



Le retour des fusions-acquisitions ?



En 2014, le marché des fusions-acquisitions a signé sa meilleure année depuis plus de 7 ans. Même si les États-Unis restent leaders en la matière (Time Warner Cable et Comcast pèsent pour plus de 70 Mds\$!), la France est très active avec de nombreuses opérations.

Les plus emblématiques, Lafarge fusionnant avec Holcim, et Publicis avec Omnicom, auront chacune été difficiles. Si la première a maintenant de fortes chances d'aboutir, la seconde est déjà abandonnée. Le style français est-il inadapté à ce type de mégafusions ?

2015 risque de rester active, avec un premier trimestre déjà riche en opérations. Mais les États-Unis, avec la nouvelle vigueur du dollar, risquent de devenir **les grands prédateurs** du monde. En France, mieux vaut se focaliser sur les cibles potentielles, car l'euro faible ne permet plus à nos sociétés de faire des achats à bon compte hors du vieux continent.

Notre sélection de valeurs « opéables » : Fiat Chrysler, Pernod Ricard, Gemalto, Smith & Nephew, Alcatel, Ales Group, Le Noble Âge, Canal+, etc.

Éditorial

« Don't fight the ECB »

« Ne pas aller à l'encontre de la Banque centrale », telle est la ligne de conduite des investisseurs depuis l'annonce du *Quantitative Easing* européen fin janvier 2015. Les marchés ont largement profité de ce comportement, avec une hausse de près de 20 % pour les actions depuis le début de l'année. Les vendeurs se font rares !

1 Les objectifs de la BCE

Concrètement, la BCE se porte acquéreuse d'un volume considérable d'obligations émises par les États européens. Pourtant, ces pays n'éprouvaient aucune difficulté à emprunter et bénéficiaient déjà de taux exceptionnellement bas : 0,7 % à 10 ans pour la France par exemple. Pourquoi, dans ce contexte, acheter massivement ce type d'actifs ?

Le but avoué de la BCE est de **faire progresser les anticipations d'inflation**, ce qui inciterait les entreprises à accélérer leurs projets d'investissement : en cas de succès, un cercle vertueux s'enclencherait de nouveau. Deux mécanismes entrent en jeu : la Banque centrale imprime de la monnaie pour pouvoir acheter les obligations, et augmente ainsi la masse monétaire. Cela fait mécaniquement perdre de la valeur à l'euro, car le prix d'un bien tangible est supposé augmenter dans les mêmes proportions que la masse monétaire. Autre effet induit : les coûts d'importation augmentent, ce qui force certaines entreprises à augmenter leurs prix en Europe. On parle alors d'inflation importée. La baisse de l'euro est désormais un objectif quasi officiel de la BCE.

2 Les principaux bénéficiaires

La BCE achète les actifs à des prix de marché, et ce flux acheteur entraîne les valorisations légèrement à la hausse. À première vue, les gagnants de cette opération sont les États, qui empruntent de moins en moins cher, et les détenteurs de ces obligations, qui les cèdent à bon prix. Néanmoins, étant donné les prix déjà élevés, cet effet d'aubaine est marginal.

Toutefois, **un effet induit est plus puissant** : les détenteurs traditionnels de ces obligations sont les banques et les épargnants, qui cherchent alors à réemployer leurs nouvelles liquidités vers d'autres actifs. Ils se tournent ainsi vers des obligations d'entreprises et des actions, plus risquées. Les épargnants sont alors les vrais gagnants de ce QE. Malheureusement, en France, moins de 20 % des ménages possèdent des actions...

Dernier maillon à bénéficier du QE : les entreprises elles-mêmes. La demande pour les actions et obligations augmentant, elles se financent à des prix attractifs et peuvent alors lancer, si elles le désirent, des plans d'investissement. C'est aussi là l'un des buts de la BCE.

3 Les marchés restent-ils haussiers ?

Pour l'investisseur final, ce débat monétaire n'a que peu d'intérêt, si ce n'est qu'il conditionne sa décision de rester investi sur les actions. Pour évaluer l'impact potentiel d'un QE sur les bourses européennes, nous pouvons regarder deux aspects.

- Aux US, l'expérience des QE a été très favorable. Le QE1 avait été lancé dans la tourmente financière de 2009 et a permis d'éviter le pire. Ensuite, les QE2 et QE3 ont permis aux Bourses américaines de progresser d'environ 30 % sur les périodes concernées.
- L'importante dépréciation de l'euro ne peut se compenser dans les portefeuilles actions des investisseurs internationaux (comptabilisation en USD) que par une progression relative de 30 % de l'Europe par rapport au reste du monde. Cela permet de compenser l'effet devise.

Il est ainsi probable que des flux acheteurs vont continuer de soutenir les Bourses européennes, et qu'**il faudra se laisser porter par ce courant**. Il n'est pas exclu de retrouver le niveau des 6 000 points sur le CAC dès cette année. La crainte de se trouver actuellement dans une bulle financière est légitime, mais nous n'en sommes qu'à ses prémices. À suivre, avec attention.

Pierre WILLOT
le 13 avril 2015

Les bulles : les comprendre et les détecter

Les bulles financières, leur formation et leur éclatement ont fait l'objet d'études depuis les débuts de l'histoire économique.

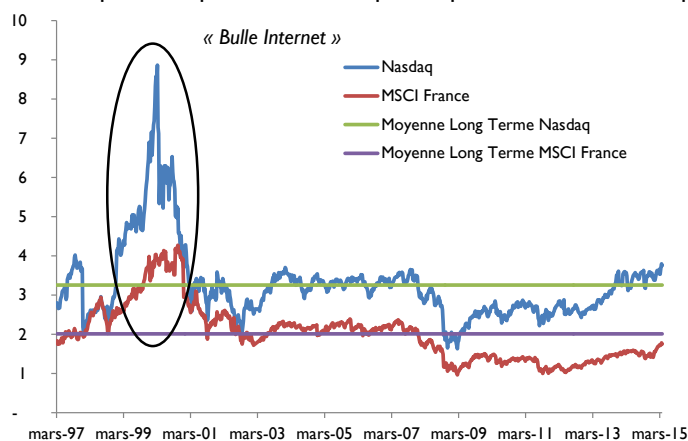
L'exemple le plus ancien est probablement celui de la crise de la tulipe en Hollande en 1636-1637. Entre novembre et février, le prix des bulbes de tulipe a été multiplié par près de 20 à Amsterdam, pour atteindre, dans certains cas, la valeur d'une maison... avant que la bulle n'éclate, ruinant de nombreux spéculateurs.

Plus récemment, la bulle des années 2000 a vu les indices boursiers atteindre des sommets, tirés par des valeurs « Internet » valorisées parfois plusieurs centaines de millions de dollars, alors qu'aucun chiffre d'affaires n'était encore réalisé.

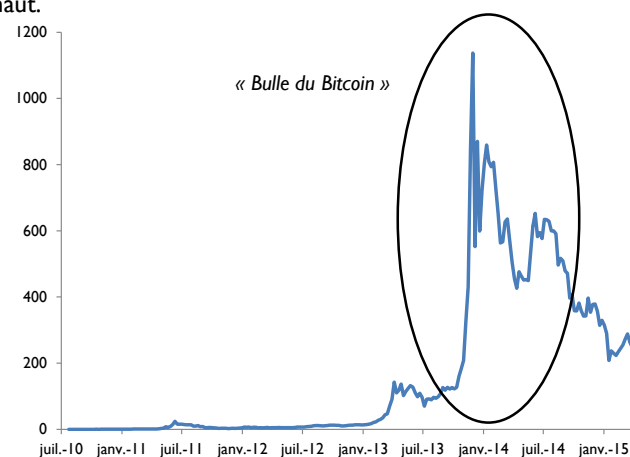
On pourrait également citer la bulle japonaise de 1990, ou encore la bulle du « Bitcoin » en 2013, cette monnaie virtuelle qui permet de payer biens et services sur Internet sans passer par le système bancaire classique et dont la valeur est passée de 13 \$ à 1 300 \$ entre janvier et novembre 2013 !

Bien entendu, il est facile de reconnaître, a posteriori, la formation d'une bulle. La détecter quand elle se forme et avant qu'elle n'éclate est bien plus ardu. On peut cependant lister les caractéristiques qui sont communes à chacune de ces bulles.

- **Des niveaux de valorisation exagérément élevés** : lors des phénomènes de bulle, le prix des actifs concernés atteint des niveaux record, difficilement justifiables d'un point de vue économique. Si l'exemple des bulbes de tulipe échangés pour le prix d'une maison est particulièrement parlant, songeons également qu'au plus fort de la bulle spéculative japonaise de 1990, les prix au centre de Tokyo pouvaient atteindre l'équivalent de 250 000 euros le mètre carré...
- **La présence de prétextes – souvent relayés par les médias – pour justifier ces niveaux de valorisation** : au moment de la bulle Internet, la « nouvelle économie » devait conduire à l'ère du 100 % virtuel, au détriment du tissu économique traditionnel. Lors de la bulle spéculative sur les matières premières en 2007-2008, de nombreux analystes anticipaient un prix du pétrole à 250 \$ le baril en raison du « peak oil », c'est-à-dire de l'atteinte d'une limite en termes de production de pétrole.
- **Un large engouement se traduisant par un « momentum » élevé** : le propre des bulles est également la vitesse à laquelle la hausse se produit. La valeur des actifs concernés peut ainsi doubler ou tripler en quelques mois, gonflée par une demande forte de la part d'un public convaincu par les prétextes mentionnés plus haut.



Valorisation du marché par rapport à sa valeur comptable (Price to Book ratio)
Source : Bloomberg, Montaigne Capital



Prix du Bitcoin en dollars américains lors de la « bulle du Bitcoin »

Assistons-nous actuellement à la formation d'une bulle sur les actions ?

C'est la question que l'on peut légitimement se poser dans la mesure où les marchés action ont réalisé l'un des meilleurs trimestres de leur histoire. En reprenant les critères ci-dessus, on peut cependant constater que la valorisation des marchés, si elle est élevée, **n'est en rien excessive comparativement à ce qu'elle a pu être historiquement** (cf. graphe ci-dessus). De plus, on ne peut pas dire que l'on assiste à un engouement du grand public pour les marchés boursiers, et encore moins que les médias relayent l'existence d'un nouvel eldorado sur les actions.

En revanche, s'il apparaît ainsi peu probable que les marchés actions soient actuellement en bulle, il n'en est pas forcément de même pour le marché des obligations d'État, sur lesquelles repose pourtant l'essentiel des placements « prudents ». Ces dernières, en effet, **présentent certains signes inquiétants...**

D'une part, les niveaux de valorisation semblent irrationnels. Les taux d'intérêt à 5 ans allemands et français sont désormais négatifs, ce qui signifie qu'il existe des investisseurs qui sont prêts à payer des États pour avoir le droit de leur prêter de l'argent durant 5 ans ! Sauf à anticiper une forte déflation (c'est-à-dire une baisse de la valeur de la monnaie), cela paraît absurde.

Par ailleurs, les discours de toutes les grandes Banques centrales permettent de justifier ces valorisations : « nous allons maintenir des taux bas aussi longtemps que nécessaire », répètent-elles en chœur. En agissant ainsi, elles fournissent aux investisseurs une raison de croire à la pérennité de la situation actuelle, quand bien même, économiquement, cette situation n'est pas viable à long terme.

Reste qu'il est encore difficile de déceler un large mouvement d'adhésion du public à ce discours. Les formes les plus indirectes en sont peut-être le succès important des produits « sans risque » tels que le livret A ou les assurances-vie « en euro ».

De là à dire que ces derniers deviendraient risqués, il y a un pas que nous ne franchirons pas. Mais la question mérite d'être posée !



Risque et investissement – Le billet d’humeur de Rémy Bert

Le cellérier (économe) d’un couvent était venu nous trouver il y a quelques années afin d’investir une partie des sommes appartenant à son monastère.

Sa demande était un peu inhabituelle : il voulait, en effet, que ces sommes soient investies dans des entreprises françaises afin de favoriser l’économie et l’emploi.

À l’heure où beaucoup parlent de « placements éthiques », en voici un tout trouvé...

L’argument généralement invoqué contre le risque est que l’on ne peut pas se permettre de perdre son capital. Or on oublie trop souvent que le placement baptisé « sans risque » peut malgré tout être risqué. En effet, les « produits de taux » qui constituent ces placements sont dans la plupart des cas composés d’obligations d’État (dont le coupon est souvent plus faible que les obligations d’entreprises privées), qui peuvent baisser fortement si les taux viennent à remonter.

De plus, l’inflation vient encore ronger ce faible rendement, d’autant plus que la Banque centrale européenne et nos gouvernants souhaitent aujourd’hui faire repartir l’inflation pour des raisons macroéconomiques, ce qui est peu rassurant pour l’épargnant...

Il est clair pour l’investisseur long terme que l’on n’a rien sans risque (ce qui ne veut pas dire qu’il ne faut pas diversifier ses risques en ne mettant pas « tous ses œufs dans le même panier », comme le dit la sagesse populaire). Mais la part la plus longue de l’investissement (dont on n’aura pas besoin rapidement) peut très bien être investie en actions, réparties entre grandes et petites entreprises, en variant les secteurs, les pays et les monnaies.

Il est rare de voir citer l’Évangile dans un bulletin professionnel, mais pourquoi ne pas évoquer en conclusion la parabole des talents ? C’est en effet le serviteur qui a enterré son talent, car il savait que son maître était quelqu’un de « rigide qui récolte là où il n’a pas semé », qui se fait sévèrement rappeler à l’ordre parce qu’il « aurait pu mettre l’argent à la banque, et le maître l’aurait retrouvé à son retour avec les intérêts ». Son talent lui fut retiré pour être donné à celui qui avait multiplié le capital par cinq !

Peut-être pouvons-nous, en 2015, méditer cette parabole, explicitement destinée à l’investissement et au risque...

Réduction de l’impôt sur le revenu : le point sur les dispositifs en vigueur

Les différents « coups de rabot » et le plafonnement global des « niches fiscales » ont bien entamé les dispositifs disponibles pour les contribuables qui préfèrent investir dans des secteurs qui ont besoin de capitaux plutôt que de payer des impôts.

En cette période de déclaration de revenus, il peut être intéressant de se pencher sur les réductions d’impôts toujours en vigueur. Bien entendu, de nombreuses conditions et des plafonds s’appliquent à chacun de ces schémas, et il convient de demander conseil à votre interlocuteur habituel avant tout investissement.

Tour d’horizon des principaux dispositifs encore en place pour l’impôt sur le revenu 2014 :

Dispositif de réduction d’impôt sur le revenu	Classe d’actif concernée	Taux de la réduction	Plafond de la réduction d’impôt	Note
PME en direct	Actions de PME	18 %	9 k€ (18 k€ pour les couples)	Peut permettre de soutenir le projet de création d’entreprise d’un proche. Engagement de conservation de 5 ans.
FCPE / FIP / FCPR	Actions et obligations de PME	18 %	12 k€ (24 k€ pour les couples)	Engagement de conservation de 5 à 8 ans.
SCPI de déficit foncier	Immobilier	Tranche marginale d’imp.	TMI x 10,7 k€ en l’absence de revenus fonciers	Réduit l’assiette de revenus imposables.
PERP / PERCO / Madelin	Divers	Tranche marginale d’imp.	En fonction des revenus	Réduit l’assiette de revenus imposables. Capital bloqué jusqu’à la retraite.
Investissement dans les DOM-TOM	Divers	18 à 38 %	30,6 k€ ou 11 % des revenus	Enga. de conservation de 5 à 6 ans. Réduc. fiscale étalée sur la période.
Loi Pinel / logement social	Immobilier	12 % (métropole) à 29 % (outre-mer)	36 à 87 k€	Enga. de conservation de 6 à 9 ans. Réduc. fiscale étalée sur la période.
SOFICA	Cinéma	30 à 36 %	5,4 k€ ou 7,5 % des revenus	Enga. de conservation de 5 ans.

Enfin, il est bien entendu toujours possible de réaliser des donations, qui permettent de déduire 66 % de la somme donnée (75 % dans la limite de 526 € pour les organismes d’aide aux personnes en difficulté), même si ces dernières sont faites à fonds perdus.

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 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. T1 2015	Perf. Indice
Convictions France	FR0010946632	Actions	+11,03 %	+17,87 %
Zones de croissance	FR0010947119	Actions	+12,73 %	+12,12 %
Agir Plus	FR0007478938	Diversifié	+11,07 %	+7,91 %
Europe internationale	FR0010085530	Actions	+19,72 %	+18,67 %

Commentaire trimestriel

Si les marchés internationaux ne progressent que faiblement au premier trimestre (S&P 500 en hausse de +0,44 %), il n'en va pas de même pour les actions européennes qui bénéficient de flux acheteurs conséquents. Notre retour sur les actions européennes effectué en 2014, trop tôt, finit donc par être gagnant. L'EuroStoxx 50 progresse de +17,51 % et réalise la meilleure performance des grandes classes d'actif mondiales.

Quelles perspectives attendre pour le trimestre à venir ?

Sur le plan des **actions**, le rattrapage européen est enfin là ! Les marchés sont désormais revenus à des niveaux de valorisation équivalents à leurs homologues américains, si nous ajustons du poids des différents secteurs dans les indices. Néanmoins, les bénéfices des entreprises du vieux continent vont désormais profiter de l'effet positif de la baisse de l'euro et méritent donc une prime de valorisation. Nous restons également positifs sur les pays émergents qui restent décotés et devraient rebondir.

Sur le marché des **changes**, l'euro a poursuivi son repli. L'annonce du QE européen a accéléré le mouvement de baisse, ce qui donne de l'air à nos entreprises exportatrices.

Les rendements **obligataires** atteignent désormais des niveaux ridicules. L'OAT à 10 ans française affiche fin mars un rendement de 0,50 %... Nous pensions le point bas atteint fin 2014, mais le stimulus monétaire devrait maintenir les taux à des niveaux plancher jusque mi-2016, soit peu avant la fin du QE annoncé par la BCE. Il peut en revanche être judicieux de jouer le rebond américain à travers un investissement sur les taux variables US (floaters) ou les TIPS (obligations d'État indexées sur l'inflation).

Les **matières premières** ont été très faibles : le minerai de fer s'effondre encore, à moins de 50 \$ la tonne contre plus de 100 \$ en 2014. Ainsi, nous assistons à une baisse sensible des coûts à la production (baisse des matières premières, stagnation des salaires). Cela devrait permettre, à moyen terme, de restaurer les niveaux de marge des grands conglomérats industriels.

En Europe, le rebond est lancé – nous maintenons la stratégie annoncée dans notre dernière lettre : une concentration sur les grandes valeurs européennes pendant le premier semestre (à travers Europe Internationale), puis une diversification vers les petites valeurs qui ne manqueront pas de suivre le mouvement, mais probablement en décalage. Convictions France sera alors le fonds le plus adapté. Bien entendu, nous conservons nos positions sur les actions émergentes, encore très décotées. Il faut saluer le très beau rebond boursier de la Chine, pourtant si décriée par certains économistes ces dernières années.

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.