

Fiscalité du patrimoine Qu'attendre pour 2018 ?



Liberté • Égalité • Fraternité
RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

Sous réserve d'une nouvelle volte-face du gouvernement, il semble désormais probable que les mesures relatives à la fiscalité du patrimoine promises par notre nouveau président seront mises en place dès 2018.

Elles comprennent quatre volets principaux.

- Une refonte de l'impôt de solidarité sur la fortune (ISF), en vue **d'exonérer les valeurs mobilières**. Seuls les actifs immobiliers seront taxés. La question d'imposer la pierre papier reste en suspens.
- La possibilité d'opter pour **un forfait de 30 % tout compris** pour vos revenus mobiliers ainsi que vos plus-values mobilières (sous forme de « flat tax »). Dans les faits, ce forfait sera intéressant si votre tranche marginale d'imposition est d'au moins 30 %.
- L'augmentation du taux de prélèvements sociaux à 17,2 %, pour ceux d'entre vous qui n'opteraient pas pour la « flat tax ».
- Une **possible dégradation de la fiscalité de l'assurance-vie**, qui bénéficie encore d'un taux d'imposition de 7,5 % avant prélèvements sociaux au bout de huit ans. Il peut être opportun **d'accélérer les projets de placement en assurance-vie** avant le changement fiscal.

Ces mesures sont globalement positives, et devraient alléger le (lourd !) fardeau fiscal qui pèse sur les revenus du patrimoine actuellement.

Éditorial – En route vers des sommets... il est encore temps d'investir !

Le métier d'investisseur n'est pas une science exacte. Le bon sens nous dicte d'acheter quand le marché est bas. Malheureusement, ces périodes de valorisation faible coïncident souvent avec les phases d'incertitude économique... Ainsi, et paradoxalement, le bon investisseur doit acheter quand les perspectives sont mauvaises ! Mais pour autant, **l'investisseur avisé doit-il vendre quand les perspectives sont bonnes ?**

La question mérite d'être posée dans le contexte actuel. En effet, il y avait bien longtemps que les tendances économiques européennes et mondiales n'avaient pas été si porteuses. Les marchés actions ne s'y sont d'ailleurs pas trompés, et atteignent des niveaux historiques.

Les économistes qui se sont penchés sur cette question affirment qu'il ne faut alors pas vendre. En effet, l'histoire boursière montre que les grandes crises boursières sont systématiquement précédées d'une période d'euphorie. Ne pas être investi durant cette période d'euphorie coûte toutefois très cher en termes de performance (cf. figure 1).

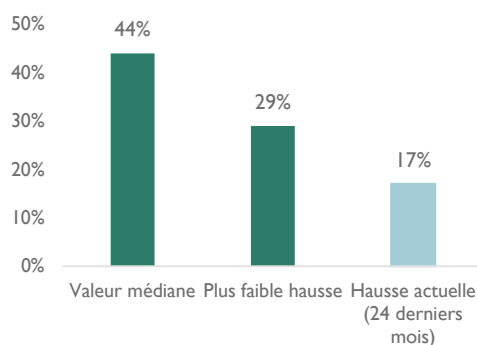


Figure 1 : hausse du marché actions américain sur les deux ans précédant un pic de marché. Sources : Goldman Sachs, Montaigne Capital. Données de 1945 à juin 2017.

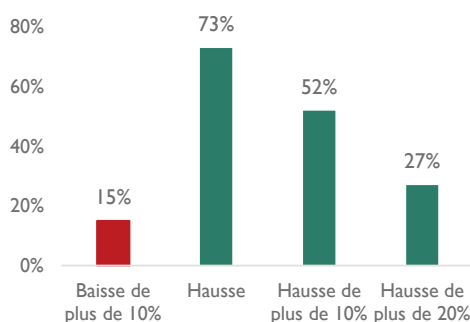


Figure 2 : probabilité de hausse annuelle du marché américain en période de croissance économique. Sources : Montaigne Capital, Bloomberg. Données de 1947 à fin 2016.

De plus, lorsque l'économie est en croissance, la Bourse américaine progresse sur l'année calendaire dans 73 % des cas (étude sur 70 ans). Elle ne perd plus de 10 % que dans 15 % des cas (cf. figure 2). En d'autres termes, tant que l'économie se porte bien, il est plus avantageux de rester investi.

Ainsi, et en supposant que les données passées soient pertinentes pour prendre les décisions d'aujourd'hui, **l'attitude rationnelle de l'investisseur avisé est de rester investi en période d'expansion économique et de tenter de détecter les périodes d'euphorie pour désinvestir**. Le pire choix consisterait en effet à ne pas « participer » à la hausse de la période d'euphorie, mais à subir la crise qui la suit immédiatement.

C'est la stratégie que nous avons choisi d'adopter. En conséquence, nous surveillons avec attention à la fois les indicateurs de bulle du marché et les indicateurs économiques, qui permettent de déceler d'éventuels retournements de la tendance. Actuellement, ni les premiers ni les seconds ne montrent de signes inquiétants.

En revanche, nous assistons au sein du marché à d'importantes variations entre les secteurs et les styles. À titre d'exemple, les valeurs liées aux taux d'intérêt (les foncières, par exemple) sont à des niveaux qui peuvent faire penser à une bulle, alors que le secteur parapétrolier traverse une profonde crise.

Anticipant des rotations sectorielles, **notre stratégie consiste ainsi à vendre les thèmes qui ont déjà beaucoup progressé et à acheter les secteurs en retournement** (matières premières, assureurs, titres « value »...).

Jérôme Guilnard
Le 20 juillet 2017

LE DOSSIER DE L'ÉTÉ

Technologiques américaines : pas si chères malgré les plus hauts !

Le Nasdaq a touché cette semaine son plus haut historique (au-delà de 6 300 points), surpassant ses niveaux de 2000, au cœur de la bulle Internet (il avait alors atteint 5 132 points). Reconnaissons-nous les excès de la décennie passée ?

Nous pensons au contraire que **la physionomie des sociétés cotées au Nasdaq a radicalement changé**. Quand nous capitalisons « un multiple des pertes » ou un nombre d'abonnés en 2000, nous valorisons désormais les sociétés technologiques de la même manière que les entreprises traditionnelles, en fonction de la création de valeur qu'elles génèrent. Mais cette création de valeur est devenue gigantesque ! Ceci explique que les « monstres » de la Bourse américaine sont désormais des entreprises technologiques, avec Apple, Alphabet (ex-Google), Amazon ou Facebook, qui affichent chacune des capitalisations voisines de 500 milliards de dollars... À elles quatre, elles valent plus que l'ensemble des sociétés de notre CAC 40 !

Attachons-nous à évaluer le prix de ces nouvelles sociétés incontournables en Bourse. Nous avons sélectionné sept entreprises qui ont la particularité de présenter un taux de croissance important et une génération de profit très forte.

Voici notre sélection

Alphabet

La holding de Google affiche une génération de trésorerie impressionnante (plus de 20 Mds\$ attendus cette année) !



L'ancienne division monétique d'eBay multiplie les partenariats et s'impose peu à peu comme un acteur incontournable.

amazon

Longtemps décriée, car ne générant que très peu de profits, Amazon affiche depuis 2015 des chiffres très solides.



Champion mondial de la publicité, Facebook a réussi à capter une part significative des revenus du secteur.

Alibaba Group

Équivalent chinois d'Amazon, Alibaba se développe à un rythme effréné (plus de 45 % de croissance attendus cette année).



Palo Alto est considérée dans la cyber-sécurité comme le leader quasi incontesté des pare-feu pour entreprises.



Malgré une croissance désormais beaucoup plus modeste, Apple est une puissante machine de génération de trésorerie.

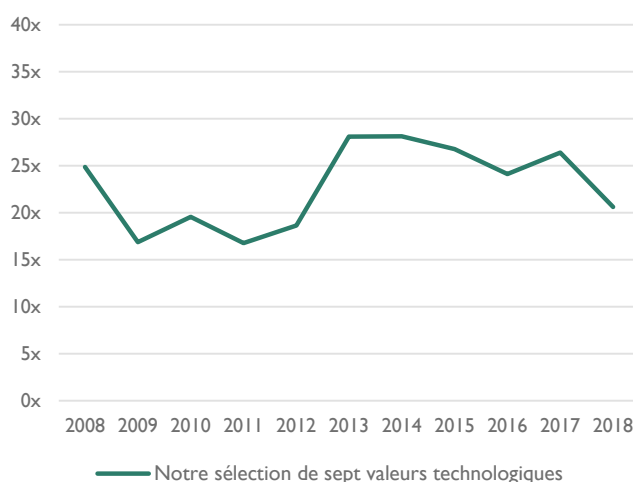
Évolution de la valorisation dans le temps

En Bourse, il convient de ne pas acheter au plus haut. Or, le Nasdaq vient de doubler en moins de cinq ans. Est-il bien raisonnable de s'intéresser à ce secteur ?

Nous répondons par l'affirmative, car les profits générés par les grandes sociétés technologiques ont crû à un rythme inimaginable ces dernières années, avec une croissance moyenne supérieure à 50 % par an !

Dans ces conditions, si nous comparons chaque année la capitalisation boursière avec la génération de cash-flow disponible des sociétés étudiées, nous constatons que leur prix a oscillé entre 20 fois et 25 fois la génération de trésorerie depuis une dizaine d'années (voir le graphique à droite). Le niveau actuel de 25 fois en moyenne est très raisonnable : **il n'y a donc pas (encore) de bulle sur ces actifs**.

Prix / Cash Flow libre (FCF) ajusté



Source : Estimations Montaigne Capital, données retraitées de Bloomberg. Les estimations de rendement FCF pour 2017 et 2018 sont fondées sur le cours de la Bourse actuel.

Nota bene : Cette analyse de la génération de trésorerie est adaptée au type de valeurs technologiques sur lesquelles nous nous concentrons : des sociétés matures, qui génèrent des profits solides et en croissance. Nous excluons radicalement les sociétés de type « start-up », qui évoluent en Bourse en fonction des modes du moment. Notre étude ne concerne que les entreprises technologiques que nous avons sélectionnées.

LE DOSSIER DE L'ÉTÉ (suite)

Valorisation relative de ces valeurs technologiques par rapport au reste du marché

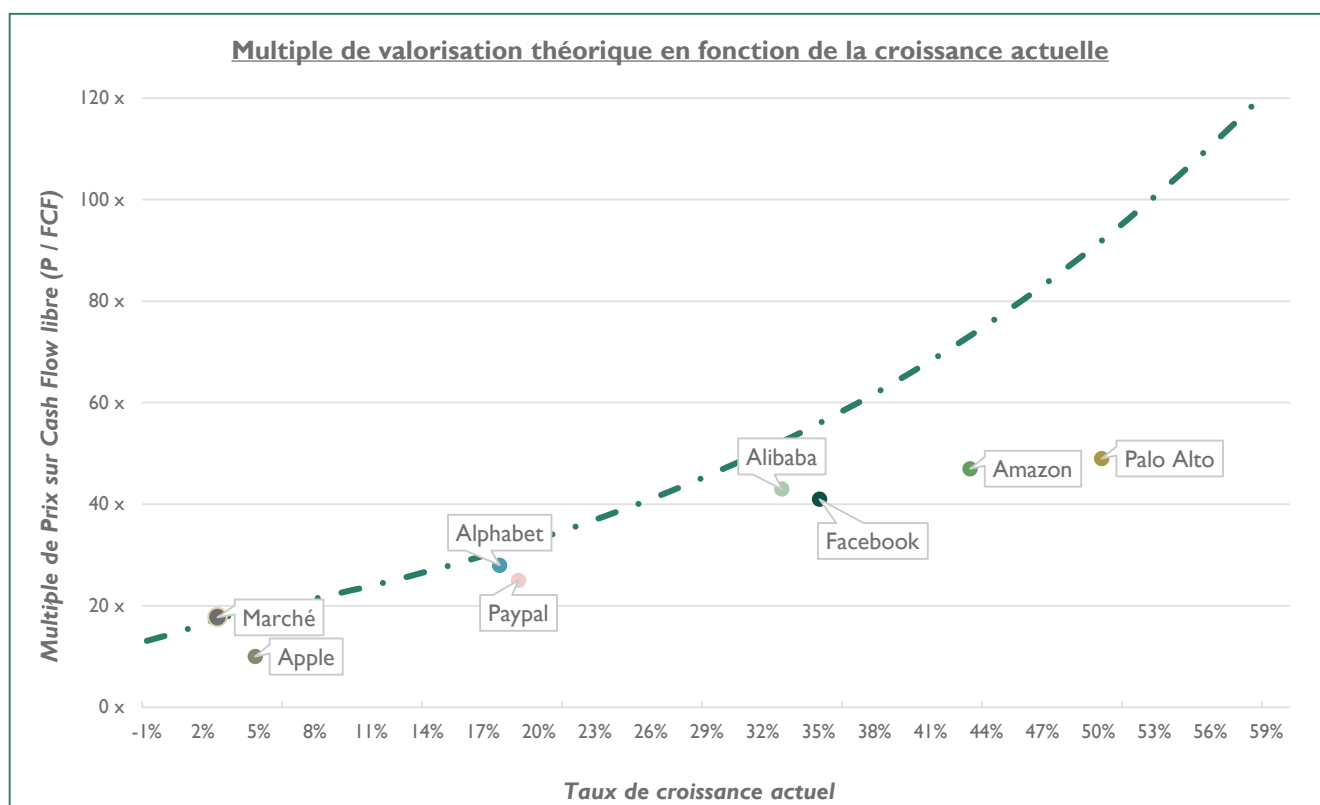
Comment valoriser les perspectives de croissance d'une société en Bourse ?

Nous venons de voir que les grandes entreprises technologiques affichent des multiples de valorisation relatifs quasiment stables sur les dix dernières années. Ces multiples sont structurellement plus élevés que ceux des entreprises traditionnelles, bien moins dynamiques. Les primes de valorisation sont-elles excessives ou raisonnables ? La capitalisation boursière de Facebook représente par exemple quarante fois sa génération de cash-flow libre, contre environ 18 fois pour les indices classiques : est-ce adéquat ?

Nous avons élaboré un modèle de valorisation qui estime la valeur actuelle théorique des flux de trésorerie futurs de ces sociétés. Nos hypothèses sont les suivantes.

- Les taux de croissance des entreprises technologiques vont se réduire progressivement pour atteindre 3 % dans dix ans. Cette hypothèse est conservatrice, car elle sous-estime probablement la croissance future de ces entreprises.
- Nous exigeons un taux de rendement de 9 % pour calculer la valeur actuelle des flux futurs de ces entreprises.

Le calcul est ensuite simple : nous actualisons au taux de 9 % les flux de trésorerie futurs attendus. Pour le marché en général, la croissance est supposée stable à 3 %. Cela implique un multiple de 18,2 x la génération de cash-flow libre, ce qui est approximativement le niveau observé sur les marchés. Voici les résultats : en vert, la courbe de valorisation théorique, et, pour chaque société, son niveau de valorisation réel. Les titres en dessous de la courbe sont sous-évalués ; ceux au-dessus sont surévalués.



Source : Estimations Montaigne Capital, données retraitées de Bloomberg.

Toutes les valeurs indiquées témoignent d'une sous-valorisation. Par exemple, PayPal, avec ses 19 % de croissance actuels, devrait se payer 32 fois sa génération de cash-flow libre. Or, la Bourse ne paye que 25 fois pour le moment, malgré la hausse de 50 % du titre cette année !

Bien sûr, notre modèle est discutable, mais les hypothèses prises sont généralement conservatrices. Certains diront qu'il faut prendre en compte un risque additionnel, lié à la rapide évolution des technologies. En effet, certaines sociétés peuvent rapidement devenir obsolètes (souvenons-nous de Netscape, le navigateur Internet aujourd'hui disparu, qui concentrait jadis 90 % du trafic mondial). **C'est pourquoi nous suivons attentivement ce point avant d'investir.**

Les informations contenues dans ce document non contractuel sont le produit de la réflexion des collaborateurs de Montaigne Capital. Toute analyse présentée ici ne doit pas être considérée comme impartiale, mais indépendante.

Gamme de fonds Montaigne Capital

Nos OPCVM proposent chacun une stratégie de gestion de niche, dont la création de valeur à long terme nous paraît solide.

MC Convictions France investit principalement sur des valeurs françaises, de toutes capitalisations. 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.

MC 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.

Silver Autonomie investit sur des sociétés internationales, dont l'activité permet aux seniors de mieux vivre de manière autonome et de se maintenir à domicile. La SICAV est conseillée par Colville Capital Partners Ltd.

Pour plus d'informations concernant ces fonds, veuillez vous référer aux documents légaux (DICI, prospectus et rapports annuels) disponibles sur le site Internet de la société ou sur simple demande.

Évolution de la performance

Fonds	ISIN	Type	Perf. S1 2017	Perf. Indice
MC Convictions France	FR0010946632	Actions	+ 11,47 %	+ 8,66 %
MC Zones de croissance	FR0010947119	Actions – Flexible	+ 5,61 %	+ 7,07 %
MC Europe internationale	FR0010085530	Actions	+ 4,02 %	+ 8,45 %
MC Modéré	FR0013064540	Diversifié	- 0,47 %	+ 1,07 %
Silver Autonomie	FR0012403855	Actions	+ 13,70 %	+ 8,45 %

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures de nos fonds, qui présentent un risque de perte en capital.

Commentaire trimestriel

Malgré un rallye boursier de quelques semaines en avril lié à l'élection d'Emmanuel Macron, le second semestre s'achève sur une note stable pour les principaux marchés. Les classes d'actifs traditionnelles n'ont que peu évolué (actions, obligations).

Quelles perspectives attendre pour le trimestre à venir ?

Le marché **obligataire** rebondit très légèrement après un mauvais premier trimestre. Nous continuons de penser que le super-cycle de baisse des taux est terminé et que cette classe d'actif risque d'être peu intéressante pour de nombreuses années à venir. La performance moyenne des quinze dernières années des obligations corporate de + 5 % annuel risque de se transformer en + 1 % ou + 2 % annuel de façon structurelle.

Les marchés **actions** ont été médiocres en Europe sur le second trimestre (l'EuroStoxx 50 baisse par exemple de - 1,7 %), mais les États-Unis ont progressé de 2 % à 4 % selon les indices. Seuls les émergents se démarquent nettement, en hausse de + 5,5 %. Néanmoins, la performance en euros de ces marchés a été impactée par la forte baisse du dollar, de - 6,2 % sur le trimestre !

Le marché des **changes** a été animé sur la période, avec un décrochage du dollar – la politique « Trump » ne convainc plus après certains ratés législatifs. À noter aussi la forte baisse de certaines devises émergentes, comme le real brésilien, qui se replie de - 10,2 %. Nous pensons que l'euro pourrait garder une certaine vigueur pour les mois à venir.

Les **matières premières** rechutent lourdement, emmenées par le pétrole, qui se replie de - 16,4 % sur le trimestre. Ce marché, très volatil, devrait toutefois progressivement bénéficier de l'amélioration de ses fondamentaux. Nous sommes désormais acheteurs.

D'un point de vue général, notre édito de couverture présente notre relatif optimisme pour les mois à venir. Les conditions économiques sont réunies pour permettre aux entreprises de croître, et d'augmenter leurs profits. Nous laissons de côté les arguments souvent purement techniques des Cassandre de la Bourse, et pensons qu'il n'est pas trop tard pour investir.

Ce document, à caractère commercial, a pour but de vous informer de manière simplifiée des caractéristiques des fonds. Il ne constitue pas une offre ni un conseil pour vendre ou acheter quelque instrument financier que ce soit. Pour plus d'informations, vous pouvez vous référer aux documents légaux des fonds disponibles sur le site Internet de la société ou sur simple demande.