

### Une nouvelle ruée vers l'or



Une fois n'est pas coutume, l'histoire se répète. Comme lors de la crise des *subprimes*, puis lors de la crise grecque, l'or a tout d'abord baissé pendant la crise sanitaire, avant de **rebondir fortement**.

L'appétit des investisseurs est actuellement important pour cette valeur refuge, dont le prix est internationalement reconnu.

Il est vrai que les raisons ne manquent pas de s'y intéresser : les émissions monétaires massives des banques centrales diluent théoriquement la valeur de chaque unité de monnaie, et font donc prendre autant de valeur à chaque unité d'or.

Les mines d'or attirent également les convoitises : leurs coûts sont relativement fixes, tandis que leurs revenus sont directement corrélés au cours des métaux précieux. Elles présentent donc un effet de levier important.

Théoriquement, donc, ces deux classes d'actifs offrent des perspectives alléchantes.

Pour autant, l'expérience du *Quantitative Easing* a montré que les émissions massives de monnaie peuvent aussi avoir des effets déflationnistes. Les investisseurs en or et mines d'or en 2012 l'ont appris à leurs dépens : les cours de l'or et des mines s'étaient effondrés en quelques mois sans raison apparente.

Qu'en sera-t-il cette fois ? L'avenir le dira, mais, en matière d'investissement, il faut se méfier des certitudes !

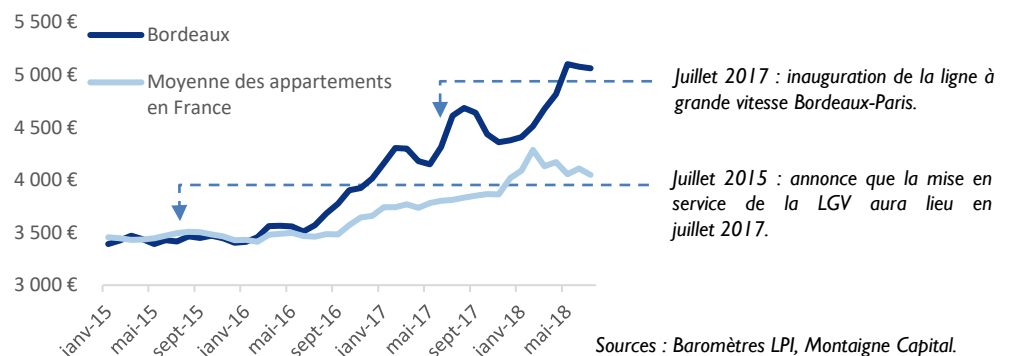
### Éditorial – Marchés boursiers et psychologie

Face à la crise sanitaire, anxiogène, et compte tenu de l'arrêt quasi total de l'économie dans plusieurs grands pays, les Bourses mondiales ont connu une baisse d'une rapidité inédite, suivie d'un rebond très sensible, notamment aux États-Unis. Pourtant, et malgré les plans de soutien, il est quasi certain que de nombreuses entreprises vont déposer le bilan et que des millions d'emplois seront détruits dans le monde. Cela semble incohérent avec le rebond du marché, et soulève légitimement **la question de la déconnexion des Bourses avec la réalité économique**. Pour tenter d'éclaircir ce paradoxe, il nous semble nécessaire de prendre un peu de recul.

- En premier lieu, rappelons que le prix de marché d'une action n'est rien d'autre que le **point d'équilibre entre les intérêts acheteurs et vendeurs**. Aussi, le prix des actifs est un « thermomètre » de la confiance des investisseurs, et reflète l'opinion moyenne des intervenants boursiers, pondérés selon leur taille. Il peut donc arriver, comme actuellement, qu'un grand nombre de petits investisseurs soient prudents, mais que de gros intervenants en profitent au contraire pour renforcer leurs investissements.
- Il est ensuite important d'avoir en tête que le prix n'est donc pas le reflet d'une situation présente, mais celui de la situation future telle que l'envisagent les investisseurs (ce que les économistes appellent les « attentes rationnelles »). Cet aspect de la formation des prix explique la capacité d'anticipation des marchés dont nous avons déjà eu l'occasion de parler dans des lettres précédentes. Dans ce contexte, les très mauvais résultats des entreprises relatifs au trimestre écoulé n'ont que peu d'influence sur le cours actuel des actions.

Ce postulat est d'ailleurs vrai, quelle que soit la classe d'actif. Prenons l'exemple de l'arrivée du TGV à Bordeaux : les prix immobiliers locaux ont commencé à significativement grimper 18 mois avant son inauguration. Pourtant, pendant cette période, la demande immobilière réelle était inchangée. Il en va de même pour les actions : **les résultats immédiats n'ont que peu d'influence sur les prix**.

#### Évolution des prix au m<sup>2</sup> de l'immobilier à Bordeaux comparé au reste de la France, moyenne 3 mois.



- Enfin, **pour un acheteur, l'incertitude est synonyme du pire**. Pour rester sur notre comparaison immobilière, un appartement loué dont le locataire ne paye pas ses loyers se vendra avec une forte décote. Il suffira que le locataire quitte les lieux, et l'appartement retrouvera sa valeur. C'est ce type de phénomène que les marchés actions ont connu au printemps : tant que la durée de l'arrêt économique était incertaine, les cours des actions étaient très décotés. En revanche, aussitôt qu'il est apparu probable que le confinement ne durerait que quelques mois, les prix sont remontés très rapidement.

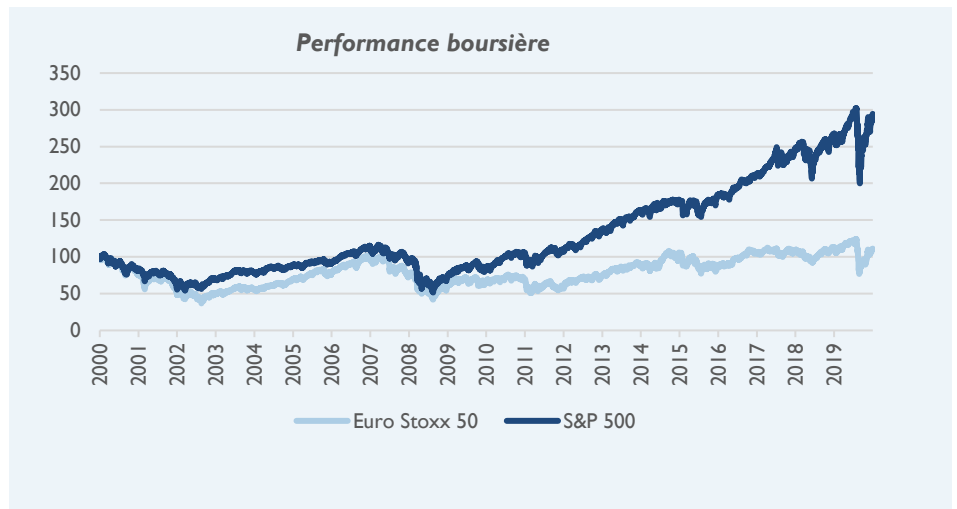
Est-ce à dire qu'il est parfaitement normal que les marchés aient rebondi autant ? On ne peut pas non plus l'affirmer. En effet, l'action des banques centrales a permis aux États de financer les mesures de soutien à l'économie. Quoi qu'il en soit, la plupart des États ressortent de cette crise plus endettés, et donc plus fragiles qu'avant. Pourtant, grâce aux banques centrales, ils empruntent à des taux historiquement bas. Là réside sans doute un bien plus grand paradoxe.

Jérôme Guilnard  
Le 24 juillet 2020

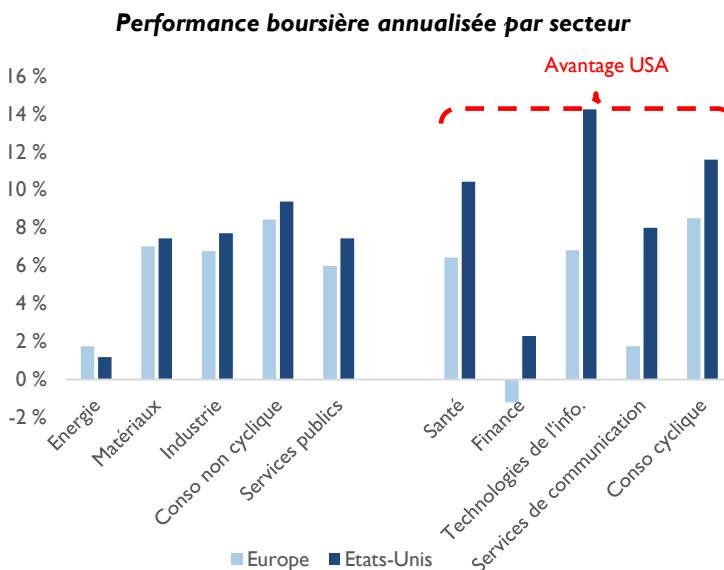
## Pourquoi les marchés américains surperforment-ils autant ?

Après avoir longtemps évolué de façon similaire, les Bourses européennes et américaines se sont radicalement dissociées depuis la crise des subprimes. Alors que l'Euro Stoxx 50 stagne sur 20 ans, le S&P 500 américain a vu son cours multiplié par trois !

Comment pouvons-nous expliquer une telle disparité, et cela signifie-t-il que les marchés américains sont désormais surévalués par rapport à l'Europe ? Nous verrons ci-après que **la composition des indices a un impact majeur** sur leur performance, n'en déplaise aux fervents défenseurs des investissements indiciels (à travers des ETF ou *trackers*).



Intéressons-nous tout d'abord à la performance sectorielle de chaque côté de l'Atlantique. Le graphique ci-dessous illustre une performance quasi identique pour la moitié des secteurs identifiés par MSCI (un fournisseur mondial de données financières). En revanche, des différences de rendements importantes apparaissent entre les États-Unis et l'Europe pour les secteurs de la santé, de la finance, de la technologie, des télécommunications et de la consommation cyclique.



### Les points forts de l'Europe :

- Les **secteurs traditionnels**, tels que l'énergie, les matériaux de construction ou encore l'industrie, restent des points forts de l'économie européenne. En effet, les entreprises de ces secteurs n'ont pas à rougir de leur performance boursière par rapport à leurs concurrents américains. Le dynamisme de zones historiquement exportatrices, telles que les pays du nord ou l'Allemagne, explique ce bon résultat.
- Il est aussi notable que nous disposons de très solides sociétés dans le secteur de la **consommation** dite « non cyclique ». Ce segment regroupe principalement les biens de consommation essentiels, tels que les produits alimentaires, les produits de soins ou les produits d'entretien. Des géants comme L'Oréal, Unilever et Pernod-Ricard en sont de bons exemples.
- Enfin, même si sa performance récente est moins flatteuse, le secteur des services publics, comme la distribution d'eau ou d'électricité, affiche sur 15 ans une progression annuelle de 6 %. Ce niveau est proche de son équivalent américain. Ces sociétés, souvent privatisées, bénéficient généralement d'infrastructures de qualité en Europe (ce qui n'est pas toujours le cas outre-Atlantique), mais souffrent d'une culture d'entreprise peu dynamique.

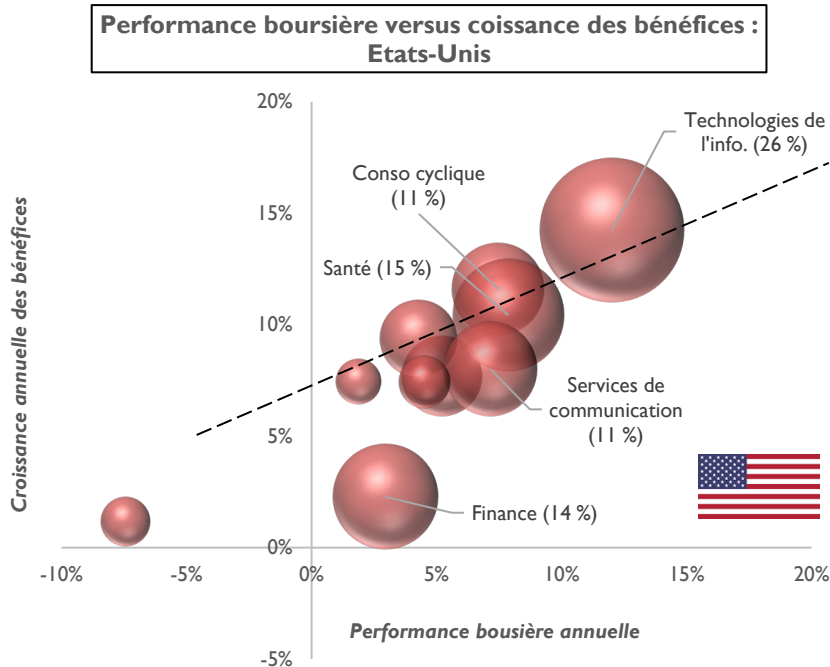
Source : Bloomberg, Montaigne Capital. Performances annualisées sur 15 ans

Cependant, l'Europe semble décrocher sur le plan boursier dans les autres secteurs économiques.

- Le vieux continent n'a tout d'abord pas su investir suffisamment dans le secteur des **technologies**. Après avoir souffert de la bulle Internet dans les années 2000, les investisseurs ne se sont jamais vraiment remis de cette déconvenue. En conséquence, peu de sociétés ont su trouver le financement nécessaire à leur développement en Europe. Le secteur est donc désormais dominé, à l'échelle mondiale, par les Américains. Avec une performance boursière de +7 % par an, ce secteur sous-performe largement les États-Unis, qui affichent +14 % annuels. Ceci se reflète également sur le secteur de la **santé**, avec un effet bénéfique des biotechnologies aux États-Unis.
- Le **secteur financier** est en outre très impacté en Europe par le poids grandissant de la réglementation. Les établissements américains, plus libres, n'ont eu de cesse de prendre des parts de marché à l'échelle mondiale depuis la crise de 2008. La faible concentration bancaire en Europe stimule aussi la concurrence, ce qui n'est pas propice au maintien des marges du secteur.
- Les **services de télécommunications** ont pour leur part été victimes de l'autorité de la concurrence en Europe. Chaque pays, un par un, s'est vu imposer un nouvel acteur qui a cassé les prix pour s'imposer. L'exemple de Free, en France, en est une illustration. Nous avons désormais quatre opérateurs par pays européen, contre quatre acteurs à l'échelle nationale aux États-Unis : la taille des marchés, et donc l'amortissement des coûts, essentiellement fixes, explique la bonne santé financière des opérateurs outre-Atlantique.

## Performances sectorielles et croissance des bénéfiques

L'impressionnant écart de performance entre les indices européens et américains s'explique aussi par la taille de ces secteurs performants aux États-Unis, qui représentent désormais 75 % du S&P 500 ! Ainsi, l'Europe n'est compétitive que sur une part minoritaire de l'économie. Plus en détail, comparons la performance boursière de chaque secteur avec la croissance des bénéfiques observée ces quinze dernières années.



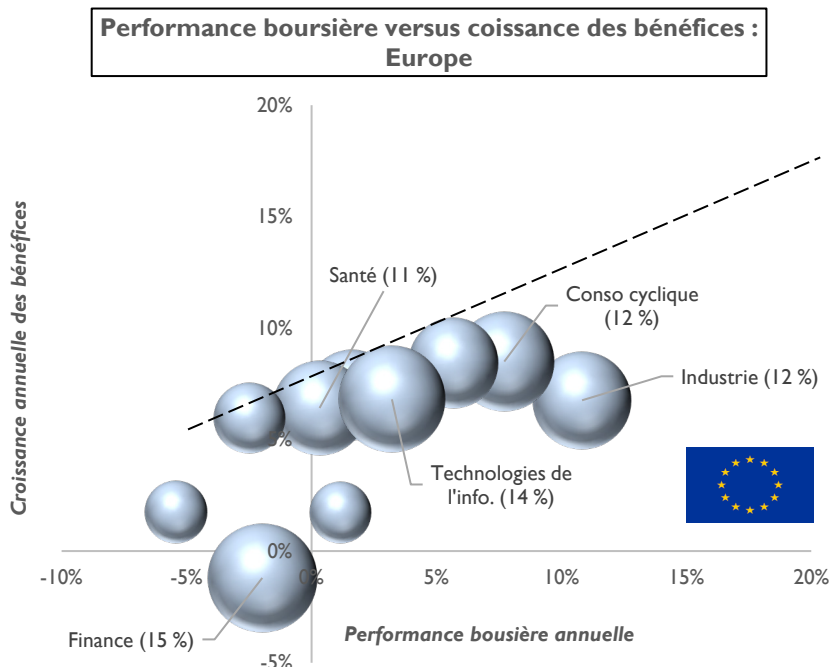
Aux États-Unis, on observe une **forte corrélation** entre la croissance annualisée des bénéfiques d'un secteur (en abscisses) et sa performance boursière annuelle (en ordonnées). La taille de la bulle représente le poids du secteur dans les indices boursiers.

Sans surprise, le secteur technologique se démarque, avec +12 % de croissance annuelle des profits et en moyenne +14 % de performance boursière chaque année.

On distingue assez nettement un alignement des points représentatifs des secteurs, qui reflète une performance boursière dictée par la croissance des bénéfiques. Ceci est très sain. À noter que la performance boursière inclut les dividendes, non capturés dans la croissance des bénéfiques.

Ainsi, dans les grandes masses, la forte progression de la Bourse américaine reflète :

- une forte croissance des bénéfiques dans certains secteurs, dont la technologie ;
- une **forte pondération** de ces secteurs dynamiques dans les indices US.



L'Europe ne dispose pas, de son côté, de secteur aussi prépondérant et performant que la technologie américaine. En moyenne, la croissance des bénéfiques des entreprises est moins importante.

Le **secteur industriel européen** est cependant notable, avec une croissance moyenne de ses bénéfiques de 11 %. Il n'a progressé que de 7 % annuellement en Bourse, en incluant les dividendes. Ceci est bien au-dessous du rendement théorique de ce secteur, et semble refléter un retard boursier qui devrait se corriger dans le temps.

En conclusion, il apparaît que la sous-performance des indices européens s'explique par deux facteurs principaux :

- les bénéfiques en Europe n'ont pas progressé aussi vite qu'aux États-Unis, et ceci est difficilement rattrapable ;
- les champions européens (industrie et consommation cyclique, avec le luxe, notamment) ne sont pas encore aussi bien reconnus en Bourse que les champions américains (technologie) : ceci pourrait bien **constituer une belle opportunité d'investissement** !

Source : Bloomberg, Montaigne Capital. Calculs annualisés sur 15 ans

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 »

Nos fonds (hors fonds dédiés) sont désormais 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. depuis le 1 <sup>er</sup> janvier	Perf. 1 an	Perf. 3 ans	Perf. 5 ans
MC Convictions France (CAC All-Tradable)	FR0010946632	Actions	<b>+23,13 %</b> (13,70 %)	<b>-11,61 %</b> (-16,55 %)	<b>-11,21 %</b> (-9,90 %)	<b>-17,27 %</b> (+0,12 %)	<b>+15,36 %</b> (+14,23 %)
MC Leaders Durables (MSCI World EUR hedged)	FR0010085530	Actions	<b>+16,33 %</b> (+18,21 %)	<b>+1,30 %</b> (-5,89 %)	<b>N/A</b> (N/A)	<b>N/A</b> (N/A)	<b>N/A</b> (N/A)
MC Leaders Réactifs (objectif : 4 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	<b>+11,49 %</b> (+0,98 %)	<b>+3,66 %</b> (+1,97 %)	<b>N/A</b> (N/A)	<b>N/A</b> (N/A)	<b>N/A</b> (N/A)
MC Modéré (objectif : EONIA +2,5 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	<b>+6,26 %</b> (+0,51 %)	<b>-2,64 %</b> (+1,02 %)	<b>-0,48 %</b> (+2,08 %)	<b>+2,55 %</b> (+6,38 %)	<b>N/A</b> (N/A)

Note : Performances au 30 juin 2020

## Commentaire trimestriel

Les marchés ont significativement rebondi au deuxième trimestre, avec la fin du confinement dans la plupart des pays développés. Si une solution à long terme, comme un vaccin ou un traitement efficace, n'a pas encore été trouvée, les marchés ont été soulagés des mesures de soutien, très fortes, apportées par les gouvernements et les banques centrales du monde entier.

Le **marché obligataire** rebondit logiquement, avec une détente des primes de risque sur cette classe d'actif. La menace d'augmentation des taux de défaut, quoique réelle, s'est éloignée avec les mesures de soutien mises en place dans de nombreux pays, comme le prêt garanti par l'État en France. Les taux des emprunts d'État ont légèrement baissé.

Les **marchés actions** ont progressé significativement, entre +12,3 % pour le CAC 40 et +18,8 % pour le MSCI World. Si des secteurs entiers sont très affectés par la pandémie (tourisme, aéronautique, commerce...), d'autres se démarquent avec une accélération de leur activité (technologie, santé...). En toute logique, c'est bien cette seconde catégorie de titres qui a fortement progressé ce trimestre.

Le **marché des changes** a été contrasté sur le trimestre, avec une poursuite de la dégradation des devises émergentes, comme le real brésilien. En effet, ces économies sont plus vulnérables que les pays développés et ne bénéficient pas de banques centrales aussi puissantes. Une baisse du dollar est à noter, en fin de trimestre, face à l'euro.

Les **matières premières** ont rebondi de manière coordonnée, avec une hausse à la fois des matières précieuses (l'or progresse de +12,9 % et l'argent de +30,3 %) et des matières plus industrielles. Le cuivre progresse de +22,9 % et l'aluminium de +6,1 %. Plus sensible, et après des prix négatifs aux États-Unis en avril (!), le pétrole affiche +56,6 % sur le trimestre. La demande chinoise en matières premières a significativement rebondi, ce qui a tiré à la hausse tout le secteur.

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.