

L'IMPACT INVESTING finira-t-il par avoir un impact ?



La pratique de l'**impact investing** tend à se généraliser. Cela consiste, pour un investisseur, à chercher autant le rendement financier que la promotion de causes dites « **ESG** », à savoir environnementales, sociales et de gouvernance.

Cette stratégie de gestion a toujours existé, mais elle a désormais un réel poids sur les marchés. De plus en plus de grands institutionnels exigent, en effet, une gestion non plus seulement performante, mais également conforme à des principes extra-financiers.

La faiblesse actuelle des niveaux de valorisation des industries pétrolières en est sans doute une illustration. Malgré un cours du pétrole stabilisé, les contraintes environnementales des grands investisseurs **empêchent pour le moment une remontée durable de ce secteur en bourse**.

Libre à chacun d'y voir un bienfait pour la planète ou, au contraire, une belle opportunité d'investissement. Il n'en demeure pas moins que la Bourse, elle aussi, peut participer à changer le monde : les sociétés cotées sont fortement incitées à mettre en place des bonnes pratiques environnementales, sociales et de gouvernance.

Éditorial – Les marchés en plein paradoxe

L'année 2019 se poursuit, et, pour les investisseurs, le dilemme persiste. Faut-il profiter du rebond du premier semestre pour réduire le risque de ses portefeuilles ? En effet, les marchés sont proches de leurs plus hauts alors que les indicateurs d'activité manufacturière sont au plus bas depuis 2009 (comme évoqué dans nos précédentes lettres) et que la santé de l'économie mondiale est menacée par la « guerre commerciale ».

Les pessimistes soulignent les similitudes de la situation actuelle avec la période qui a précédé la crise de 2008. Les optimistes mettent en avant les forces puissantes des banques centrales, déterminées à maintenir les marchés en bonne santé.

Que penser dans ce contexte ? Disons-le clairement : **nous ne pensons pas qu'une crise systémique (similaire à celle de 2008) est probable**. En effet, la faillite des *subprimes* avait eu un impact direct sur les banques, lesquelles constituent un secteur crucial pour l'économie. La perte de confiance en leur solidité financière avait eu des conséquences immédiates sur l'ensemble de l'activité économique. Or les évolutions réglementaires ont rendu la situation des banques significativement plus solide aujourd'hui qu'elle ne l'était il y a dix ans. Il est donc très improbable que ces dernières se retrouvent à nouveau en difficulté. Par ailleurs, nous n'observons toujours pas, à l'heure actuelle, de secteur ou de classe d'actifs en situation de bulle (cf. page suivante), à l'exception peut-être des actifs liés aux taux d'intérêt – mais ceux-ci sont directement contrôlés par les banques centrales...

Pour autant, nous nous refusons toujours, malgré l'atmosphère ambiante, à être pleinement optimistes. Des pans entiers de l'industrie (l'automobile, la chimie, voire les semi-conducteurs) sont actuellement en crise. Il nous semble illusoire de penser que ces difficultés ne se traduiront pas par des révisions à la baisse des résultats pour un nombre important de sociétés. L'enjeu est donc plutôt, selon nous, de réussir à déterminer :

- si la baisse des marchés en 2018 sur ces secteurs (l'automobile, par exemple, est encore en baisse d'environ 50 % par rapport à ses plus hauts) est « suffisante » ou si le marché est encore trop optimiste (cf. figure 1);
- si l'impact qu'auront les difficultés de ces industries sur le reste de l'économie, en particulier sur les services, sera de nature à briser la bonne dynamique actuelle.

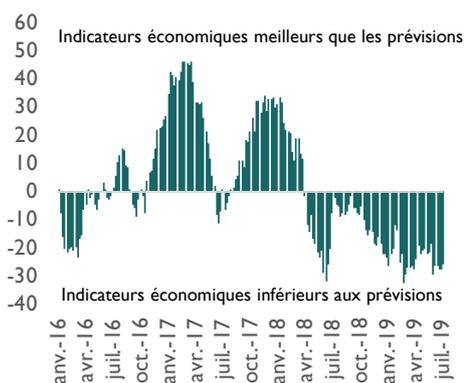


Figure 1 : Indicateur de « surprises économiques », qui compare les données économiques réalisées avec les attentes des analystes financiers.

Sources : Bloomberg, Montaigne Capital

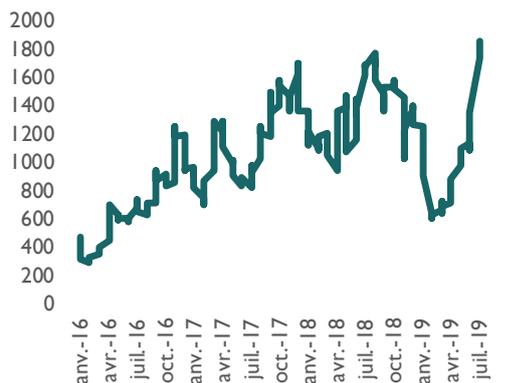


Figure 2 : Indice « Baltic Dry » des prix du transport en vrac, qui constitue un bon indicateur des échanges commerciaux. L'impact de la « guerre commerciale » à partir de l'été 2018 apparaît nettement. La détente manifeste des tensions en 2019 également.

Malheureusement, la réponse à ces questions réside en grande partie dans des facteurs exogènes, comme l'évolution de la « guerre commerciale » menée par l'Administration Trump contre la Chine et bientôt l'Europe. Si la tension s'est largement relâchée ces dernières semaines, rien ne prouve qu'un accord sino-américain sera finalement trouvé (cf. figure 2).

Face à cette incertitude, il nous semble pertinent de conserver, au moins pour les prochains mois, notre **positionnement plutôt prudent**. En particulier, nous avons pris la décision de garder une part de liquidités dans les portefeuilles et de privilégier les titres moins cycliques, idéalement dans le secteur des services.

Jérôme Guilnard
Le 12 juillet 2019

Les marchés actions américains sont-ils chers ?

Les marchés américains ont significativement progressé ces trente dernières années, l'indice S&P 500 (cf. figure 1) affichant **une augmentation de près de 900 %** ! Ce fantastique mouvement de hausse a cependant été ponctué de deux « pauses » : la crise de 2000-2003, en raison de l'éclatement de la bulle Internet, et la crise de 2008, à la suite de la faillite de Lehman Brothers.

Il est intéressant d'observer l'évolution du prix des actions des entreprises en fonction de leur niveau de bénéfices (cf. figure 2, où le prix de l'indice est comparé aux bénéfices attendus dans l'année à venir). Ce ratio de prix, appelé « Price Earning Ratio », ou « PER », a oscillé entre 12 x et 26 x depuis 1990, pour une moyenne de 17 x. Nous sommes actuellement **quasiment sur ce niveau moyen historique**, ce qui tend à invalider la thèse d'une surévaluation des marchés actions.

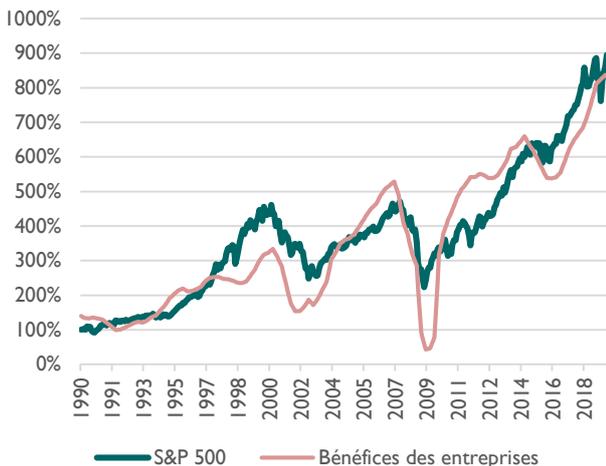


Figure 1 : Évolution du S&P 500 depuis 1990 ainsi que des bénéfices des entreprises le composant – source Bloomberg/Shiller

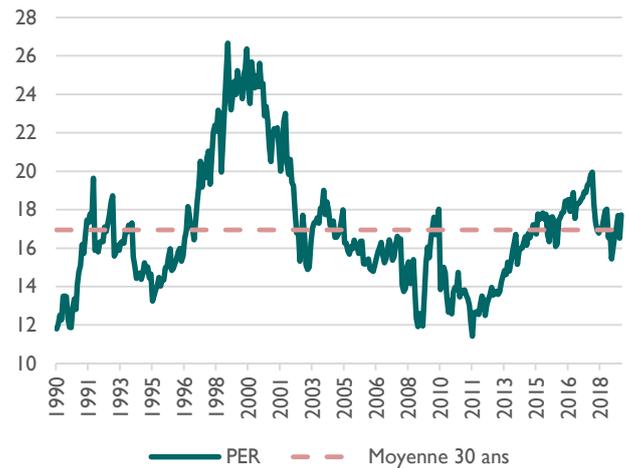


Figure 2 : PER (forward 1 an) du S&P 500 depuis 1990 – source Bloomberg

Ainsi, sur le long terme, les grandes tendances boursières s'expliquent quasi exclusivement par l'évolution des bénéfices des entreprises.

Il est donc crucial, dans nos décisions d'investissement, d'évaluer au mieux les perspectives bénéficiaires des sociétés analysées.

Le graphique ci-contre (figure 3) illustre parfaitement la bonne santé actuelle des entreprises américaines : contrairement à des idées reçues, le levier financier (dette nette des entreprises rapportée à leur Excédant Brut d'Exploitation) est **actuellement très bas**, à moins de 2 fois en moyenne pour l'indice. Il était à plus de 4 fois avant la crise de 2008.

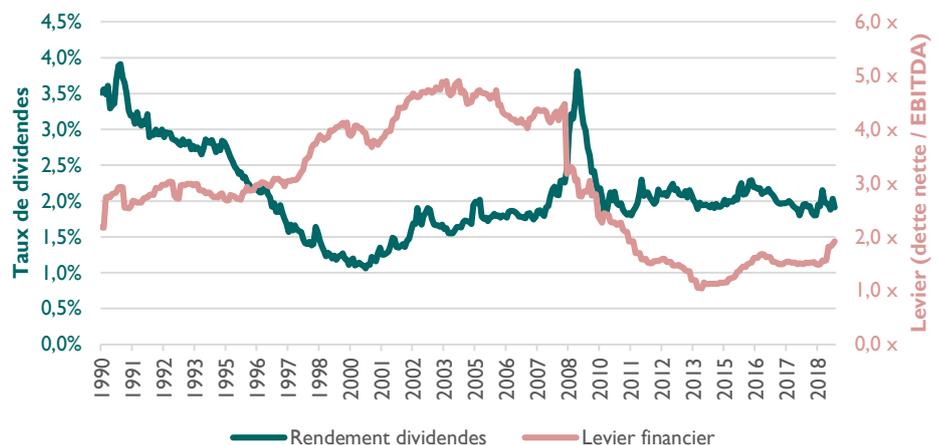


Figure 3 : Levier financier des entreprises du S&P 500 et taux de rendement des dividendes de l'indice. Source : Bloomberg

Par ailleurs, le versement de dividendes des sociétés composant le S&P 500 reste très sain, à un niveau de 2 % depuis près de dix ans. À noter que ces dividendes sont plus importants en Europe, mais au prix d'un endettement plus élevé.

Ainsi, l'économie américaine va bien, et les seuls signes de tousotement viennent des secteurs industriels, très dépendants des pays émergents. Nous restons persuadés qu'un bon *stock picking* aux États-Unis permettra encore de créer de la valeur à moyen terme.

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'offre, 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 prévoyance du chef d'entreprise : anticipez !

Un dirigeant impulse à l'entreprise sa trajectoire ; il est la clé du maintien de sa bonne marche. Mais il ne doit pas perdre de vue sa propre défaillance, qui pourrait, le cas échéant, mettre en péril durablement le bon fonctionnement de sa société. En pratique, cela peut se traduire par la survenance d'une incapacité physique ou mentale, ou tout simplement par un décès prématuré. C'est pourquoi la mise en place d'une stratégie d'anticipation de ces événements est essentielle.

Comment procéder ?

Afin d'éviter que ne soient appliquées au chef d'entreprise des mesures de protection peu adaptées ou encore que la société n'échoie dans une succession désorganisée, il peut anticiper ces événements de son vivant et en pleine capacité de ses moyens via deux mandats : le mandat de protection future et le mandat à effet posthume.

Le mandat de protection future

Il permet de désigner, par avance et sans intervention judiciaire, une ou plusieurs personnes de confiance chargées de gérer et de disposer du patrimoine du chef d'entreprise dans l'hypothèse où ce dernier ne pourrait plus pourvoir à ses intérêts.

En pratique, ce mandat permet de répondre à un double objectif : la protection du train de vie de la famille (exercice du droit de vote en assemblée générale ordinaire à l'effet de procéder à des distributions de dividendes) et la pérennisation de l'entreprise (choix d'un nouveau dirigeant, finalisation du processus de cession de l'entreprise, prise des décisions courantes, etc.).

Si une incapacité physique ou mentale du chef d'entreprise survient, ce mandat prend effet directement après constatation médicale et permet de contourner toute mesure légale de protection judiciaire (habilitation familiale, sauvegarde de justice, curatelle et tutelle), qui, par le délai de traitement du dossier et l'incertitude de la personne en charge de celui-ci, pourrait être fatale pour l'entreprise.

Contracté **devant notaire** (en la forme authentique), ce mandat offre la possibilité de donner tout pouvoir au mandataire afin qu'il puisse prendre tout acte suscité par l'intérêt social (actes d'administration et de disposition).

Le mandat à effet posthume

Dans l'hypothèse d'une disparition prématurée du chef d'entreprise, la priorité est d'assurer la gestion courante à court et à moyen terme de l'entreprise. Si le chef d'entreprise n'a rien anticipé au sujet du contrôle de la société, son décès implique systématiquement l'éclatement entre ses proches des prérogatives décisionnelles au sein de l'entreprise. À titre d'exemple, cela peut se traduire par une interdépendance entre le conjoint survivant et les enfants – souvent mineurs – sous forme démembrée ou en indivision.

Afin d'éviter ces situations pouvant être catastrophiques pour la survie de l'entreprise, le mandat à effet posthume permet d'anticiper la bonne gestion de l'entreprise en présence d'héritiers mineurs, incapables ou non susceptibles de reprendre le flambeau. Le mandat, motivé, désigne (sous réserve du respect des contraintes liées à la forme de la société et des éventuels agréments fixés dans les statuts), pour une durée maximum de cinq ans, la personne apte, sur le plan humain et technique, à **administrer et gérer l'entreprise**, le pouvoir de disposition restant à appartenir aux héritiers.

Ce mandat, dont le formalisme impose qu'il soit contracté **devant notaire**, contribue de manière efficace à l'anticipation d'éventuelles difficultés de gestion de la succession.



Aller plus loin ?

Ces deux outils d'application récente ont pour objectif de protéger l'entreprise contre la défaillance de son dirigeant, mais ne constituent en aucun cas des outils permettant sa transmission. C'est pourquoi ils doivent s'inscrire dans une stratégie plus globale d'une éventuelle transmission de l'entreprise, dans laquelle sera prise en compte la protection financière et fiscale de celle-ci.

Gamme de fonds Montaigne Capital

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

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 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.

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 est un fonds institutionnel qui investit sur les actions de sociétés cotées dont l'activité bénéficie au maintien à domicile des seniors. La Sicav se focalise sur les grandes sociétés internationales qui présentent un bilan financier très solide.

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	+3,73 % (+5,07 %)	-15,64 % (+4,34 %)	+20,07 % (+38,83 %)	+30,15 % (+40,98 %)
MC Zones de croissance (75 % MCSI EM / 25 % EONIA)	FR0010947119	Actions/Flexible	+1,30 % (-0,57 %)	-2,76 % (+2,94 %)	+11,75 % (+23,62 %)	+12,37 % (+27,70 %)
MC Europe internationale (MSCI EMU)	FR0010085530	Actions	+1,83 % (+4,01 %)	-4,78 % (+2,04 %)	+23,75 % (+31,57 %)	+13,67 % (+29,42 %)
MC Modéré (EONIA + 250 bps)	FR0013064540	Mixte	+1,36 % (+0,53 %)	+2,16 % (+2,15 %)	+3,79 % (+6,61 %)	N/A
Silver Autonomie (MSCI EMU)	FR0012403855	Actions thématiques	+5,78 % (+4,01 %)	+12,92 % (+2,04 %)	+35,79 % (+31,57 %)	N/A

Performances au 30 juin 2019.

Commentaire trimestriel

Les marchés ont poursuivi leur bonne tenue sur le deuxième trimestre 2019, malgré la dégradation des indicateurs économiques avancés, notamment chinois, et la poursuite des tensions commerciales sino-américaines. Les investisseurs préfèrent se concentrer sur le ton plus accommodant des banques centrales (Fed et BCE).

Le **marché obligataire** a connu un assouplissement du fait des déclarations de la Fed et de la BCE, qui semblent de plus en plus favorables à des mesures de soutien à l'économie. Dans ce contexte, des baisses des taux directeurs sont probablement à attendre. Les valorisations se sont par conséquent appréciées quand les rendements des emprunts d'État, *a contrario*, ont été affectés.

Les **marchés actions** progressent vigoureusement depuis le début de l'année. Néanmoins, les résultats semestriels des sociétés doivent être publiés dans les prochaines semaines et seront scrutés avec attention par le marché. Un message plus prudent de la part des entreprises pourrait être synonyme de correction boursière.

Le **marché des changes** a été marqué par une grande stabilité de l'eurodollar, qui évolue entre 1,11 et 1,15, ainsi que par une légère inflexion du yen, qui perd 2,3 % face à l'euro depuis le début d'année. Ces niveaux légèrement plus faibles que ceux observés en 2018 sont de nature à rassurer les entreprises européennes.

Les **matières premières** ont évolué de manière hétérogène depuis le début de l'année : le cours du pétrole est remonté de plus de 25 % sur fond de tensions géopolitiques, mais les métaux industriels évoluent de façon inhabituelle (l'acier souffre alors que le fer s'apprécie).

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 annuels) 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.