

Lettre trimestrielle – Hiver 2024-25

Immobilier neuf : une opportunité de donation en franchise de droits ?



La loi de finances pour 2025, bien que peu médiatisée sur ce point, introduit une mesure temporaire notable. Celle-ci permet, jusqu'au 31 décembre 2026, de donner une **somme de 100 000 €** en franchise de droits à chacun de ses enfants, petits-enfants ou arrière-petits-enfants. Cette exonération est toutefois conditionnée à l'affectation de ces fonds à l'acquisition d'un **logement neuf** ou en Vente en l'État Futur d'Achèvement (VEFA).

Cette disposition apparaît intéressante dans le cadre d'une planification de la transmission patrimoniale.

À titre d'exemple, un couple avec un enfant et trois petits-enfants peut ainsi envisager de donner la somme maximale de 800 000 € au total, transmise en franchise de droits. Les quatre bénéficiaires auront alors la possibilité d'acquérir collectivement un bien neuf pour le mettre en location. Cette mise en location est toutefois soumise à la condition que le locataire utilise le logement à titre de résidence principale pendant une durée de cinq ans.

Un point de vigilance s'impose : le montant total des dons exonérés affectés à un projet immobilier ne peut pas excéder 300 000 € par donataire.

Éditorial – Guerre commerciale : pourquoi maintenant ?

Le président Trump ne saurait être accusé d'inaction : avec 142 décrets signés durant ses cent premiers jours, il s'est affirmé comme l'un des présidents américains les plus actifs. Cependant, cette frénésie décisionnelle a coïncidé avec une certaine cacophonie sur la scène internationale. Pourquoi, en effet, s'engager dans une **guerre commerciale tous azimuts** alors que l'Amérique jouissait d'un dynamisme économique envié mondialement ?

Trump soutient que le déficit commercial doit être résorbé et l'appareil productif américain reconstruit. Ce discours n'est pas sans rappeler les nombreuses déclarations politiques entendues en Europe en faveur de la réindustrialisation, souvent (et malheureusement) peu suivies d'effets concrets. Il semble que nos pays « développés » aient opté, il y a plusieurs décennies, pour la sous-traitance de leur production industrielle vers des pays émergents disposant d'une main-d'œuvre abondante et compétitive. Ce modèle répondait à la fois aux **objectifs de rentabilité** des entreprises, en quête de zones de production à bas coût, et aux **aspirations de nos populations** pour des emplois mieux rémunérés et moins pénibles – la main-d'œuvre acceptant des tâches « basiques » se raréfiant. Ainsi, l'Europe et les États-Unis ont progressivement concentré leur secteur secondaire sur des activités à haute valeur ajoutée. Toutefois, si l'Europe a su globalement équilibrer sa balance commerciale grâce à d'importantes exportations, les États-Unis affichent un déficit commercial persistant, de l'ordre de 3 % de leur PIB annuel.

Balance commerciale américaine (en % du PIB)

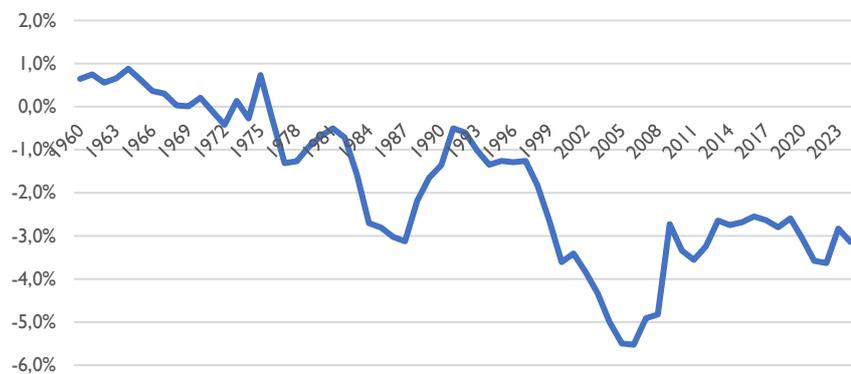


Figure 1 : Sources : Bureau of Economic Analysis, FED de Saint Louis, Montaigne Capital.

Cette situation, longtemps tolérée grâce au **statut de monnaie de référence** du dollar, commence à être remise en question. Le billet vert, bien qu'encore dominant dans les échanges internationaux, pourrait progressivement perdre du terrain. Certains pays émergents n'hésitent plus à recourir à des devises alternatives pour leurs transactions internationales. Serait-ce face au risque de voir le dollar perdre son statut de monnaie de réserve que Trump a cherché à « régler » le problème de la balance commerciale ? Cette hypothèse nous semble plausible, d'autant que les déficits budgétaires américains croissants sont susceptibles, à terme, de provoquer une crise de confiance.

Nous en déduisons que les États-Unis entendent conserver leur **leadership monétaire** à tout prix, quitte à dégrader leurs relations commerciales avec leurs partenaires historiques. Nous excluons le maintien à terme des droits de douane dissuasifs, comme ceux appliqués envers la Chine. Cependant, il est probable que les **barrières douanières** redeviennent des outils économiques plus fréquemment utilisés à l'avenir, risquant de freiner la croissance du commerce mondial. Dans ce contexte, la **prudence** s'impose vis-à-vis des sociétés ne disposant pas d'un solide pricing power et sous-traitant une part significative de leur production dans les pays émergents. À l'inverse, les entreprises proposant des produits immatériels, tels que les éditeurs de logiciels, paraissent mieux positionnées.

Pierre Willot,
le 28 avril 2025



L'or, star de 2025 - Pourquoi ?

En 2025, l'or s'adjuge plus de 25 % de hausse, et a franchi des niveaux historiques : son cours dépasse désormais pour la première fois de l'histoire les 3 000 dollars l'once (cf. Figure 1). Cette envolée s'explique par une combinaison de facteurs économiques, géopolitiques et structurels. Tentons de comprendre les principales dynamiques à l'œuvre :

I. Une valeur refuge dans un contexte de tensions

Le « métal jaune » est traditionnellement perçu comme une **valeur refuge** en période d'instabilité. Or, en 2025, les tensions géopolitiques sont persistantes : les conflits en Ukraine et au Moyen-Orient semblent s'enliser tandis que l'arrivée au pouvoir de l'administration Trump a renforcé les craintes d'affrontements commerciaux, voire militaires. Dans ce contexte, les marchés boursiers ont connu de fortes turbulences, ce qui a incité les investisseurs à réduire le risque dans leurs portefeuilles et à renforcer leur exposition à l'or, valeur contracyclique par excellence.

Par ailleurs, l'emballement des déficits budgétaires dans les démocraties occidentales représente une menace de moins en moins théorique contre laquelle les investisseurs souhaitent se couvrir, ce qui alimente les achats d'or.

Enfin, pour les Banques Centrales des pays « non alignés » avec l'Occident (la Chine et la Russie, particulièrement), le Dollar US n'est plus l'actif idéal pour constituer leurs réserves de change, et l'or occupe une place de plus en plus importante dans leurs réserves. La figure 2 démontre que l'or est en constante augmentation, en quantité comme en valeur, dans la composition des actifs de la Banque Centrale Chinoise. Il présente en effet une sécurité accrue en cas de confrontation et une garantie de souveraineté en cas de sanctions.

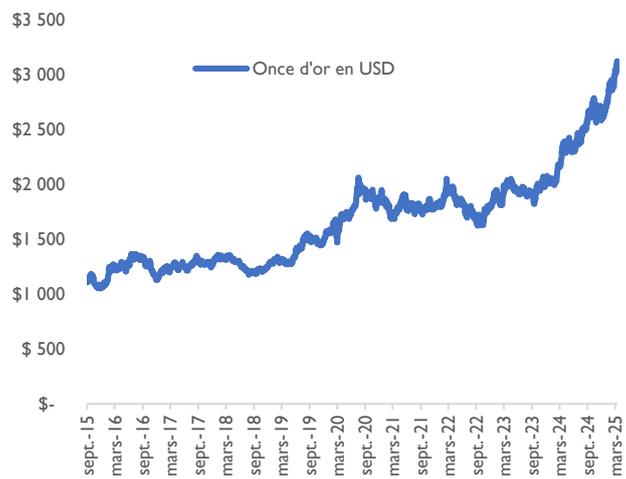


Figure 1 : Cours de l'once d'or.

Sources : Montaigne Capital, Bloomberg.

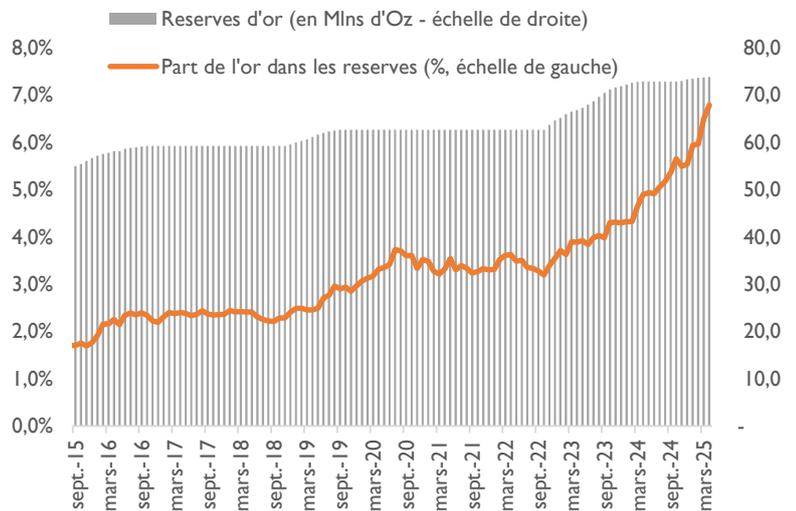


Figure 2 : part de l'or dans les réserves de la Banque Centrale Chinoise.

II. Le déséquilibre de l'offre par rapport à la demande

Les décisions des banques centrales ont un impact prépondérant sur le marché de l'or. En effet, l'offre de ce dernier est contrainte par de multiples facteurs : la diminution des nouvelles prospections, due à la **raréfaction des gisements** facilement exploitables, limite l'expansion de l'approvisionnement. Parallèlement, la hausse des coûts d'extraction, exacerbée par les charges énergétiques croissantes et les impératifs réglementaires environnementaux, renchérit les contraintes de production, ce qui concourt à soutenir les prix.

Dans ce contexte, la demande institutionnelle se révèle cruciale dans la dynamique du marché aurifère. Il convient, par ailleurs, de souligner que lorsque les taux d'intérêt réels (taux nominaux diminués de l'inflation) diminuent, l'or gagne en attractivité, le coût d'opportunité de sa possession s'amointrissant. C'est la raison pour laquelle les stratégies monétaires expansionnistes – à l'image des mesures de relance économique telles que l'assouplissement quantitatif – en accroissant la masse monétaire, sont susceptibles d'engendrer une dépréciation monétaire et, subséquemment, de stimuler les prix de l'or.

De notre point de vue, ces grandes tendances devraient perdurer dans les années à venir, et la hausse récente de l'or ne nous semble donc justifiée, même si des « **respirations** » dans la hausse ne sont pas à exclure (en particulier si la Russie met fin au conflit avec l'Ukraine). Nous continuons donc à nous intéresser au « métal jaune », en particulier à travers notre fonds de Mines d'Or.

Les informations fournies ci-dessus ne constituent pas un conseil fiscal et ne doivent pas être interprétées comme telles. Les lois fiscales peuvent varier selon les juridictions et les circonstances individuelles. Il est fortement recommandé de consulter un professionnel qualifié pour obtenir des conseils adaptés à votre situation spécifique.



Automatic Data Processing (ADP) : Le pilier de la gestion RH globale

Automatic Data Processing (ADP) est le leader mondial des logiciels et solutions de gestion des Ressources Humaines (RH), avec plus d'un million de clients et une gestion de 41 millions d'employés dans le monde. En particulier, le groupe américain gère les paies de 17 % des travailleurs américains. ADP propose une large gamme de services allant de la gestion des salaires et des avantages sociaux à la sous-traitance complète de la fonction RH via des solutions innovantes ou des outils d'analyse des données RH.



Une gamme de services complète et diversifiée



La société tire parti de sa capacité à offrir un service « one-stop-shop » pour les entreprises de toutes tailles, de la PME aux multinationales. ADP accompagne également ses clients via un modèle SaaS (« Software as a Service ») qui permet une forte récurrence des revenus (plus de 90 % du chiffre d'affaires), avec un **taux de rétention client très élevé de 92 %**. Par ailleurs, un autre avantage concurrentiel majeur d'ADP réside dans les intérêts générés sur les fonds placés par ses clients, représentant 500 à 800 millions de dollars de revenus annuels, soit entre 12 % et 18 % de son EBIT, particulièrement avantageux dans un contexte de taux élevés.

L'innovation au cœur de la stratégie

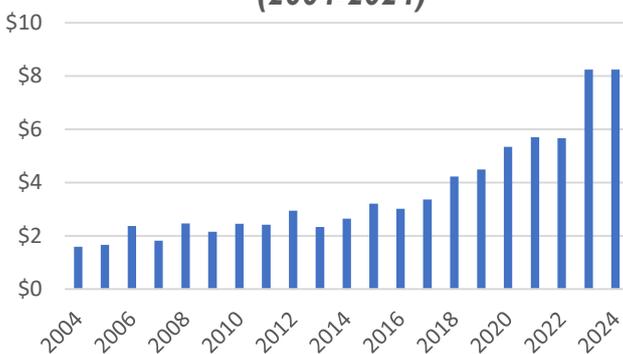


ADP se positionne comme un **acteur technologique clé dans la gestion RH** grâce à un investissement conséquent en Recherche & Développement (1,2 milliard de dollars par an, soit environ 7 % du chiffre d'affaires). L'innovation technologique, axée sur le Cloud, la data (exploitant la plus grosse base de données aux Etats-Unis) et l'intelligence artificielle, permet à ADP de proposer des solutions toujours plus performantes, notamment en matière de conformité légale et réglementaire, de bénéficier d'économies d'échelle et d'asseoir son avance technologique.

Des perspectives de croissance solides

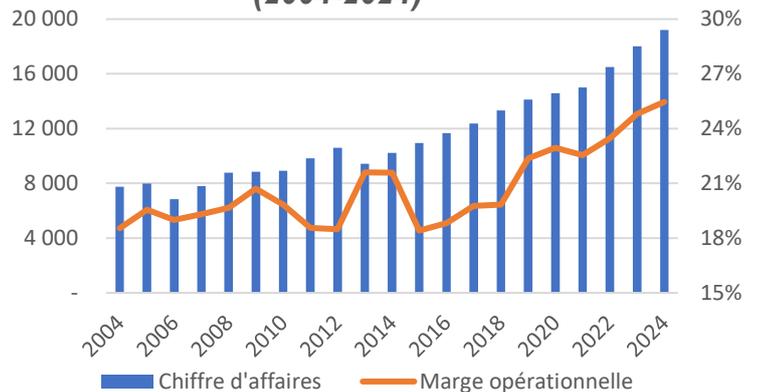
ADP anticipe une croissance organique annuelle de +7% à +8% à moyen terme, ainsi qu'une expansion de la marge opérationnelle d'environ +0,75 % chaque année, portée par la demande croissante de solutions RH dans un environnement de travail de plus en plus complexe et régulé. En effet, le marché des solutions RH, estimé à 150 milliards de dollars, est en pleine expansion (croissance annuelle de +5 % à +6 %), tiré par un environnement de travail de plus en plus complexe et dynamique, notamment d'un point de vue réglementaire et technologique (IA, data, Cloud, mobile).

Free Cash flow par action
(2004-2024)



Sources : ADP, Montaigne Capital

Evolution de l'activité
(2004-2024)



Un leader incontesté avec une stratégie de long terme

Ainsi, avec une part de marché mondiale de près de 10 %, ADP est bien positionné pour maintenir son leadership dans un secteur en constante évolution. Grâce à un modèle d'affaires fondé sur l'innovation, la rétention client et une solide stratégie de diversification géographique, **l'entreprise reste un acteur incontournable pour les entreprises cherchant à externaliser et optimiser leur gestion des ressources humaines dans un monde du travail en perpétuelle évolution**. Au final, l'entreprise, avec sa stratégie orientée vers le long terme, génère non seulement des flux de trésorerie stables, mais continue également d'améliorer sa rentabilité année après année.

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.

La gamme de fonds OPCVM

Montaigne Capital gère une gamme de fonds spécialisés sur plusieurs classes d'actifs.

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.

MC Prestige Or investit dans les actions de sociétés liées à l'or sur toutes les géographies, y compris dans les pays émergents.

MC Spécial est un fonds actions, principalement investi en France. Sa stratégie d'investissement vise les situations spéciales liées à la structure capitalistique ou à la détention d'une probable sous-évaluation liée à un effet de mode.

Évolution de la performance

Fonds (indicateur de référence)	ISIN	Type	2025	2024	2023	2022	2021	2020
MC Leaders Durables I (MSCI World EUR hedged Net)	FR0010085530	Actions	-5,34 % (-2,84 %)	+3,71 % (+19,89 %)	+18,93 % (+20,96 %)	-19,64 % (-17,86 %)	+24,10 % (+23,25 %)	+21,34 % (+11,86 %)
MC Leaders Réactifs (objectif : 4 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	-5,34 % (+0,97 %)	-0,66 % (+4,00 %)	+11,96 % (+4,00 %)	-15,72 % (+4,00 %)	+13,54 % (+4,00 %)	+15,06 % (+4,00 %)
MC Modéré (ESTER +2,5 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	-1,27 % (+1,30 %)	+4,64 % (+6,44 %)	+4,52 % (+5,90 %)	-10,44 % (+2,51 %)	+3,84 % (+2,07 %)	+1,98 % (+2,03 %)
MC Prestige Or (FTSE Gold Mines EUR Net)	FR0010361600	Actions	+13,64 % (+31,77 %)	+12,67 % (+15,55 %)	+6,53 % (+8,34 %)	+0,00 % (-8,05 %)	+1,65 % (-4,08 %)	+5,68 % (+14,34 %)
MC Spécial I (CAC Small net*)	FR0007036397	Actions	+0,25 % (+3,92 %)	+0,53 % (+0,17 %)	+10,26 % (+19,26 %)	-3,49 % (-7,37 %)	+25,54 % (+31,07 %)	+3,58 % (-5,57 %)

Note : performances nettes de frais au 31 mars 2025. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les indicateurs s'entendent dividendes nets réinvestis.

* À compter du 1^{er} janvier 2025, le CAC Small net devient l'indicateur de référence du fonds MC Spécial, en remplacement du CAC 40 net.

Commentaire trimestriel

Le premier trimestre 2025 a été marqué par les débuts de l'administration Trump, et la remise en cause de certains équilibres qui semblaient acquis. Les marchés sont, au fur et à mesure du trimestre, passés de l'enthousiasme au doute, la fin de trimestre étant marquée par un net rebond de l'aversion au risque.

Le **marché obligataire** a connu une volatilité importante, avec des performances inégales. Si les obligations d'entreprises ont relativement bien résisté, les obligations souveraines ont été pénalisées par le dérapage des déficits publics et les incertitudes politiques.

Les **marchés actions** ont commencé le trimestre sur une dynamique très positive qui s'est inversée pour devenir franchement négative en fin de trimestre. Les valeurs technologiques américaines ont particulièrement souffert, tandis que l'Europe, une fois n'est pas coutume, a été la zone la plus performante.

Le **marché des changes** a connu des mouvements marqués, notamment avec un net recul du dollar face à l'euro, à l'exact opposé de la tendance de la fin de l'année 2024.

Les **matières premières**, enfin, ont été le théâtre d'une spectaculaire hausse des cours de l'or, tandis que les prix de l'électricité ont poursuivi leur normalisation, et que le pétrole est resté globalement stable.

Ce changement de dynamique boursière constitue selon nous une saine respiration des marchés, après une période d'optimisme sans doute exagéré de la part des investisseurs après l'élection de Donald Trump.

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.

Ces éléments ont pour but de vous informer de manière simplifiée des caractéristiques des fonds. Ils ne constituent ni une offre ni un conseil pour vendre ou acheter quel que instrument financier que ce soit.