

Lettre trimestrielle – Hiver 2016

Lancement de « MC Cash Flow »



Nous avons le plaisir de vous annoncer le lancement prochain de la SICAV « MC Cash Flow ».

Partant du constat que les différentes normes comptables dans le monde ne permettaient plus une comparaison objective des résultats nets de différentes entreprises, nous focalisons régulièrement notre analyse sur la génération de trésorerie nette d'une société pour évaluer sa santé financière.

L'analyse de cette génération de trésorerie disponible (appelé « **Free Cash Flow** ») est un redoutable indicateur d'achat et de vente en Bourse.

Cette approche, encore trop peu répandue en Europe, est devenue **la norme dans les pays anglo-saxons**. En effet, elle permet de « nettoyer » les profits comptables théoriques, liés aux méthodes d'amortissement par exemple. Les flux de liquidités deviennent l'arbitre de la qualité de la gestion de l'entreprise.

Concrètement, va être lancée dans les prochains mois une SICAV de droit français, qui pourra **investir dans les actions des entreprises internationales**, avec pour objectif de battre l'indice MSCI World couvert en euros.

N'hésitez pas à contacter votre gérant ou votre conseiller pour plus d'informations.

Éditorial

Taux zéro – comment adapter son épargne ?

Les taux à 10 ans français ont touché cet été leur plus bas niveau historique, à 0,10 %. Autant dire que l'argent est désormais gratuit. Cette situation inédite décontenance de nombreux analystes, qui n'ont plus d'élément de comparaison auquel se raccrocher. Certains évoquent la flambée prochaine de nombreux actifs financiers, dont les actions ; d'autres parlent de krach obligataire probable. On entend tout et son contraire.

Quelles sont les attitudes « financièrement raisonnables » à adopter ?

Le premier réflexe serait d'emprunter de l'argent, et ainsi « sécuriser un taux d'emprunt très bas ». Encore faut-il pouvoir ensuite placer les capitaux obtenus à un taux substantiellement supérieur. Passons en revue les possibilités actuelles.

- ❖ Les placements immobiliers semblent être la solution idéale : en effet, en empruntant peu cher, on peut penser que le bien acquis sera vite amorti, et l'emprunt associé rapidement remboursé. Néanmoins, pour un bien de bonne qualité, situé à Paris par exemple, le rendement locatif brut s'élève actuellement à environ 3 %. L'impact des taxes, des frais de gestion et des provisions pour travaux fait rapidement baisser ce rendement à 2 % net. Ceci est généralement suffisant pour couvrir les intérêts du prêt, mais **insuffisant pour rembourser le principal** : en conséquence, l'emprunt « in fine » est souvent privilégié, avec un risque de prix à la sortie : on joue la plus-value, et non plus le rendement... D'autres biens immobiliers procurent encore des rendements supérieurs, de l'ordre de 5 % brut. Mais ce surplus de rentabilité vous expose à d'autres risques (non-location pour de l'immobilier commercial, liquidité dans une SCPI, etc.). En revanche, emprunter pour sa résidence principale reste bien entendu une bonne idée.
- ❖ Il faut par ailleurs se méfier des placements obligataires : nous venons de connaître une longue période de 20 années de baisse des taux, qui a très fortement fait monter le prix des obligations : le rendement réel (après inflation) de ce type de placement est désormais généralement négatif. C'est souvent un signe d'alerte : à la première poussée d'inflation, ces actifs peuvent perdre rapidement beaucoup de valeur. Quelques exceptions existent (dans les hauts rendements, les perpétuelles ou hybrides, etc.), mais avec un risque plus important.
- ❖ Les actions sont plus volatiles, mais ont le mérite de **rémunérer de façon bien plus importante le risque** pris. En se focalisant sur les belles valeurs, on peut actuellement se constituer un portefeuille avec un risque très diversifié et une espérance de rendement de l'ordre de 5 % annuel. Ce rendement cible (lissé sur plusieurs années) se décompose en 2 % de croissance organique des bénéficiaires et 3 % de flux de trésorerie disponible, reversé en partie aux actionnaires (dividende) ou utilisé pour financer des opérations de croissance externe. L'effet de levier pour investir sur les actions doit toutefois rester limité.
- ❖ Restent encore les fonds en euros des assureurs, mais leur performance passera probablement sous les 2 % cette année, ce qui rend l'investissement moins attrayant. Les fonds à performance absolue, autrefois rémunérateurs, ne parviennent plus à générer des rendements intéressants dans notre environnement de taux quasi nuls.

Espérances de rendement annuel	Immobilier	Obligations de qualité	Actions	Fonds en euros & performance absolue
Conditions normales ¹	6,0 %	5,0 %	8,0 %	4,5 %
Conditions actuelles ²	2,0 %	1,0 %	5,0 %	1,8 %

¹ Taux sans risque à 4,5 %, inflation à 2,0 %

² Taux sans risque à 0,5 %, inflation à 1,0 %

Comprendre l'action des Banques centrales sur les taux d'intérêt

Nous avons eu maintes occasions d'aborder le sujet des taux d'intérêt dans nos lettres, et souvent évoqué l'impact des Banques centrales sur ces derniers. Il ne paraît cependant pas inutile, à l'heure où la Banque centrale américaine (la FED) devrait modifier sa politique et où son homologue européen (la BCE) s'y prépare, de faire le point sur les mécanismes d'action des ces institutions et leurs objectifs.

Une brève histoire de la monnaie : ainsi naquirent les Banques centrales

De l'Antiquité à la fin du Moyen Âge, en Occident, la valeur de la monnaie était fixée par le poids en or ou en argent de chaque pièce. Lassés de devoir transporter des quantités importantes de pièces, des marchands italiens ont eu l'idée de créer des « certificats de dépôt », titres représentant une certaine quantité d'or détenue à un endroit donné (une banque). Les billets de banque étaient nés. L'histoire ne s'arrête pas là : constatant que les certificats n'étaient jamais tous « exercés » en même temps, les banques se sont mises à émettre plus de certificats qu'elles n'avaient d'or en réserve, ce qui revint à créer de la monnaie.

Ce système, fondé sur la confiance des porteurs de certificats envers l'institution qui les a émis, a rapidement entraîné l'apparition des premières faillites bancaires. En réponse, et pour éviter que certains établissements ne créent trop de billets par rapport à leurs réserves, les États ont créé des « Banques centrales », jouissant du privilège de la création monétaire de manière exclusive.

La dernière étape du processus de « fiduciaisation » de la monnaie a eu lieu au XX^e siècle. Alors que le stock d'or est, par définition, limité, la valeur des dettes (et donc la quantité de monnaie émise) de certains pays à l'issue de la Grande Guerre a conduit à des phénomènes de dévalorisation de la monnaie (hyperinflation), extrêmement préjudiciables à l'économie. La convertibilité des monnaies en or a donc progressivement été abandonnée, avant de disparaître définitivement en 1971. La masse monétaire devenant *de facto* déconnectée de toute réalité physique, la responsabilité des Banques centrales s'en trouva accrue.

Compte tenu de ce long processus historique, le rôle des Banques centrales, à la fin du XX^e siècle, est donc double : d'une part, assurer la stabilité de la monnaie via le contrôle de la création monétaire, et, d'autre part, servir de régulateur et de prêteur en dernier ressort pour les autres établissements bancaires (cf. figure 1).

Les outils de politique monétaire « conventionnels »

Pour assurer leur mission, les Banques centrales disposent d'outils monétaires dits « conventionnels ».

- Les **taux d'intérêt à court terme** (taux directeurs) : en augmentant les taux d'intérêt, la Banque centrale augmente le coût de l'emprunt pour les établissements bancaires. Ces derniers répercutent la hausse du coût d'emprunt au client final, ce qui freine la création de monnaie, et donc à la fois l'inflation et l'économie. À l'inverse, en réduisant les taux directeurs, la Banque centrale réduit ce coût pour l'emprunteur final, qui se retrouve incité à emprunter, et donc à créer de la monnaie et à investir.
- Le **taux des réserves obligatoires** : les établissements bancaires doivent déposer sur leur compte auprès de la Banque centrale un pourcentage des crédits qu'elles accordent. Si le taux des réserves obligatoires est de 1 %, cela signifie que, pour accorder un crédit de 1 000 €, une banque doit déposer 10 € auprès de la Banque centrale. Ainsi, plus le taux des réserves obligatoires est faible, plus les banques peuvent accorder des crédits.

De plus, la Banque centrale dispose de la possibilité de refinancer une ou plusieurs banques, en cas de nécessité. Il s'agit alors de servir de « tiers de confiance » en cas de montée de la défiance entre les banques.

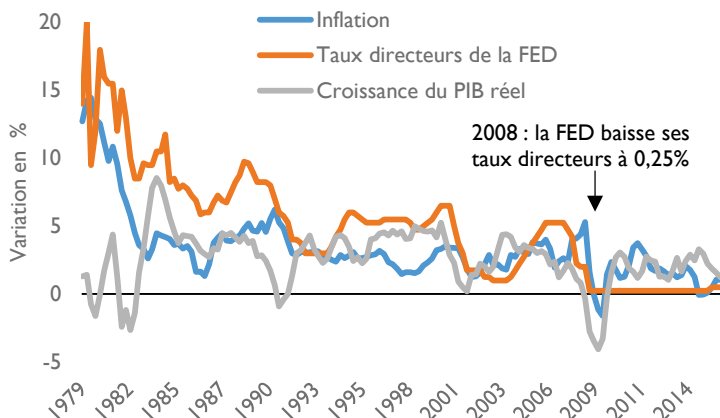


Figure 2 : pilotage de l'inflation par la FED aux États-Unis : 1978-2016
Source : FMI, Bloomberg

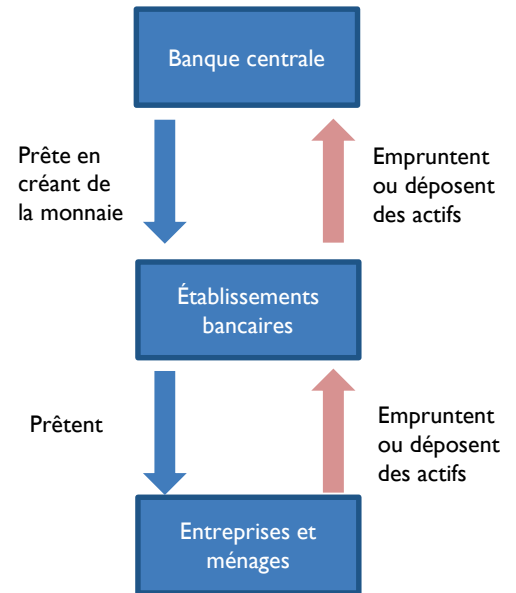


Figure 1 : schéma simplifié du fonctionnement d'une Banque centrale

Entre 1978 et 2008, l'action des Banques centrales consiste à « piloter » l'économie en créant suffisamment de monnaie pour que cette dernière soit stimulée, sans pour autant dépasser un plafond d'inflation. Ce système, une fois rodé, a conduit à la réduction drastique de l'inflation dans les pays développés, et à la stabilisation des monnaies, ce qui a permis un développement économique considérable (cf. figure 2).

Malheureusement, la crise de 2008-2009 a contraint les Banques centrales à développer de nouveaux outils pour faire face à une menace nouvelle, la déflation, contre laquelle les leviers traditionnels étaient inefficaces.

Les outils de politique monétaire « non conventionnels »

En effet, face à l'ampleur de la crise économique de 2008-2009, la baisse des taux directeurs à des niveaux proches de 0 % ne s'est pas révélée suffisamment stimulante pour relancer l'économie mondiale, et contrer les effets récessifs et déflationnistes de cette crise (cf. figure 2). Les Banques centrales – la FED en tête – ont donc eu l'idée d'utiliser de nouveaux outils monétaires, dits « non conventionnels », et en particulier :

- l'**assouplissement quantitatif** (« Quantitative Easing »), qui consiste à permettre à la Banque centrale d'acheter directement sur les marchés financiers des actifs peu risqués, afin d'agir directement sur leur prix, de stimuler l'achat par les investisseurs d'actifs plus risqués, et ainsi de relancer l'économie et l'inflation ;
- l'**assouplissement qualitatif**, qui consiste à alléger les règles d'accès au refinancement des établissements bancaires, en élargissant le spectre des actifs susceptibles d'être apportés à la Banque centrale en échange de liquidités.

L'impact de ces nouveaux outils

Ces « nouvelles » mesures ont pour l'instant permis de relancer l'économie aux États-Unis. En Europe, les mesures non conventionnelles ayant été initiées plus tardivement, l'impact sur l'économie est encore difficile à analyser. En revanche, le rachat d'actifs a eu pour effet direct d'assécher le marché obligataire. À titre d'exemple, le « Quantitative Easing » de la BCE de 80 milliards d'euros par mois représente l'équivalent (tous les mois !) de l'ensemble des émissions obligataires en euros des entreprises non financières françaises en 2015...

De plus, les contraintes de diversification géographique de la BCE (les achats d'actifs par la BCE dans le cadre du « Quantitative Easing » sont réalisés à proportion du poids de chaque pays de la zone euro) ont conduit à des situations difficilement justifiables d'un point de vue économique : l'Allemagne a ainsi émis à taux négatifs des obligations sur 10 ans en juillet 2016 ! C'est-à-dire que les investisseurs doivent payer pour prêter à l'Allemagne des capitaux pendant 10 ans... Ce paradoxe n'est selon nous pas appelé à durer.

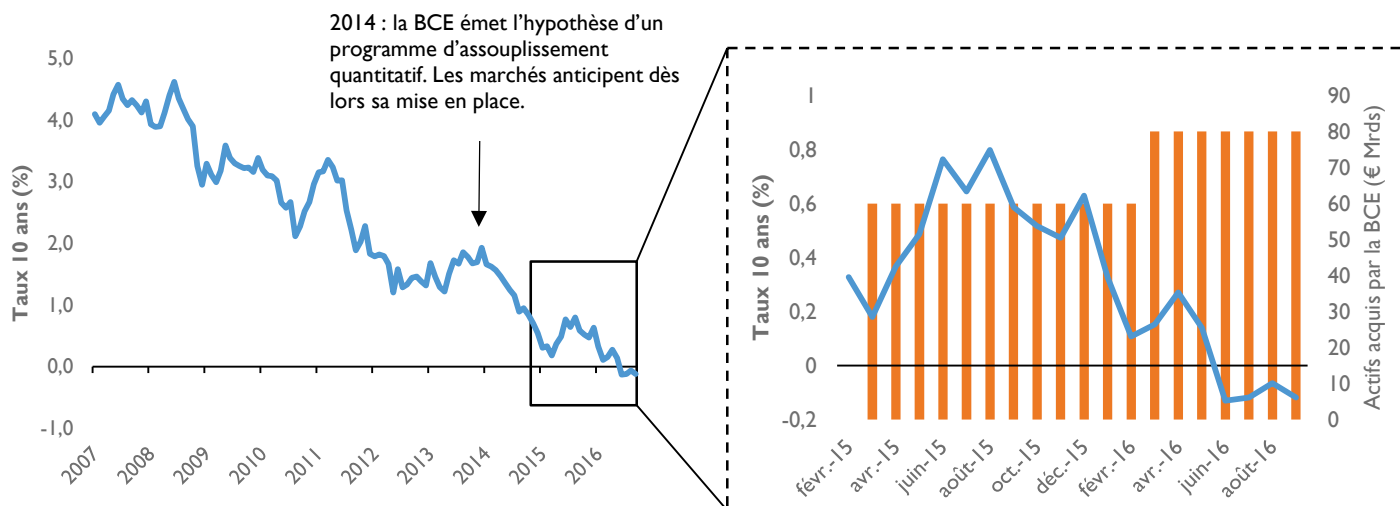


Figure 3 : Impact de l'assouplissement quantitatif de la BCE sur les taux allemands – Source : BCE, Bloomberg

Quatre fonds pour affronter un environnement de taux faibles

Dans un environnement de taux d'intérêt très faibles, il est difficile de trouver des actifs peu risqués qui procurent un rendement intéressant.

Il existe néanmoins des possibilités. Nous avons sélectionné quatre fonds qui présentent ces caractéristiques.

- Les fonds indexés sur l'inflation et couverts contre le risque de taux, tels que **CPR Focus Inflation Hedged** : ce fonds se propose d'investir en obligations indexées sur l'inflation, tout en couvrant la sensibilité aux taux d'intérêt. En d'autres termes, ce fonds obligataire bénéficiera d'une hausse de l'inflation, même si elle est accompagnée d'une hausse des taux d'intérêt.
- Les fonds d'arbitrages, tels que **DNCA Muiri** ou **Exane Pleïade Perf** : ces fonds visent à réaliser une performance positive, quelle que soit la tendance du marché, en investissant de manière neutre vis-à-vis de ce dernier. À titre d'exemple, ils utilisent des stratégies de « pair trade », c'est-à-dire qu'ils peuvent parier sur une meilleure performance de l'action Peugeot par rapport à l'action Renault, plutôt que d'investir sur l'une ou l'autre. Ainsi, dans un marché haussier comme dans un marché baissier, si Peugeot surperforme Renault, le fonds devrait réaliser un gain, et, dans le cas inverse, une perte.
- Enfin, pour les investisseurs qui croient en une remontée des taux d'intérêt, ou qui veulent se couvrir contre une telle possibilité, le fonds **Elan Oblig Bear** permet de s'exposer négativement au marché des taux. Si les taux d'intérêt remontent, la valeur de ce fonds devrait augmenter. À l'inverse, si ces derniers s'enfoncent en territoire négatif, la performance devrait continuer à être négative.

N'hésitez pas à nous contacter si vous souhaitez obtenir plus de détails sur l'un de ces fonds.

Cet avis ne constitue pas un conseil personnalisé ou une recommandation d'achat.

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.

MC 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 à l'aide d'un support quantitatif et vise à capter les tendances de marché, sur les actions et les obligations. L'OPCVM a une vocation patrimoniale et sélectionne ses investissements en fonction de plusieurs indicateurs techniques rigoureux.

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.

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 2016	Perf. Indice
MC Convictions France	FR0010946632	Actions	+1,02 %	-1,06 %
MC Zones de croissance	FR0010947119	Actions (flexible)	+5,13 %	+9,17 %
Agir Plus	FR0007478938	Diversifié	-0,22 %	+2,15 %
MC Europe internationale	FR0010085530	Actions	+1,51 %	-3,38 %
MC Modéré	FR0013064540	Diversifié	+3,65 %	+1,66 %

Commentaire trimestriel

La crise boursière annoncée pour cet été par de nombreuses cassandres n'a pas eu lieu. De fait, le CAC 40 regagne près de 5 % sur le trimestre, effaçant largement ses pertes de juin. Depuis le début de l'année, les marchés actions restent négatifs (-8,12 % pour l'Eurostoxx 50 par exemple, très affecté par le secteur bancaire). Peu d'investisseurs osent toutefois se repositionner avant les deux importantes échéances électorales à venir : les élections américaines, pour lesquelles Donald Trump fait office de trublion des marchés, et le référendum constitutionnel italien, qui prend des tournures de plébiscite.

Quelles perspectives attendre pour le trimestre à venir ?

Le marché **obligataire** semble évoluer ces derniers mois. En effet, de faibles pressions inflationnistes apparaissent partout dans le monde, exacerbant le niveau de rendement négatif de la plupart des obligations en termes réels. En conséquence, le marché commence à s'ajuster et les rendements progressent lentement. Il est opportun de sortir des obligations classiques à rendement actuariel quasi nul et de ne conserver que des positions limitées sur des obligations spécifiques, comme celles liées à l'inflation, ou certaines émissions *corporate* (hybrides, high yield), dont le risque supérieur continue à être rémunéré.

Les marchés **actions** ont récupéré, sur le trimestre, une grande partie de leurs pertes liées au Brexit. En effet, les effets négatifs de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne semblent contenus pour le moment. Notre opinion positive sur les Bourses européennes et émergentes début juillet s'est révélée payante (+7,1 % sur les émergents, +5,0 % sur la Bourse française). Les États-Unis suivent (+3,3 %), mais affichent encore une valorisation plus élevée en relatif.

Le marché des **changes** a, une fois n'est pas coutume, été très calme : l'euro progresse de 1 % face au dollar ; le rouble et le réal sont quasi stables face au dollar (+1,5 % et -1,4 % respectivement) ; seule la livre sterling souffre du vote du Brexit (-3,3 % face au dollar).

Les **matières premières** restent fermes après une année 2015 très difficile. Le point bas semble avoir été touché l'hiver dernier pour la grande majorité des matières industrielles. Si le pétrole reste solide (-1 % après +24,5 % au T2 2016), le fer gagne 10 %, l'acier européen progresse de 4 %, et l'aluminium, le cuivre, ainsi que le nickel sont également orientés à la hausse.

Notre positionnement matière première avec Arcelor Mittal a été très gagnant, et nous avons soldé la position avec un gain de l'ordre de 50 %. Une fois le mois d'octobre passé, nous envisageons de revenir sur les actions européennes cycliques.

Ce document, à caractère commercial, a pour but de vous informer de manière simplifiée des 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.