

Lettre trimestrielle – Hiver 2022-2023

Rapprochement avec La Financière Desselligny



L'année 2023 marquera une nouvelle étape importante dans le développement de Montaigne Capital. Elle démarre en effet par le rapprochement avec la société **La Financière Desselligny**.

Cette fusion est celle de deux sociétés de gestion qui se ressemblent, se connaissent et s'apprécient depuis de longues années.

Ainsi, une équipe de six professionnels expérimentés a rejoint nos locaux du 33 avenue de l'Opéra, ce qui va permettre à Montaigne Capital d'élargir la palette des services offerts à ses clients.

Depuis 1996, La Financière Desselligny a en effet développé une expertise reconnue sur les **petites entreprises françaises** susceptibles de faire l'objet d'opérations financières, à travers le FCP « AAZ SPÉCIAL ».

Son offre de gestion privée s'appuie quant à elle sur une philosophie d'investissement à **long terme** cohérente avec celle de Montaigne Capital.

Ainsi, votre société de gestion est désormais plus forte pour faire face au contexte politique et économique actuel, et prendre les meilleures décisions possibles pour vos portefeuilles.

Éditorial – Réalité économique, réalité boursière : deux mondes parallèles ?

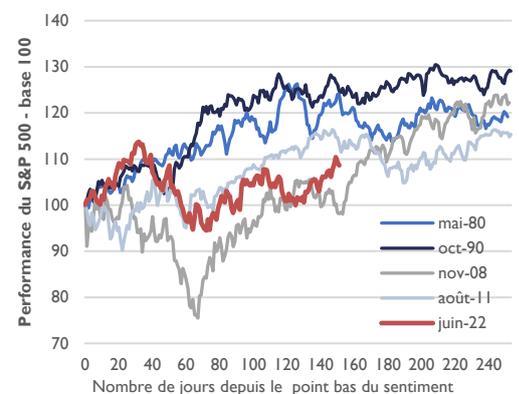
La période actuelle peut sembler paradoxale : chacun ressent les effets liés à la hausse des taux d'intérêt, à l'inflation ou à la guerre en Ukraine. Les médias se font l'écho des difficultés rencontrées par de nombreuses entreprises pour payer leur facture de gaz ou rembourser leur « PGE », ces prêts garantis par l'État émis au moment de la crise du Covid. Et pourtant, depuis l'automne, **les marchés européens connaissent une dynamique positive**. Faut-il y voir la preuve que la Bourse est « folle » ou, au contraire, que les trimestres à venir seront ceux d'un apaisement des craintes économiques ?

Intéressons-nous d'abord de manière plus rigoureuse au « ressenti » de la situation économique. Il est mesuré par un indicateur appelé « Indice du sentiment des consommateurs ». Aux États-Unis, cet indicateur est publié mensuellement par l'université du Michigan. L'étude des données depuis 1978 montre qu'il y a eu cinq crises de consommation (passage de l'indice au-dessous de 60) : 1980, 1990, 2008, 2011 et 2022. La figure 1 ci-contre illustre la performance de l'indice S&P 500 dans l'année qui a suivi le point bas du sentiment des consommateurs : historiquement, un rebond du marché a systématiquement eu lieu.

Si les périodes ne sont pas toutes comparables, il semble néanmoins qu'il est **idéal d'investir quand le ressenti général de l'économie est mauvais**, mais qu'il commence à s'améliorer.

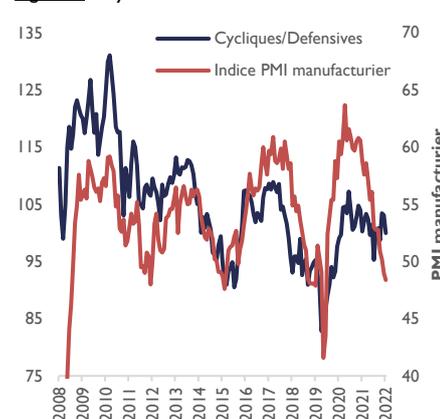
Intéressons-nous ensuite non pas au ressenti, mais à la réalité des données économiques. En Bourse, les investisseurs distinguent deux grandes catégories de sociétés : celles qui sont sensibles aux cycles économiques (typiquement, l'automobile ou les banques) et celles qui le sont moins (comme l'agroalimentaire ou les télécoms). Les premières sont appelées « cycliques » et les secondes « défensives ». Le ratio cycliques/défensives permet d'observer, toutes choses égales par ailleurs, le comportement boursier des valeurs sensibles à l'économie. Or l'étude des données dans le temps (figure 2) nous permet de constater une forte corrélation de ce ratio avec l'indice PMI manufacturier, c'est-à-dire l'indice de l'activité industrielle aux États-Unis (figure 2). Il apparaît ainsi que les **cycles boursiers et les cycles de l'industrie sont synchronisés**.

Figure 1 : performance du S&P 500 post-crise de confiance des consommateurs



Source : Bloomberg, Montaigne Capital.

Figure 2 : Cycles boursiers et PMI manufacturier



Source : Bloomberg, Montaigne Capital.

Nous pouvons donc tirer de ces observations au moins deux leçons : 1) le ressenti des consommateurs n'est pas un indicateur boursier fiable et 2) la réalité boursière est en revanche plutôt représentative de la réalité économique. Ainsi, non seulement la Bourse ne serait pas folle, mais elle serait en plus un reflet relativement **pertinent de l'état de l'économie**, quand bien même notre intuition nous dirait l'inverse.

Cela ne signifie bien évidemment pas que la Bourse est parfaite ou infaillible, mais plutôt, nous en sommes convaincus, qu'en matière financière, les données sont de meilleures conseillères que les émotions. Nous estimons à ce titre que le moment est venu de réinvestir progressivement les portefeuilles, en particulier sur les marchés qui ont peu rebondi, en restant concentrés sur les **faits et les données, qui finissent toujours par avoir raison.**

Jérôme Guilmar, le 25 janvier 2023



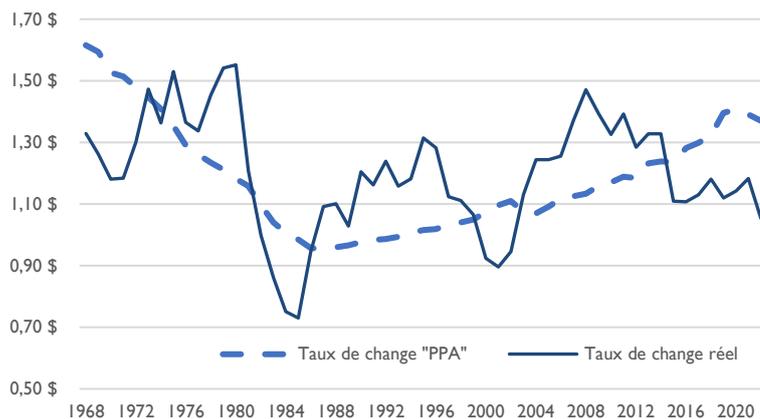
Le dollar va-t-il poursuivre son ascension impressionnante ?

Depuis la crise financière mondiale de 2008, nous observons un renforcement progressif du dollar dans le monde. Sur les 15 dernières années, sa parité avec l'euro est passée de 1,60 \$ à moins de 1,00 \$ pour 1,00 € à l'automne 2022. Cela illustre la forte appréciation de la devise américaine contre la monnaie européenne. Aussi, de nombreux investisseurs se sont peu à peu mis à considérer que la tendance long terme du dollar était haussière. Mais cette vision est-elle pérenne ?

Les fluctuations des marchés des changes sont influencées par de multiples facteurs, tels que le différentiel de taux d'intérêt entre les zones, les changements de politiques monétaires ou l'évolution des balances commerciales. Toutefois, aucune de ces métriques ne permet de déterminer un prix « fondamental » pour une devise. Elles permettent plutôt d'expliquer des mouvements à court terme. Leur pouvoir explicatif à moyen terme est beaucoup plus limité. Par exemple, la zone euro affiche, sur les dix dernières années, une balance commerciale strictement excédentaire (+2,3 % du PIB en moyenne à fin 2021, sans année négative), alors que celle des États-Unis est structurellement déficitaire (-2,4 % du PIB en moyenne sur 10 ans, sans année positive). Nous aurions pu attendre une hausse relative de l'euro par rapport au dollar sur cette période : il n'en a rien été. De même, le différentiel de taux d'intérêt ne permet que très épisodiquement d'expliquer les fluctuations des taux de change.

Une approche théorique fonctionne toutefois sur le très long terme : **les parités de pouvoir d'achat (PPA)**, qui supposent qu'un même bien doit coûter le même prix dans un pays ou dans un autre (loi du prix unique). Pour les pays ayant des monnaies différentes, cela implique donc que les taux de change doivent s'ajuster pour arriver à cet équilibre. Cette approche, théorisée par l'économiste David Ricardo et popularisée par Gustave Cassel en 1920, permet de déterminer les taux de change qui existeraient si les différences de prix étaient éliminées par des arbitrages en ignorant les droits de douane éventuels. Cela permet d'arriver à un taux d'équilibre tel que le pouvoir d'achat est identique, peu importe la devise dans laquelle le montant est libellé. Cette théorie a l'avantage d'intégrer les différences d'inflation entre zones géographiques : si, par exemple, l'inflation américaine accélère, le coût d'un panier de biens augmente, et cela impacte à la baisse la parité de pouvoir d'achat des Américains.

Figure 1 : taux de change EUR-USD



Source : données OCDE, Montaigne Capital. Taux de change annuels moyens.

Pour valider cette théorie, nous avons comparé sur la figure 1 ci-contre l'évolution du taux de change théorique à parité de pouvoir d'achat (« taux de change PPA ») avec le « taux de change réel » du marché. Avant 1998, les données sont relatives au franc.

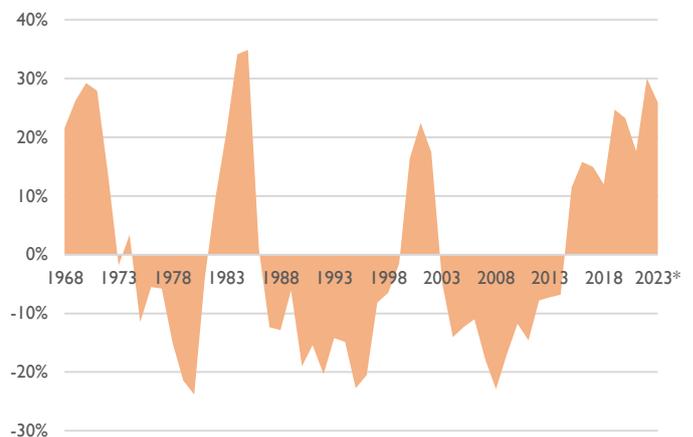
On observe une relative cohérence entre ces deux métriques : le taux de change réel oscille régulièrement autour de sa parité de pouvoir d'achat. Néanmoins, sur le court et moyen terme, des différences significatives peuvent perdurer. En observations annuelles, notons que le taux de change évolue dans une fourchette de -25 % à +30 % par rapport au taux de la PPA. Nous sommes actuellement à -20 % environ, c'est-à-dire plutôt dans la borne basse pour l'euro – cela est un argument en faveur d'une poursuite du rebond de l'euro, son taux de change PPA étant actuellement de 1,37 \$.

Notons également que la parité de pouvoir d'achat a longtemps été déclinante en France (d'où des dévaluations), mais que cette tendance s'est inversée depuis le début des années 1990. Malgré les nombreuses critiques à l'égard de la politique monétaire française ou européenne, la parité de pouvoir d'achat progresse depuis 30 ans par rapport au dollar américain. Cela s'est d'abord accompagné d'un fort rebond de notre devise, mais celle-ci est redevenue baissière depuis la crise financière de 2008 : le dollar bénéficie dorénavant de son statut de première monnaie de réserve mondiale.

La figure 2 ci-contre illustre, sur période longue, les phases de surévaluation et de sous-évaluation du dollar par rapport à l'euro (ou au franc avant 1998). Ces dernières sont en général prolongées (de 5 à 10 ans), et ne doivent donc en aucun cas être interprétées comme des signaux pertinents de tendance court ou moyen terme. En revanche, il est clair que **nous sommes actuellement dans une phase de surévaluation du dollar** par rapport à ses fondamentaux.

Faut-il pour autant cesser d'investir sur des actifs américains ? Nous ne le pensons pas, pour des raisons de diversification et de bonne gestion du risque dans un patrimoine. La forte rémunération du dollar (les taux à 12 mois ont touché 5 % il y a quelques semaines !) permet de maintenir cette prime en l'état pour le moment, et rémunère de façon attractive le risque de normalisation.

Figure 2 : dollar américain par rapport à sa PPA



Source : données OCDE, Montaigne Capital. Taux de change annuels moyens.
* Données au 30/01/2023



Risque de change : quel impact pour un portefeuille ?

Lors de l'investissement d'un portefeuille, une question se pose systématiquement : **comment appréhender le risque de change ?** Ce risque doit-il tout simplement être ignoré (car, sur le long terme, les évolutions de prix intègrent l'effet change) ou, au contraire, faut-il chercher à minimiser son effet ? Indépendamment du niveau des taux de change, nous avons étudié la performance historique des placements en dollars, ainsi que leurs risques associés.

Le **graphique 1** ci-dessous compare l'évolution du MSCI World (représentation des marchés actions mondiaux) en euros et en dollars. En effet, en l'absence de couverture de change, un investisseur européen perçoit la performance en euros. Il peut toutefois choisir de couvrir son risque de change, pour obtenir une performance proche du MSCI World en dollars (il devra cependant payer le coût de la couverture, qui peut être positif ou négatif selon le différentiel de taux d'intérêt).

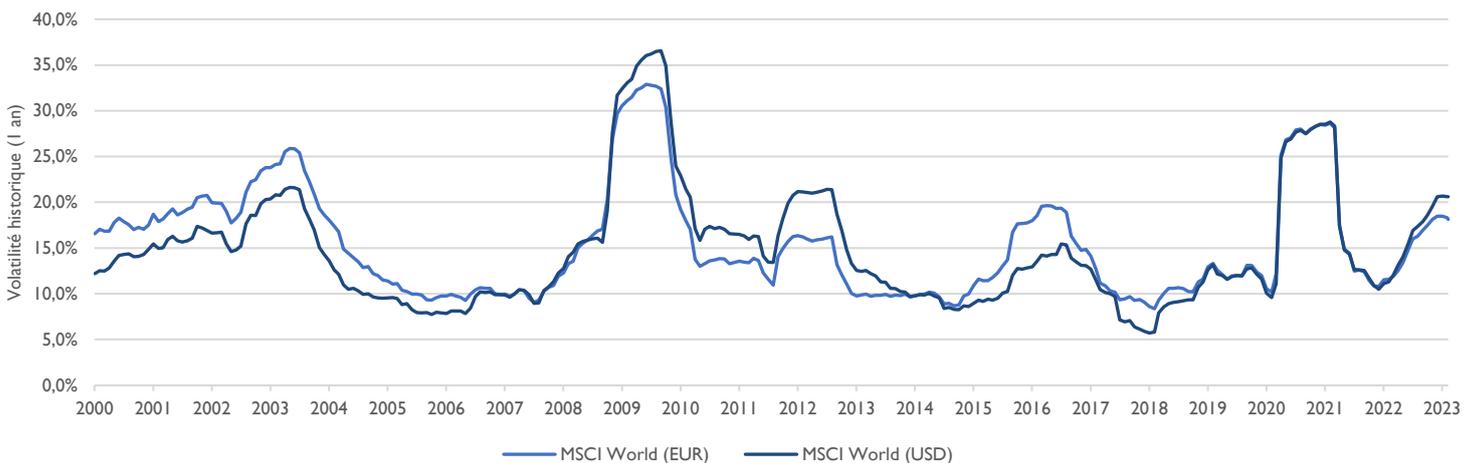
Figure 1 : MSCI World en EUR et en USD



Source : Bloomberg, Montaigne Capital.

Sans grande surprise, les performances long terme du MSCI en euros (non couvert pour un investisseur européen) et celles du MSCI en dollars (indicatif de la performance couverte en risque de change) sont **similaires sur le long terme**. En revanche, on parle souvent de « valeur refuge » pour le dollar, dont l'appréciation en phase de baisse boursière permettrait d'atténuer les replis des portefeuilles. Le dollar a-t-il des vertus en termes de réduction du risque des portefeuilles ?

Figure 2 : volatilité du MSCI World en EUR et en USD



Source : Bloomberg, Montaigne Capital.

Le graphique de suivi de la volatilité (mesure du risque) de l'indice dans les deux devises montre effectivement que, dans la majorité des cas, le risque est atténué par la hausse du dollar pendant les phases de baisse des marchés. Mais cela n'a pas été le cas lors du dégonflement de la bulle Internet. Ainsi, et pour conclure, **la présence d'actifs en dollars dans un portefeuille nous semble appropriée**, le risque de change associé n'étant pas significatif au regard du potentiel du marché action mondial.

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.

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 qui, selon nous, sont 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	2022	2021	2020	2019	2018
MC Convictions France (CAC All-Tradable)	FR0010946632	Actions	+10,22 % (+12,26 %)	-21,92 % (-8,36 %)	+21,09 % (+28,30 %)	+7,37 % (-4,89 %)	+12,41 % (+27,84 %)	-24,21 % (-10,03 %)
MC Leaders Durables I (MSCI World EUR hedged)	FR0010085530	Actions	+8,04 % (+6,81 %)	-19,64 % (-17,86 %)	+24,10 % (+23,25 %)	+21,34 % (+11,86 %)	n/a n/a	n/a n/a
MC Leaders Réactifs (objectif : 4 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	+6,45 % (+0,99 %)	-15,72 % (+4,00 %)	+13,54 % (+4,00 %)	+15,06 % (+4,00 %)	n/a n/a	n/a n/a
MC Modéré (ESTER +2,5 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	-1,37 % (+0,93 %)	-10,44 % (+2,51 %)	+3,84 % (+2,07 %)	+1,98 % (+2,03 %)	+7,85 % (+2,10 %)	-3,60 % (+2,13 %)

Note : performances au 31 décembre 2022. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les indicateurs s'entendent dividendes nets réinvestis.

Commentaire trimestriel

Le dernier trimestre de 2022 a marqué un rebond des marchés actions du fait d'une bonne saison de résultats trimestriels, d'un début de ralentissement de l'inflation et d'une levée progressive des restrictions liées au Covid-19 en Chine. Néanmoins, les inquiétudes concernant une potentielle récession économique en 2023 perdurent, et la tension sur les marchés obligataires reste forte, après la violente remontée des taux d'intérêt de 2022.

Malgré une accalmie en début de trimestre, le **marché obligataire** poursuit son repli sur la période, mais le rythme de la hausse des taux se modère progressivement, ce qui laisse présager une possible stabilisation. En particulier, les taux allemands et français à dix ans progressent significativement, ce qui pénalise sensiblement le prix des obligations d'entreprise et d'État.

Les **marchés actions** ont rebondi sur le trimestre, sur fond d'accalmie de l'inflation (notamment liée à la baisse sensible du prix du gaz) et de politique chinoise de réouverture en matière de Covid. Cependant, en fin de trimestre, les marchés se sont tendus à la suite de l'absence de marques tangibles d'apaisement dans le discours des banques centrales.

Le **marché des changes** a été contrasté sur le trimestre. Après des mois de progression, le dollar américain se replie significativement face à l'euro, de même que le franc suisse, qui atteint la parité sur la fin de trimestre. A *contrario*, la livre britannique et le yen demeurent relativement stables. Du côté des marchés émergents, le rouble, le real et la lire chutent sensiblement face à l'euro.

Les **matières premières** sont également devenues un sujet brûlant ces derniers mois tant leur volatilité a été importante. La plupart des matières industrielles (fer, cuivre, aluminium, nickel...) enregistrent des légers rebonds sur la fin du trimestre après les fortes corrections des trimestres précédents, et à la suite des annonces de réouverture de la Chine. Par ailleurs, les prix du gaz et de l'électricité se sont effondrés après la flambée des derniers mois dans un contexte de sécurisation de l'approvisionnement en Europe et d'hiver doux. Enfin, l'or, valeur refuge par excellence, rebondit sensiblement sur le trimestre.

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.