

Europe : la croissance enfin de retour

L'actualité économique a été ces dernières semaines largement dominée par le feuilleton grec qui a occulté tous les autres sujets.

Pourtant, les statistiques économiques récemment dévoilées sont particulièrement encourageantes pour l'Europe.

L'indicateur PMI de la zone euro, qui reflète la croissance de l'activité économique, est ressorti à 54,2 en juin, c'est-à-dire son meilleur niveau depuis 4 ans.

Mieux encore, les entreprises interrogées anticipent pour la majorité une hausse supplémentaire de leur activité pour les 12 prochains mois, ainsi qu'une augmentation de leurs investissements.

Il faut dire que les résultats des entreprises ont été très bons au premier trimestre 2015 : 58% des entreprises de l'indice Stoxx 600 des plus grandes sociétés européennes ont battu les estimations des analystes. C'est également le meilleur taux depuis 4 ans.

Du côté de l'emploi, même son de cloche : à l'échelle de la zone euro, juin constitue le 8^{ème} mois consécutif de création d'emplois, même si bien entendu des disparités subsistent d'un pays membre à l'autre.

Un bel élan, donc, qui pourrait propulser les indices actions européens vers de nouveaux sommets... si les déboires de la Grèce ne viennent pas gripper la machine !

Éditorial

Grèce : Le reniement ou la mort

Ce deuxième trimestre 2015 a été marqué par le bras de fer historique qui a opposé la Grèce à l'ensemble des autres pays membres de la zone euro.

En janvier dernier, les Grecs ont élu un gouvernement d'extrême gauche, sur la base d'un programme de « fin de l'austérité » et au terme d'une campagne électorale très agressive à l'égard de la « Troïka ». Mais une fois au pouvoir, ce gouvernement a été confronté à un dilemme particulièrement difficile : soit accepter les réformes demandées par les autres membres de la zone euro, c'est-à-dire poursuivre l'austérité, soit faire défaut et, à terme, quitter la zone euro. En d'autres termes, le reniement ou la mort.

En effet, si pour d'autres nations la question de quitter la zone euro peut avoir du sens, pour un pays fortement importateur comme la Grèce (cf fig. 1), un retour à une monnaie nationale suivi d'une dévaluation causerait de graves difficultés. Comment les grecs pourraient-ils payer leurs médicaments, leur lait, leur viande et leur essence, avec une monnaie fortement dévaluée ?

Le dilemme des Grecs n'en était donc pas un : il se résumait à accepter de nouvelles baisses de salaire et de retraite imposées par les créanciers, ou à les subir via leur pouvoir d'achat avec un retour à la drachme et une dévaluation.

A l'heure où nous écrivons ces lignes, le Gouvernement grec a finalement choisi de renier son programme. En acceptant un accord qui reprend la plupart des demandes des créanciers de la Grèce, le gouvernement Tsipras aura bien du mal à sauver les apparences, et à faire valoir les attraits d'un hypothétique « programme d'investissement », seule concession qu'il aura réussi à obtenir des créanciers. Et encore, ce dernier n'est pas garanti !

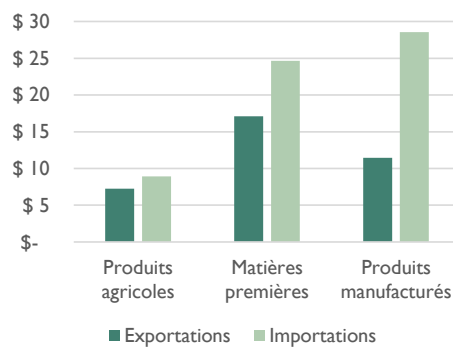


Fig 1: Balance commerciale de la Grèce en Mrd US\$

Sources: OMC, FMI, Montaigne Capital

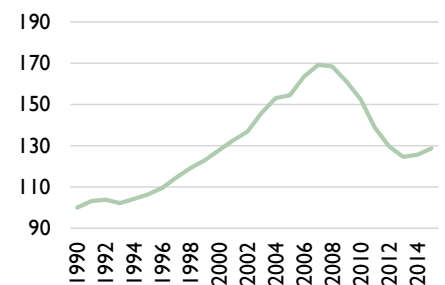


Fig 2: PIB de la Grèce, base 100 en 1990

Pire, les six mois de tractations et d'indécision, ainsi que le blocage des capitaux mis en place début juillet auront fini de tuer dans l'œuf le début de reprise économique dont la Grèce semblait bénéficier. Le PIB grec était en effet en hausse de 1,3% au dernier trimestre 2014. (cf fig. 2) De plus, le résultat du référendum risque de détériorer durablement le peu de confiance que pouvaient encore avoir les investisseurs : il semble probable que le peuple grec saisira la première occasion pour ne pas respecter les engagements pris...

De façon surprenante, les marchés financiers, eux, n'ont jamais vraiment tremblé. Le lendemain du « non » au référendum, le CAC 40 ne perdait que 2,3%. Comme si le bluff du Gouvernement grec, si c'en était un, avait été déjoué. Il se dit en effet que les négociateurs grecs comptaient sur une panique sur les marchés boursiers à l'idée de la sortie de la zone euro pour inciter les créanciers à négocier un accord. L'absence de panique aurait ainsi sonné le glas de la stratégie du gouvernement Tsipras...

Quoi qu'il en soit, les Grecs sont les grands perdants de cet épique feuilleton: ils payent au prix fort trente ans de laisser-aller budgétaire, d'absence de réformes structurelles... et leur confiance en des promesses intenable. De quoi faire réfléchir les Français ?

Jérôme GUILMARD
le 15 juillet 2015

Les émergents : eldorado pour l'investisseur ou champ de mines ?

La croissance des pays développés n'a pas été au rendez-vous ces dernières années. Si les États-Unis affichaient encore 2,4 % de croissance en 2014, l'Europe a dû se contenter de 1,3 % sur l'année. De plus, les effets récessifs liés aux ajustements budgétaires progressifs, notamment en Europe, limitent le potentiel de croissance future.

Dans le même temps, les BRICS ont réalisé 5,3 % de croissance en 2014. Dans ces conditions, pourquoi ne pas construire franchement son portefeuille autour des pays émergents, afin de profiter de cette création de valeur ?

Les BRICS, un moteur essoufflé ?

Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud : voici les pays qui comptaient jusqu'ici. Ils captent l'essentiel des investissements dans les émergents, et tiraient à eux seuls la croissance mondiale. A présent, le vent semble tourner. La Russie effraie à cause de sa trop grande dépendance au pétrole et par son discours impérialiste. Le Brésil est englué dans des scandales politico-financiers, et passe en récession; tandis que l'Afrique du Sud souffre toujours d'une forte corruption. La Chine pâtit de sa transition d'une économie de l'investissement vers une économie de la consommation. Seule l'Inde semble vertueuse, si les promesses d'ouverture du nouveau Premier Ministre se concrétisent.



Brésil	-8,6%
Russie	+27,8%
Inde	+2,5%
Chine	+14,8%
Afrique du Sud	+7,8%

Performance des bourses locales au 31/12/2015, en USD

Les pays « frontières » : relais de la croissance ?

Des pays de plus petite taille présentent désormais une meilleure équation financière pour les investisseurs, et captent une part grandissante des capitaux internationaux : les pays dits « frontières ». Il s'agit de pays qui, individuellement, n'ont pas une taille critique, mais qui parviennent à se développer en restant dans le sillage de leurs grands voisins. Notons par exemple le Vietnam, le Pakistan ou la Thaïlande. Dans un autre registre, le Nigeria, avec ses 175 millions d'habitants, est aussi prometteur.

Sélection de pays « frontières » :	PIB % (2016 ^e)	Inflation % (2016 ^e)	P/E	Taux de dividende
Vietnam	6,2%	4,2%	14,4x	2,7%
Malaisie	5,1%	3,0%	15,9x	3,2%
Indonésie	5,6%	5,0%	14,8x	2,6%
Thaïlande	4,0%	2,4%	14,8x	3,5%
Autres pays émergents intéressants :				
Turquie	3,5%	6,9%	10,3x	3,1%
Pologne	3,6%	1,6%	12,9x	4,0%

Estimations Montaigne Capital, consensus Bloomberg

Bon nombre de pays émergents se sont développés grâce à la simple exploitation des matières premières présentes dans leur sol (Russie, Brésil dans un premier temps, etc.). Cette dépendance est toutefois dangereuse en cas de forte baisse du prix de ces denrées, comme c'est le cas actuellement.

Les pays émergents moins « gâtés », ont dû développer leur économie autour d'un équilibre plus traditionnel entre l'investissement et la consommation intérieure. Cela les rend économiquement plus solides, même s'ils ont parfois du mal à défendre leur monnaie. En effet, ils sont souvent importateurs nets de produits pour répondre aux besoins intérieurs.

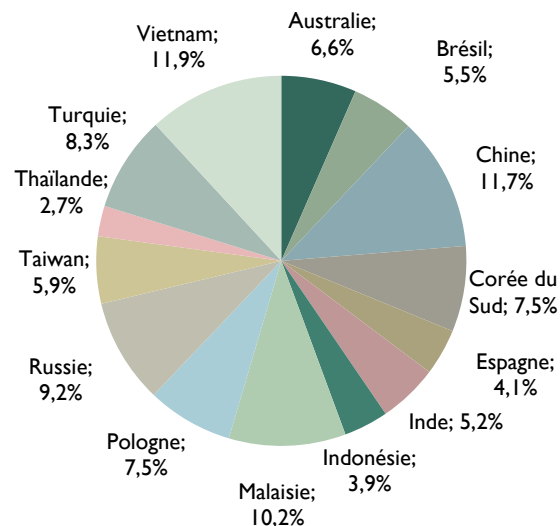
Optimiser le risque dans son allocation

Les pays « émergents » et « frontières » présentent généralement des ratios de valorisation intéressants, souvent légèrement décotés par rapport aux Bourses traditionnelles, et avec des taux de croissance bien plus élevés. Toutefois, il faut prendre en compte la plus grande fragilité de ces économies, souvent peu diversifiées ou présentant un marché des capitaux peu mature. En conséquence, il faut être très vigilant face à des signaux tels qu'une accélération de l'inflation, souvent synonyme de dévaluation à venir.

Une forte diversification est vivement recommandée, afin d'éviter les accidents de parcours d'un pays isolé.

C'est ce que nous cherchons à faire dans le fonds Montaigne Capital Zones de Croissance, qui présente un niveau de volatilité 25 % plus bas que celui de l'indice MSCI Emerging classique, et 40 % plus bas que celui du CAC 40.

Ci-après notre allocation recommandée actuellement sur ces pays.



Répartition recommandée sur les zones de croissance – Montaigne Capital

Stock-Picking : 3 convictions pour le second semestre

La restructuration lourde : **Sequana**

Après un très long calvaire, la société Sequana, leader européen de la distribution de papier avec un chiffre d'affaires de l'ordre de 3 milliards d'euros, s'est profondément restructurée ces 48 derniers mois. Financièrement d'abord, elle a réglé ses problèmes d'endettement à travers la cession de ses principales filiales de production de papier, dans les billets de banque notamment. Sa dette nette devrait avoisiner 100 M€ fin 2015, soit moins d'une fois son EBITDA.

Stratégiquement ensuite, avec **un recentrage quasi-exclusif sur son activité de distribution de papier, Antalis**. Si la rentabilité est modeste (environ 5% de marge d'exploitation), l'activité est très régulière et peu risquée. Le cash-flow généré permettra de procéder régulièrement à de petites acquisitions, et ainsi de contenir la baisse structurelle du marché du papier.

Enfin, et c'est le point le plus important sur ces dossiers sensibles, le timing d'achat : le principal concurrent de Sequana en Europe, la filiale de l'Australien PaperlinX, arrête brutalement une grande partie de son activité pour des raisons économiques. En conséquence, les clients se précipitent chez Antalis/Sequana pour assurer leur approvisionnement. Les marges devraient en bénéficier...

Objectif : 8 € (soit +80 %)

La croissance explosive : **Fitbit**

Peut-être avez-vous déjà croisé des sportifs avec d'étranges bracelets au poignet ? Ces nouveaux objets connectés permettent à leurs propriétaires de suivre leur activité physique, leur nombre de pas parcourus, leur nombre d'étages grimpés, ou encore la qualité de leur sommeil. Bien entendu, toutes ces données et leur analyse sont ensuite facilement accessibles grâce à un Smartphone.

Cette tendance lourde de consommation moderne fait le bonheur de la société américaine Fitbit, leader mondial du bracelet connecté de fitness. Encore très américaine (80% des ventes), l'entreprise affiche un taux de croissance insolent (**ventes multipliées par 3** au T1 2015). Par ailleurs, la société est rentable et s'est récemment introduite en bourse avec succès.

Nous estimons que les ventes pourraient dépasser 1,5 Mds\$ cette année, et maintenir ensuite un rythme de croissance très soutenu avec l'internationalisation du produit.

Objectif : 60 \$ (soit +40 %)



La pure cyclique : **Esso**

Contrairement aux idées reçues, Esso n'est plus présente dans la distribution d'essence. Les seuls actifs de la société sont deux raffineries en France, celle de Gravenchon et celle de Fos-sur-Mer. Longtemps en surcapacité structurelle, l'industrie du raffinage en France a significativement réduit la voilure ces dernières années. Par ailleurs, le contexte macro-économique est désormais plus favorable : le pétrole bas abaisse significativement les coûts de production des raffineries (très consommatrices en pétrole pour leur fonctionnement), et l'euro faible protège l'industrie des importations de produits raffinés de l'étranger, les coûts de transport (en dollars américains) étant plus élevés.



En conséquence, la marge du raffinage, publiée chaque mois par le ministère de l'Écologie, du Développement durable et de l'Énergie, est **en très forte hausse en 2015**. Sur les 6 premiers mois de l'année, elle s'établit à 50 € la tonne de produit raffiné. C'est très au-delà de la moyenne de 2014 (21 € la tonne), et bien au-dessus du point mort d'Esso en termes de rentabilité (nous l'estimons à 25 € la tonne).

D'après nos calculs, et si les marges se maintiennent au niveau actuel, Esso pourrait publier pour 2015 un résultat d'exploitation de l'ordre de 450 M€, contre une capitalisation boursière de 700 M€...

Objectif : 100 € (soit +80 %)

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 DICL disponibles sur le site Internet de la société.

Évolution de la performance

Fonds	ISIN	Type	Perf S1 2015	Perf Indice
Convictions France	FR0010946632	Actions	+10,21%	+14,26%
Zones de Croissance	FR0010947119	Actions	+14,22%	+13,04%
Agir Plus	FR0007478938	Diversifié	+6,29%	+5,63%
Europe Internationale	FR0010085530	Actions	+14,09%	+12,82%

Commentaire trimestriel

Quel semestre ! Après un démarrage en fanfare, pour les actions comme pour les obligations, certains événements macroéconomiques, comme la crise de la dette grecque, sont venus se rappeler à notre bon souvenir. La volatilité a été de mise sur les mois de mai et de juin, les investisseurs étant de plus en plus circonspects quant à la posture d'investissement à adopter. Si les actions conservent une bonne avance en fin de semestre (+8,8 % pour l'Euro Stoxx 50), la classe d'actif obligataire souffre un peu (-1,5 % en moyenne sur les obligations d'entreprise).

Quelles perspectives attendre pour le trimestre à venir ?

Sur le plan des **actions**, l'épisode grec en est à son dénouement. Les marchés ont désormais rattrapé la quasi-intégralité du chemin abandonné à la suite des premières tensions, et semblent croire à la pérennité de la solution trouvée : affaire à suivre ! Les résultats des entreprises du premier trimestre sont plutôt bons, le moral des chefs d'entreprise en Europe s'améliore : tout semble en place pour une poursuite de la lente appréciation des indices européens. À noter concernant les pays émergents: les très grandes variations de la bourse chinoise, qui a perdu 30 % après une envolée de plus de 100 % sur un an !

Sur le marché des **changes**, l'euro s'est stabilisé au deuxième trimestre, à un niveau de 1,10 \$. La reprise aux États-Unis, couplée à l'intensification du Quantitative Easing en Europe, soutient ce mouvement. Le niveau de change actuel est appréciable pour nos exportateurs.

Les rendements **obligataires** se sont fortement redressés au second trimestre : souvenons-nous des niveaux extrêmement bas décrits dans notre précédente lettre. Le rendement à 10 ans des obligations d'État françaises repasse la barre du 1 %, pour s'établir fin juin à 1,25 %. Ce mouvement a durement touché les placements longs en obligations.

Les **matières premières** ont poursuivi leur décrue. Le minerai de fer s'est par exemple maintenu à un prix très bas, entre 50 et 60 \$. Il a entraîné avec lui le prix de l'acier, qui souffre d'exportations chinoises soutenues. À contre-courant, les matières agricoles se renchérissent, le retour d'El Niño faisant craindre de mauvaises récoltes cette année.

Le rebond des actions a été mis entre parenthèses en juin avec l'épisode grec. Dans ce contexte, les investisseurs **se concentrent encore sur les grandes valeurs**. Un arbitrage en faveur des petites et moyennes sociétés pourrait être opportun à la rentrée ou plus tard dans l'année, quand la recherche fondamentale reviendra sur le devant de la scène.

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 DICL 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.