

## Lettre trimestrielle – Été 2016 « Spécial Brexit »

### Un vote qui cristallise des décennies de tensions

Une fois n'est pas coutume, nous dédions une grande partie de notre lettre trimestrielle au dernier événement majeur en Europe, à savoir le vote des Britanniques en faveur de leur sortie de l'Union européenne. Nous avons rassemblé ci-dessous les principales étapes de la relation entre le Royaume-Uni et l'Europe, laquelle a souvent été « houleuse » !

#### 1957 : signature du Traité de Rome

La Grande-Bretagne, bien qu'ayant participé aux premières discussions européennes, se retire du projet. La France, l'Allemagne de l'Ouest, l'Italie, le Luxembourg, la Belgique et les Pays-Bas fondent la Communauté économique européenne (CEE).

#### 1973 : le Royaume-Uni adhère à la Communauté économique européenne

Les Français finissent par accepter, par référendum, le Royaume-Uni dans la CEE. Les Britanniques deviennent rapidement très actifs, sur les sujets de la politique agricole et du financement du budget européen notamment. Quelques tensions apparaissent. Mais les Anglais confirment en 1975 leur volonté de faire partie de la CEE, par référendum.

#### 1990-92 : une adhésion au système monétaire européen vite oubliée

En octobre 1990, le Royaume-Uni adhère au « serpent monétaire européen ». Toutefois, la livre est surévaluée dans ce mécanisme. Georges Soros forcera la banque d'Angleterre à sortir de ce système, à travers des attaques spéculatives. Le Royaume-Uni reste membre de la CEE, devenue en 1992 l'Union européenne (traité de Maastricht), mais n'adhère pas à l'euro.

#### 2016 : vote des Britanniques en faveur de la sortie de l'Union européenne

Devant la montée des partis eurosceptiques, tels que le UKIP, David Cameron annonce en 2013 son intention d'organiser un référendum sur le maintien ou non du Royaume-Uni dans l'UE. Le 23 juin 2016, le peuple britannique vote à 51,7 % en faveur du « Brexit ». Cameron démissionne.

#### 1963 : la France refuse l'entrée du Royaume-Uni dans la CEE

En difficultés économiques, le Royaume-Uni tente d'entrer dans la CEE, mais le général de Gaulle oppose le veto français. Il le soupçonne de vouloir miner la création européenne.

#### 1984 : Thatcher obtient une « ristourne » sur sa contribution au budget de l'UE

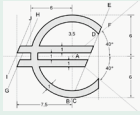
Après plusieurs années de réclamations, Margaret Thatcher, bien que pro-européenne, brandit la menace d'une sortie de la CEE si la contribution financière de son pays n'est pas revue à la baisse. Elle obtient gain de cause en 1984. Le Royaume-Uni obtient par ailleurs un statut particulier lors de la signature des accords de Schengen l'année suivante, en 1985, auxquels il n'est que partiellement lié.

#### 2007 : signature du Traité de Lisbonne

Le Royaume-Uni signe le Traité de Lisbonne, modifiant en profondeur les Traités de Rome et de Maastricht, à contrecœur. Gordon Brown boycotte symboliquement la cérémonie de signature. Des tensions régulières persistent, comme en 1999 quand la France interdit l'importation du bœuf anglais (vache folle). En 2011 de nouveau, la TTF (taxe sur les transactions financières) cristallise les tensions.

## Loi Sapin II :

### menace sur le « fonds en euros » ?



La loi Sapin II, en cours de discussion à l'Assemblée nationale, introduira selon toute vraisemblance un nouveau pouvoir pour le « Haut Conseil de stabilité financière » : celui de **bloquer les retraits sur les « fonds en euros »**.

Cette disposition permettra concrètement à l'État d'éviter la faillite d'un assureur qui ne pourrait pas honorer des demandes de rachat, s'agissant d'actifs dont le capital est garanti par la compagnie.

Cette hypothèse n'est pas si incongrue qu'il y paraît, dans la mesure où la faiblesse des taux d'intérêt pousse depuis plusieurs années les assureurs à puiser dans leurs réserves de performance pour continuer à servir des intérêts supérieurs à l'inflation...

L'ACPR mettait aussi récemment en garde les assureurs contre les effets d'une brutale remontée des taux d'intérêt et les appelait à la « prudence » dans la fixation des taux de rendement des contrats d'assurance vie « en euros ».

La loi Sapin II prévoit même la mise en place de mécanismes pour empêcher les compagnies d'assurances de puiser de manière excessive dans leurs réserves de performance.

Pour autant, ces réserves restent encore aujourd'hui importantes. Mais il peut être judicieux de **diversifier son épargne vers des fonds patrimoniaux**, dont les rendements seront certes plus volatils mais non voués au déclin.

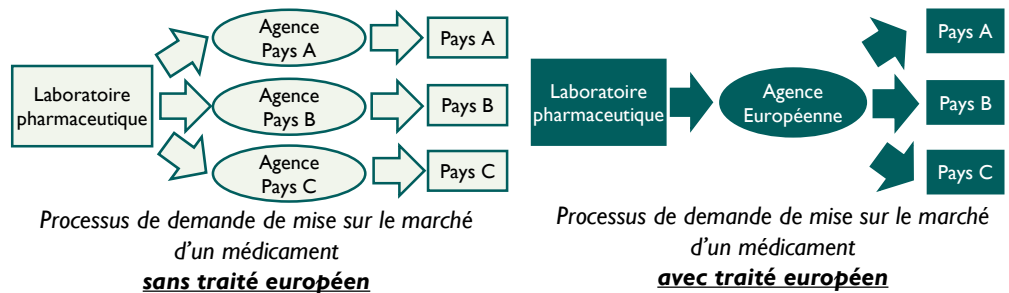
## Éditorial

### Brexit : incertitudes à court terme, opportunités à long terme

Alors que le « Brexit » a récemment bouleversé les marchés, et bien que les suites du référendum soient encore très incertaines (cf. page suivante), il nous semble intéressant de revenir sur **les principes économiques de l'Union européenne**. En effet, si, au sortir de la Seconde Guerre mondiale, les motivations des « pères de l'Europe » étaient avant tout de prévenir un nouveau conflit, l'idée que la création d'entités supranationales européennes permettrait de favoriser l'économie était également bien présente.

Illustrons ce principe à l'aide de l'exemple d'un laboratoire qui développe un nouveau médicament. Une fois les tests d'efficacité et d'innocuité du médicament réalisés, la société doit obtenir une autorisation de mise sur le marché. Cette autorisation est accordée par une agence gouvernementale spécialisée – en France, l'ANSM –, qui étudie le médicament selon une série de critères et approuve, ou non, sa commercialisation. Cette demande dure plusieurs mois, voire plusieurs années, et coûte fort cher au laboratoire demandeur.

Dans une Europe sans traité, ce laboratoire doit, pour commercialiser son médicament, déposer une demande d'autorisation dans chaque pays où il entend le distribuer, avec à chaque fois des critères, une langue et un formalisme distincts : les coûts en sont donc multipliés. Grâce à l'Union européenne, la même société peut demander une unique autorisation de mise sur le marché, qui sera valable dans toute l'Europe. Bien entendu, les critères à remplir par le médicament pour obtenir cette autorisation européenne sont plus stricts que l'équivalent national, car aucun pays de l'Union ne souhaite de « régression » par rapport à sa législation existante. En d'autres termes, la norme sera plus complexe, mais, en contrepartie, elle donnera accès à un marché plus large.



Dès lors, on comprend mieux pourquoi l'Union européenne a le soutien de la plupart des multinationales, et pourquoi elle suscite à l'inverse **la défiance chez de nombreux artisans, petits agriculteurs et PME locales**. Si, au global, la centralisation des normes est créatrice de valeur, elle profite surtout aux premières et peu aux seconds, qui subissent l'augmentation de ces normes sans pouvoir profiter de l'augmentation de la taille du marché correspondante.

Du point de vue des citoyens, les avis sont également partagés : l'eurosceptique se plaindra de la perte de souveraineté liée à l'autorisation « automatique » par son pays d'un médicament étranger validé par la Commission européenne. L'europhile se félicitera que l'Union européenne exerce un contrôle sur les médicaments commercialisés en Europe, quand, hors de l'Union, les petits pays, par exemple la Suisse, se contentent en pratique d'appliquer les recommandations de l'ICH, un organisme mondial.

Voilà pour la théorie. Pour fonctionner, l'Union européenne exige donc des politiques intelligentes et réactives, afin de pénaliser le moins possible les entreprises locales et de permettre à l'Union de rebrousser chemin quand une loi s'avère inadaptée. Malheureusement, dans la pratique, les politiques mises en place au niveau européen sont souvent très complexes et très peu flexibles. Les peuples l'ont compris et exigent au minimum une autre Europe, mieux dirigée, plus pragmatique et moins technocratique. De quoi faire naître des opportunités sur les marchés !

Faut-il pour autant paniquer, et douter de la solidité de nos institutions ? Nous ne le pensons pas, car, malgré tous les travers de l'Union européenne, la volonté d'entreprendre des sociétés de notre continent reste forte, et la création de valeur importante. Reste au capital à jouer son rôle, et à s'investir sur les secteurs les plus performants !

Jérôme Guilnard  
Le 12 juillet 2016

## Quelles conséquences pour la relation Europe – Royaume-Uni ?

Prédire l'avenir politique d'un pays est un exercice difficile auquel nous ne nous risquons pas, tant les intérêts personnels des différents « décisionnaires » interfèrent avec l'intérêt du bien commun du pays. En revanche, nous avons cherché à analyser l'impact économique de ce « Brexit » sur la place du Royaume-Uni dans le monde.

Dans sa position actuelle de membre de l'Union européenne, le Royaume-Uni a aujourd'hui un libre accès à tout l'Espace économique européen. Il contribue au budget de l'UE à hauteur d'environ 0,5 % de son PIB.

Plusieurs scénarios sont possibles.

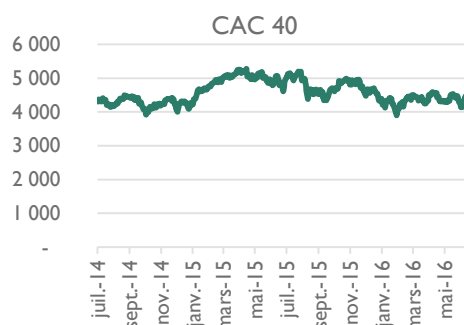
Scénario	Périmètre	Restrictions	Probabilité estimée
<b>Adhésion à l'AELE (Association européenne de libre-échange)</b>  Exemple : <u>la Norvège</u> (et aussi l'Islande et le Liechtenstein).	<u>Quasi-adhésion à l'UE :</u> - libre circulation des marchandises, des <b>personnes</b> , des services et des capitaux - non-discrimination, ainsi que conditions égales de concurrence à travers tout l'Espace économique européen <u>Contribution financière importante</u> (environ 0,4 % du PIB)	Ne couvre pas : - l'agriculture et la pêche - l'union douanière et les politiques étrangère et de sécurité - la politique commerciale commune - la justice et les affaires intérieures	55 %
<b>Signature d'un accord de libre-échange</b>  Exemple : 36 pays ont signé un tel accord avec l'UE à ce jour.	Il s'agit d'un accord permettant l'accès commercial à l'Union européenne.  Signataire d'un tel accord en 1972, la Suisse a décidé en 2000 de le compléter par des accords bilatéraux complémentaires, se rapprochant du statut de membre de l'AELE.	Pas de libre circulation des personnes <u>Long à négocier</u>	15 %
<b>Signature d'accords bilatéraux (sans libre-échange)</b>  Exemple : <u>l'Australie, le Canada, le Japon, la Nouvelle-Zélande ou les États-Unis</u> , pour un accord bilatéral sur les obstacles techniques au commerce.	Le commerce est autorisé, et facilité par des accords spécifiques. Par exemple, sur la reconnaissance mutuelle en matière de conformité ou de transport aérien. <u>Chaque accord est négocié un par un.</u> Portée plus faible.	Se limite au sujet traité, accord global « à la carte ».	5 %

Vous remarquerez que la somme des probabilités estimées de ces trois scénarios ne fait pas 100 % ! Cela s'explique par notre constat que la réalisation du Brexit n'est pas encore certaine, même si cela reste à ce jour le scénario central de beaucoup de spécialistes. En effet, un référendum n'est pas légalement contraignant au Royaume-Uni, et les difficiles discussions à venir (avec l'Irlande du Nord et l'Écosse notamment) pourraient bien modifier les plans de la classe politique britannique.

## Quel impact sur les Bourses ?

Si la réaction « à chaud » des marchés a été violente (les principaux indices européens ont perdu près de 8 % le jour du vote), la situation s'est progressivement normalisée. Le CAC 40 semble toutefois bloqué depuis deux ans dans un tunnel entre 4 000 et 5 000 points, et fait du surplace. Nous sommes même désormais dans le bas de la fourchette, ce qui contraint la performance de nombreux portefeuilles.

Avons-nous changé de paradigme, les problèmes européens empêchant nos entreprises de créer de la valeur ? Nous ne le pensons pas et restons très confiants sur l'évolution des marchés à venir.



## Gamme de fonds Montaigne Capital

Nos cinq 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.

**MC Zones de Croissance** se positionne sur les actions des pays en croissance dans le monde. Il utilise pour cela des modèles macroéconomiques de suivi et investit ensuite dans les meilleurs fonds positionnés sur les pays choisis.

**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 et sélectionne ses investissements en fonction de plusieurs indicateurs techniques rigoureux.

**Montaigne Capital Europe Internationale** sélectionne les actions des champions européens qui ont relevé avec succès le défi de la mondialisation. Les valeurs en portefeuille ne sont que faiblement exposées à l'Europe.

**MC Modéré** est un fonds d'allocation d'actifs cherchant à minimiser le niveau de risque global de ses investissements à travers une forte diversification. Il investit principalement dans des fonds indiciels, de sorte à minimiser les coûts induits.

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 2016	Perf. Indice
MC Convictions France	FR0010946632	Actions	-3,18 %	-6,55 %
MC Zones de Croissance	FR0010947119	Actions (flexible)	+0,99 %	+3,18 %
Agir Plus	FR0007478938	Diversifié	-1,73 %	+0,14 %
MC Europe Internationale	FR0010085530	Actions	-6,47 %	-9,32 %
MC Modéré	FR0013064540	Diversifié	+2,19 %	+1,10 %

## Commentaire trimestriel

La forte remontée du pétrole à partir du mois de mars a permis de lever les incertitudes sur tout le secteur énergétique, ce qui a fortement détendu les « primes de risque » sur le marché obligataire. Les actions n'ont toutefois que peu profité de ce mouvement, en raison des événements britanniques du mois de juin...

*Quelles perspectives attendre pour le trimestre à venir ?*

Le marché **obligataire** a de nouveau profité de la poursuite de la baisse des taux en Europe, le Bund allemand à 10 ans servant désormais un rendement négatif. Point étonnant, les obligations américaines indexées sur l'inflation (TIPS) progressent significativement, ce qui reflète des attentes à la hausse sur l'inflation à venir. En conséquence, nous sommes désormais très prudents sur cette classe d'actifs et ne nous risquons que sur du crédit « corporate » à court et moyen terme.

Le Brexit aura eu raison des velléités de rebond des marchés **actions**. Le CAC 40 revient sur ses niveaux bas de moyen terme, un peu au-dessus de 4 000 points. Nous considérons être dans une zone d'achat jusqu'à 4 500 points, et recommandons le fonds Europe Internationale, sensible aux valeurs cycliques – il captera tout rebond de façon probablement importante. Les tensions sur les émergents disparaissent peu à peu.

Le marché des **changes** a été très volatil, avec une forte chute de la livre sterling sur le trimestre : celle-ci se replie de 9 % face au dollar américain ! Les devises émergentes rebondissent, dans le sillage de la lente amélioration des agrégats financiers de ces pays.

Les **matières premières** ont été la classe d'actif la plus volatile du semestre : l'or et l'argent s'envolent (respectivement +24 % et +35 %) en raison des incertitudes macroéconomiques encore fortes, et le pétrole bondit lui aussi de +35 % pour le baril de Brent de la mer du Nord. Point rassurant, les métaux industriels se comportent bien : certains aciers progressent de +60 % aux États-Unis, le fer reprend 30 % et le cuivre avance de 3 %. L'indice Dry Baltic, qui représente le coût du transport du fret, progresse aussi de +38 %. Ceci est de bon augure pour les secteurs cycliques, et un frémissement de croissance mondiale semble se profiler.

Notre retour timide sur les matières premières a été payant, et nous pensons désormais qu'il est temps de se positionner un peu plus sur des sociétés cycliques. À noter que le fonds MC Modéré, extrêmement diversifié sur diverses classes d'actifs, progresse de +2,2 % sur ce semestre pourtant difficile.

*Ce document, à caractère commercial, a pour but de vous informer de manière simplifiée sur les caractéristiques des fonds. Pour plus d'informations, veuillez 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.*