



Lettre trimestrielle – Été 2022

Le come-back des livrets bancaires ?



Si la hausse des taux d'intérêt porte en elle son lot de conséquences négatives, elle présente au contraire un atout pour certains produits d'épargne.

Les livrets bancaires, ces grands oubliés de la décennie 2010-2020, pourraient bien faire leur retour. En effet, des mécanismes d'indexation sur l'inflation permettent d'espérer de fortes hausses des rendements d'ici la fin de l'année 2022.

Le taux du livret A devrait par exemple grimper à 2 %, ce qui le rendra plus rentable que la plupart des « fonds euros » des contrats d'assurance vie : une petite révolution en perspective !

Dans un contexte de forte inflation, cette hausse reste à relativiser : en rendement réel, c'est-à-dire net d'inflation, la rentabilité des livrets restera négative en 2022.

Par ailleurs il est possible que les pouvoirs publics modèrent ces hausses afin de ne pas créer de trop grands déséquilibres entre les différents produits d'épargne.

Néanmoins, ces hausses de rendements redynamisent les livrets bancaires. N'hésitez pas à nous contacter, notamment pour des placements de trésorerie d'entreprise.

Éditorial – Les marchés sauvés par une récession ?

Comme l'explique souvent, non sans humour, le légendaire investisseur Warren Buffet, le marché est maniaco-dépressif : il alterne entre des périodes d'euphorie, où les prix s'envolent à des niveaux déraisonnables, et des périodes de peur panique, durant lesquelles les entreprises, même les plus solides, subissent de fortes baisses de cours.

Depuis le début de l'année 2022, le retour de l'inflation et la hausse des taux d'intérêt ont clairement fait passer les marchés dans une phase de déprime : avec une baisse de 20,8 %, le marché américain (indice S&P 500) a ainsi connu son pire semestre depuis 1970 !

Comme nous l'expliquions dans notre éditorial du printemps, c'est le sujet de l'inflation qui cristallise toutes les craintes. Si l'inflation n'est pas, en soi, néfaste aux investissements en actions, la brutalité de son retour, après trente ans d'absence, a surpris les investisseurs, qui ont préféré vendre leurs positions. Ce mouvement ne s'est cependant pas fait directement, et, pour pouvoir se projeter dans l'avenir, il est intéressant de se pencher sur la chronologie boursière des événements (cf. figure 1).

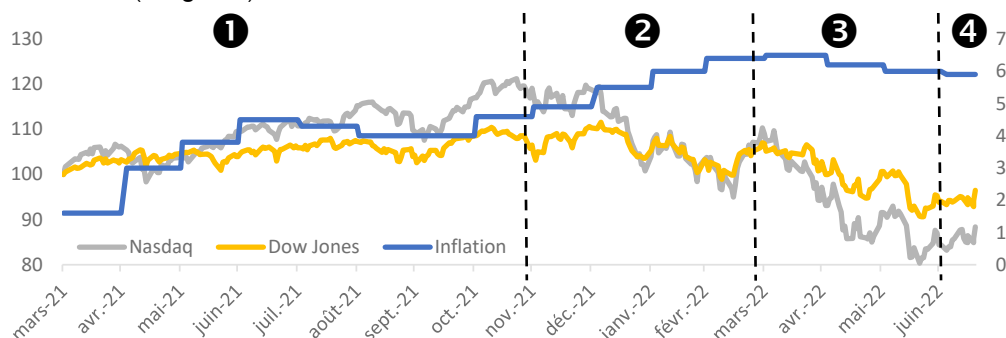


Figure 1 : Inflation « core » US (échelle de droite, en pourcentage) et Nasdaq (valeurs de croissance) / Dow Jones (valeurs industrielles ; échelle de gauche, base 100 le 31 mars 2021). Sources : Bloomberg, Montaigne Capital.

- ❖ Étape 1 (Mars – Novembre 2021) : la complaisance. Malgré la hausse de l'inflation, pour le marché comme pour les banques centrales, la perturbation des chaînes d'approvisionnement en est la seule cause, et elle disparaîtra une fois les problèmes logistiques réglés.
- ❖ Étape 2 (Novembre 2021 – Février 2022) : la prise de conscience. Les problèmes logistiques durent dans le temps, l'inflation persiste et s'accélère, et les banques centrales doivent y répondre et signalent au marché des hausses de taux à venir. Le marché en tient compte et vend les valeurs de croissance, qui sont les plus sensibles aux taux d'intérêt.
- ❖ Étape 3 (Mars – Juin 2022) : l'étincelle. L'offensive russe en Ukraine surprend les agents économiques et apporte une nouvelle source d'inflation (hausse des prix du gaz et du pétrole). Les hausses de taux s'annoncent donc plus fortes que prévu, le renchérissement des coûts du crédit commence à avoir un impact et les indicateurs économiques avancés vacillent. Le marché prend peur et les valeurs industrielles rejoignent les valeurs de croissance dans leur mouvement baissier.
- ❖ Étape 4 (Juin 2022 – ??) : la rétroaction. Les révisions à la baisse des perspectives de croissance et la baisse de la demande réduisent les anticipations d'inflation. Les banques centrales adoucissent le ton de leur discours, les taux rebaissent et les marchés rebondissent.

Ainsi, et paradoxalement, il se pourrait que les Bourses soient désormais soutenues par les prévisions de récession ! L'inconnue principale est l'ampleur du ralentissement économique attendu : allons-nous vers une récession prononcée, qui actera une erreur de politique monétaire des banques centrales ? Si tel est le cas, il y a fort à parier que l'inflation disparaîtra complètement et que, au contraire, nous risquons d'être confrontés à des baisses de prix partout dans le monde (c'est le mauvais scénario pour les Bourses).

À l'inverse, si le ralentissement est mesuré, avec une progressive diminution des taux d'inflation, les bénéfices des entreprises repartiront de l'avant et la Bourse appréciera. C'est le « narrow path » (la ligne de crête) dont parle le président de la FED et que cherchent à emprunter les banquiers centraux.

Jérôme Guilmar
Le 13 juillet 2022



Aéronautique : vers un alignement des planètes ?

Dans le contexte de marché chahuté que nous connaissons depuis plusieurs mois, un secteur semble tirer son épingle du jeu : **l'aéronautique européenne**. En effet, plusieurs facteurs le soutiennent actuellement : un redressement du trafic aérien partout dans le monde, une grande faiblesse de l'euro face au dollar (rappelons qu'une partie des coûts des avionneurs reste en euros et que les revenus sont très majoritairement en dollars), ainsi qu'une relance des budgets militaires en raison de la situation ukrainienne.



La demande mondiale est-elle solide ?

Airbus vient de légèrement relever ses prévisions de besoins de nouveaux avions passagers et cargos d'ici 2041, à près de 40 000 appareils, contre plus de 43 000 estimés par son grand rival Boeing. Cela entraînera un doublement de la flotte mondiale en vingt ans. De manière contre-intuitive, la hausse du prix du carburant ainsi que la recherche de réduction des émissions de CO₂ vont stimuler la demande d'appareils neufs. Les compagnies aériennes se tournent effectivement vers des appareils plus modernes et moins énergivores.

Elles font par ailleurs face à un rebond spectaculaire de la demande, avec un niveau du trafic aérien mondial déjà revenu à 70 % de son niveau pré-Covid.

Quel impact de la baisse de l'euro ?

S'il est une industrie qui profite significativement de la baisse de l'euro, c'est bien l'aéronautique. En effet, par convention, les prix de vente des avions sont majoritairement négociés en dollars américains. Il est vrai que ce secteur est actuellement contrôlé par le duopole Boeing-Airbus. La nouvelle concurrence, portée par le chinois Comac, aura encore besoin de nombreuses années avant de potentiellement proposer ses avions à l'international. Concernant l'euro, sa faiblesse est un avantage certain pour Airbus, qui devient plus compétitif. Ceci est également vrai pour toute sa chaîne de sous-traitants européens. Il convient toutefois de noter qu'une partie significative du risque de change est couverte chez Airbus, et qu'il faudra donc attendre plusieurs années pour voir l'effet plein de la baisse de l'euro sur le compte de résultat de l'avionneur. À fin 2021, la société avait par exemple couvert 88 Mds \$ à un taux moyen de 1,25 \$. Néanmoins, pour les appels d'offres à venir, l'avantage d'Airbus est certain !



Quid des budgets militaires ?

Il faut également garder en tête le fait que l'aviation civile est souvent liée aux budgets militaires. En effet, l'innovation étant très coûteuse dans ce secteur, elle est souvent initialement financée par des programmes militaires. Une fois la technologie maîtrisée et stabilisée, elle est ensuite utilisée en aviation civile. Les États-Unis ont bien compris ce point, avec des budgets militaires (trop ?) conséquents qui nourrissent la recherche aéronautique. Mais que penser de la capitalisation boursière de Lockheed Martin, constructeur du F-35 américain, désormais supérieure à celle de Boeing ? Ce déséquilibre est bien moins présent en Europe, les dépenses militaires étant plus modestes. Thales et Dassault Aviation, pour ne citer qu'eux, ont une capitalisation boursière bien inférieure à celle d'Airbus.

Néanmoins, la menace géopolitique liée à la guerre en Ukraine devrait enfin redynamiser les dépenses militaires européennes.

Nos valeurs préférées du secteur :

Dans ce contexte, les valeurs suivantes nous semblent être les mieux placées pour bénéficier de cet « alignement des planètes » :

AIRBUS **SAFRAN****amADEUS****THALES**

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 finance durable

« Greenwashing » ? Ce terme vous est peut-être inconnu, et pourtant il agite l'intérêt des régulateurs et des ONG depuis de nombreuses années. Et pour cause, certaines sociétés sont régulièrement impliquées dans des scandales alors qu'elles avaient communiqué sur des engagements environnementaux, sociaux ou humains à des fins publicitaires.

Afin de rétablir la confiance des investisseurs, les pouvoirs publics ont construit un cadre commun pour les sociétés cotées, les investisseurs professionnels et les investisseurs non professionnels.

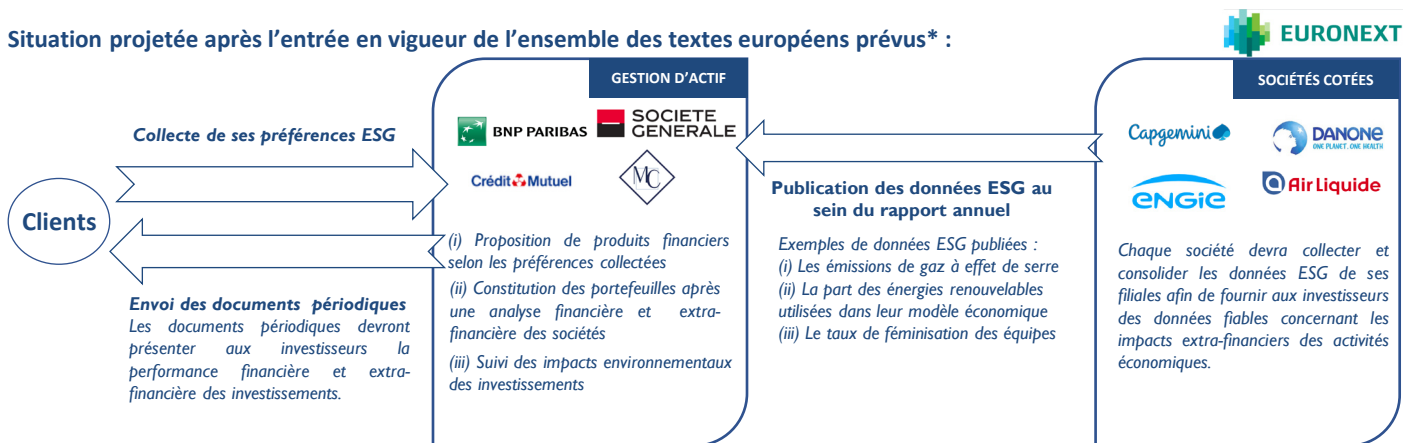
Comment rétablir la confiance des investisseurs ?

Pour permettre aux investisseurs qui le souhaitent de s'assurer que leurs investissements soient fléchés vers des sociétés qui visent un modèle d'affaires durable, l'Union européenne a posé un cadre harmonisant les pratiques et encadrant les potentielles dérives d'un système autorégulé.

Pour réaliser cet objectif, elle fonde son approche sur **deux axes** :

- (i) garantir la fiabilité et la transparence des données ESG (environnementales, sociales et de gouvernance) remontées par les sociétés européennes cotées ;
- (ii) garantir aux investisseurs la traçabilité et le suivi de leurs investissements.

Situation projetée après l'entrée en vigueur de l'ensemble des textes européens prévus* :



* Cette situation est susceptible d'évoluer en fonction des évolutions et interprétations des autorités européennes et nationales.

Comment se déroule l'analyse du risque ESG dans un investissement ?

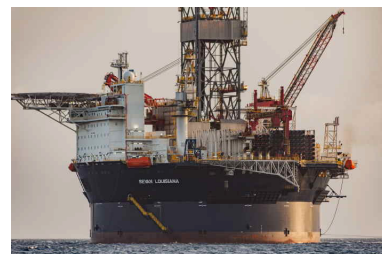
Lorsqu'est réalisée l'analyse financière d'une société en vue d'y investir, l'investisseur se renseigne sur une multitude de critères, dont, notamment, sa rentabilité, ses performances par rapport à ses concurrents, sa croissance, sa stratégie, etc. Dès lors, un événement qui impacte négativement l'un de ces paramètres est susceptible de modifier les conclusions de l'analyse.

De la même manière, pour l'analyse extra-financière, l'investisseur va se pencher sur les données publiées par la société et/ou ses concurrents. Les risques ESG peuvent alors être interprétés sous deux angles.

- (i) Les risques extra-financiers **encourus** par la société : il s'agit par exemple des possibles événements climatiques impactant l'activité économique (exemples : inondations, incendies, tempêtes, tremblements de terre...) contre lesquels elle ne serait pas assurée.
- (ii) Les risques extra-financiers pour des événements **causés** par la société : il s'agit des préjudices causés par une société sur son environnement, ses salariés ou son organisation (exemples : déversement de produits chimiques non autorisés, déforestation, culture d'entreprise discriminatoire...)

Focus : explosion de Deepwater Horizon en avril 2010

En avril 2010, une plate-forme pétrolière, DeepWater Horizon, détenue par British Petroleum (BP), explose et provoque le déversement d'environ 450 millions de litres de pétrole au large de la Floride. Les opérations engendrées par cette catastrophe et les amendes prononcées auront coûté à BP plus de 60 milliards de dollars, toujours en cours de remboursement.





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	S1 2022	2021	2020	2019	2018	2017
MC Convictions France (CAC All-Tradable)	FR0010946632	Actions	-20,42 % (-15,82 %)	+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	-21,05 % (-19,14 %)	+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	-17,79 % (+1,96 %)	+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	-7,98 % (+0,95 %)	+3,84 % (+2,07 %)	+1,98 % (+2,03 %)	+7,85 % (+2,10 %)	-3,60 % (+2,13 %)	+0,84 % (+2,14 %)

Note : performances au 30 juin 2022. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les indicateurs s'entendent dividendes nets réinvestis.

Commentaire trimestriel

Le deuxième 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. Sur la fin du trimestre, ces craintes se sont transformées en inquiétudes concernant une potentielle récession économique dès l'année 2022.

Le **marché obligataire** enregistre un net repli sur la période 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 le prix des obligations d'entreprise et d'État. Notons une stabilisation de ces taux depuis mi-juin.

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. Plus récemment, nous avons assisté à des replis significatifs sur les sociétés les plus cycliques (automobile, aéronautique, luxe...), dont la rentabilité est liée à la croissance mondiale. Certaines sociétés ont même revu à la baisse leurs objectifs financiers pour l'année 2022, alimentant par là même les craintes de récession.

Le **marché des changes** a été contrasté sur le trimestre. Le dollar américain et le franc suisse jouent leur rôle de valeur refuge et s'apprécient significativement face au yen, à la livre britannique ainsi qu'à l'euro. Ce dernier s'échange désormais sur un plus bas de vingt ans face au dollar. Malgré les sanctions internationales, le rouble russe flambe de nouveau, avec un gain de +58 % face à l'euro sur le trimestre. L'adoption du rouble pour l'achat du gaz russe soutient considérablement cette devise.

Les **matières premières** sont également devenues un sujet brûlant ces derniers mois tant leur volatilité a été importante. La plupart des matières industrielles (acier, aluminium, nickel...) sont produites de manière importante en Russie et sont impactées par la situation ukrainienne. Par ailleurs, 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. Enfin, l'or, valeur refuge par excellence, recule légèrement 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.