

Lettre trimestrielle – Hiver 2017-2018

MIFID II : une révolution à double tranchant



« MIFID II » : sous cet acronyme barbare se cache une **nouvelle réglementation** qui transforme l'univers de la gestion d'actifs en Europe, et à laquelle nous sommes soumis depuis le 1^{er} janvier 2018.

Son objectif est de **protéger** encore davantage les épargnants et de s'assurer de leur complète **information**.

Elle s'inscrit dans la lignée de MIFID I, qui, à partir de 2007, a par exemple obligé les gérants de portefeuilles à faire signer un « questionnaire de connaissance client » à l'ouverture d'un compte.

Si les intentions du régulateur européen sont louables, une fois de plus, malheureusement, la technocratie semble avoir eu raison du bon sens...

Une lourde documentation sera désormais nécessaire pour investir sur les marchés financiers. Il y a fort à parier que seuls les investisseurs les plus chevronnés prendront la peine de la fournir.

L'émergence de ces nouvelles contraintes **risque de décourager** les particuliers de placer leur épargne, et ainsi de contribuer à l'équilibre global de l'économie.

D'un point de vue plus positif, toutefois, force est de reconnaître que cette nouvelle réglementation va contribuer à une **refonte des frais** liés à la gestion, permettant sans doute leur baisse et une meilleure lisibilité pour les clients. C'est une bonne nouvelle pour les sociétés de gestion « à taille humaine », souvent plus compétitives et transparentes que les banques privées.

Éditorial – Quels secteurs privilégier en 2018 ?

Après une année 2017 positive pour les marchés financiers mondiaux, il nous semble utile de prendre du recul pour y voir plus clair quant à la stratégie à adopter pour vos investissements en 2018.

Quelles sont les tendances les plus probables pour 2018 ?

- ❖ Tout d'abord, les banques centrales devraient **remonter leurs taux d'intérêt** : ce mouvement a déjà démarré aux États-Unis (quatre hausses des taux depuis décembre 2016), et la zone euro devrait bientôt leur emboîter le pas.
- ❖ Compte tenu des liquidités abondantes dans les bilans des entreprises, il est probable que l'activité des **fusions-acquisitions** restera dynamique. Certains secteurs, encore peu consolidés, sont plus susceptibles de faire l'objet de transactions.
- ❖ Par ailleurs, certains **mouvements de fond**, tels que la « digitalisation » de l'économie, le vieillissement de la population, la robotisation de l'industrie ou l'essor des énergies renouvelables devraient continuer d'impacter favorablement certains secteurs.
- ❖ Les entreprises dont l'activité est très cyclique devraient logiquement rester sur une tendance favorable, dans le contexte d'une **croissance** mondiale qui ne ralentit pas.
- ❖ Enfin, plusieurs secteurs sont déjà très correctement valorisés en Bourse, alors que d'autres sont à la traîne... il est probable que les écarts de **valorisation** se réduiront en 2018.

Certains secteurs nous semblent mieux positionnés que d'autres pour bénéficier de cet environnement (cf. tableau ci-dessous).

Secteur	Hausse des taux	Fusions-acquisitions	Grandes tendances	Exposition à la croissance	Valorisation	Bilan
Aéronautique – défense	-	=	=	=	+	=
Automobile	=	=	=	+	=	+
Biens de consommation	-	=	=	+	=	=
Financières	+	=	--	++	++	+++
Immobilier	--	=	=	+	-	--
Industrie	+	+	-	++	=	+++
Luxe	+	=	+	++	--	++
Matières premières	++	=	=	++	+	+++++
Médias – publicité	=	+	-	+	=	+
Santé	=	=	++	+	-	++
Services aux collectivités	--	=	=	=	=	--
Services informatiques	=	++	++	+	=	+++++
Télécom	--	+	=	=	+	=
Tourisme	=	++	=	+	=	+++

Il ressort de notre analyse que les **matières premières**, pétrole en tête, qui ont connu une importante crise en 2015-2016, n'ont sans doute pas terminé leur rebond. De même, les **services informatiques** bénéficient de tendances lourdes favorables et du dynamisme des fusions-acquisitions.

Reste à trouver, au sein de ces secteurs, les entreprises les mieux gérées ou les moins chères ; ce à quoi nous continuerons de nous atteler en 2018. Nous rencontrerons les chefs d'entreprise et analyserons leur stratégie, fidèles à notre philosophie de « stock pickers ».

Jérôme Guilmar
Le 16 janvier 2018

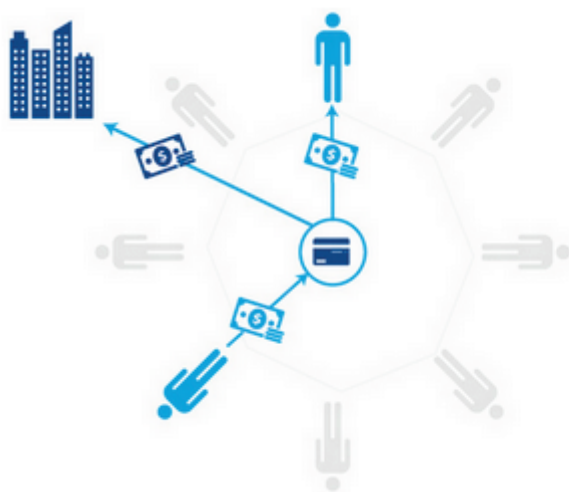
La « blockchain » : une révolution technologique ?

La presse l'évoque constamment : la révolution blockchain est en route ! Mais de quoi parlons-nous exactement ?

Il faut tout d'abord comprendre qu'une blockchain, c'est un enregistrement d'opérations sur une base de données dite « **distribuée** ». Cela signifie que cette base de données est partagée et synchronisée sur plusieurs ordinateurs et serveurs, sans pilotage ni contrôle centralisé. Chaque intervenant possède un exemplaire identique de cette base de données, automatiquement mise à jour dès que des ajouts sont réalisés.

À l'heure actuelle, cette technologie est utilisée pour effectuer des transactions, que cela concerne des cryptomonnaies (le fameux « bitcoin ») ou des échanges de biens et de services (blockchain de contrats, par exemple). Ce type de bases de données n'a émergé que très récemment en raison de la phénoménale puissance de calcul nécessaire à leur fonctionnement, pour la validation et la réplique des données, notamment.

Base de données centralisée (cas classique)



Base de données distribuée (blockchain)



Quelles innovations cela apporte-t-il ?

Tout d'abord, l'authenticité et la sécurité des données sont sensiblement améliorées. En effet, une blockchain n'est pas stockée sur un serveur unique, qui pourrait faire l'objet d'une attaque informatique. Un pirate peut, à l'heure actuelle, détourner les économies de milliers d'épargnants s'il réussit à entrer sur les serveurs d'une banque. Dans le cas d'une blockchain, un pirate devrait corrompre simultanément tous les serveurs conservant les copies en temps réel de la blockchain pour insérer ses opérations frauduleuses ; faute de quoi, celles-ci ne seraient pas validées. Cela est matériellement impossible, car le pirate devrait disposer d'une puissance informatique titanesque.

Ensuite, et c'est sans doute ce qui explique le succès de cette technologie, elle **modifie et simplifie les rapports de force** entre les acteurs d'une transaction. À l'heure actuelle, pour reprendre l'exemple des banques, celles-ci centralisent toutes les opérations et sont donc les contreparties quasi incontournables de toutes les opérations. Une transaction sur une blockchain s'opère directement entre deux utilisateurs, qui peuvent s'affranchir de tout intermédiaire, et ainsi éviter les commissions tierces.

Comment l'utiliser ?

La blockchain peut donc être une infrastructure de certification sur laquelle pourraient se bâtir beaucoup d'applications. Ces systèmes seraient gérés de manière distribuée et pourraient s'appliquer à beaucoup de secteurs. On appelle ces start-up émergentes des « Dapps », pour « Distributed Applications ». De premières initiatives existent, telles que :

- OpenBazaar, une place de marché de type « e-commerce » ;
- LaZooz, qui permet du covoiturage ;
- Twister, une plate-forme de microblog ;
- Storj, qui offre du stockage de données en ligne.



OpenBazaar



twister



STORJ.IO

La blockchain permet d'automatiser l'échange d'informations. Nous n'en sommes qu'aux prémices de son utilisation. L'Internet des objets (IoT), dont nous entendons souvent parler, pourrait bien rapidement devenir la Blockchain des objets (BoT) !



Et le bitcoin dans tout ça ?

La création du bitcoin serait attribuée à un Nippo-Américain du nom de Satoshi Nakamoto. Pour atteindre son objectif de création d'une monnaie digitale, cette personne a inventé le concept de blockchain, dont nous venons de parler. La blockchain sur laquelle s'appuie le bitcoin a pour rôle d'organiser l'émission et les transactions de la monnaie digitale ainsi créée. Son fonctionnement est complètement autonome et distribué sur de multiples serveurs à travers le monde. La blockchain bitcoin a la particularité d'être publique, c'est-à-dire que toutes les transactions en bitcoins sont visibles par tous.



De nombreux intervenants comparent désormais le bitcoin à une monnaie ; et, en effet, de plus en plus de commerçants acceptent le bitcoin comme moyen de paiement. Et si cette « cryptomonnaie » ne possède pas les attributs juridiques d'une monnaie traditionnelle émise par un État, le caractère inviolable de sa structure en blockchain peut servir de substitut à un garant constitutionnel.

Le bitcoin permet donc de s'affranchir d'une supervision étatique. Certains pensent même qu'il présente plus de sécurité financière qu'une devise traditionnelle. En effet, le montant de bitcoins émis est prédéfini, alors que la masse monétaire d'une devise peut être augmentée par une banque centrale, qui imprime de la monnaie. Un mouvement de défiance vis-à-vis des régulateurs traditionnels a d'ailleurs soutenu le cours du bitcoin.

Quel est son prix objectif ?

Le cours théorique de la devise d'un pays est un prix d'équilibre suffisamment haut pour permettre à ce pays d'acheter des biens et des services sur le marché international, mais suffisamment bas pour vendre ses propres produits à l'étranger. Il reflète aussi le niveau de santé financière de ce pays. Concernant le bitcoin, il n'est pas adossé à un mécanisme fondamental de ce type. Son prix n'est fixé que par l'offre ou la demande financière : **c'est un actif idéal pour les spéculateurs en tout genre.**

Il est délicat de trancher si, à 9 000 €, le prix du bitcoin est élevé ou non. Allons-nous vers une nouvelle envolée ou vers un krach funeste pour les petits portefeuilles qui se lancent dans l'aventure ? Nous ne pouvons que constater que son prix a été multiplié par 25 en deux ans. Toutefois, malgré **l'intérêt évident de la technologie blockchain**, la valeur fondamentale du bitcoin ne nous semble pas tangible, ce qui explique notre choix de rester à l'écart.

Cours du bitcoin sur 2 ans

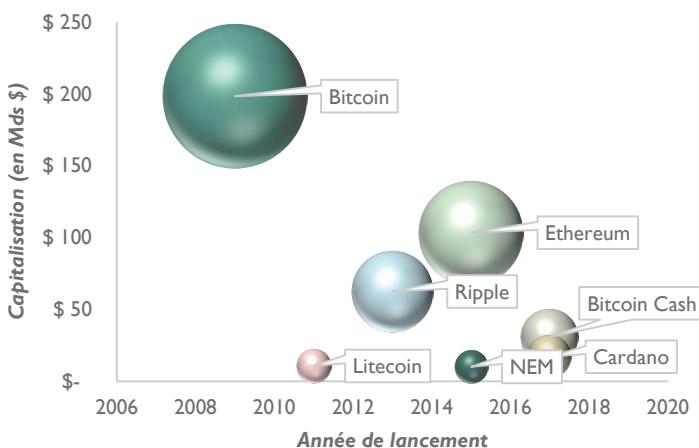


Quel impact pour l'économie réelle ?

L'envolée du bitcoin a suscité des convoitises, et nombreux sont ceux qui cherchent à attirer à eux cet argent facile. C'est pourquoi sont apparues des centaines de nouvelles cryptomonnaies, chacune un peu différente, et qui permettent à leurs sponsors financiers de parier sur une technologie d'avenir. Cette tendance est particulièrement vraie au sein des start-up, qui y voient un moyen plus facile de lever des capitaux. On ne parle plus d'IPO (acronyme anglais pour les introductions en Bourse), mais d'ICO (« Initial Coin Offering »). Le mécanisme consiste à bâtir son entreprise autour de la technologie blockchain, et de créer une cryptomonnaie associée. Celle-ci est ensuite vendue à des investisseurs. L'entrepreneur lève ainsi des fonds sans céder le capital de son entreprise. En cas de succès, la cryptomonnaie se sera imposée comme un standard, ce qui devrait théoriquement faire monter son prix et enrichir l'investisseur.

Principales cryptomonnaies

par année de lancement et capitalisation (en milliards)



Mais des dérives apparaissent déjà : par exemple, une monnaie uniquement créée pour illustrer l'absurdité du phénomène, le Dogecoin, a vu sa capitalisation dépasser 2 milliards de dollars ! Celle-ci ne reposait sur rien.

Des entreprises traditionnelles, en mal de fonds propres, inventent aussi des cryptomonnaies pour financer des projets coûteux, comme l'exploitation d'une mine d'or récemment.

Il existe aujourd'hui environ un millier de cryptomonnaies, et ce chiffre ne fait que progresser. Les plus connues sont indiquées ci-contre, le bitcoin n'étant que la vitrine (valant plus de 200 milliards de dollars) de ce phénomène puissant.

Mais méfions-nous, **seules quelques-unes s'imposeront, et les autres finiront à zéro.**

Les informations contenues dans ce document non contractuel sont le produit de la réflexion des collaborateurs de Montaigne Capital. Elles ne constituent ni un conseil en investissement, ni une incitation à investir sur ces placements très risqués.



Gamme de fonds Montaigne Capital

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

MC Convictions France investit principalement sur des valeurs françaises, de toutes capitalisations. Le fonds se concentre particulièrement sur les valeurs en retournement et les valeurs de croissance, à la discrétion du gérant dans la cadre du prospectus.

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. Son exposition est flexible.

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	Performance 2017	Performance Indice
MC Convictions France	FR0010946632	Actions	+22,46 %	+13,35 %
MC Zones de Croissance	FR0010947119	Actions – Flexible	+12,06 %	+15,11 %
MC Europe Internationale	FR0010085530	Actions	+11,11 %	+12,49 %
MC Modéré	FR0013064540	Diversifié Prudent	+0,84 %	+2,16 %
Silver Autonomie	FR0012403855	Actions	+15,34 %	+12,49 %

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

Commentaire trimestriel

L'année 2017 s'achève sur une note positive pour les marchés financiers, et tout particulièrement pour les actions, qui affichent de belles progressions. Les placements peu risqués, principalement obligataires, ont été peu performants.

Quelles perspectives pour le trimestre à venir ?

Le marché **obligataire** est actuellement très calme, tout particulièrement en Europe. Le rendement à 10 ans des emprunts d'État français oscille entre 0,5 % et 1,0 % depuis de nombreux mois. Les entreprises profitent de ce contexte favorable pour emprunter plus largement sur les marchés, et augmentent peu à peu leur levier financier. La confiance est forte et devrait perdurer. Les rendements pourraient rester faibles en 2018.

Les marchés **actions** européens bénéficient de plusieurs éléments favorables : un retour de la confiance des investisseurs, après une décennie compliquée (krachs de 2008 et de 2011), une accélération de la croissance dans le monde et des mutations technologiques fortes. Cela est globalement très positif pour cette classe d'actifs, dont la hausse devrait, selon nous, perdurer.

Le marché des **changes** est plus capricieux, avec une importante baisse du dollar ces derniers mois. La parité avec l'euro est revenue à 1,23, ce qui pourrait freiner le rebond économique amorcé en Europe.

Les **matières premières** constituent notre satisfaction du deuxième semestre 2017, avec de forts rebonds pour les prix de l'énergie (le baril de Brent s'adjuge 35 % de hausse) et des métaux industriels (fer, cuivre, aluminium ou nickel progressent chacun entre 18 % et 35 % sur le semestre). Néanmoins, nous sommes encore loin des niveaux historiquement atteints, et nous pensons que 2018 verra une poursuite du rebond de ces matières.

D'un point de vue général, les actions poursuivent leur lente progression, ce qui est justifié étant donné les fondamentaux des entreprises. Pour le moment, nous pensons qu'il faut continuer à investir sur les marchés, car un sentiment diffus de défiance persiste : nous ne percevons pas encore le climat d'euphorie qui signale souvent la fin des hausses boursières.

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.