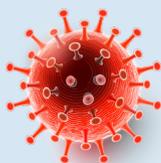


Lettre trimestrielle – Printemps 2020

Vers des évolutions durables au sein de la société ?



COVID-19
CORONAVIRUS

Les crises graves sont souvent les déclencheurs de mutations profondes. On peut citer comme exemple connu la participation des femmes à l'effort de guerre en 14-18 et l'essor du travail féminin une fois la paix revenue.

Il est donc utile de s'interroger sur les conséquences à plus long terme qu'aura la crise sanitaire actuelle.

De manière sans doute évidente, l'expérience du confinement pourrait bien donner un réel essor au **travail à distance** (et ce, même si l'utilité des réunions en présentiel en ressortira paradoxalement également renforcée). À la clé, une meilleure qualité de vie pour les salariés qui en bénéficieront, qui pourront se permettre de se loger plus loin de leur lieu de travail, avec des conséquences potentielles sur le marché immobilier et une nouvelle accélération du « **cloud computing** ».

Par ailleurs, on peut supposer que le **système de santé** des pays développés sera repensé, pour être à l'avenir mieux armé face à la menace de nouveaux virus.

À l'inverse, on peut supposer que la **délocalisation** de ressources potentiellement stratégiques, telles que les principes actifs de médicaments, sera inversée. Souhaitons-le, en tout cas !

Éditorial – Coronavirus : comment positionner les portefeuilles ?

Avec une baisse du CAC 40 de l'ordre de 25 % au premier trimestre, la dégradation de la situation boursière est comparable, dans son ampleur, aux plus fortes crises des dernières décennies. Notre conviction actuelle est qu'il convient d'adapter nos décisions de gestion selon deux grilles de lecture : l'analyse fondamentale et la dynamique boursière.

Sur le plan fondamental, tout d'abord, c'est bien sûr l'évolution de la situation sanitaire liée au Covid-19 qui sera clé dans les semaines et les mois à venir. Nous ne sommes pas des spécialistes de l'épidémiologie et ne prétendons pas l'être, mais il semble aujourd'hui probable que la lutte contre le virus sera longue, tout comme le développement de traitements efficaces ou de vaccins. Cela dit, il faut bien intégrer que le point clé pour un rebond des marchés n'est pas la victoire finale contre ce virus, mais une levée des confinements, qui permettra un redémarrage des entreprises. L'exemple chinois et les dernières annonces en Autriche, en Allemagne ou en Norvège laissent à penser que le mois de mai pourrait être le début du déconfinement progressif mondial.

Certes, le climat anxieux lié à la pandémie fait aujourd'hui la part belle aux Cassandra boursières, qui promettent une crise économique majeure. Mais le soutien clair et massif de tous les gouvernements et de toutes les banques centrales à travers le monde permettra sans doute d'éviter les défauts d'entreprise en cascade et une dépression de longue durée. Nous pensons donc que ce scénario catastrophe n'est pas probable. Toutefois, certains secteurs souffriront de manière durable, en particulier le tourisme, l'aéronautique, l'énergie et bientôt les banques. Nous préférons donc ne pas y investir en attendant plus de visibilité.

En revanche, de nombreuses autres activités seront relativement moins touchées et auront un redémarrage rapide. C'est pourquoi **nous préférons renforcer peu à peu nos positions sur des secteurs robustes**, comme la technologie, la santé, certains services financiers ou l'agroalimentaire.

L'analyse purement boursière est ensuite extrêmement importante, et apporte un éclairage différent. La Bourse a son propre *timing*, parfois surprenant. Il est donc utile d'analyser les crises passées pour chercher à anticiper les réactions boursières à venir.

Pires performances trimestrielles du CAC 40 depuis sa création :

Crise	Période	Perf. du trimestre	Perf. trimestre suivant	Perf. année suivante	Perf. 2 ans suivants
Guerre du Golfe	T3 1990	-27 %	+1 %	+26 %	+16 %
Défaut emprunts russes	T3 1998	-24 %	+23 %	+44 %	+96 %
Bulle Internet (2000-2002)	T3 2002	-29 %	+10 %	+13 %	+31 %
Crise grecque	T3 2011	-25 %	+6 %	+13 %	+39 %
Moyenne		-26 %	+10 %	+24 %	+46 %

Sources : Bloomberg, Montaigne Capital

Historiquement, nous constatons que les chutes boursières d'une telle brutalité ne se prolongent généralement pas au-delà d'un trimestre et que les marchés rebondissent ensuite. Ce point s'explique sans doute par le caractère soudain de l'événement, qui a provoqué la crise : les Bourses baissent initialement à l'excès, intégrant le scénario le plus noir possible. Ce n'est pas la même chose dans les épisodes de crise économique classique, comme en 2008 : la baisse est moins brutale, mais se prolonge durablement et plus dangereusement.

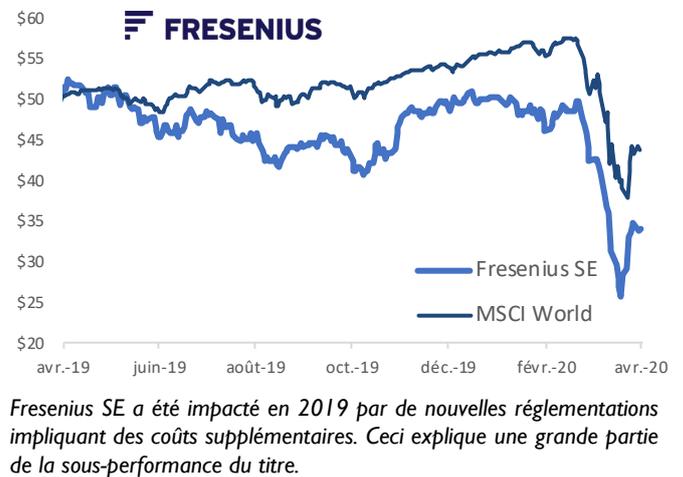
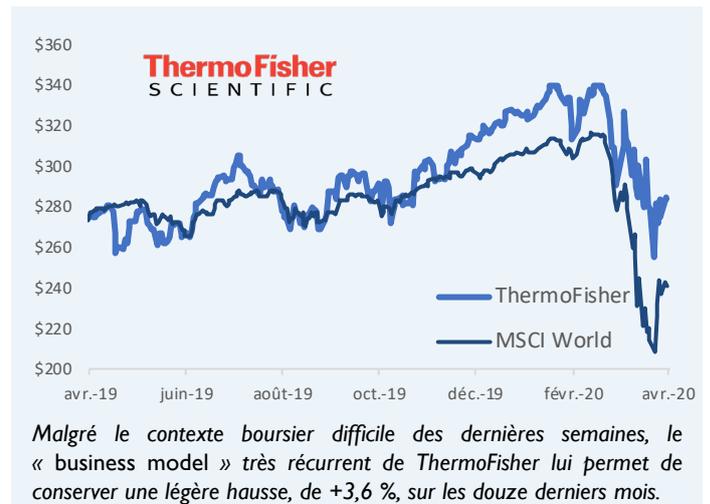
Nous ne pouvons évidemment pas nous fier aveuglément à un nombre limité de points d'observation dans le passé, mais cela conforte **notre relatif optimisme quant aux marchés financiers ces prochains trimestres**. Nos gouvernants ont fait le choix courageux de mettre l'économie en sommeil pour sauver de nombreuses vies humaines, mais nos entreprises restent bien vivantes et redémarreront au moment opportun. Nous serons là pour les accompagner avec vous.

Pierre Willot
Le 14 avril 2020

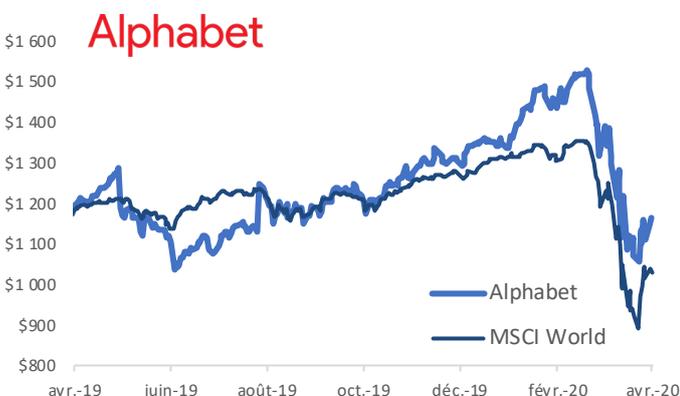
Retour sur notre sélection de titres du printemps 2019

La saison des publications annuelles de résultats touchant à sa fin, l'heure est venue de revenir sur notre sélection de 2019, comme il est de tradition dans notre lettre trimestrielle du printemps. Avec une performance moyenne négative de -3,9 % malgré la crise liée au Covid-19, l'évolution de nos propositions d'investissement de 2019 reste satisfaisante (d'avril 2019 à mars 2020). Le MSCI World, indice représentatif des actions mondiales, recule comparativement de -12,1 % sur cette période. Notre sélection réalise donc **8,2 % de surperformance**.

Plus spécifiquement, la thématique du vieillessement de la population, au travers des sociétés ThermoFisher, Fresenius SE et Air Liquide, a produit de bons résultats sur les douze derniers mois, notamment en se montrant très résiliente face au récent krach des marchés financiers.



Par ailleurs, notre conviction d'achat sur les géants technologiques a été profitable, tant dans la hausse de 2019 que dans la baisse violente du début d'année : ces deux titres ont largement surperformé les marchés européens, et même américains, sur les douze derniers mois.



La société mère de Google, évoluant dans le domaine de la publicité, affiche une activité en forte croissance en 2019, portée par son activité « logiciels », mais aussi grâce à sa division de diffusion de vidéos en ligne, YouTube.



Sources : Bloomberg, Montaigne Capital

Six valeurs pour 2020

L'année 2020 s'ouvre sur un marasme financier d'une brutalité et d'une rapidité dans la baisse rarement égalées. Afin de profiter au mieux du rebond des marchés qui pourrait se profiler, nous proposons ci-dessous six convictions dont nous jugeons la baisse déraisonnable (Capgemini et Compass), dont l'activité nous semble peu, voire positivement, impactée par la crise du coronavirus (Moody's et Microsoft) ou qui nous semblent très bien armées pour bénéficier rapidement de la reprise économique (Visa et Becton Dickinson).



Capgemini : Le groupe est un leader mondial du conseil, des services informatiques et de la transformation numérique, et bénéficie d'un portefeuille clients très bien équilibré sectoriellement. L'industrie est en pleine croissance avec davantage d'investissements effectués dans la transformation numérique (cybersécurité, IA, *machine learning*, « Infrastructure as a Service »...). Par ailleurs, le groupe effectue de nombreuses acquisitions afin de se développer, diversifier ses secteurs d'activité et renforcer ses positions sur ses différents marchés, en témoigne la récente opération sur Altran.



Compass : Leader mondial de la sous-traitance dans la restauration et les services supports, qui représentent un marché de plus de 225 milliards d'euros, Compass est admirablement bien géré et bénéficie d'une empreinte mondiale indispensable auprès des grands clients internationaux. Le groupe opère dans les entreprises, les écoles, les hôpitaux et les maisons de retraite, ainsi que durant les événements sportifs et culturels. En outre, son exposition aux pays émergents devrait lui permettre de capter le formidable potentiel de croissance de la zone lorsque le confinement sera terminé.



Moody's : L'agence de notation Moody's continue de se développer dans de nombreux segments et bénéficie de la multiplication des données disponibles sur les entreprises, ce qui renforce la demande pour ses solutions analytiques. La société a notamment amorcé, depuis quelques années, une diversification intéressante dans le segment de l'investissement socialement responsable (ISR). Nous jugeons que la situation actuelle devrait bénéficier au groupe, avec une surveillance accrue des bilans des entreprises faisant appel au marché obligataire.



Microsoft : Microsoft compte parmi les leaders de l'informatique et du numérique (dont *cloud*) au niveau mondial, et s'appuie sur un portefeuille robuste et diversifié comprenant les licences d'exploitation Windows, la suite Microsoft Office, le logiciel Skype ou encore le réseau LinkedIn. Néanmoins, l'objectif principal du groupe vise à développer davantage la division « *cloud* » au travers de son offre Azure. En effet, le marché de la délocalisation d'infrastructures informatiques est en fort développement (croissance estimée à plus de +20 % en 2019) et devrait bénéficier de l'essor fulgurant du télétravail dans les économies développées.



Visa : Visa est l'une des trois sociétés mondiales contrôlant les services de gestion des transactions financières : autorisation/règlement des transactions au travers de leur réseau mondial Visa Net, paiement en ligne et mobile, cybersécurité, contrôle des risques et fraudes, cartes de crédit/débit, accès au réseau mondial des ATM, etc. Le groupe base sa stratégie de croissance sur trois piliers : la digitalisation, le développement de partenariats avec des « *fintechs* » prometteuses (en particulier les néo-banques) et l'expansion dans les pays émergents.



Becton Dickinson : Leader incontesté du marché des aiguilles et pionnier dans la production d'aiguilles hypodermiques, Becton Dickinson a profité ces dernières années de l'envolée des traitements à base d'insuline injectable. La société américaine présente encore de très belles perspectives de croissance et génère un niveau de « *free cash flow* » très attractif. Le groupe a notamment réalisé, en 2017, l'acquisition de Bard, spécialisé dans l'urologie, le diabète, les maladies vasculaires et les cancers, pour un montant de 24 milliards de dollars, créant ainsi un poids lourd du secteur.

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 »

À partir du 5 février 2020, nos fonds (hors fonds dédiés) sont regroupés au sein d'une même SICAV, appelée « MC Funds ». Celle-ci présente quatre compartiments, dont deux actions (MC Convictions France, lancé en 2010, et MC Leaders Durables, lancé en novembre 2019) et deux plus patrimoniaux (MC Leaders Réactifs, un fonds nourricier de MC Leaders Durables couvert partiellement au risque de marché, et MC Modéré, un fonds d'ETF géré en budget de risques).

MC Convictions France est un fonds actions « multi-cap » principalement positionné 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, dont l'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	Perf. 1 an	Perf. 3 ans	Perf. 5 ans
MC Convictions France (CAC All-Tradable)	FR0010946632	Actions	-28,22 % (-26,60 %)	-25,20 % (-16,74 %)	-28,82 % (-9,78 %)	-7,00 % (-2,62 %)
MC Leaders Durables (MSCI World EUR hedged)	FR0010085530	Actions	-12,93 % (-20,38 %)	N/A (N/A)	N/A (N/A)	N/A (N/A)
MC Leaders Réactifs (objectif : 4 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	-7,03 % (+0,98 %)	N/A (N/A)	N/A (N/A)	N/A (N/A)
MC Modéré (objectif : EONIA +2,5 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	-8,39 % (+0,49 %)	-5,09 % (+2,10 %)	-4,26 % (+6,54 %)	N/A (N/A)

Note : Performances au 31 mars 2020

Commentaire trimestriel

Les marchés ont accusé une très forte correction au cours du premier trimestre 2020 du fait des arrêts successifs de l'économie chinoise puis des économies des pays développés avec l'instauration de mesures de confinement dans la quasi-totalité du monde. Les mesures de lutte contre le Covid-19 ont ainsi lourdement impacté les Bourses.

Le **marché obligataire** s'est significativement tendu durant le trimestre, du fait des craintes de défaut des sociétés les plus fragiles ainsi que d'une forte réduction de la liquidité sur les marchés. À noter : la forte progression de la prime de risque exigée sur les obligations, même celles de bonne qualité, et donc une baisse importante de leur prix. Les banques centrales sont désormais à la manœuvre.

Malgré une saison de publications des résultats annuels des sociétés plutôt satisfaisante, les **marchés actions** se sont fortement repliés sur la fin du premier trimestre 2020. Le mouvement s'est amplifié à mesure que la pandémie du Covid-19 se propageait et que des mesures de confinement étaient annoncées dans toutes les économies développées, synonymes d'arrêt partiel ou total de l'économie pendant plusieurs semaines.

Le **marché des changes** a également connu une relative volatilité au regard des dernières années, du fait des différentes mesures annoncées par les banques centrales et les gouvernements au cours des dernières semaines. Ainsi le dollar a évolué entre 1,09 et 1,15 euro pendant le trimestre, et le yen s'est légèrement apprécié face à l'euro.

Les **matières premières** ont évolué de manière hétérogène depuis le début de l'année : le cours du pétrole s'est effondré, perdant plus de 50 % de sa valeur et tombant à un plus bas depuis vingt ans, en raison du coup d'arrêt économique global, mais également d'une guerre sur les volumes et les prix lancée par la Russie et l'Arabie saoudite. Les métaux industriels enregistrent quant à eux des baisses de leurs cours, mais dans des proportions bien moins importantes. En revanche, l'or poursuit sa lente progression.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures de nos fonds, qui 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.