

Lettre trimestrielle – Automne 2023

Cumul emploi retraite : vers une meilleure fiscalité



Cette mesure est passée relativement inaperçue, mais une injustice fiscale est sur le point d'être corrigée dans le régime dit de « **cumul emploi retraite** ».

Ce schéma permet, sous certaines conditions d'âge et de nombre suffisant de trimestres, de prendre sa retraite tout en continuant à travailler. Le salarié retraité bénéficie alors de deux sources de revenus. Certaines limites existent néanmoins :

- le cumul de ces deux revenus ne doit pas dépasser celui touché auparavant ;
- s'il reste chez le même employeur, une carence de six mois s'appliquera sur le paiement de sa retraite.

Toutefois, ce schéma présentait un défaut de taille important : des cotisations étaient versées sur les revenus salariés, mais ne donnaient droit à aucune amélioration sur le montant de la pension de retraite.

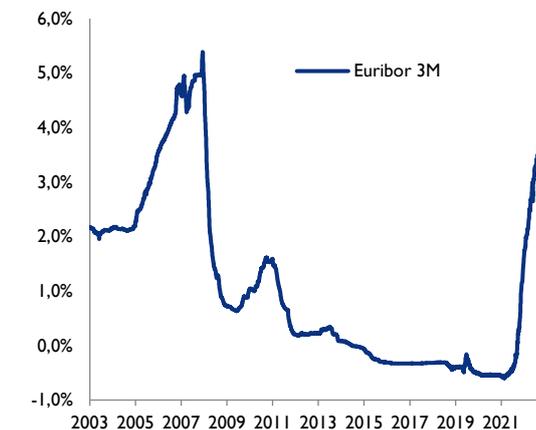
Ce point a été corrigé le 1^{er} septembre 2023 : dorénavant, le cumul emploi retraite permettra le versement d'une seconde pension de retraite lors de la prise définitive de retraite totale. Son montant sera toutefois limité à 2 200 € brut par an maximum.

Éditorial – avec la hausse des taux, le retour des sociétés « zombies » ?

À peine remises d'un difficile épisode du Covid, nos entreprises subissent actuellement un véritable choc de taux d'intérêt. L'Euribor trois mois, qui sert de référence à de nombreux emprunts, vient de passer d'un niveau quasi nul à près de 4 %. Pour les sociétés très endettées, le fardeau de la dette va devenir lourd ! La Bourse ne s'y trompe pas, et a lourdement sanctionné le cours des entreprises aux bilans trop fragiles. Cette nouvelle donne sur les taux n'est **pas une mauvaise chose en soi** pour les entreprises, qui se développaient très bien quand les taux étaient bien plus élevés qu'à l'heure actuelle. Mais il faut désormais être vigilant !

Notre point d'attention concerne spécifiquement les entreprises qui se sont **un peu trop reposées sur le faible coût du crédit** cette dernière décennie.

Une première catégorie d'entreprises regroupe celles qui nécessitent des investissements (« capex ») importants. Certaines activités, comme les opérateurs télécoms, les exploitants d'infrastructures ou les acteurs de l'immobilier au sens large, se retrouvent dans cette catégorie. Pour financer leurs investissements, elles n'ont d'autres choix que de faire appel au crédit. Ce dernier est donc inhérent à leur modèle d'affaires. Quand le crédit est peu cher, elles peuvent se développer rapidement et entreprennent de nombreux projets. Mais à l'inverse, une hausse des taux rend **plus difficile le financement de nouveaux projets**, le temps d'adapter leur bilan à la nouvelle donne en termes de taux. En effet, leurs créanciers veillent à ce que la charge de la dette reste cohérente avec le niveau des résultats de l'entreprise. À l'extrême, lorsque la génération de trésorerie structurelle de l'entreprise ne couvre plus les intérêts, on parle de sociétés « **zombies** ». Sans surprise, elles commencent à faire leur apparition.



Évolution de l'Euribor trois mois

Source : Bloomberg, Montaigne Capital. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Au-delà de ce phénomène sectoriel, un choc des taux peut également mettre en grande difficulté des entreprises qui traversent un **passage à vide en termes de rentabilité**. Si l'augmentation de la charge des intérêts dépasse la génération de trésorerie de l'entreprise, les fonds viennent vite à manquer. Le manque de trésorerie, et non pas le manque d'actifs, est la cause principale des faillites. Le dernier exemple en date, Casino Guichard, est criant : la société possède de nombreux actifs, mais ses liquidités s'étaient asséchées. Le groupe a dû se résigner à une procédure de sauvegarde accélérée pour éviter le dépôt de bilan. Mais les situations ne sont en général pas aussi extrêmes. À l'heure actuelle, assez peu d'entreprises en France ont un coût de refinancement sur le marché supérieur à 10 % (cf. quelques exemples sous forme de logos) : la situation n'est pas critique, mais **une grande vigilance s'impose** sur ce type de valeurs, même s'il est tout à fait possible de profiter de la grande volatilité de leurs prix boursiers.



Exemples de sociétés dont les obligations offrent actuellement un rendement pour l'investisseur supérieur à 10 % en France, hors procédure collective déjà ouverte. Émissions obligataires de plus de 100 m€ uniquement.



Quel avenir pour les « fonds euros » des contrats d'assurance-vie ?

Parmi tous les actifs, l'actif général des compagnies d'assurances, communément appelé « fonds euros », fait partie de ceux qui ont été les plus touchés par la hausse des taux d'intérêt. En effet, **les obligations constituent l'essentiel de l'actif** de ces fonds (plus de 70 % de l'actif en moyenne). Or, lorsque les taux d'intérêt baissent, comme au cours de la période 2007-2022, cela constitue un avantage certain. Mais quand ils montent, au contraire, cela pose un vrai problème. Essayons de comprendre pourquoi.

Comment fonctionne un fonds euros ?

Schématiquement, les assureurs reçoivent chaque année des versements sur le fonds euros, ainsi que des demandes de rachat. Le montant net entre ces deux chiffres (appelé « collecte nette ») est investi principalement sur des obligations, dont le coupon dépend du taux de marché du moment.

La *figure 1* ci-contre illustre le cas (théorique) d'un portefeuille de fonds euros qui investirait chaque année un même montant dans des obligations de maturité huit ans. Au bout de cette période d'investissement, le taux de rendement du portefeuille correspondra à 1/8^e du taux qui prévalait en année une, 1/8^e du taux de l'année deux, etc. En année neuf, les premières obligations seront remboursées et réinvesties selon le taux de marché du moment. Ainsi, le taux de rendement du portefeuille correspond peu ou prou à la moyenne du taux de marché sur une période de huit années.

Quel impact pour le porteur de fonds euros dans son contrat d'assurance-vie ? Lorsque les taux d'intérêt sont dans une phase descendante, le fonds euros bénéficiera d'un rendement supérieur au taux de marché actuel. **Les épargnants seront alors nombreux à vouloir placer leur épargne sur ce type de support**, et les assureurs auront tendance à restreindre l'accès au fonds euros pour « préserver la performance ».

Lorsque les taux d'intérêt remontent, en revanche, c'est l'inverse : **l'inertie du fonds euros pénalise son rendement**. Non seulement les épargnants n'auront plus d'intérêt à y placer des capitaux, mais en plus ils pourraient être tentés de les retirer pour les placer sur d'autres actifs plus rémunérateurs (livrets bancaires, comptes à terme, etc.). Les flux de capitaux pourront être négatifs et l'assureur ne pourra pas investir dans des obligations récentes dans des proportions suffisantes... Un cercle vicieux peut alors se créer. D'autant plus que **les fonds euros ont la particularité de ne pas comptabiliser les obligations à leur valeur de marché, mais à leur valeur comptable**. Une hausse des taux entraînant une baisse de la valeur de marché des obligations, l'assureur se retrouve à devoir puiser dans ses fonds propres pour honorer les demandes de rachat si elles s'avèrent supérieures aux souscriptions !

La *figure 2* ci-dessous illustre le rendement de notre fonds euros théorique de la *figure 1* : en période de baisse des taux (années 1 à 14), le fonds euros (en jaune) offre **un rendement supérieur aux taux d'intérêt**. En période de hausse des taux (années 16 à 24), en revanche, il est pénalisé par son stock d'obligations anciennes.

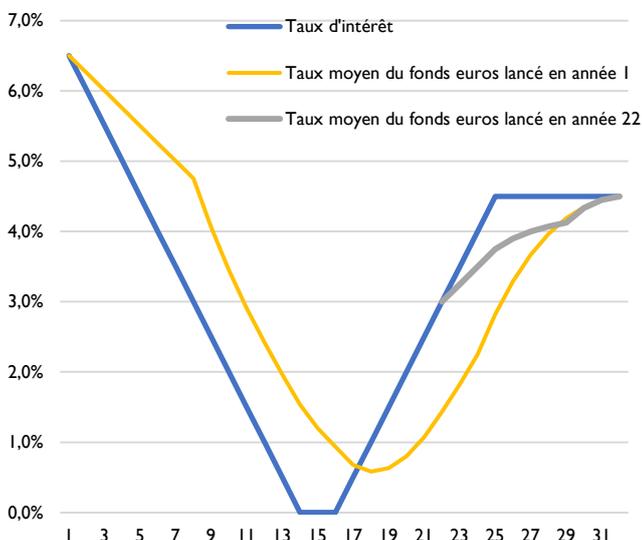


Figure 2. Illustration de l'évolution théorique dans le temps du rendement d'un fonds euros en fonction des taux d'intérêt

Source : Montaigne Capital.

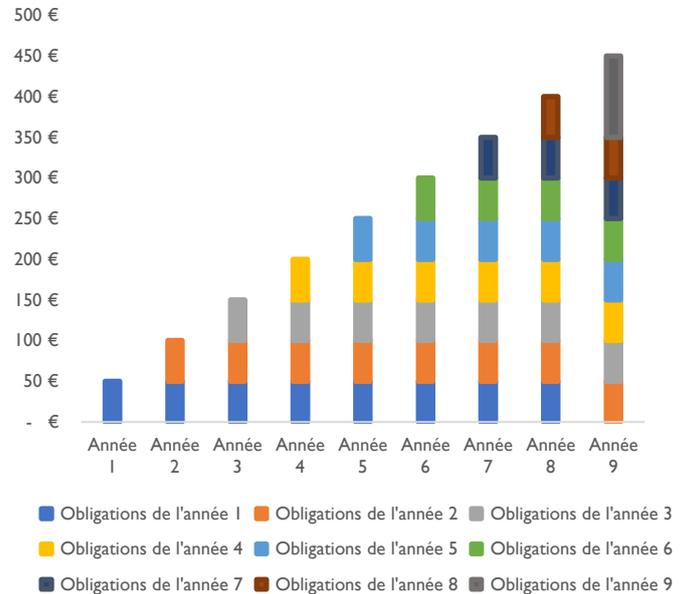


Figure 1. Cycle de vie théorique d'un fonds euros (illustration)

Source : simulation Montaigne Capital.

Quelles solutions pour les assureurs ?

Heureusement, les assureurs ne sont pas totalement démunis face à cette situation.

- D'abord, grâce à des produits dérivés, notamment, ils ont pu **se couvrir contre une hausse des taux**, ce qui peut leur permettre d'atténuer partiellement le phénomène décrit plus haut.
- De plus, en **adaptant leur politique commerciale**, les assureurs peuvent fléchir efficacement l'épargne. C'est la raison pour laquelle, ces derniers mois, les offres commerciales et autres « bonus » de rendements fleurissent pour les épargnants qui acceptent de verser des capitaux sur le fonds euros.
- Enfin, les assureurs sont enclins à lancer de nouveaux fonds euros pour offrir aux nouveaux investisseurs des rendements proches des rendements actuels et ne pas être pénalisés par l'inertie d'un fonds euros ancien. Dans la *figure 2* ci-contre, un fonds euros lancé en année 22 serait plus performant que le fonds euros « historique » lancé en année 1 durant toute la phase de hausse des taux.

Aussi ne faut-il pas hésiter à se montrer agile et à **moderniser son contrat** pour avoir accès aux fonds euros les plus récents, qui seront mécaniquement plus performants.



Focus sur Laurent-Perrier : un actif patrimonial exceptionnel

Producteur de champagne, le groupe Laurent-Perrier est diversifié, couvrant **plusieurs gammes**. Il comprend les marques Castellane et Jeanmaire dans l'entrée de gamme, suivies d'Oudinot (exportée au Royaume-Uni) et Beaumet pour la restauration. Delamotte complète la gamme moyenne avant d'atteindre la marque Laurent-Perrier. Les cuvées Brut, Ultra-Brut et Brut Millésimé (une année sur cinq en moyenne) précèdent la cuvée Rosé. Au-delà de 100 euros la bouteille, l'offre s'étend avec le blanc de blanc et **la célèbre cuvée Grand Siècle** (une itération de trois cuvées millésimées), pour se conclure avec Alexandra et Salon. La partie haut de gamme, la plus rentable, représente 50 % du chiffre d'affaires et une part encore plus importante des stocks.



Une valeur de rendement et de croissance ?

Le marché du champagne est atypique : **stable en volume** en raison des surfaces limitées pouvant prétendre à l'appellation champagne, mais **croissant en valeur** en raison d'un effet prix structurellement haussier. La demande internationale, toujours plus forte, tire les prix et la rentabilité des maisons de champagne qui vendent hors de France.

Sur une période de 20 ans, Laurent-Perrier a enregistré une croissance annuelle de 3,2 % de ses ventes. La marge brute de l'entreprise, de plus de 50 % du chiffre d'affaires, permet d'investir de manière significative dans le marketing et la promotion, lesquels atteignent environ 20 % du chiffre d'affaires. Le résultat opérationnel, sur une belle tendance de croissance, a atteint un record historique de 27 % du chiffre d'affaires en 2022 ; un taux comparable à celui de Rémy Cointreau. La période post-Covid a été marquée par une augmentation de la demande de champagne aux États-Unis, ce qui a permis d'encore augmenter les prix et les marges. Le bénéfice net par action a atteint 10 euros – un record –, bien que le dividende reste modeste, à seulement deux euros.



Un stock exceptionnel

La société Laurent-Perrier se distingue par **sa valeur patrimoniale exceptionnelle**. Elle détient un stock de champagne d'une valeur comptable de 593 millions d'euros, ce qui équivaut à 100 euros par action, largement sous-évalué par rapport à sa valeur de réalisation. Celle-ci est difficile à évaluer, mais nous l'estimons supérieure au milliard d'euros. De plus, la société possède 170 hectares de terres à vigne d'excellente qualité, évalués à 150 millions d'euros, soit 25 euros par action. Ces vignes fournissent 10 % du volume de raisins nécessaires, tandis que 90 % des approvisionnements sont assurés par des contrats à long terme avec divers vigneron.

La dette financière nette de Laurent-Perrier est limitée à 180 millions d'euros, soit 30 euros par action. Cette gestion prudente est marquée par une absence d'acquisitions depuis 2003, lorsque la société est devenue propriétaire du château Malakoff avec 60 hectares de vignes de grande qualité, dont 34 en grand cru et 20 en premier cru. De plus, la société a toujours privilégié le désendettement au versement de dividendes. Ce patrimoine exceptionnel n'est **absolument pas valorisé en Bourse**. En effet, cet actif caché ne pourra être pleinement reconnu par le marché qu'en cas de vente du groupe, ce qui n'est pas d'actualité.

Une société familiale

La société est actuellement détenue à parts égales à 68 % par les deux filles du fondateur, Alexandra Pereyre de Nonancourt (63 ans) et Stéphanie Meneux de Nonancourt (60 ans), qui ont elles-mêmes des enfants. Malgré l'intérêt évident que suscite la société auprès des grands acteurs du secteur tels que LVMH, Pernod-Ricard et Diageo, les propriétaires actuelles souhaitent préserver leur indépendance.

Le message communiqué à la dernière assemblée générale était prometteur : **Laurent-Perrier se porte mieux que jamais**. À l'instar du leader incontesté LVMH, la société a réussi à augmenter sensiblement ses prix tout en maintenant une forte demande. Elle a opté pour la limitation de ses ventes en pratiquant une allocation de volumes pour certains grands crus susceptibles de poursuivre leur maturation dans les stocks en vue d'atteindre leur apogée.

Intérêt boursier

L'intérêt boursier de Laurent Perrier est essentiellement fondamental. La valeur des stocks est un gage de rentabilité pour les exercices futurs (la société en vend chaque année une très petite partie), qui devraient connaître une accélération dans le segment haut de gamme (« premiumisation » de la marque). La société génère un bénéfice par action de 10 euros, à comparer à un cours de 116,5 euros. De plus, l'appétit des grands acteurs du secteur pourrait raviver l'intérêt des investisseurs pour cette entreprise unique et sous-évaluée en Bourse.

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 gamme de fonds OPCVM

Montaigne Capital gère une gamme de fonds spécialisés sur plusieurs classes d'actifs.

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.

MC Prestige Or investit dans les actions de sociétés liées à l'or sur toutes les géographies, y compris dans les pays émergents.

MC Spécial est un fonds actions, principalement investi en France. Sa stratégie d'investissement vise les situations spéciales liées à la structure capitalistique ou à la détention d'une probable sous-évaluation liée à un effet de mode.

Évolution de la performance

Fonds (indicateur de référence)	ISIN	Type	9M 2023	2022	2021	2020	2019	2018
MC Leaders Durables I (MSCI World EUR hedged Net)	FR0010085530	Actions	+7,10 % (+10,60 %)	-19,64 % (-17,86 %)	+24,10 % (+23,25 %)	+21,34 % (+11,86 %)	n/a n/a	n/a n/a
MC Leaders Réactifs (objectif : 4 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	+1,60 % (+2,98 %)	-15,72 % (+4,00 %)	+13,54 % (+4,00 %)	+15,06 % (+4,00 %)	n/a n/a	n/a n/a
MC Modéré (ESTER +2,5 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	+0,61 % (+4,21 %)	-10,44 % (+2,51 %)	+3,84 % (+2,07 %)	+1,98 % (+2,03 %)	+7,85 % (+2,10 %)	-3,60 % (+2,13 %)
MC Prestige Or (FTSE Gold Mines EUR Net)	FR0010361600	Actions	-1,51 % (-6,71 %)	+0,00 % (-8,05 %)	+1,65 % (-4,08 %)	+5,68 % (+14,34 %)	+31,30 % (+45,51 %)	-20,78 % (-6,00 %)
MC Spécial (CAC 40 net)	FR0007036397	Actions	+4,64 % (+12,64 %)	-3,49 % (-7,37 %)	+25,54 % (+31,07 %)	+3,58 % (-5,57 %)	+8,60 % (+29,24 %)	-24,79 % (-8,88 %)

Note : performances au 30 septembre 2023. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les indicateurs s'entendent dividendes nets réinvestis.

Commentaire trimestriel

Le troisième trimestre 2023 a été marqué par un net repli des marchés financiers sur fond d'inquiétudes croissantes concernant un durcissement des politiques monétaires des banques centrales, de dégradation progressive des indicateurs économiques dans les zones Europe et États-Unis, ainsi que de reprise économique plus lente qu'anticipée en Chine.

Le **marché obligataire** enregistre une baisse significative sur le trimestre du fait de la forte hausse des taux longs, en particulier durant le mois de septembre, conséquence d'une inflation persistante qui laisse craindre un nouveau durcissement des politiques monétaires. Les taux allemands et français à 10 ans progressent ainsi fortement, ce qui pénalise les valorisations des obligations d'entreprise et d'État.

De même, les **marchés actions** se sont nettement repliés, notamment les valeurs les plus cycliques. Cette mauvaise performance boursière s'explique par les craintes quant à la santé économique des trois grandes zones (Europe, États-Unis et Chine), ainsi que par des chiffres d'inflation qui peinent à se normaliser.

Le **marché des changes** a été relativement calme sur le trimestre, marqué par un léger renforcement du dollar US face à l'euro, et une stabilité du yen, du franc suisse, de la livre sterling et même du réal brésilien. La lire turque poursuit en revanche son effondrement.

Les **matières premières** restent le sujet le plus brûlant, tant leur volatilité a été importante durant l'année 2022. Les matières industrielles ont eu des comportements très divers : le cuivre, le manganèse et l'aluminium sont restés stables, tandis que le nickel et l'acier se sont fortement détendus, et quand le fer s'est nettement apprécié. De même, les prix du gaz et du pétrole progressent sur fond de tensions énergétiques, mais l'électricité poursuit son mouvement de normalisation. Enfin, l'or, pourtant valeur refuge par excellence, continue de se replier dans un contexte de taux longs élevés.

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 (DICJ, 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 ni une offre ni un conseil pour vendre ou acheter quel que instrument financier que ce soit.