9%	21,4%	11,8%
TI 2013	3,1%	7,0%	0,4%

Performance des indices MSCI « Growth » et « Value » français – source : Bloomberg

## Fiscalité du patrimoine – une « boîte à outils » pour faire face aux nouvelles règles

Si la loi de finances pour 2013 a considérablement alourdi la fiscalité des revenus du patrimoine, certains placements continuent de tirer leur épingle du jeu.

### L'attractivité des PEA renforcée

Depuis le 1er janvier 2013, les plus-values mobilières réalisées sur un compte titres ordinaire sont taxées selon le barème progressif de l'impôt sur le revenu, assorti d'un nouveau mécanisme d'abattement pour durée de détention. Le PEA, en revanche, conserve toute son attractivité : les taux de taxation de 22,5 %, en cas de sortie moins de deux ans après l'ouverture, et de 19 %, entre deux et cinq ans, sont maintenus. Après cinq ans, seuls les prélèvements sociaux s'appliquent.

**Rappel :** L'ensemble des versements sur un PEA est limité à 132.000 euros (soit un plafond de 264.000 euros par couple).

### L'Assurance-Vie : une enveloppe défiscalisante efficace

Autre dispositif épargné par les dernières lois de finances, l'assurance vie reste une enveloppe fiscale particulièrement avantageuse et complémentaire d'un PEA, d'autant plus qu'elle présente des avantages en termes de transmission de patrimoine.

Au-delà de 8 ans de détention, vous bénéficiez en effet d'un abattement de 4 600 € par an et par personne (9 200 € pour un couple) sur le produit acquis ou constaté du contrat. La fraction restante est alors soumise soit au barème progressif de l'Impôt sur le Revenu (IR), soit à un Prélèvement Forfaitaire Libératoire (PFL) de 7,50% (auxquels s'ajoutent les prélèvements sociaux de 15,50%).

Enfin, votre épargne reste toujours disponible. Vous pouvez effectuer des retraits (appelés « rachats ») partiels et même un retrait total, sans clôturer votre assurance vie. Vous avez alors le choix entre l'imposition sur le revenu ou le prélèvement forfaitaire libératoire :

-au taux de 35 % avant 4 ans de détention (+ prélèvements sociaux de 15,50%);

-au taux de 15 % entre 4 et 8 ans de détention (+ prélèvements sociaux de 15,50%).

Pour l'option entre l'IR ou le PFL, il vous faudra comparer le taux du PFL avec votre taux marginal d'imposition afin de savoir lequel est le plus avantageux. Ainsi, dans le pire des cas, vos plus-values mobilières seront taxées au barème progressif de l'IR au même titre que les plus-values générées dans un compte titre ordinaire, et au mieux vous pourrez opter pour le PFL ce qui vous permettra de réduire la fiscalité de vos plus-values.

Cependant, l'assurance-vie nécessite de passer par une compagnie d'assurance, et « coûte » donc légèrement plus cher qu'un PEA ou un compte titre classique. Sachez que nous travaillons avec plusieurs assureurs (Allianz, Axa, Neufilze, CNP...) et que nous sommes à votre disposition pour vous aider à choisir le contrat le mieux adapté à vos besoins.

### Les OPCVM de capitalisation

Pour les sommes qui seraient placées dans un compte-titre ordinaire, les OPCVM de capitalisation sont une solution efficace pour ceux qui souhaiteraient réduire leurs dividendes ou coupons obligataires. Votre placement s'apprécie ainsi sans générer de revenus taxables. Vous êtes fiscalisé uniquement en cas de vente de l'OPCVM et le portefeuille pourra bénéficier d'un abattement en cas de durée de détention supérieure à 2 ans (seulement dans le cas des OPCVM investis au minimum à 75% en actions).

### Tableau synthétique sur la fiscalité de votre épargne (Taux de prélèvements sociaux inclus à 15,5%)

Type de compte	Jusqu'à 2 ans	Entre 2 et 4 ans	Entre 4 et 5 ans	Entre 5 et 6 ans	Entre 6 et 8 ans	Après 8 ans
PEA (au moment du rachat)	38%	34,5%		15,5%		
Assurance Vie (au moment du rachat)	IR ou PFL de 50,5%		IR ou PFL de 30,5%			IR ou PFL de 23% (au-delà de 4600 € ou 9200 € pour un couple)
Compte titre (au fur et à mesure des plus-values)	IR	IR (avec un abattement de 20%)	IR (avec un abattement de 30%)	IR (avec un abattement de 40% du montant de l'actif)		

Note : Ces éléments ont pour objectif de vous informer des changements de fiscalité et ne constituent pas un conseil fiscal – chaque patrimoine étant différent, n'hésitez pas à contacter votre conseiller habituel pour étudier votre situation personnelle.

## Gamme de fonds Montaigne Capital

Nos trois OPCVM déclinent 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 des petites et moyennes valeurs européennes, à dominante française. Le fonds se concentre aussi bien sur des valeurs en retournement que des valeurs de croissance. Les sociétés en portefeuille ne sont souvent suivies que par un nombre très limité d'analystes, et nous sommes convaincus que notre connaissance profonde de ces dossiers nous permettra 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 de suivi macro-économique, et investit ensuite sur 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 ». En effet, le positionnement géographique est le premier facteur de surperformance des fonds internationaux.

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

## Évolution de la performance sur le trimestre

Fonds	ISIN	Type	Perf TI 2013	Perf Indice
Convictions France	FR0010946632	Actions	+1,9%	+3,5%
Zones de Croissance	FR0010947119	Actions	+3,8%	+1,0%
Agir Plus	FR0007478938	Diversifié	+6,6%	+5,3%

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

## Commentaire trimestriel

Après un très bon mois de janvier pour les marchés européens, et tout particulièrement pour les petites et moyennes valeurs, les élections législatives italiennes de février ont ravivé les craintes sur la gouvernance de la zone euro et ont fait fuir les investisseurs du continent. Ainsi, le mouvement de normalisation favorable aux investisseurs « stock-picking » entamé l'été dernier s'est brutalement interrompu, en faveur des grandes valeurs mondiales indicielles.

Si les pays émergents sont restés relativement stables sur le trimestre (indice MSCI Emerging en euros à +1,0%), la bourse américaine a poursuivi sa progression pour afficher en fin de trimestre un quasi record sur l'indice S&P 500.

*Quelles perspectives attendre pour le trimestre à venir ?*

Sur le plan des **actions**, nous observons depuis plusieurs semaines un fort ralentissement des indicateurs avancés en Europe. Ceci sera défavorable aux actions cycliques européennes, que nous préférons progressivement arbitrer. Néanmoins, la bourse américaine est maintenant chère, et nous considérons que cette dernière n'offre plus à court terme de perspective de revalorisation. Notre attention se porte donc sur de grandes sociétés européennes capables de résister au fort ralentissement économique du continent, de par leur diversification.

Le marché des **changes** reste toujours très difficilement prévisible. En raison de l'accélération des programmes de « Quantitative Easing » dans le monde, au Japon notamment ce trimestre, de nombreuses monnaies devraient rester sous pression. L'euro, en raison de la relative orthodoxie de la BCE, pourrait donc voir sa valeur rester ferme pour le moment.

Les marchés **obligataires** sont devenus baissiers aux Etats Unis, le taux à 10 ans américain amorce sa remontée. Cette normalisation semble logique dans un contexte de redémarrage de l'économie US. En revanche, la dépression européenne « à la Japonaise » entraîne de nouveau une baisse des taux sur l'euro, à un niveau historiquement bas. Sans signe de redémarrage du continent, les obligations conserveront leur statut de valeur refuge et les taux resteront au plus bas.

Pour finir, les **matières premières** sont contrastées : les métaux industriels sont orientés à la baisse, le pétrole est resté étonnement ferme (+5.9%) dans un contexte de ralentissement mondial. L'or est stable, mais intéresse moins les investisseurs (les craintes d'inflation s'estompent peu à peu).

Ainsi, nous pensons que le contexte à court terme pourrait être plutôt favorable pour Zones de Croissance, défavorable pour Convictions France (mais un fort rebond est possible d'ici la fin de l'année) et neutre pour Agir +.