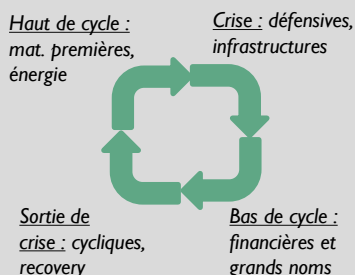


La rotation sectorielle

Si le marché, dans son ensemble, a réalisé un beau parcours au premier semestre 2014, les écarts sont importants au sein de la cote et certains secteurs surperforment significativement.

Cette « rotation sectorielle » est typique des cycles boursiers. Très schématiquement, nous avons en effet assisté depuis la crise de 2011 au mouvement suivant :



2011, année de la crise européenne, avait été très favorable à des titres « défensifs » tels que Sanofi, Danone ou Essilor.

2012 a vu le retour en grâce des financières et des grands noms du CAC comme Lafarge, Michelin ou L'Oréal.

En 2013, les valeurs en retournement comme Alcatel ont pris le relais, accompagnées par les secteurs cycliques, comme l'aéronautique.

En poursuivant cette logique, les secteurs à privilégier désormais pourraient être les **SSI** (toujours), **l'énergie**, la **chimie**. Et plus tard, les **matières premières** pour terminer le cycle. Mais bien sûr, rien n'est jamais aussi simple...

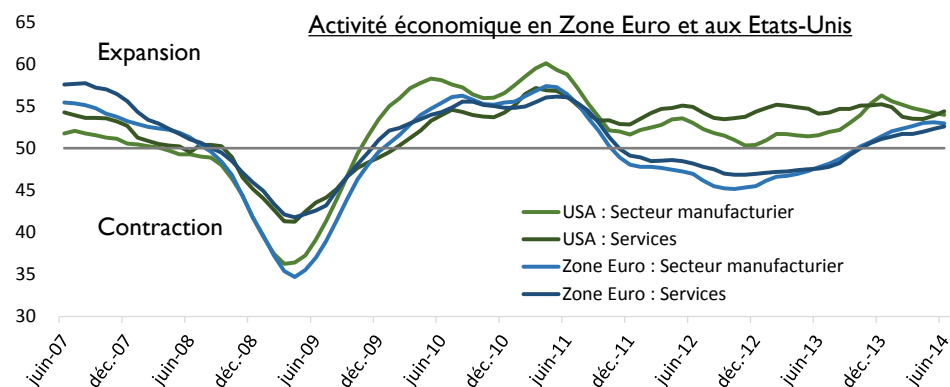
Éditorial

Et maintenant, que faire ?

En ce début de deuxième semestre 2014, la situation sur les marchés est ambiguë. Six ans après le début de la grande crise de 2008, certaines classes d'actifs ont retrouvé leurs plus hauts. Le Nasdaq caracole de records en records, de même que les obligations haut rendement qui profitent d'une conjonction idéale de taux bas et de bonne santé des entreprises.

De même, sur le plan macro-économique, même si tout n'est pas rose, les nouvelles sont globalement bonnes : le taux de chômage est en nette décroissance aux Etats-Unis, les indicateurs d'activité économique sont positifs, aussi bien aux Etats-Unis qu'en zone euro. Les craintes d'une crise économique en Chine semblent s'éloigner, et l'amorce d'une correction sur le secteur technologique américain en février a finalement fait long feu.

Et pourtant, la plupart des analystes sont encore très prudents dans leur discours et dans leurs prévisions, citant les nombreux risques qui pèsent encore sur la croissance mondiale, tels les tensions géopolitiques en Ukraine et au Proche-Orient, ou la croissance encore trop molle en Europe pour espérer résorber les déficits publics.



Note: Source Bloomberg, Montaigne Capital. Activité économique représentée par les indices des directeurs d'achat, lissés sur 6 mois glissants.

Que faire, alors ? Tout d'abord, disons-le, l'absence de consensus haussier est une très bonne nouvelle. Rien n'est plus dangereux en effet qu'un marché euphorique, qui refuse de voir les dangers qui menacent et qui justifie alors des niveaux de valorisation excessifs par des concepts abstraits tels que « la nouvelle économie » ou « le miracle japonais ». Il nous semble que les marchés ne sont pas actuellement dans une telle configuration, et les niveaux de valorisation sont d'ailleurs globalement à leur moyenne historique.

Ensuite, essayons de discerner, parmi les risques, ceux qui sont les plus patents : sur le plan macro-économique, tout d'abord, les exemples du passé montrent que les conflits, aussi violents soient-ils, ne sont pas de nature à modifier structurellement la tendance économique mondiale tant qu'ils touchent des zones périphériques. De même, la « crise » chinoise semble avoir été contenue par le gouvernement local et les derniers chiffres asiatiques sont encourageants. Tout porte ainsi à croire que l'on s'achemine vers une poursuite de l'amélioration graduelle de l'économie mondiale.

Sur le plan financier, ensuite, nous le disons, les valorisations des entreprises n'ont rien d'excessif, si l'on met à part quelques secteurs très précis du marché technologique américain. Les taux d'intérêt américains sont désormais attendus en hausse depuis si longtemps que cela ne devrait pas constituer une surprise pour les marchés.

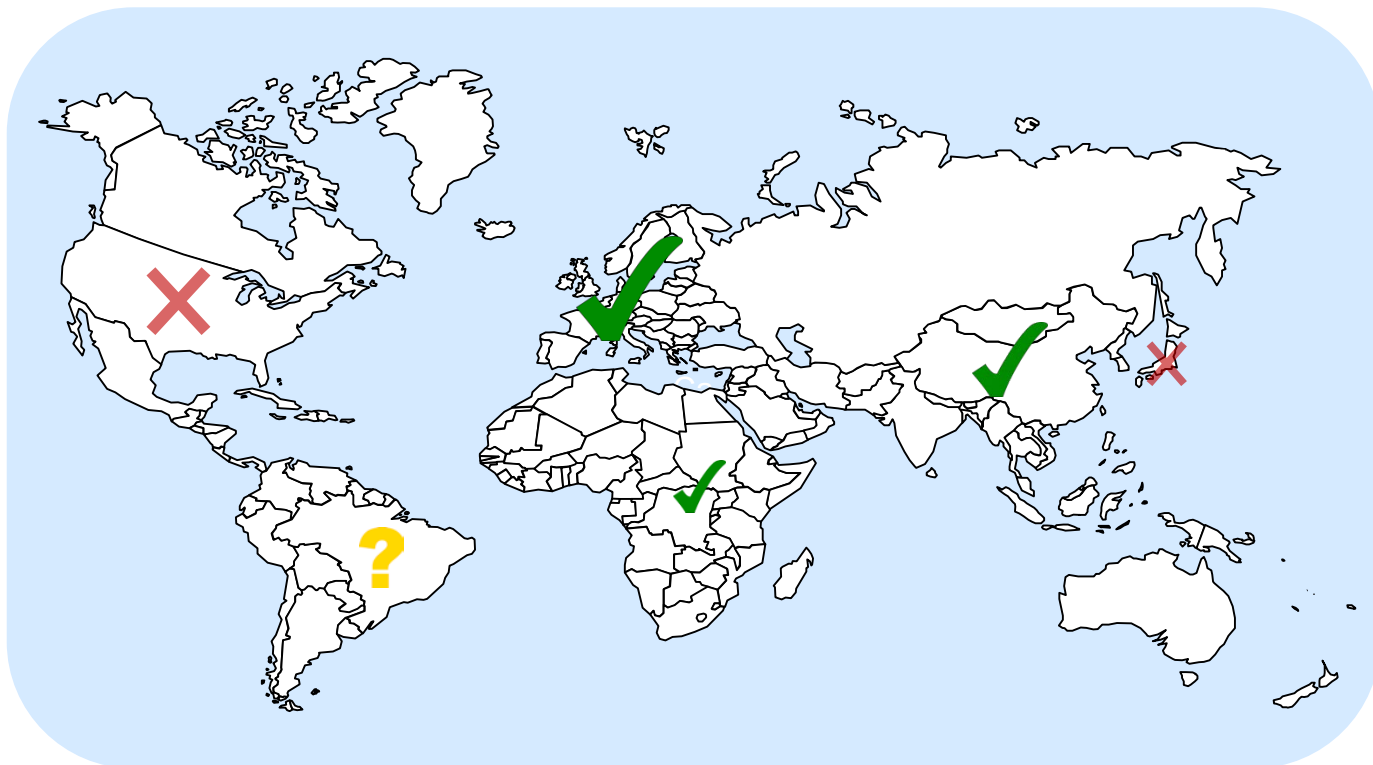
Finalement, sans être rose, la situation n'est plus morose, et le scénario le plus probable reste donc une croissance économique modérée accompagnée d'une hausse progressive des taux d'intérêts et d'une lente décroissance du chômage. Un scénario favorable aux actions, en somme.

Jérôme Guilmar
le 16 juillet 2014

Marchés actions : où faut-il investir ?

L'allocation du capital est souvent primordiale dans la gestion d'un patrimoine. Des études suggèrent que 70% de la performance d'un portefeuille dépendrait de sa répartition géographique et sectorielle, alors que la sélection des valeurs elles-mêmes ne compterait que pour 30%. Si nous ne sommes pas tout à fait d'accord avec ces analyses, il est indéniable que le choix des zones d'investissement est très important.

Notre vision actuelle des zones à privilégier :



L'Europe

C'est sans doute en Europe que le couple rendement risque est le plus avantageux pour les investisseurs. En effet, après une période trouble liée aux doutes sur la solidité financière de la zone, les marchés ont finalement tranché en permettant à nos vieux pays d'emprunter à des taux exceptionnellement bas. En conséquence, les indicateurs avancés de la zone se redressent (voir graphique des PMI en édito), ce qui laisse présager un rebond à venir pour les résultats des sociétés européennes.

Aujourd'hui, les actions en Europe se traitent à 14,5x leurs bénéfices 2014, soit 15% de moins que leurs homologues américaines. Si l'économie s'améliore peu à peu, il convient de se positionner sur les sociétés cycliques, qui rebondiront fortement. Une diversification mondiale est aussi la bienvenue, pour plus de sécurité en cas de prolongation de la morosité européenne.

3 belles cycliques européennes

Fiat : nous en parlons dans notre lettre de début d'année, 2014 sera l'année du rebond de l'industrie automobile en Europe. Fiat a réussi son rachat de Chrysler, au plus fort de la crise aux USA, et se trouve maintenant à la tête d'un empire qui compte comme actifs de très beaux noms comme Ferrari, Maserati, Jeep, etc.

Arcelor Mittal : nous profitons du désamour du marché pour nous renforcer sur cette société, qui possède les plus belles aciéries européennes ainsi que de très fortes parts de marchés dans certains pays émergents. Le probable sursaut de l'industrie en Europe ne manquera pas de profiter à Arcelor Mittal.

Infineon Technologies : cette société de semi-conducteurs, issue du groupe allemand Siemens, est l'un des plus grands fabricants de puces électroniques dans le monde. Ses fortes parts de marché sur l'électronique liée à l'automobile devraient lui permettre de sécuriser une croissance robuste ces prochaines années. La qualité technologique de ses produits lui permet de dégager des marges supérieures à ses concurrents.

Avantages

- Entreprises restructurées
- Redressement de la zone en cours
- Valorisation raisonnable

Inconvénients

- Politiques fiscales instables
- Lenteur des réformes

Les Etats-Unis

Les Etats-Unis ont su extrêmement bien gérer leur crise bancaire de 2008. Durement touchés, ils ont – comme à leur habitude – très rapidement réagi et ont réuni les conditions d'un rapide redressement. Conséquence : leur croissance ré-accélère et leur taux de chômage a fortement diminué. Nous pouvons estimer que l'Europe est environ trois années derrière les Etats-Unis en termes de redressement économique. Leurs entreprises ont en toute logique profité de cette amélioration de la situation, et la Bourse ne s'y est pas trompée avec une progression très forte du S&P 500. Pour rappel, depuis le début de l'année 2007, et en corrigeant des effets dividendes et changes, **l'indice S&P 500 progresse de plus de 50%**, contre une légère baisse pour l'EuroStoxx 50 et un faible gain d'environ 10% pour les marchés émergents.

D'un point de vue boursier, les Etats-Unis ont déjà bien progressé et devraient se faire rattraper par les autres indices ces prochains trimestres. Nous sous-pondérons cette zone.

Indices boursiers



Avantages

- Vraie culture de la création de valeur
- Forte réactivité
- Rentabilité importante des entreprises

Inconvénients

- Valorisation élevée
- Politique monétaire très offensive

Les pays émergents

Dernier grand groupe de nos zones d'investissement (nous ne nous attarderons pas sur le Japon, dont la situation de dette extrême et de croissance nulle nous incite à priori à exclure ce pays de notre sélection), les pays émergents ont connu une période de 3 années de désintérêt. En effet, ces derniers ont successivement souffert depuis 2010 d'une forte inflation stimulée par les matières premières, puis d'un fort tassement de leur croissance propre, et récemment d'une crainte de leur financement suite au resserrement de la politique monétaire américaine.

Certains de ces pays sont maintenant entrés dans une phase de croissance plus saine et bénéficient de valorisations très raisonnables. Le tableau ci-dessous résume les principales forces et faiblesses des pays émergents.

	Pays	Croissance	Risque	Valorisation
<h3>Avantages</h3> <ul style="list-style-type: none"> • Démographie favorable • Croissance importante • Emergence de classes moyennes 	Afrique du Sud	-	--	-
	Brésil	-	-	++
	Chine	++	-	++
	Corée du Sud	+	+	+
	Inde	+	--	-
	Indonésie	++	--	-
	Malaisie	++	+	+
	Philippines	++	+	-
	Russie	-	-	++
	Taiwan	+	+	+
	Thaïlande	-	+/-	+
	Turquie	+	--	++
	Vietnam	++	-	+

Inconvénients
• Problématique d'inflation
• Problématique de financement en USD

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 macro-économiques 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 S1 2014	Perf Indice
Convictions France	FR0010946632	Actions	+9,8%	+7,8%
Zones de Croissance	FR0010947119	Actions	+5,7%	+7,3%
Agir Plus	FR0007478938	Diversifié	+2,0%	+5,6%
Europe Internationale	FR0010085530	Actions	+2,9%	+5,6%

Commentaire trimestriel

Après un début d'année en fanfare, notamment sur les petites et moyennes valeurs, les investisseurs se sont peu à peu détournés des actions européennes qui se stabilisent sur le second semestre. A noter un retour en grâce progressif des pays émergents, dont la performance s'accélère peu à peu, malgré les troubles en Ukraine.

Quelles perspectives attendre pour le trimestre à venir ?

Sur le plan des **actions**, nous avons assisté au deuxième trimestre à une saine consolidation de la hausse observée ces 18 derniers mois. Les investisseurs en quête de diversification et de bonnes affaires arbitrent progressivement leurs positions locales, souvent très gagnantes, vers des bourses étrangères comme celles des émergents. On observe à ce sujet un rebond des pays d'Europe du Sud ou des émergents – cette tendance devrait se poursuivre.

Fait notable sur le marché des **changes**, l'Euro a enfin entamé une phase de consolidation. Après une stabilité observée au T1, la devise européenne perd 0,7% sur le second trimestre et entame le mois de juillet sur une baisse notable. Les devises émergentes continuent leur lent rebond, ce qui soutient les investissements dans ces zones. La configuration des changes redevient enfin meilleure pour les investisseurs européens.

C'est sans doute l'évolution la plus surprenante du trimestre, les rendements **obligataires** continuent leur baisse avec une très forte détente de l'OAT à 10 ans française. Si l'économie américaine, en rebond, fait face à un prochain cycle de hausse des taux, la morosité européenne ne laisse pas entrevoir de hausse à court terme contrairement à nos anticipations de début d'année. Nous continuons à privilégier les taux courts pour la sécurité, avec quelques obligations indexées sur des taux variables longs.

Le marché des **matières premières** est de nouveau très volatil : l'or reste très contesté, avec des séances de forte hausse auxquelles succèdent de fortes baisses. Il est aujourd'hui difficile de se faire une conviction tranchée sur le métal jaune. A noter toutefois qu'à 1200 USD l'once, nous sommes proches du coût marginal d'exploitation du métal. Les matières industrielles se raffermissent de leur côté, avec les premiers signes d'embellie sur l'économie mondiale.

Pour les prochains mois, nous confirmons notre point de vue très positif sur les grandes cycliques européennes, qui bénéficieront d'un change plus favorable ainsi que d'un regain de dynamisme dans les pays émergents. A ce titre, notre fonds Europe Internationale devrait surperformer.

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.