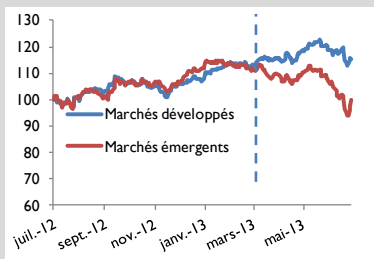


Marchés émergents :

Simple pause, ou changement structurel ?

Depuis le début de l'année 2013, dans un contexte globalement porteur pour les actions, les marchés émergents sont en nette baisse.



Une telle dé-corrélation n'était pas arrivée depuis bien longtemps. Traditionnellement en effet, les marchés émergents « amplifient » les mouvements des marchés développés, à la hausse et à la baisse.

Comment interpréter dès lors ce mouvement ? S'agit-il d'une simple anomalie, ou d'un changement structurel ?

Nous pensons, pour notre part, que les marchés émergents sont toujours promis à un très bel avenir. Ils représentent 33% du PIB mondial, mais seulement 15% de la capitalisation boursière globale. D'autre part, les taux de croissance économique attendus restent très largement supérieurs à ceux des pays développés.

Mais les événements de ces derniers mois nous rappellent que les marchés émergents ne sont pas pour autant une martingale, et que ces pays restent plus instables que les pays développés et donc plus risqués.

Il convient donc plus que jamais de sélectionner ceux de ces pays qui présentent le moins de risque et les plus belles perspectives, ce que nous faisons via le fonds Montaigne Capital Zones de Croissance.

Éditorial

Mauvaise nouvelle : l'économie mondiale va mieux !

Aussi absurde que cela puisse paraître, c'est ainsi que l'on peut résumer les principaux mouvements du marché sur le trimestre. Ce dernier a en effet été très atypique : la plupart des statistiques macro-économiques positives publiées aux Etats-Unis (baisse du chômage, hausse de la production industrielle, etc.), qui sont habituellement saluées par des hausses du marché, ont provoqué de fortes baisses durant ce trimestre !

Ces mouvements très paradoxaux peuvent s'expliquer ainsi : face à l'amélioration sensible des conditions macro-économiques outre-Atlantique, la Banque Centrale Américaine (FED) a annoncé un plan de réduction des « quantitative easing », ces mesures d'assouplissement monétaire qu'elle avait mises en place depuis 2009. La FED conditionne ces réductions à une baisse du chômage sous les 6.5%, barrière qui ne devrait pas être franchie avant 2014. Cependant, les investisseurs, craignant que l'orthodoxie monétaire ne revienne plus tôt que prévu, ont réagi négativement à chaque bonne nouvelle économique publiée.

Conséquence directe de cette annonce : les taux d'intérêt souverains ont fortement remonté à travers le monde, tirés par les taux américains, entraînant une correction des marchés obligataires (cf. page suivante). C'est donc parmi les actifs les moins risqués, tels que les obligations d'Etat, que l'on observe les plus fortes baisses ce trimestre. L'effet de la remontée des taux a en particulier été amplifié dans les pays émergents par des troubles dans certains pays : troubles sociaux au Brésil et en Turquie, changements politiques en Chine. Les obligations souveraines de ces pays ont au bout du compte perdu près de 10%. Les actions des pays émergents ne font guère mieux, -8%, même si notre fonds « Zones de Croissance » a très largement limité les dégâts dans ce marasme et réalise -2% depuis le début de l'année (cf. ci-contre).

Autre victime de ce changement de paradigme : l'or, qui baisse fortement depuis la fin du mois de mars (-26%). Dans un contexte d'amélioration des perspectives économiques, détenir de l'or, assurance par excellence contre une faillite du système financier mondial, n'est plus aussi vital, et certains investisseurs ont donc préféré en réduire leur détention.

Heureusement, ces bonnes nouvelles ont tout de même profité à certains actifs. Les valeurs délaissées, en particulier les fameux titres « value » dont nous vous parlions le trimestre dernier, ont fortement rebondi. Si la reprise se dessine, il devient beaucoup moins problématique pour certaines d'entre elles de refinancer leur dette, ou de vendre une partie de leurs actifs. Alcatel et Faurecia reprennent par exemple 35% et 30% sur le trimestre.

Dans ce contexte, deux scénarios sont envisageables. Le premier consisterait en une poursuite de la reprise économique aux Etats-Unis, qui petit à petit bénéficierait à l'ensemble des marchés mondiaux, et en particulier à l'Europe. Ce scénario de « sortie par le haut » serait largement favorable aux marchés actions et matières premières, et serait à contrario défavorable aux obligations et à l'or.

Le second scénario, est celui d'une « japonisation » de l'Europe, c'est-à-dire une crise larvée similaire à celle subie par le Japon entre 1990 et 2012, marquée par un vieillissement de la population, une forte baisse de l'immobilier et des actions, ainsi qu'une déflation générale des prix.

Notre stratégie face à ces alternatives consiste à investir dans les seuls actifs susceptibles de prendre de la valeur quel que soit le scénario : les actions de sociétés bien gérées, et surtout très présentes à l'international. Nous avons créé à cet effet un fonds : Montaigne Capital Europe Internationale. (cf page 3). Et surtout, nous ne perdons pas de vue que les dernières bonnes nouvelles, qui certes ont provoqué des réactions négatives à court terme, restent de bonnes nouvelles.

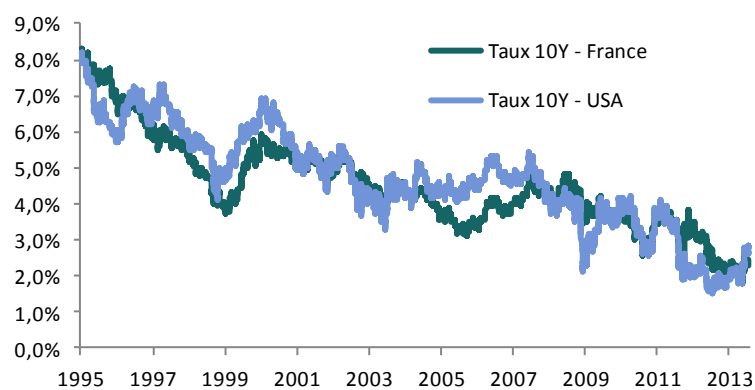
Jérôme Guilnard
le 12 juillet 2013

Hausse des taux – comment protéger son portefeuille d'obligations ?

Rappelons brièvement le comportement d'un portefeuille obligataire en fonction de l'évolution des taux d'intérêt.

La performance annuelle d'une obligation peut se décomposer en deux parties : le coupon obligataire payé pendant la période d'une part et le changement de prix de marché de l'obligation d'autre part, en ignorant l'effet coupon. Si le premier est prévisible (défini à l'émission de l'obligation), le second dépend de différents facteurs dont le niveau des taux d'intérêts, le risque de signature de l'émetteur, la liquidité de l'obligation, etc.

Intéressons-nous particulièrement à l'effet « taux d'intérêt », qui est souvent le facteur impactant le plus les mouvements de prix : dans le cas où les taux d'intérêt baissent, les investisseurs préfèrent acheter des obligations émises dans le passé offrant des coupons plus élevés, plutôt que de souscrire à de nouvelles émissions avec des taux actuels plus bas. **La demande pour les anciennes obligations devient forte, et leur prix augmente.** On accepte même de payer une prime importante par rapport au montant nominal qui sera remboursé à terme, et donc implicitement de sacrifier une partie du capital, pour le droit d'être rémunéré à un taux meilleur. Pourtant en définitive, acheter cette obligation ancienne (coupons élevés mais perte en capital) sera équivalent à l'achat d'une obligation nouvellement émise (taux de coupon plus faible mais sans perte de capital) : les taux actuariels s'équilibrent. Mais cela explique la hausse du prix de marché des anciennes obligations en période de baisse des taux. Inversement, ce prix diminuera si les taux remontent.



Ces 20 dernières années, les taux à 10 ans en France sont passés de 8% à moins de 2%. Ce **super-cycle de baisse des taux** a permis à tous les porteurs d'obligations ou de fonds en euros d'assurance vie de très bien gagner leur vie.

Mais, comme nous l'avons vu dans l'éditorial, Ben Bernanke pourrait bien avoir sonné la fin de ce cycle : les taux US sont passés de 1,5% à 2,5% en un mois – faut-il donc vendre ses obligations ?

Nous pensons que celles-ci restent une classe d'actifs très intéressante et sécurisée – mais il faut être très sélectif dans nos choix. Deux solutions nous semblent possibles :

1. Les obligations courtes (de moins de 3 ans)

La sensibilité d'une obligation à une variation de taux dépend principalement de sa maturité. Très schématiquement, un changement instantané de taux d'intérêt de 100 bps (ce qui correspond à un mouvement très violent) aura un impact d'environ 1% sur le prix d'une obligation à un an. Cet impact sera environ multiplié par le nombre d'années restant à courir pour les obligations longues, lesquelles varieront donc beaucoup plus. Ainsi, pour se protéger d'une hausse des taux, il faut éviter les obligations « longues » et se focaliser sur les maturités proches (nous recommandons 3 ans maximum pour les profils prudents, et 5 ans pour les investisseurs plus offensifs).

Ces obligations courtes ont néanmoins le désavantage de ne servir qu'un taux de retour sur investissement limité, de l'ordre de 2,5% pour un panel d'obligations d'entreprises intéressantes. Les taux sont en effet très bas !

2. Les obligations à taux variables, qui peuvent s'apprécier en phase de hausse des taux

Une autre alternative est de se tourner vers les obligations dites « à taux variables ». Contrairement aux obligations classiques, qui versent à leurs porteurs un taux fixe annuel défini à l'avance, une obligation variable servira chaque année un taux variable de marché (par exemple le taux à 10 ans français), augmenté d'une marge fixe. Dans les phases de hausse des taux, la rémunération de l'obligataire augmente, et donc le prix de l'obligation avec.

Ce type d'investissement permet de générer des rendements plus attractifs (de l'ordre de 4 ou 5% pour des signatures d'entreprises intéressantes), mais sa disponibilité est très limitée en raison du faible nombre d'émissions à taux variables effectuées ces dernières années.

Quelques exemples d'obligations variables :

Emetteur	ISIN	Maturité	Nominal	Coupon	Notation	Rendement actuariel
Casino Guichard	FR0010154385	Perpétuelle – sub.	1 000 €	Taux 10 ans + 1.0%	BB	4.8 %
Veolia Environnement	FR0011391820	Perpétuelle – sub.	100 000 €	Taux 5 ans + 3.6% / 4.6%	BBB-	5.2 %
EDF	FR0011401736	Perpétuelle – sub.	100 000 €	Taux 7 ans + 3.0% / 4.0%	BBB+	4.2 %

Remarque : les obligations perpétuelles peuvent être très volatiles, il est donc déconseillé d'investir sur ce type d'actif sans étude approfondie.

Avertissement : cet article ne constitue pas une recommandation d'achat ou de vente pour le lecteur. Montaigne Capital détient actuellement certaines de ces positions en portefeuille pour le compte de ses clients.

Bourses : dénicher les champions de l'export !

Et si, au lieu de dénoncer l'incapacité de nos gouvernants et de nous lamenter sur les noires perspectives de nos économies européennes, nous nous penchions sur nos entreprises qui ont compris où retrouver des leviers de croissance ?

Ce thème occupe l'esprit de nos équipes d'investissement depuis plusieurs mois.

Le constat est le suivant : notre économie est au point mort, la dette est élevée, les taux sont bas... Comment déceler les entreprises capables de dynamisme et de création de valeur dans ce contexte ? Nous avons cherché des moments dans l'histoire présentant des caractéristiques économiques similaires. Malheureusement, très peu de cas souffrent la comparaison. Une situation a malgré tout retenu notre attention : **le Japon du début des années 2000** qui avait purgé ses exubérances boursières et immobilières, et cherchait des moyens de relancer son économie à l'arrêt. L'étude des 10 dernières années du Nikkei (225 plus grandes valeurs japonaises) pourrait nous aiguiller sur les possibles futurs grands gagnants et perdants parmi les entreprises cotées européennes. De grandes tendances ressortent :

1. L'international est clef

Les entreprises du Nikkei ont connu des destins divers – si l'indice dans sa globalité a affiché une performance positive de 19% depuis 2003 (données à fin 2012), cette faible évolution masque de très importantes disparités entre les entreprises. Certaines ont vu leur cours divisé par 10, quand d'autres le voyaient multiplié par 10... Comment expliquer ces grands écarts ? C'est bien la performance opérationnelle qui explique ces mouvements. Il nous est apparu que les sociétés restées très concentrées sur leur marché domestique n'ont en général pas su grandir et développer leur activité. De plus, une concurrence accrue a affaibli leurs marges.

En revanche, **les meilleures sociétés ont su se développer à l'international**. Leurs bénéfices et leurs cours de bourse ont significativement progressé. A titre illustratif, sur notre échantillon de sociétés analysées de 200 valeurs, les 80 ayant une activité à l'international significative en 2003 ont en moyenne vu leur cours progresser de 38% en Bourse, contre 19% pour l'indice.

Cette recherche de sociétés fortement internationales constituera donc la base de notre exercice de recherche de valeurs performantes pour les 10 prochaines années.

2. Savoir écarter les mauvais élèves

Néanmoins, tous les exportateurs nippons n'ont pas su se développer et certains ont même connu de graves difficultés. Il faut donc pouvoir identifier et écarter ces mauvais élèves. Il ressort de notre étude que cette course à la croissance est souvent incompatible avec les problèmes de rentabilité. Les entreprises en perte n'arrivent que très rarement à croître. Ainsi, en excluant simplement les sociétés qui n'affichaient pas un résultat opérationnel positif en 2003, ainsi que celles pour lesquelles les analystes ne prévoient pas de croissance des résultats, nous arrivons à augmenter la surperformance de notre échantillon à 46%.



Sélection	Performance 2003-2012
Nikkei 225	+19%
Exclusion des entreprises sorties de l'indice	+33%
Filtre : sociétés internationales	+38%
Filtre additionnel : sociétés de qualité	+46%
Filtre additionnel : prix GARP	+51%

3. Etre rigoureux sur les prix d'achat

Notre expérience des marchés boursiers nous rappelle que les arbres ne montent jamais jusqu'au ciel, aussi belle que soit la société en question. Nous avons donc voulu ajouter le prix comme critère de sélection, et appliquer un principe qui nous est cher : la croissance à un prix raisonnable, dite GARP en anglais. L'analyse des excédents bruts d'exploitation des sociétés ainsi que leurs prévisions d'évolution apporte une touche boursière à notre sélection, et permet d'optimiser la performance. La performance historique sur notre échantillon japonais monte encore à 51% après ce filtre. (cf tableau ci-dessus)

Notre avis est que ce positionnement rigoureux sur des entreprises européennes réalisant une partie très significative de leurs activités sur les autres continents permettra dans les prochaines années de réaliser de très belles performances boursières.

Nous avons donc décidé de **lancer une SICAV dédiée à cette approche, sous le nom Montaigne Capital Europe Internationale**. Nous espérons que le succès attendu de ses performances lui permettra un développement rapide. Son lancement sera initié par quelques investisseurs réunis sous forme d'un « club deal » désireux de placer une partie de leur patrimoine sur cette thématique. La SICAV sera ensuite rapidement ouverte à des souscripteurs plus classiques. Pour plus d'information sur ce lancement, merci de nous contacter directement.

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-économiques, 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 ». 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 S1 2013	Perf Indice
Convictions France	FR0010946632	Actions	+3,1%	+5,4%
Zones de Croissance	FR0010947119	Actions	-2,1%	-8,3%
Agir Plus	FR0007478938	Diversifié	+5,8%	+5,0%

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Commentaire trimestriel

Le trimestre a été morose pour les actifs financiers, tout particulièrement pour les actifs dits défensifs. En effet, à la suite de la forte remontée des taux américains, beaucoup d'obligations ont vu leur valeur baisser significativement ce trimestre, tout particulièrement celles émises dans les pays émergents. Du côté des actions, la période a été positive, surtout aux USA.

Quelles perspectives attendre pour le trimestre à venir ?

Sur le plan des **actions**, il semble que la macro-économie ait atteint son point bas en Europe. Les indicateurs avancés se redressent de mois en mois, tout en restant à des niveaux faibles. Cela nous laisse à penser qu'il faut maintenant revenir sur les cycliques, toujours durement malmenées en Bourse (ArcelorMittal est toujours à son plus bas historique). Les Etats Unis vont mieux, comme en témoigne le discours plus positif de la FED. Néanmoins cette zone étant actuellement bien mieux valorisée que l'Europe, il ne serait pas judicieux d'initier aujourd'hui des arbitrages massifs vers cette zone.

Le marché des **changes** a été très volatil sur le trimestre, lequel se termine sur une forte remontée du dollar, et ce en raison d'un espoir de redémarrage accéléré de l'économie US. A contrario, les devises émergentes souffrent de l'effet « hausse des taux ». Nous restons positifs sur le dollar (objectif à 1.20 USD en fin d'année), et pensons que les devises émergentes devraient se redresser.

Les marchés **obligataires** ont poursuivi le mouvement amorcé en fin de premier trimestre : les taux US remontent fortement (le discours de Ben Bernanke sur la politique de la FED n'y est pas étranger), suivis dans une moindre mesure par les taux euros. Dans ce contexte, les obligations signent un très mauvais trimestre, et affichent des baisses importantes pour certains fonds positionnés sur cette classe d'actif.

Pour finir, les **matières premières** ont été très chahutées. Non seulement les métaux industriels sont restés faibles (chiffres économiques chinois inférieurs aux attentes), mais l'or et l'argent ont été massivement vendus sur le trimestre (-26% sur la période pour le métal jaune!). En effet, tout arrêt des quantitative easing évoqué par la FED éloigne le spectre de la surinflation à long terme, et fait perdre à l'or ses atouts de protection absolue contre les monnaies. Le prix du pétrole reste élevé.

Nous pensons que le trimestre à venir pourrait être très favorable aux actions, notamment dans les pays émergents. Nous recommandons de renforcer la ligne Zones de Croissance, de maintenir celle sur Convictions France et d'ajouter par exemple un fonds cyclique en portefeuille. Agir + confirme son statut patrimonial, avec une très belle résistance.