

**Affaire Volkswagen : un secteur en crise ?**



Le secteur automobile était pourtant sur la bonne voie, après 23 mois consécutifs de croissance en Europe !

**Quels sont les faits ?**

Volkswagen a récemment admis avoir spécifiquement programmé ses véhicules diesels aux Etats-Unis afin qu'ils réussissent les tests d'émissions de NOx, un polluant. En conditions réelles, celles-ci excédaient largement les niveaux autorisés.

Toutefois, mettons ce point en perspective : **le diesel ne représente que 1 % du marché automobile américain.** Par ailleurs, les normes imposées localement sont quasiment inatteignables. Seule BMW, sur les modèles combinant 3 technologies de dépollution, arriverait à passer le test en conditions réelles.

En Europe, les normes sont plus réalistes, avec un durcissement progressif prévu ces prochaines années. Toutefois, le logiciel incriminé aux Etats-Unis étant aussi installé sur les diesels européens, Volkswagen devra corriger ces véhicules, à grands frais.

Les conséquences de cette affaire sont importantes pour l'environnement automobile : les sous-traitants vont être mis sous pression pour trouver des solutions à moindre coût pour les constructeurs, les plus « agiles » d'entre eux en sortiront renforcés.

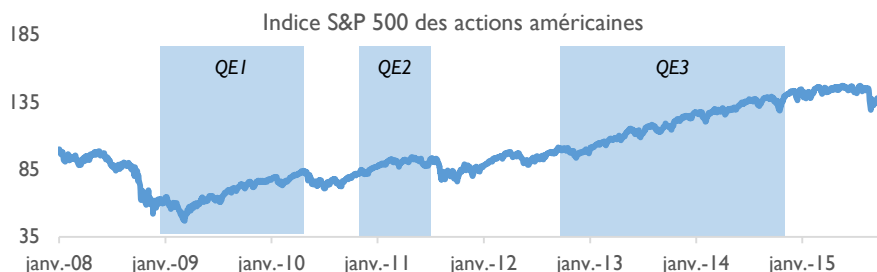
**Éditorial**

**Les banques centrales... piégées ?**

Au cours du premier semestre, la vigueur de l'économie mondiale laissait présager la fin des programmes de « Quantitative Easing » (QE), notamment aux Etats-Unis. La Federal Reserve (FED) a d'ailleurs progressivement préparé les esprits à une remontée des taux d'intérêt dès cette année.

Seulement voilà, la FED semble aujourd'hui dans l'incapacité de poursuivre son projet. A elle seule, l'évocation d'une remontée des taux a entraîné de fortes tensions sur les pays au financement fragile, tout particulièrement dans les pays émergents. En effet, la fin de « l'argent facile » incite les investisseurs à rapatrier leur patrimoine dans des zones plus sûres, à savoir les pays développés. Fini aussi le « carry trade », qui consistait à emprunter en dollar pour placer son argent sur des devises plus rémunératrices, comme les monnaies émergentes : d'importants capitaux ont fui ces pays, faisant plier les devises. Ces difficultés se propagent rapidement aux entreprises qui commercent dans ces pays, et c'est déjà le début de la contagion mondiale. Conséquence immédiate : la FED doit abandonner ses projets de resserrement monétaire, de peur que la machine « monde » ne se grippe !

Quel impact pour l'épargnant ? D'un côté, « l'argent facile » risque de perdurer, c'est la bonne nouvelle. Nous voyons dans le graphique ci-dessous que les périodes récentes de grande prospérité boursière étaient très liées aux périodes de « QE ».



Source : Bloomberg

Néanmoins, nous ressentons le désagréable sentiment **d'être piégés par ces programmes d'assouplissement monétaire**, dont nous ne parvenons pas à sortir. Certains économistes comparent même l'économie mondiale à un « toxicomane accro aux QE »... La première tentative de la FED de remonter ses taux ressemble fort à un échec. Nous naviguons désormais en terre inconnue, où le soutien monétaire des banques centrales devient la norme. Ce point est de nature à grandement effrayer les marchés.

Ces deux forces sont puissantes, chacune susceptible d'entraîner des mouvements brutaux sur les bourses : les désillusions risquent de rapidement succéder aux périodes euphoriques. La très forte correction de cet été en est une bonne illustration. Il sera délicat dans ce contexte de générer des performances intéressantes sans ajuster son allocation en fonction des variations du marché.

Nous avons en conséquence créé des poches de liquidités dans les portefeuilles afin de pouvoir nous renforcer dans les périodes difficiles et concrétiser les plus-values dans des temps meilleurs. Le sens du prochain mouvement de marché dépendra des publications des entreprises au 3<sup>ème</sup> trimestre. Pour le moment, celles-ci sont mitigées sans être alarmantes, le principal point noir venant de l'activité en Chine, très ralentie.

Notre maître mot pour la fin de l'année : la sélectivité. Nous serons par ailleurs plus stricts sur les prix d'achat des sociétés à potentiel et n'hésiterons pas à encaisser plus rapidement nos plus-values.

Pierre WILLOT  
le 16 octobre 2015

## La Chine : risque ou opportunité ?

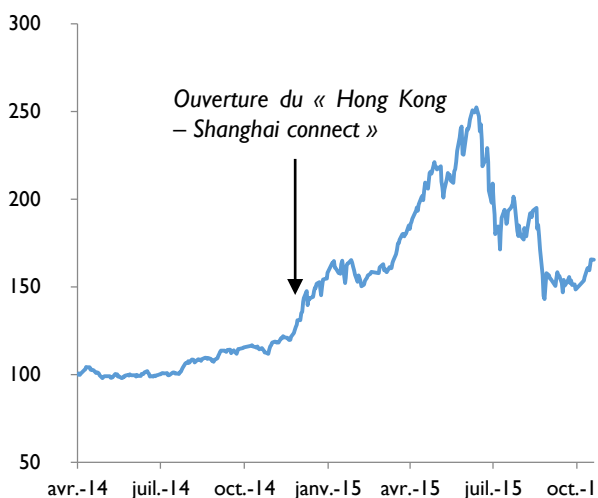
Comme nous l'évoquions dans notre précédente lettre, les investisseurs internationaux observaient d'un œil attentif le dégonflement de la bulle financière en Chine au début de l'été, ainsi que la transition d'une économie d'investissement vers une économie de la consommation dans l'Empire du Milieu.

Cette attention s'est transformée en inquiétude au mois de juillet, puis en panique le 24 août, date à laquelle l'indice composite de la bourse de Shanghai a perdu plus de 8,5 % en une seule séance. Pour autant, faut-il craindre de nouvelles répercussions sur nos marchés et sur les économies occidentales ? Retour sur le feuilleton boursier de l'été.

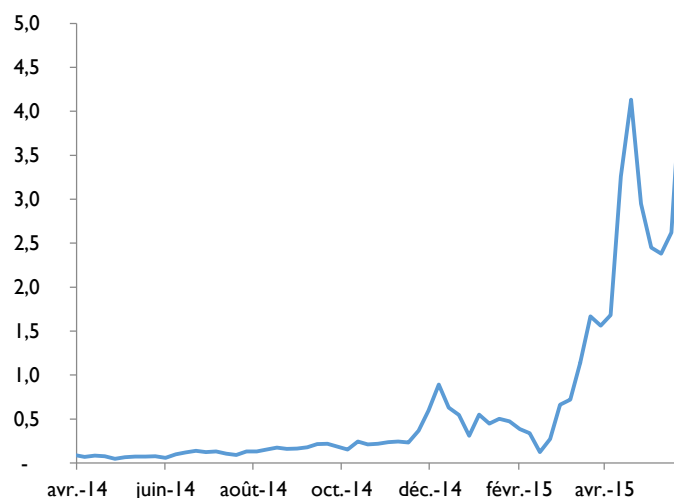
### La formation d'une bulle financière

Tout commence en 2014. Le gouvernement chinois, désireux de poursuivre la « modernisation » de la seconde économie du monde, annonce l'ouverture en novembre 2014 d'un « stock connect », c'est-à-dire une plateforme d'échange entre les bourses de Hong Kong et de Shanghai. En effet, les actions des grandes sociétés chinoises sont souvent simultanément cotées sur deux marchés différents : le marché intérieur, ouvert quasi exclusivement aux investisseurs chinois (Shanghai / Shenzhen), et le marché international (Hong Kong) ouvert aux investisseurs du monde entier. La création d'une plateforme facilitant l'arbitrage entre ces deux marchés a eu une pour conséquence de doper la demande en titres chinois. En quelques mois, **plusieurs centaines de fonds d'investissement se sont créés** pour investir en Chine. Cet afflux de capitaux a provoqué une forte hausse des cours de bourse, et aiguisé l'appétit de nouveaux investisseurs, en particulier parmi les épargnants chinois ... le cercle vicieux d'une bulle financière était en marche.

**Figure 1 : Evolution de la bourse de Shanghai – base 100**  
au 1<sup>er</sup> avril 2014. Source : Bloomberg



**Figure 2 : Nombre de comptes titres ouverts par des particuliers en Chine jusqu'en juin 2015 – données hebdomadaires en millions.** Source : Bloomberg



### L'essoufflement de la bulle

Dans un premier temps, les investisseurs institutionnels étrangers ont constitué l'essentiel des nouveaux flux de capitaux sur le marché de Shanghai, qui leur était désormais ouvert. A partir de début 2015, l'engouement s'est propagé aux particuliers chinois. Encouragés par des campagnes de presse, les épargnants chinois ont ouvert plus de 30 millions de comptes titres sur les 5 premiers mois de l'année 2015 (cf figure 2). Portée par ce double mouvement, **la bourse chinoise a plus que doublé entre avril 2014 et avril 2015** (cf figure 1). Sur la même période, le nombre d'introductions en bourse en Chine était en hausse de plus de 130 % et représentaient près d'un tiers des introductions du monde entier !

Tant et si bien qu'en avril 2015, le quota maximal prévu d'échanges entre Hong Kong et Shanghai sur le « connect » était atteint. Ce quota, destiné justement à prévenir les excès d'enthousiasme, a joué son rôle de plafond de verre, empêchant temporairement la hausse de se poursuivre, et permettant aux investisseurs de « reprendre leurs esprits ».

De plus, la forte hausse du marché de Shanghai a été accompagnée d'une hausse du marché de Hong Kong, mais de bien moindre ampleur. Or, traditionnellement, les titres cotés à Shanghai s'échangent avec une surcote d'en moyenne 15 % par rapport aux mêmes titres à Hong Kong. Au printemps 2015, du fait de l'afflux de capitaux sur le marché intérieur chinois, la surcote avait atteint 48 % !

De nombreux investisseurs étrangers ont alors commencé à « arbitrer » les deux marchés, c'est-à-dire à vendre les titres sur le marché de Shanghai pour les racheter sur le marché de Hong Kong moins cher. Ce mouvement a conduit, à partir de mai 2015, à un dégonflement de la bulle financière.

### La réaction controversée des autorités chinoises

Face à cette situation, les autorités chinoises ont commencé par nier l'existence du problème, afin de ne pas déclencher de panique. Puis, devant l'absence de stabilisation du marché, elles ont suspendu près de la moitié des cotations, et ont interdit aux investisseurs de « vendre à découvert », c'est-à-dire de parier sur la baisse des titres. Elles ont également interdit aux institutions parapubliques de vendre des actions. Bien entendu, cela n'a rien arrangé, au contraire : la brutalité des mesures prises a rappelé aux investisseurs que la Chine restait dirigée par un régime autoritaire.

Par ailleurs, en parallèle de la débâcle financière, des signes d'une propagation de la crise à l'économie réelle chinoise déjà au ralenti se faisaient ressentir début août 2015. Les chiffres de l'activité manufacturière en Chine sont par exemple ressortis au cours de l'été sur des plus bas depuis 2009 (cf figure 4). En réponse à ces nouvelles, une seconde fois, les autorités chinoises ont surpris. Alors que les investisseurs attendaient une réaction « classique » de banque centrale à savoir une baisse des taux d'intérêt et un assouplissement des taux de réserves obligatoires des banques, la banque centrale de Chine a opté pour une décision qui a surpris tout le monde : la dévaluation de sa devise.

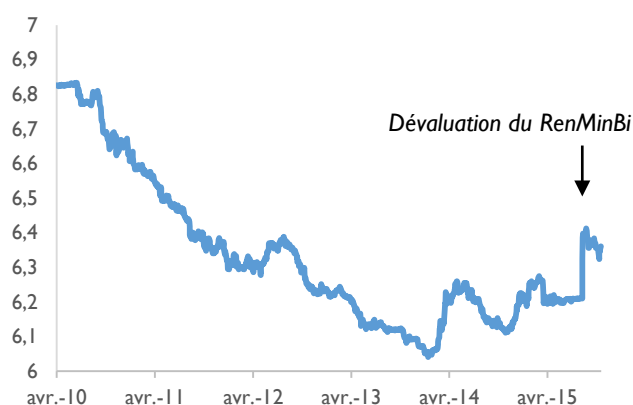
### La dévaluation du RenMinBi

Pourquoi avoir dévalué ? La question fait encore débat. L'explication la plus plausible est que le gouvernement chinois souhaitait d'une part redonner de la compétitivité à son économie, et d'autre part offrir des gages de « modernisation » à la communauté financière internationale. Il a cru pouvoir « faire d'une pierre deux coups » : cette dévaluation pouvait en effet être conduite sous le prétexte d'une plus grande libéralisation du taux de change, mesure préconisée depuis longtemps par le FMI.

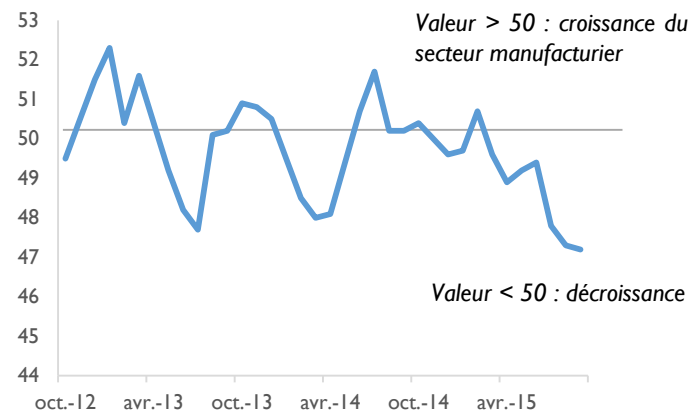
Malheureusement, cette annonce a pris tout le monde de court, surtout au creux de l'été ! Par ailleurs, de nombreux investisseurs internationaux avaient, au cours des dernières années, investi dans le RenMinBi, qui offrait un rendement monétaire intéressant (plus de 4 %) sans grand risque de change, puisque le RenMinBi était jusque là maintenu stable par rapport au dollar (cf figure 3).

Cette annonce, même symbolique (quelques pourcents seulement de dévaluation), **a provoqué des rachats massifs** de ces mêmes investisseurs, entraînant, par ricochet, un « lundi noir » le 24 août à la bourse de Shanghai.

**Figure 3 : Evolution du taux de change USD / RMB**



**Figure 4 : Indice manufacturier chinois. Source : Bloomberg**



### Les conséquences pour le reste du monde

Bien entendu, la panique de Shanghai s'est répercutée sur les autres places financières internationales. Les indices américains et européens ont perdu plus de 5 % sur cette même séance. Plus grave, la communauté financière a dû revoir à la baisse ses anticipations de résultats des entreprises, en particulier celles qui opèrent en Chine.

Heureusement, dès le mois de septembre, des plans de relance plus traditionnels ont été annoncés par le gouvernement chinois : prime à la casse pour les automobiles, baisse des réserves obligatoires des banques. En effet, à la différence des économies occidentales, **la banque centrale de Chine dispose encore de marges de manœuvre considérables**. Ses réserves de change sont très importantes : près de 3,500 milliards de dollars. Les taux d'intérêt y sont encore élevés, ce qui laisse une large latitude de baisse en cas de besoin. Enfin, l'économie chinoise reste relativement fermée et sa colonne vertébrale, les entreprises contrôlées par l'état, est « aux ordres ». Peu de chance donc que ces dernières coupent drastiquement leurs investissements comme l'auraient probablement fait des entreprises privées.

### La situation aujourd'hui et les indicateurs que nous surveillons

La baisse des marchés dans les pays développés s'est concentrée sur les titres les plus exposés : valeurs liées aux matières premières, sociétés réalisant une part significative de leur activité en Chine, etc.

Nous avons quant à nous réduit une partie de notre exposition aux actions chinoises dès le mois de mai 2015. Nous avons considérablement limité – temporairement – l'exposition des portefeuilles aux sociétés les plus vulnérables. Nous ne perdons pas de vue que malgré la situation inconfortable actuelle, **la tendance à long terme d'un essor de l'économie chinoise semble inéluctable**. Nous surveillons enfin les indicateurs d'activité économique, guettant une stabilisation (ou une aggravation !) de la situation dans l'Empire du Milieu.

## 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 répartir 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 9m 2015	Perf Indice
Convictions France	FR0010946632	Actions	+ 9,49 %	+ 6,32 %
Zones de Croissance	FR0010947119	Actions	- 3,74 %	- 8,44 %
Agir Plus	FR0007478938	Diversifié	+ 0,02 %	+ 1,67 %
Europe Internationale	FR0010085530	Actions	- 3,43 %	+3,15%

## Commentaire trimestriel

L'été aura eu raison des gains du premier semestre, avec une forte correction en août sur le marché des actions, suivie d'une baisse sensible du marché obligataire « corporate » en septembre ! En conséquence, l'Euro Stoxx 50 affiche désormais une baisse de 1,45 % à fin septembre, et l'indice des obligations d'entreprises (iBoxx Corp) perd 1,88 % depuis le début de l'année. Si ces replis ne sont pas considérables en absolu, ils dénotent tristement des très belles performances du début d'année.

### Quelles perspectives attendre pour le trimestre à venir ?

Sur le plan des **actions**, la chute récente a le mérite de diminuer les niveaux de valorisation des entreprises. Une incertitude pèse toutefois sur la vigueur de l'activité de ces sociétés dans les pays émergents, qui pourrait être à même de peser sur les résultats futurs : en effet, les marges sont généralement meilleures dans ces pays, qui génèrent désormais un part importante du compte d'exploitation des sociétés « mondiales ». Ainsi, nous restons prudents pendant cette période de publication de résultats.

Sur le marché des **changes**, la baisse de l'euro qui avait soutenu les marchés s'est arrêtée, avec un euro qui oscille entre 1,10 et 1,15 USD depuis plusieurs mois. Les devises émergentes ont pour leur part beaucoup souffert de fuites de capitaux ainsi que d'attaques spéculatives : le real brésilien s'enfonce de 21,9 % contre dollar sur le trimestre, le ringgit malais de 14,6 %...

Les rendements **obligataires** d'Etats ont été stables sur le trimestre, mais les spreads de crédit se sont écartés... Les investisseurs exigent donc plus de rendement sur les émetteurs privés, afin de rémunérer leur risque, même faible. Nous avons même observé des tensions sur des émetteurs quasi étatiques, comme EDF ! A noter la très mauvaise performance du crédit à haut rendement, avec un repli de 5,4 % de l'indice iBoxx High Yield sur le trimestre.

Les **matières premières** ont été de nouveau très attaquées. Le pétrole WTI a affiché fin août un repli de plus de 35 % depuis la fin juin... Il termine le trimestre sur une baisse plus contenue de 24,2 %. Les matières premières industrielles n'échappent pas à ce mouvement, mettant en péril tout le secteur (on se souvient de Glencore, le plus gros trader mondial de matières premières, dont la solidité financière a été grandement mise en question courant septembre). Nous restons à l'écart du secteur.

Comme nous l'anticipions dans notre précédente missive, les petites et moyennes valeurs commencent à surperformer. En effet, souvent nationales, elles souffrent moins que leurs grandes sœurs dont l'activité mondiale est plus attaquée. Le fonds Convictions France en profite. Nous confirmons notre position sur les Midcap, mais restons prudents sur les grands indices actions dans le monde.

*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.*