



Lettre trimestrielle – Printemps 2022

Résultats des élections



L'élection présidentielle française n'a pas créé la surprise. Emmanuel Macron a été réélu avec 58,5 % des voix exprimées. Le marché n'a cependant pas applaudi la nouvelle, avec un repli de 2 % du CAC 40 ce lundi – la nouvelle d'un futur confinement de la capitale chinoise n'a certes pas aidé !

D'un point de vue boursier, ce résultat électoral est cependant positif. L'élection de Marine Le Pen aurait probablement entraîné la défiance des investisseurs internationaux, avec **une forte hausse des taux français** et une baisse brutale du secteur financier. Sur un plan plus national, le projet de « fonds souverain français » commençait à faire couler beaucoup d'encre dans les milieux financiers. Certains investisseurs commençaient à alléger leurs positions sur les exploitants d'autoroutes, menacés de nationalisation, ou sur les sociétés de services publics. En témoigne la hausse ce lundi, dans un marché très baissier, de ce type de valeurs : EDF gagne 3,6 %, Engie progresse de 3,0 % et Vinci gagne +1,3 %. ADP et Véolia sont stables.

Après ce « non-événement » électoral, le dynamisme de nos entreprises dépendra désormais des mesures qui seront prises ou non dans ce second quinquennat.

Éditorial – L'inflation est-elle là pour durer ?

Il y a quelques mois encore, nous considérions que les tensions inflationnistes observées en 2021 allaient peu à peu se dissiper. En effet, la levée des principales mesures de confinement dans le monde devait permettre à la chaîne d'approvisionnement internationale de fonctionner de nouveau normalement.

Toutefois, l'invasion de l'Ukraine par la Russie fait dorénavant craindre de nouvelles pénuries. Celle-ci a notamment entraîné un **renchérissement massif du prix de l'énergie**. L'électricité a par exemple vu sa cotation être multipliée par quatre sur le marché de gros. En conséquence, l'Europe affiche une inflation annuelle à 7,5 % au mois de mars, un niveau inédit depuis de nombreuses décennies !

Dans ce contexte, nous sommes fréquemment questionnés sur les solutions de placement à même de protéger un épargnant de cette inflation. Soyons directs : aucun placement à risque modéré ne permet aujourd'hui d'espérer un rendement annuel de 7,5 %. Mais ce chiffre d'inflation est trompeur, et ne doit pas être considéré comme un niveau normatif. En effet, la quasi-totalité de cette brutale poussée de fièvre s'explique par le prix de l'énergie. En France, le niveau de l'inflation sous-jacente calculé par l'Insee (hors énergie et autres prix volatils) s'établissait à **+2,5 % en mars en glissement annuel**. Ce niveau, plus important qu'à l'accoutumée, reste encore modéré.

Les banques centrales, dont l'objectif est de contenir ce chiffre sous la barre des 2 %, adoptent quant à elles une approche de long terme. Elles se focalisent sur les anticipations longues d'inflation, c'est-à-dire sur les anticipations, dans cinq ans, de la moyenne de l'inflation pour les cinq années suivantes.

Figure 1 : Anticipations d'inflation – USD

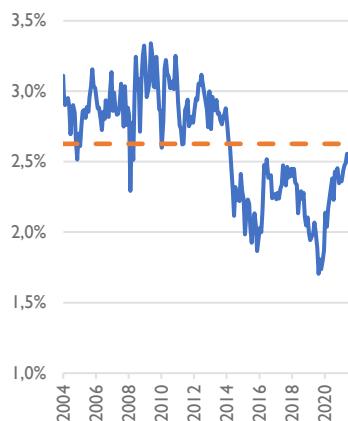


Figure 2 : Anticipations d'inflation – EUR



Sources : Bloomberg, Montaigne Capital. Anticipations d'inflation : swap d'inflation Fwd 5y5y

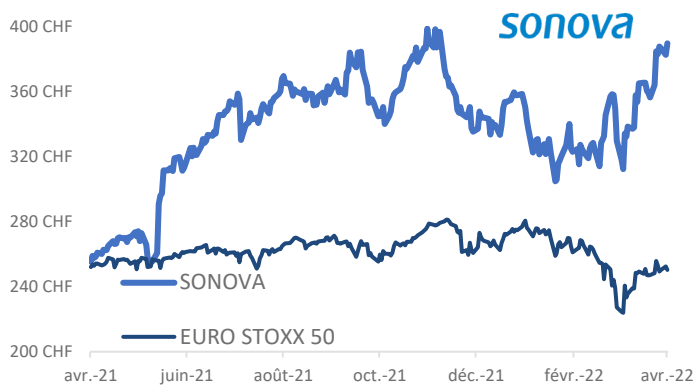
Les figures 1 et 2 ci-dessus montrent que les anticipations d'inflation sont désormais revenues légèrement au-dessus de leur moyenne sur vingt ans, à 2,4 % en Europe et 2,8 % aux États-Unis. En termes d'impacts sur les actifs financiers, ceci a eu un effet **très négatif sur les actifs obligataires**, car cette forte inflation pousse les banques centrales à relever les taux d'intérêt partout dans le monde. Le rendement des obligations n'étant usuellement pas revalorisé de l'inflation, le prix de marché de ces actifs baisse. De son côté, l'immobilier est légèrement affecté par cette hausse des taux, qui renchérit le coût d'une acquisition avec endettement, mais bénéficie d'une revalorisation des loyers à la hausse. L'effet sur les actions est de son côté contrasté : d'un point de vue indiciel, les hausses des taux pèsent toujours initialement (comme c'est le cas depuis quelque temps), mais les entreprises capables de répercuter les hausses de prix à leurs clients se rattrapent ensuite rapidement : le « **pricing power** » est désormais clé dans notre approche « **stock picking** » !

Pierre Willot
Le 25 avril 2022

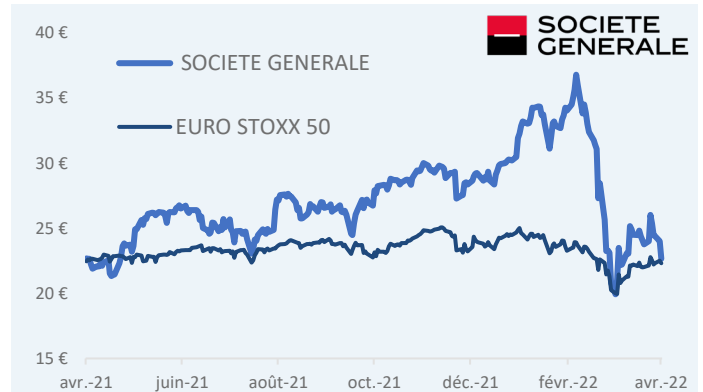


Retour sur notre sélection de titres du printemps 2021

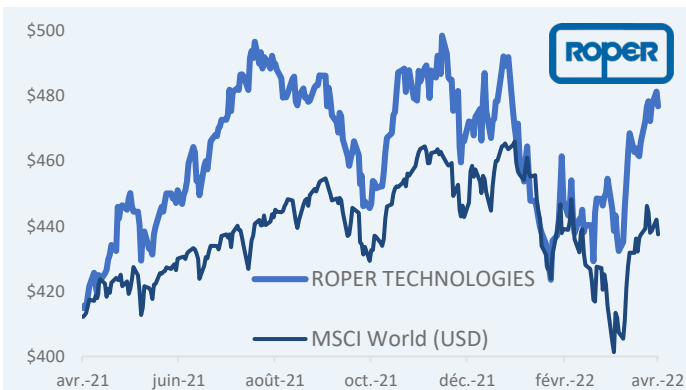
Comme il est de tradition dans notre lettre trimestrielle du printemps, nous revenons sur notre sélection de titres du printemps 2021. L'année écoulée a été le théâtre de très fortes variations de cours, certaines valeurs affichant de très fortes hausses (Sonova) et d'autres étant au contraire en très fort repli (DocuSign et, plus récemment, Société Générale, à la suite de l'invasion ukrainienne, après un très beau parcours).



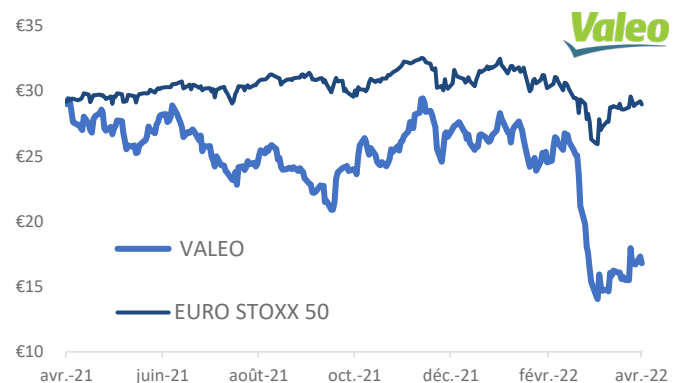
Sonova, leader mondial des appareils auditifs, a profité d'une reprise économique exceptionnelle post-Covid, d'une acquisition stratégique de qualité, ainsi que du lancement d'une nouvelle gamme de produits.



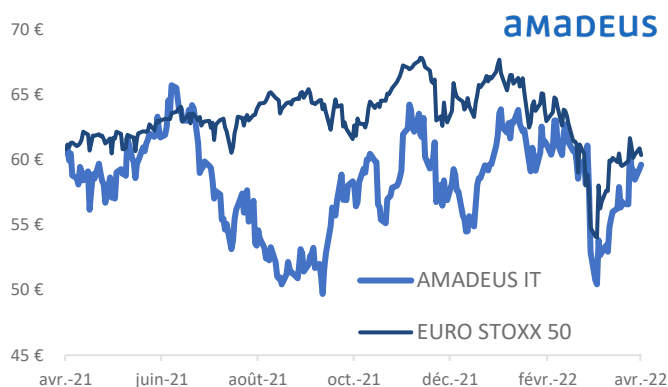
Malgré un très bon comportement boursier tout au long de l'année 2021, Société Générale a subi de plein fouet les conséquences de l'invasion russe en Ukraine du fait de son exposition à la Russie.



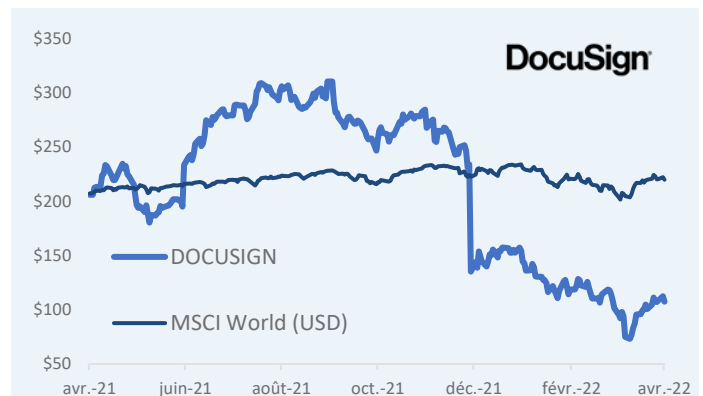
Roper Technologies s'est très bien comporté durant l'année 2021, et enregistre un repli nettement moins prononcé que celui du secteur technologique depuis quelques mois. Le titre est peu exposé aux conséquences de la guerre en Ukraine.



Contrairement à ce que nous anticipions, Valeo et le secteur automobile en général ne sont pas parvenus à retrouver un rythme de production normal en 2021, pénalisés par la poursuite de la pénurie de semi-conducteurs, la flambée de l'inflation et l'accroissement des tensions logistiques.



Malgré une forte volatilité en 2021 liée aux vagues successives de variants du Covid-19, le titre Amadeus enregistre une nette surperformance depuis le dernier trimestre de 2021. Cette dynamique a été coupée dans son élan par la crise ukrainienne et ses conséquences sur le prix du pétrole.



Suivant la forte correction des valeurs technologiques américaines, DocuSign accuse un repli significatif depuis quelques mois, affaibli par des craintes d'environnement concurrentiel plus difficile qu'anticipé.

* Sources : Bloomberg, Montaigne Capital, performance sur un an du 31 mars 2021 au 5 avril 2022

Six valeurs pour 2022

Après un début d'année 2022 très chahuté, vers quels secteurs et quels titres se tourner en 2022 pour profiter au mieux des opportunités du marché ? Nous proposons ci-dessous six convictions, dont nous jugeons la valorisation attractive (Safran et Plastivaloire), dont les perspectives nous semblent robustes (Adobe, Adyen et Visa) ou qui nous semblent injustement sanctionnées par le marché à la suite de la guerre russo-ukrainienne (BNP Paribas).



Comptant parmi les principaux équipementiers aéronautiques mondiaux, Safran est un fournisseur de rang I dans les domaines de l'aéronautique, de l'aérospatial et de la défense. La société est actuellement en train de mener la transition de son *best-seller*, le CFM56, vers le moteur LEAP, sa nouvelle génération de produits équipant l'A320 d'Airbus. Safran devrait profiter de la hausse des budgets militaires, de la montée en cadence des rythmes de production d'Airbus, ainsi que de la reprise du trafic aérien court-courrier engagée depuis plusieurs mois grâce à ses services de maintenance et de réparation, qui représentent environ 45 % de son activité.



Adobe est une société américaine éditant des logiciels et leader sur les marchés qu'elle adresse. Le groupe a très bien su gérer la transition de son *business model* de la vente de licences (Acrobat PDF, Photoshop et autres logiciels de graphisme) vers le SaaS (Software as a Service), c'est-à-dire un fonctionnement par abonnement garantissant des revenus récurrents. Son *cash-flow* et sa rentabilité sont désormais en forte accélération, alors même que le récent repli du titre offre des points d'entrée attractifs.



Cette société spécialisée dans le paiement en ligne s'est taillée en quelques années une solide réputation. Elle cherche désormais à s'imposer auprès des places de marché et dans le paiement omnicanal. Les perspectives du titre s'annoncent excellentes, supportées à la fois par l'ouverture de nouveaux marchés (PME, par exemple) et par l'expansion géographique vers l'Amérique du nord, l'Asie-Pacifique et l'Amérique latine.



Plastivaloire est l'un des leaders européens de la conception, de la production et de la commercialisation de pièces plastiques par procédé d'injection à destination de l'industrie automobile. Cette société familiale offre de solides perspectives de croissance sur les prochaines années, portées par son entrée sur le marché américain en 2018, la construction de partenariats stratégiques en Chine et sa diversification vers les constructeurs premium (Mercedes, BMW, Tesla...). Pénalisé, comme tout le secteur automobile, en 2021 du fait de la pénurie de semi-conducteurs et de la flambée de l'inflation, le titre offre désormais des niveaux de valorisation très attractifs.



Parmi les plus grosses et les plus solides banques européennes, BNP Paribas a su tirer profit de la crise des *subprimes* en 2008-2009 en rachetant son concurrent belge Fortis. Bien positionnée et très correctement capitalisée, son cours de Bourse devrait progressivement se revaloriser dans un contexte de remontée des taux d'intérêt. Le récent repli du titre à la suite de l'invasion russe en Ukraine nous semble largement exagéré compte tenu de l'exposition limitée de la banque à ces deux pays, et offre ainsi une opportunité d'achat intéressante.



Contrôlant plus de 60 % du marché, Visa est le leader mondial des services de gestion des transactions financières : règlement des transactions au travers du réseau mondial Visa Net, paiement en ligne et mobile, cybersécurité, etc. Le groupe fonde sa future croissance sur la digitalisation, le développement de partenariats avec des *fintechs* prometteuses (en particulier les néobanques) et l'expansion dans les pays émergents. Le profil de génération de *cash-flow* est particulièrement impressionnant et le niveau de valorisation actuel attractif.

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 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	T1 2022	2021	2020	2019	2018	2017
MC Convictions France (CAC All-Tradable)	FR0010946632	Actions	-4,03 % (-6,76 %)	+21,09 % (+28,30 %)	+7,37 % (-4,89 %)	+12,41 % (+27,84 %)	-24,21 % (-10,03 %)	+22,46 % (+13,35 %)
MC Leaders Durables I (MSCI World EUR hedged)	FR0010085530	Actions	-8,94 % (-4,80 %)	+24,10 % (+23,25 %)	+21,34 % (+11,86 %)	n/a n/a	n/a n/a	n/a n/a
MC Leaders Réactifs (objectif : 4 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	-7,09 % (+0,97 %)	+13,54 % (+4,00 %)	+15,06 % (+4,00 %)	n/a n/a	n/a n/a	n/a n/a
MC Modéré (ESTER +2,5 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	-3,01 % (+0,47 %)	+3,84 % (+2,07 %)	+1,98 % (+2,03 %)	+7,85 % (+2,10 %)	-3,60 % (+2,13 %)	+0,84 % (+2,14 %)

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

Commentaire trimestriel

Le premier trimestre 2022 a marqué un très net recul des marchés financiers sur fond de craintes accrues des investisseurs liées à l'invasion russe en Ukraine, à l'accélération de l'inflation ainsi qu'au resserrement plus rapide qu'anticipé des politiques monétaires.

Le **marché obligataire** enregistre un net repli sur le trimestre du fait de la forte dynamique de remontée des taux d'intérêt, ainsi que des annonces successives des banques centrales de maintenir, voire d'accélérer, le calendrier de hausses des taux directeurs et de réduction des programmes de rachats d'actifs. Les taux allemands et français à dix ans progressent fortement, ce qui pénalise sensiblement les valorisations des obligations d'entreprise et d'État.

Dans la lignée de la fin de l'année 2021, les **marchés actions** ont continué à sanctionner les valeurs d'hypercroissance, notamment du secteur technologique. Nous assistons également à ce qui nous semble être un regain d'intérêt pour les sociétés dites « *value* », dont les multiples de valorisation sont moins exigeants. Par ailleurs, la guerre russo-ukrainienne est venue renforcer une hausse des prix des matières premières déjà importante et alimenter les craintes des investisseurs.

Le **marché des changes** a été contrasté sur le trimestre, marqué par une remontée exceptionnelle du réal brésilien et une nouvelle dégradation de la livre turque. Par ailleurs, le dollar US et le franc suisse poursuivent leurs remontées face à l'euro, engagées depuis près d'un an. A *contrario*, le yen s'est fortement affaibli au mois de mars. La livre sterling, quant à elle, est restée globalement stable durant le trimestre.

Les **matières premières** restent le sujet le plus brûlant du trimestre tant leur volatilité a été importante. La plupart des matières industrielles (acier, fer, aluminium, nickel...), très dépendantes de la production russe, ont enregistré des hausses exceptionnelles de leurs cours. De même, les prix du gaz, du pétrole et de l'électricité ont flambé à la suite des sanctions occidentales contre la Russie et dans un contexte d'offre toujours largement insuffisante. Par ailleurs, l'or, valeur refuge par excellence, progresse significativement sur fond d'inquiétudes des investisseurs.

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.