

Lettre trimestrielle – Automne 2022

Entre inflation et hausse des taux, quel avenir pour l'immobilier ?



S'il est un actif dont le prix dépend des taux d'intérêt, c'est bien l'immobilier. En effet, contrairement aux placements financiers, les achats immobiliers s'effectuent en grande majorité avec emprunt. Le renchérissement du coût des crédits **impacte la capacité d'achat des investisseurs**. Et il est très probable que ce mouvement de hausse des taux immobiliers ne soit pas terminé, étant donné les niveaux observés sur les emprunts d'État.

Dans le même temps, l'immobilier **profite de la hausse de l'inflation**, qui augmente le revenu disponible des emprunteurs, ainsi que les loyers potentiels. L'inflation pourrait dépasser 5 % cette année, un niveau jamais vu depuis 30 ans !

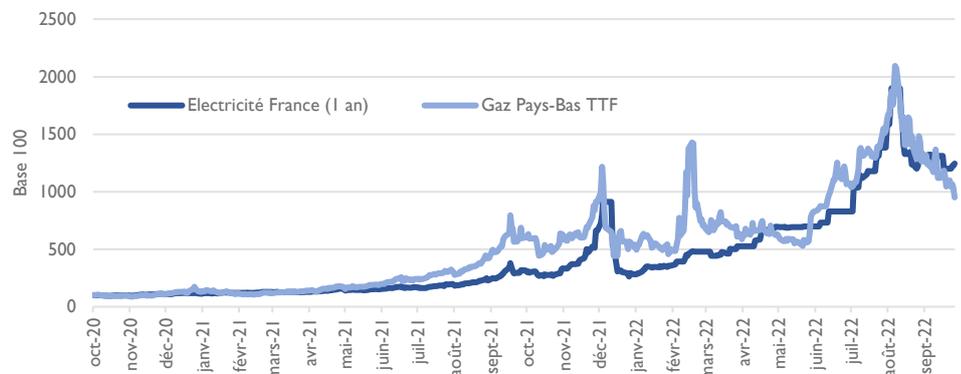
Si l'on cherche à quantifier ces deux effets inverses, nous pouvons simuler l'acquisition d'un bien financé à 80 % sur 25 ans par endettement. En supposant une hausse des taux de crédit immobilier de 1 % à 3 % et une augmentation du revenu de 10 % sur 3 ans, nos calculs aboutissent à une baisse mécanique de 10 % du prix de l'immobilier pour que l'acheteur conserve son pouvoir d'achat.

Cette estimation reste néanmoins théorique, d'autres facteurs devant aussi être pris en compte.

Éditorial – Vers une nouvelle vague de désindustrialisation en Europe ?

Après avoir profité d'une longue période d'énergie peu chère et abondante, l'Europe fait actuellement face à une crise énergétique sans précédent. Contrairement à l'idée reçue, cette crise n'est pas uniquement attribuable à la Russie, mais s'explique par de multiples facteurs.

- ❖ Concernant l'électricité, le choix européen d'une **tarification au coût marginal** (c'est-à-dire au coût de production du dernier kWh produit) entraîne mécaniquement des situations extrêmes : en cas de très légère surabondance, les prix de marché baissent très fortement, et inversement en cas de manque.
- ❖ Les prix bas de la dernière décennie ont également entraîné **un sous-investissement important** dans le secteur. Certaines centrales ont été arrêtées et d'autres vendues à vil prix (comme la centrale à gaz combiné du Bayet en 2015, quasi neuve). En conséquence, le parc énergétique européen est aujourd'hui vieillissant et moins fiable.
- ❖ La décision de sortir brutalement du charbon a aggravé la situation. La production d'énergie renouvelable, en remplacement, est malheureusement beaucoup moins prévisible car **très dépendante de la météo**. Ce dimanche 16 octobre, par exemple, le prix de marché de l'électricité allemande était quasi nul en milieu de journée, avant d'atteindre plus de 200 € le MWh quelques heures plus tard, en raison d'un changement de vents.
- ❖ Enfin, plus spécifiquement concernant le gaz, l'Europe a choisi de **désindexer ses contrats long terme du prix du pétrole**, dans l'espoir de payer moins cher un gaz alors très abondant. Force est de constater que cette stratégie se retourne désormais contre elle, car l'Europe doit maintenant payer le prix de marché, devenu extrême.



Source : Bloomberg, Montaigne Capital

C'est dans ce contexte qu'est intervenu le choc de 2022, avec la très forte réduction des livraisons de gaz de la Russie. Dans le même temps, les importations de gaz naturel liquéfié (GNL) augmentent très sensiblement en Europe. Mais pour remplacer totalement le gaz russe, celles-ci devraient passer de 25 % de la consommation (en 2021) à 55 % en 2023. Étant donné les nombreux contrats déjà signés ces derniers mois, et la forte probabilité que la Russie continue à fournir un volume, même réduit, il ne devrait pas y avoir de pénurie. Toutefois, attirer ce GNL nécessite de le payer très cher. Les pays exportateurs (USA, Qatar, etc.) en profitent largement.

Une conséquence directe est la **forte hausse des coûts pour l'industrie européenne**. Les métiers très consommateurs d'énergie (hauts fourneaux, production d'ammoniaque, de verre, etc.) sont déjà en train de réduire considérablement leurs activités. Au final, les multinationales n'auront probablement pas d'autre choix que de fermer des unités de production et de servir leurs clients européens en expédiant leurs produits fabriqués dans d'autres régions du monde. Le risque de désindustrialisation est donc élevé.

Cela explique notre prudence actuelle concernant l'Europe. Dans des zones plus protégées, comme les États-Unis, nous assistons *a contrario* à un mouvement de **réindustrialisation** afin de sécuriser les chaînes d'approvisionnement. Si le secteur des semi-conducteurs commence déjà à attirer des capitaux importants outre-Atlantique, il est très possible que d'autres secteurs industriels suivent, avec les opportunités boursières associées.

Pierre Willot
Le 17 octobre 2022



Mieux comprendre les banques centrales

Les décisions récentes de la FED (FEDeral Reserve – Banque centrale américaine) et de la BCE (Banque centrale européenne) présentent de nombreux points communs. Pourtant, les deux institutions n'ont pas exactement le même mandat et sont structurées de manière assez différente. Dans le contexte d'un marché très dépendant des décisions des banques centrales, il nous semble utile de nous pencher plus en détail sur les points de similitudes ainsi que sur les différences entre ces deux institutions.



1 – Quel mandat ?



La BCE dispose d'un double mandat :

- maintenir la stabilité des prix (i.e. inflation annuelle « à un niveau proche de 2 % sur le moyen terme ») ;
- superviser les institutions bancaires dites « systémiques » de la zone euro (depuis 2014 seulement).

Elle est également responsable de la monnaie fiduciaire.

La FED dispose d'un triple mandat :

- maintenir le plein-emploi ;
- maintenir la stabilité des prix ;
- maintenir les taux d'intérêt à long terme à un niveau « modéré ».

Elle doit également assurer la stabilité du système financier.

Ainsi, à la différence notable de la FED, la BCE n'a pas d'objectif économique en dehors du contrôle de l'inflation. Le soutien à l'économie ou le taux d'emploi ne sont que des cibles de second ordre, qui ne peuvent être recherchées que « sous réserve de ne pas nuire à la stabilité des prix ». À l'inverse, la FED ne contrôle pas l'émission de monnaie fiduciaire, qui dépend du département du Trésor. En d'autres termes, alors que la FED peut et doit agir pour maintenir un taux d'emploi satisfaisant, la BCE se cantonne à un rôle davantage monétaire.

2 – Quels outils ?

Les deux institutions disposent des trois outils traditionnels des banques centrales pour remplir leur mandat :

- les taux directeurs, c'est-à-dire des taux auxquels les banques commerciales empruntent ou placent auprès de la banque centrale ;
- les taux de réserves obligatoires, qui correspondent aux niveaux minimaux de capitaux que les banques commerciales doivent déposer auprès de la banque centrale en fonction de leurs encours de dépôt.
- les « opérations de marchés », qui permettent à la banque centrale d'acheter ou de vendre des bons du Trésor sur le marché interbancaire, ce qui influe sur les prix (et les taux) de ces bons, ainsi que sur la liquidité du marché.

À ces outils traditionnels s'ajoutent les mesures « non conventionnelles », mises en œuvre à partir de la crise financière de 2008 :

- les opérations d'achat de tous types d'actifs (et non plus seulement des bons du Trésor) sur les marchés financiers directement (et non plus sur le seul marché interbancaire) ;
- la fixation de taux d'intérêt négatifs ;
- les opérations pour agir sur les taux d'intérêt à long terme ;
- la mise en place de « *forward guidance* », c'est-à-dire de communication en amont aux investisseurs des scénarios et des prévisions de la banque centrale pour réduire les risques de surprise et limiter la volatilité des marchés.

3 – Quelles différences ?

Ainsi, si les deux institutions semblent avoir des objectifs proches et des instruments similaires, il convient de noter au moins deux différences majeures.

- 1) Comme nous l'avons souligné plus haut, les objectifs des deux institutions sont légèrement différents. Si la FED dispose d'objectifs économiques clairs, le mandat de la BCE est avant tout monétaire.
- 2) La BCE, compte tenu du caractère apolitique de son mandat et de son organisation supranationale (cf. ci-contre), dispose de moins de marge de manœuvre que la FED : on se souvient par exemple de l'intervention de la Cour de justice de Karlsruhe pour tenter de contester certaines mesures non conventionnelles prises par la BCE au moment de la crise grecque.

En résumé, on pourrait dire que la FED, en raison de sa légitimité et de sa proximité avec les institutions financières, dispose d'une grande agilité et peut faire preuve de pragmatisme quand la situation l'exige, n'hésitant pas à inventer de nouveaux outils si nécessaire. La BCE, plus récente, issue d'un compromis entre plusieurs nations et sans légitimité politique affirmée, dispose d'une organisation plus lourde, d'un rôle plus restreint et d'une légitimité à innover plus souvent contestée.

Toutes les différences classiques entre les institutions américaines et les institutions européennes, en somme.

Les informations contenues dans ce document sont le produit de la réflexion des collaborateurs de Montaigne Capital, bâtie à partir des données brutes et du partage de réflexions entre professionnels. Toute analyse présentée ici ne doit pas être considérée comme une analyse impartiale, mais indépendante. Ce document vise à nourrir la réflexion et doit être considéré à titre informatif seulement. Il ne constitue en aucun cas une offre ou un appel d'offres, ni même un conseil pour acheter ou vendre quelque instrument financier que ce soit ou souscrire un service de gestion ou de conseil. Il ne présente aucun caractère contractuel. Les performances passées ne sont pas un indicateur pertinent des performances futures.



DEUX ORGANISATIONS DIFFÉRENTES

La BCE, bâtie pour l'indépendance

Compte tenu des divergences de politiques économiques au sein de l'Europe, l'organisation de la BCE a été avant tout pensée pour être neutre et indépendante vis-à-vis des nations européennes.

Le Conseil des gouverneurs

- Fixe la politique de taux directeurs
- Oriente les décisions sur les émissions de monnaie

Il est composé des gouverneurs des banques centrales nationales qui ont adopté la monnaie unique (19 pays) ainsi que des six membres du directoire. Les droits de vote dépendent de l'importance de l'économie de chaque pays membre (mesurée par leur PIB).

Le Conseil général

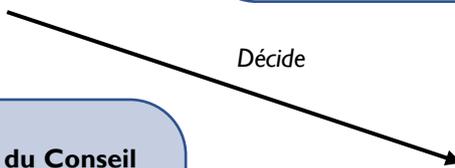
- Fixe les règles de la BCE
- Organise l'entrée au capital de la BCE

Il est composé de tous les banquiers centraux de l'Union européenne (28 pays – y compris, donc, des pays non membres de la zone euro), du vice-président et du président de la BCE.

Organise



Décide



Met en œuvre



Le Directoire

- Applique et met en œuvre les décisions du Conseil des gouverneurs au niveau des banques centrales nationales

Il est composé de six membres incluant le président, le vice-président de la BCE, et quatre membres nommés en accord et en négociation entre les États qui sont membres de la zone euro (dialogue puis consensus). Ils sont nommés pour une période de huit années, sans renouvellement possible.

Outils

La FED, une institution mixte public-privé

À la différence de la BCE, la principale caractéristique de la FED n'est pas son indépendance. Au contraire, ses membres sont nommés ou élus, soit par le président des USA, soit par les banques membres – le secteur privé, donc.

Le Conseil des gouverneurs

Sept membres, dont le président, nommé par le gouvernement et confirmé par le Sénat.

Nomme



Les 12 banques fédérales de réserve (FRB)

Neuf membres chacune : trois nommés par le Conseil des gouverneurs et six élus par les banques membres.

Élisent



Les banques commerciales

Environ 2 900 banques commerciales membres.

Définit (dans les limites de son mandat)

Décide

Conseille

Le Comité fédéral du marché ouvert (FOMC)

Composé du Conseil des gouverneurs plus cinq gouverneurs parmi les douze des banques fédérales de réserve.

Appliquent

Conseille

Dirige



Taux de réserves obligatoires

Opérations de marché

Taux d'intérêt

Outils

La Sicav « MC Funds »

Montaigne Capital est gestionnaire de la SICAV « MC Funds ». Cet OPCVM est actuellement composé de quatre compartiments.

MC Convictions France est un fonds actions « multi-cap » principalement investi en France. Sa stratégie d'investissement est le *stock-picking* pur, sans contrainte de style, de « facteur », de taille de capitalisation ou de liquidité individuelle des titres.

MC Leaders Durables investit dans les actions de grandes entreprises mondiales leaders sur leur marché ou en position avantageuse pour le devenir. La stratégie de gestion du fonds intègre des critères financiers d'analyse fondamentale et des critères extra-financiers principalement liés à la transition énergétique.

MC Leaders Réactifs est un fonds nourricier du compartiment MC Leaders Durables qui bénéficie d'une couverture partielle au risque de marché. Son objectif est de réaliser une performance nette de frais supérieure à +4 % annualisée sur la durée de placement recommandée.

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.

Évolution de la performance

Fonds (indicateur de référence)	ISIN	Type	9M 2022	2021	2020	2019	2018	2017
MC Convictions France (CAC All-Tradable)	FR0010946632	Actions	-29,16 % (-18,37 %)	+21,09 % (+28,30 %)	+7,37 % (-4,89 %)	+12,41 % (+27,84 %)	-24,21 % (-10,03 %)	+22,46 % (+13,35 %)
MC Leaders Durables I (MSCI World EUR hedged)	FR0010085530	Actions	-25,62 % (-23,10 %)	+24,10 % (+23,25 %)	+21,34 % (+11,86 %)	n/a n/a	n/a n/a	n/a n/a
MC Leaders Réactifs (objectif : 4 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	-20,83 % (+2,98 %)	+13,54 % (+4,00 %)	+15,06 % (+4,00 %)	n/a n/a	n/a n/a	n/a n/a
MC Modéré (ESTER +2,5 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	-9,63 % (+1,53 %)	+3,84 % (+2,07 %)	+1,98 % (+2,03 %)	+7,85 % (+2,10 %)	-3,60 % (+2,13 %)	+0,84 % (+2,14 %)

Note : performances au 30 septembre 2022. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les indicateurs s'entendent dividendes nets réinvestis.

Commentaire trimestriel

Le troisième trimestre 2022 a été marqué par une poursuite des tensions sur les marchés financiers sur fond de crise énergétique européenne, d'accélération de l'inflation ainsi que de resserrement plus rapide qu'anticipé des politiques monétaires. Par ailleurs, les inquiétudes concernant une potentielle récession économique en 2023 se sont renforcées.

Malgré une accalmie en début de trimestre, le **marché obligataire** poursuit son repli sur la période du fait de la forte dynamique de remontée des taux d'intérêt, ainsi que des annonces successives des banques centrales d'accélérer le calendrier de hausses des taux directeurs et de réduction des programmes de rachats d'actifs. Les taux allemands et français à dix ans progressent fortement, ce qui pénalise sensiblement le prix des obligations d'entreprise et d'État.

Les **marchés actions** ont continué à sanctionner les valeurs cycliques et de croissance, cependant les inquiétudes se sont propagées progressivement à l'ensemble des secteurs. Certaines sociétés ont même revu à la baisse leurs objectifs financiers pour l'année 2022, alimentant les craintes de récession en 2023. À cela s'ajoutent les conséquences d'une éventuelle crise énergétique en Europe dès l'hiver 2022, qui pourrait gripper toute la chaîne de production.

Le **marché des changes** a été contrasté sur le trimestre. Le dollar américain et le franc suisse continuent de jouer leur rôle de valeurs refuges et s'apprécient significativement face au yen, à la livre britannique ainsi qu'à l'euro. Ce dernier s'échange désormais sur un plus bas de vingt ans face au dollar. Malgré les sanctions internationales, le rouble russe demeure stable sur le trimestre. L'adoption du rouble pour l'achat du gaz russe soutient considérablement cette devise.

Les **matières premières** sont également devenues un sujet brûlant ces derniers mois tant leur volatilité a été importante. La plupart des matières industrielles (acier, aluminium, nickel...) accusent des replis sur le trimestre après les fortes progressions des trimestres précédents, signe des inquiétudes quant à une récession. Par ailleurs, les prix du gaz, du pétrole et de l'électricité se sont stabilisés à des niveaux élevés après la flambée des derniers mois à la suite des sanctions occidentales contre la Russie et dans un contexte d'offre toujours largement insuffisante. Enfin, l'or, pourtant valeur refuge par excellence, poursuit son repli.

Les fonds gérés par Montaigne Capital présentent un risque de perte en capital. Les indicateurs de référence sont calculés dividendes nets réinvestis. Pour plus d'informations concernant ces fonds, veuillez vous référer aux documents légaux (DICI, prospectus et rapports périodiques) disponibles sur le site Internet de la société ou sur simple demande. Montaigne Capital décline toute responsabilité à l'égard de toute décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base des seules données figurant dans cette présentation. Ces éléments ont pour but de vous informer de manière simplifiée des caractéristiques des fonds. Ils ne constituent pas une offre ni un conseil pour vendre ou acheter quelque instrument financier que ce soit.