



## Lettre trimestrielle – Hiver 2021-2022

### 2022, le retour de la gestion « Valeur » ?



En comptant 2021, cela fait désormais onze ans que la gestion « valeur » (« value », en anglais) sous-performe par rapport à la gestion « croissance » (« growth »).

Tous les records sont battus depuis longtemps : alors qu'historiquement la gestion « valeur » était réputée plus performante que la gestion « croissance », la décennie 2010-2020 a totalement démenti cette croyance. Tirées par l'incroyable succès des « GAFAM », les actions « croissance » ont très largement surperformé les actions « valeur ».

À tel point qu'il est devenu difficile de trouver encore des gérants qui affichent un style « valeur » : la plupart d'entre eux ont été déréférencés des plateformes d'OPCVM, quand ils n'ont pas mis la clef sous la porte...

Pourtant, quelques signes montrent que 2022 pourrait, peut-être, signer le retour des titres « valeur ».

En effet, il est connu que les contextes de baisse des taux (comme entre 2010 et 2020) sont très favorables aux valeurs de croissance, tandis que la hausse des taux est favorable aux actions décotées. Or, le retour de l'inflation incite désormais les banques centrales à réviser leur politique de taux d'intérêt à la hausse. La revanche des titres « valeur » a peut-être sonné !

### Éditorial – Les géants du numérique sont-ils les nouveaux Nifty Fifty ?

Nous vous présentons nos meilleurs vœux de santé et de joie pour 2022 ! Afin de bien démarrer cette année, nous vous proposons de revenir sur un épisode célèbre, quoiqu'un peu oublié, des marchés boursiers : les Nifty Fifty.

À la fin des années 1960 et au début des années 1970, un groupe (non officiel) d'une cinquantaine de sociétés américaines était surnommé « The Nifty Fifty », ce que l'on pourrait traduire comme « les cinquante stylées ». Ces entreprises présentaient des caractéristiques similaires : une forte croissance des bénéfices et du chiffre d'affaires, un bilan solide, une performance boursière historique très supérieure au marché et un positionnement porteur. Parmi elles, beaucoup existent toujours : Coca-Cola, McDonald's, IBM, Philip Morris, Procter & Gamble ou encore Disney.

Leur parcours boursier très flatteur ainsi que la solidité de leur « modèle d'affaires » et de leur marque en avaient fait **les valeurs favorites des investisseurs**, les « vaches sacrées » de la cote. Ceci à tel point que leurs valorisations, au début des années 1970, avaient atteint des niveaux record : plus de 40 fois les bénéfices pour un grand nombre d'entre elles.

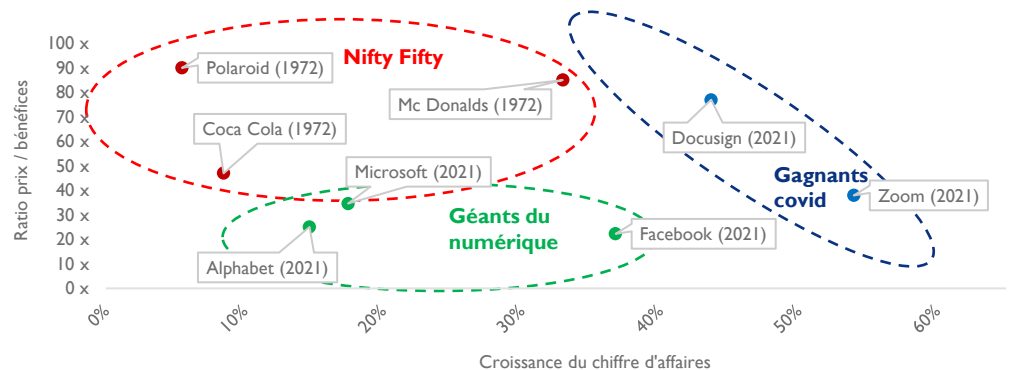
S'est ensuivi bien entendu un épisode de « retour sur terre » déclenché par la crise pétrolière de 1973 et le choc inflationniste qu'elle a provoqué : les « Nifty Fifty » ont perdu de leur superbe. Si la plupart d'entre elles ont survécu et prospéré de manière importante par la suite, leur performance boursière de 1973 à 1980 a été largement négative.

Cet épisode de l'histoire boursière rappelle que **même une superbe société n'est pas toujours un bon investissement** lorsque sa valorisation ne peut plus être justifiée.

Or l'on ne peut s'empêcher d'établir le parallèle avec la situation des marchés en ce début d'année 2022. Un petit nombre de sociétés, positionnées sur des créneaux très porteurs, ont capté ces dernières années une part importante de l'attention des investisseurs et des flux, et présentent des niveaux de valorisation outrageusement élevés..., et ce, alors que l'inflation est en train de faire son retour.

Pour autant, la situation est-elle comparable ?

Figure 1 : Ratio prix/bénéfices et croissance des géants du numérique, des gagnants du covid et des Nifty Fifty



Sources : Bloomberg, archives du NY Times, Montaigne Capital.

La figure 1 montre que la comparaison entre les Nifty Fifty et les valeurs favorites de la cote actuellement (les géants du numérique) n'est pas forcément pertinente, leur croissance étant supérieure et leur niveau de valorisation inférieur. Les géants du numérique (en vert) restent, malgré leur extraordinaire parcours boursier, relativement peu chers comparativement aux valorisations des Nifty Fifty à leur apogée (en rouge).

En revanche, un petit groupe de valeurs technologiques, en particulier parmi les « gagnants du covid » (en bleu), présente des niveaux de valorisation qui peuvent susciter des questions légitimes. Si certaines d'entre elles sont des leaders en devenir qui méritent leur valorisation, d'autres pourraient bien « revenir sur terre » si la situation sanitaire se normalisait.

Il est plus que jamais nécessaire d'analyser chaque entreprise pour en déterminer un prix raisonnable avant d'investir.

Jérôme Guilnard  
Le 20 janvier 2022



## Les astuces du PER : aider ses enfants ou ses petits-enfants

Nous avons déjà présenté, il y a quelque temps, l'intérêt fiscal d'épargner une partie de sa rémunération dans un plan d'épargne retraite (PER), notamment pour les personnes atteignant ou dépassant la tranche marginale d'imposition des 41 %. En effet, sous réserve de ne pas dépasser les plafonds légaux, les montants versés sur un PER sont déductibles du revenu fiscal. Ceci permet une économie d'impôts (ou un décalage de paiement, selon les cas) assez significative.

Ce PER étant ouvert à tous, intéressons-nous au cas des **enfants mineurs**. Peuvent-ils également bénéficier d'une épargne en partie défiscalisée ? En effet, les montants déductibles sont plafonnés à 10 % du revenu salarial, mais qu'en est-il pour un mineur sans activité ?

De manière contre-intuitive, le Code général des impôts indique clairement que chaque personne dispose d'un plafond personnel minimum de 10 % du PASS, soit 4 114 € pour 2022. Cela signifie que les versements annuels jusqu'à 4 114 € sur le PER d'un mineur ouvrent droit à déduction, et permettent donc d'abaisser le revenu fiscal du foyer et de réduire l'imposition des parents.

Mais attention, les versements déductibles sur le PER de mineurs ne doivent pas dépasser ce plafond, même si ses parents n'ont pas utilisé leur propre plafond en totalité : si des conjoints peuvent mutualiser leurs plafonds de versement, ce n'est pas le cas des enfants avec leurs parents. Les versements sur un PER d'enfant en excès du seuil de 4 114 € annuel sont possibles, mais ne généreront pas d'avantage fiscal (hors rattrapage).



D'un point de vue pratique, des parents peuvent par exemple verser chaque année 4 000 € sur le PER de chacun de leurs enfants à l'occasion de leur anniversaire ou pour Noël. Ceci permet de rester dans le cadre des présents d'usage, sous réserve que ces montants restent modestes vis-à-vis des revenus et du patrimoine des parents. À défaut, formaliser un don manuel ou un don de somme d'argent sera nécessaire pour gratifier ses enfants. À noter que si le versement annuel de 4 000 € n'a pas été effectué dans le passé sur le PER d'un mineur, il est possible de rattraper les trois années précédentes et verser initialement un peu plus de 16 000 €.

Les **grands-parents** peuvent également contribuer à ce type de schéma : disposant souvent de davantage de liquidités que leurs enfants, ils peuvent effectuer des dons manuels au profit de leurs petits-enfants, ou des présents d'usage à reverser dans des PER. Ce faisant, les parents bénéficient également d'une réduction d'impôts.

### Exemple chiffré :

Des parents versent sur le PER de leur enfant la somme de 4 000 € chaque année jusqu'à ses 18 ans. Montant versé : 72 000 €. Économie d'impôts : 29 520 € (hypothèse de TMI de 41 %). Coût net : 42 480 €.

En supposant un **taux de revalorisation annuel net de 5 %** (basé sur le rendement long terme des actions), l'enfant dispose à ses 25 ans d'un capital de 158 340 €. Il pourra alors effectuer son premier achat immobilier. La fiscalité associée sera la suivante.

- Sur la partie « capital » de son PER (soit 60 000 €) : imposé à la tranche de l'IRPP de l'enfant, désormais indépendant fiscalement. Ces 60 000 € seront traités comme un revenu exceptionnel, avec application du système de quotient. En l'absence d'autres revenus, l'IRPP se monte à 3 421 € (soit une imposition à 4,8 % en moyenne).
- Sur la partie « profits » de son PER (86 340 €) : *flat tax* de 30 %, soit 25 902 € de fiscalité.

Montant net utilisable : 158 340 € - 3 421 € - 25 902 €

C'est-à-dire 129 017 €, soit environ 3 fois le coût net du placement.

Avertissement : il existe un risque de modification de la réglementation fiscale dans le temps, même si des mesures rétroactives sont rares.

Il ne faut pas non plus sous-estimer un autre intérêt du PER pour un mineur : l'utilisation par l'enfant de l'épargne constituée sur le PER est encadrée. Il ne pourra pas l'utiliser pour des dépenses de son choix. Ainsi, en choisissant le PER, vous limitez l'utilisation des sommes aux cas prévus par la loi, à savoir principalement **l'achat de la résidence principale**. Vous pouvez donc vous assurer que l'argent ne sera pas dilapidé. Mais attention, en dehors de ce cas de figure, les sommes figurant au PER sont bloquées.

Ainsi, votre enfant pourra utiliser le PER en début de carrière lors de son premier achat – il sera encouragé à acheter rapidement, car sa fiscalité à la sortie du PER dépendra en partie de sa tranche marginale d'imposition (voir exemple ci-contre) : en début de carrière, celle-ci est très faible, et la fiscalité sera alors très douce (jusqu'à 10 fois inférieure à l'avantage fiscal obtenu par ses parents).

En conclusion, si le PER reste principalement un outil d'épargne pour préparer sa retraite, il offre des avantages pour des cas particuliers, comme aider ses enfants à acheter leur résidence principale.



## Les astuces du PER : protéger son conjoint pendant sa retraite

Comme nous venons de le voir, le PER peut être utilisé de différentes manières. S'il est communément admis que son objectif principal est de permettre à un travailleur d'épargner en vue de sa retraite, est-il encore possible et judicieux d'investir sur un PER après la vie active ?

En effet, plus spécifiquement après 70 ans, investir dans un contrat d'assurance vie devient moins efficace du point de vue de la transmission, car les sommes alors versées ne bénéficient plus du régime favorable de ces contrats. De nombreux retraités s'interrogent donc sur le meilleur type de placement après cet âge.



Concernant le PER, il peut non seulement être conservé après la prise de retraite, mais de nouveaux versements sont également possibles. Ces derniers ouvrent droit à la même réduction d'impôts que pendant la vie active (déductibilité du revenu fiscal dans la limite de 10 % des revenus d'activité professionnelle nets de frais, dans la limite maximale de 10 % de 8 fois le plafond annuel de la Sécurité sociale, soit 32 909 € en 2022). Ainsi, un retraité peut continuer à épargner à hauteur de 10 % de ses retraites, et il bénéficie alors de réductions d'impôts – ceci reste un avantage indéniable.

Dans les faits, il est difficile d'ouvrir un PER après avoir cessé son activité professionnelle. Il peut donc être opportun d'en ouvrir un juste avant sa prise de retraite.

Se pose alors naturellement la question de la transmission du PER : que se passe-t-il en cas de décès d'un souscripteur ? Il convient alors de distinguer les deux types de PER :

- ceux ouverts auprès d'une banque, qui feront partie de l'actif successoral ;
- ceux ouverts auprès d'une compagnie d'assurances, qui ont une fiscalité spécifique et pour lesquels le souscripteur désigne un ou plusieurs bénéficiaires.

Ces derniers se comportent comme un contrat d'assurance vie, selon deux modalités. Si le souscripteur du PER décède avant ses 70 ans, le PER sera traité comme un contrat d'assurance vie et les bénéficiaires désignés bénéficieront d'un abattement de 152 000 € chacun, à mutualiser avec les autres contrats. Si le souscripteur décède après ses 70 ans, ce qui est le plus probable, le PER sera traité fiscalement comme un contrat d'assurance vie ouvert après 70 ans, et sera fiscalement réintégré à la succession après abattement (global avec les contrats d'assurance vie post-70 ans) de 30 500 €.

L'astuce consistera alors à désigner comme bénéficiaire son conjoint survivant, lequel ne sera pas taxé d'un point de vue de la succession (les conjoints et partenaires de PACS sont exonérés de droits de succession). Ainsi, souscrire un PER assurantiel à sa retraite en désignant son conjoint comme bénéficiaire devient un outil de prévoyance en faveur de son conjoint tout en défiscalisant ses revenus !

### Exemple chiffré :

Un jeune retraité de 65 ans ouvre un PER assurantiel et y verse chaque année la somme de 7 000 € (10 % de ses retraites), pendant 25 ans (son espérance de vie). Montant versé : 175 000 €. Économie d'impôts : 52 500 € (hypothèse de TMI de 30 %). Coût net : 122 500 €.

En supposant un taux de revalorisation annuel net de 3 % (basé sur un rendement long terme d'un profil équilibré), le conjoint disposera au décès de son époux (supposé dans 25 ans) d'un capital de 255 215 €. La fiscalité associée sera nulle, étant donné que le conjoint survivant sera exonéré de droits de succession. Mais ce capital pourrait être le bienvenu pour permettre au conjoint survivant de s'adapter à la disparition (ou à la réduction en cas de réversion partielle) du versement de la pension de retraite de son époux.

Montant net reçu : 255 215 €, soit environ 2 fois le coût net du placement.

Avertissement : il existe un risque de modification de la réglementation fiscale dans le temps, même si des mesures rétroactives sont rares.

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. Ces articles sont indicatifs et ne doivent en aucune façon être interprétés comme des conseils fiscaux.





## 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	Perf. du trimestre	2021	2020	2019	2018	2017
MC Convictions France (CAC All-Tradable)	FR0010946632	Actions	<b>+5,21 %</b> (+8,53 %)	<b>+21,09 %</b> (+28,30 %)	<b>+7,37 %</b> (-4,89 %)	<b>+12,41 %</b> (+27,84 %)	<b>-24,21 %</b> (-10,03 %)	<b>+22,46 %</b> (+13,35 %)
MC Leaders Durables I (MSCI World EUR hedged)	FR0010085530	Actions	<b>+9,18 %</b> (+7,85 %)	<b>+24,10 %</b> (+23,25 %)	<b>+21,34 %</b> (+11,86 %)	n/a n/a	n/a n/a	n/a n/a
MC Leaders Réactifs (objectif : 4 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	<b>+5,65 %</b> (+0,99 %)	<b>+13,54 %</b> (+4,00 %)	<b>+15,06 %</b> (+4,00 %)	n/a n/a	n/a n/a	n/a n/a
MC Modéré (ESTER +2,5 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	<b>+0,71 %</b> (+0,52 %)	<b>+3,84 %</b> (+2,07 %)	<b>+1,98 %</b> (+2,03 %)	<b>+7,85 %</b> (+2,10 %)	<b>-3,60 %</b> (+2,13 %)	<b>+0,84 %</b> (+2,14 %)

Note : performances au 31 décembre 2021. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les indicateurs s'entendent dividendes nets réinvestis.

## Commentaire trimestriel

Le dernier trimestre 2021 a vu une poursuite dans la progression des marchés financiers, bien que plus modérée du fait d'une situation sanitaire qui s'est dégradée en fin d'année, ainsi que du resserrement des politiques monétaires annoncé depuis plusieurs mois par les banques centrales.

Le **marché obligataire** enregistre un repli sur le trimestre du fait de la faible dynamique de remontée des taux d'intérêt, ainsi que des annonces successives des banques centrales de réduction des programmes de rachats d'actifs dans les prochains mois. Les taux allemands et français à dix ans progressent ainsi légèrement, ce qui pénalise les valorisations des obligations d'entreprise et d'État.

Le dynamisme des **marchés actions** observé depuis le début de l'année s'est poursuivi sur les derniers mois de l'année 2021, malgré une plus forte volatilité du fait d'inquiétudes croissantes liées à l'apparition du nouveau variant Omicron et à son impact potentiel sur les principales économies développées. Par ailleurs, les valeurs technologiques américaines, principal moteur de performance des marchés depuis le début de la crise sanitaire, ont entamé une consolidation sur les derniers mois de l'année.

Le **marché des changes** a été contrasté sur le trimestre, marqué par une nouvelle dégradation de la livre turque, mais une stabilité du réal brésilien. Par ailleurs, le dollar US poursuit sa remontée face à l'euro, engagée depuis le mois de juin, de même que la livre sterling et le franc suisse, de manière plus marquée. Le yen, quant à lui, est resté globalement stable durant le trimestre, malgré une certaine volatilité.

Les **matières premières** ont évolué en ordre dispersé sur le trimestre. Certaines matières industrielles (acier, fer...) ont accusé une solide correction quand les prix de l'électricité ont flambé du fait d'une offre largement insuffisante. Par ailleurs, l'or progresse sur fond d'inquiétudes des investisseurs et de stabilité des taux réels.

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 pas une offre ni un conseil pour vendre ou acheter quelque instrument financier que ce soit.