

Lettre trimestrielle – Automne 2019

L'incroyable imbroglio du Brexit !



Les marchés financiers sont tenus en haleine, depuis plusieurs années déjà, par les innombrables rebondissements relatifs au Brexit.

Un accord avec l'Europe semble désormais à portée de main. Mais il ressort qu'au final, qu'il y ait Brexit ou non, peu de choses évolueront à court terme. La menace d'un scénario du pire semble donc plus tenir de la posture de négociation. La reprise totale de son indépendance par le Royaume-Uni ne sera perceptible qu'à long terme.

Les dirigeants britanniques sont en fait actuellement englués dans l'exercice délicat de concilier un vote de défiance vis-à-vis de l'Europe il y a plus de trois ans et une réalité économique et commerciale, dans laquelle le Royaume-Uni n'a rien à gagner à freiner ses échanges avec l'Europe.

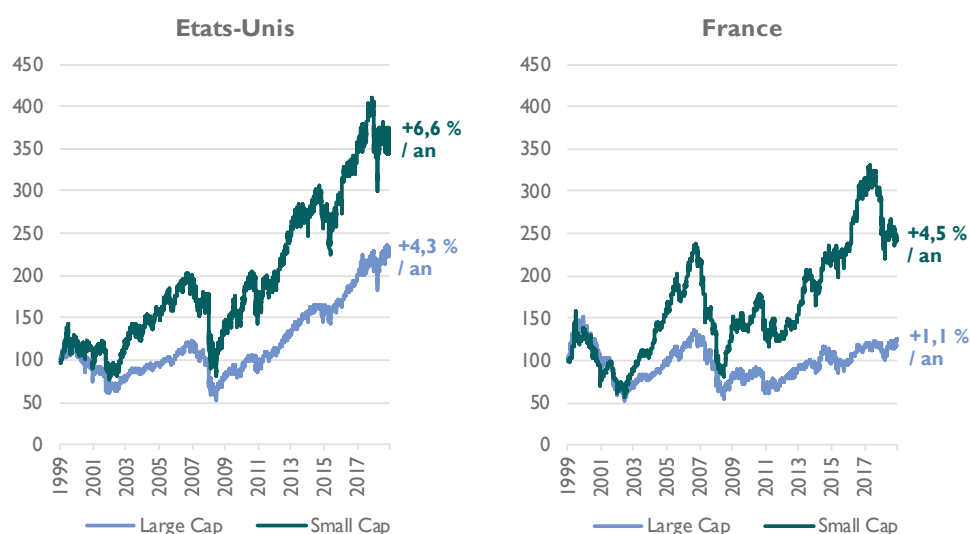
Il s'agit donc pour ce pays de clairement signifier sa sortie de l'Europe tout en ménageant autant que possible son mode de fonctionnement actuel : liberté de circulation des biens et des services, absence de droits de douane, reconnaissance mutuelle, etc.

L'histoire nous rappelle que les Britanniques sont de fins négociateurs. Aussi, le chaos apparent est peut-être plus « organisé » qu'il n'y paraît !

Éditorial – Faut-il renforcer les petites valeurs ?

Les marchés actions ont été fortement secoués au dernier trimestre de l'année 2018, avec des replis très prononcés pour les principaux indices. Toutefois, **ces derniers ont rebondi en 2019** pour regagner leurs pertes de 2018. Les petites valeurs n'ont toutefois pas profité de ce rattrapage, avec une baisse de 27 % pour le CAC Small (hors dividendes) en 2018 et un rebond limité à +6 % en 2019 (au 30 septembre). *Comment interpréter ce mouvement ?*

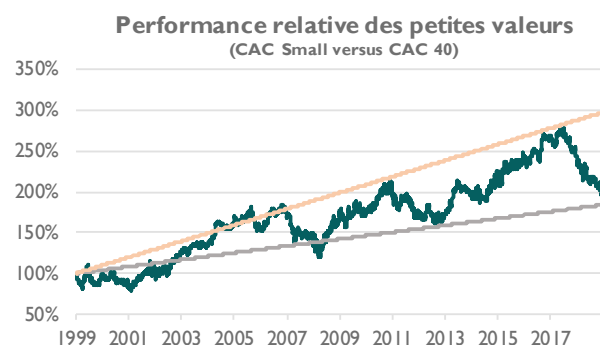
Les graphiques ci-dessous montrent les performances sur les vingt dernières années des petites valeurs (dites « Small Cap ») et des grandes valeurs (dites « Large Cap ») aux États-Unis et en France. On constate de façon claire que les petites valeurs surperforment largement.



Performances (hors dividendes) des indices représentatifs des petites valeurs (CAC Small en France et Russel 2000 aux États-Unis) et des grandes valeurs (CAC 40 en France et S&P 500 aux États-Unis), au 30 septembre 2019
Sources : Bloomberg, Montaigne Capital

Même en ajoutant les dividendes à ces performances indicelles (3,2 % de dividendes versés pour le CAC 40 cette année, contre 2,1 % pour le CAC Small), les petites valeurs démontrent leur surperformance long terme et méritent largement leur présence en portefeuille. En effet, ces entreprises sont souvent plus dynamiques et affichent des taux de croissance supérieurs. C'est notamment le cas au moment de leur internationalisation.

Toutefois, elles peuvent avoir des périodes de sous-performance boursière prolongées, comme nous venons d'en connaître. Le graphique ci-dessous nous laisse à penser que les petites valeurs se situent désormais en bas de leur fourchette de performance relative aux grandes valeurs.



Sources : Bloomberg, Montaigne Capital

Ainsi, même si le *timing* est toujours une inconnue importante, **notre confiance envers les petites valeurs reste aujourd'hui forte**. Tout en restant prudents sur les indices en général, nous pensons qu'une rotation va s'opérer dans le marché en faveur de ces titres aujourd'hui oubliés du rebond. Une détente sur les sujets du moment (guerre commerciale et Brexit) pourrait être le catalyseur de ce mouvement.

Pierre Willot
Le 18 octobre 2019

La « Guerre des contenus » : l'empire Disney contre-attaque

Alors que les chaînes de télévision et les radios ont fait la pluie et le beau temps durant près de cinquante ans dans l'industrie audiovisuelle, le secteur semble être parvenu à un nouveau paradigme. Du fait de la multiplication des chaînes et de la démocratisation de la « musique et vidéo à la demande », le rapport de force semble désormais pencher en faveur des producteurs de contenus. Dans l'ancien monde, les chaînes choisissaient les programmes. **Désormais, elles sont en compétition pour conserver leurs meilleures sources d'audience.** La Bourse a bien pris acte de ce mouvement, et des valeurs telles que M6, RTL ou TFI sont délaissées par les investisseurs au bénéfice de sociétés qui possèdent les beaux catalogues de contenus, telles que Vivendi (pour la musique) ou Walt Disney (pour le cinéma).

La tendance est aisément observable sur le marché potentiellement lucratif de la **vidéo à la demande**, où règne la société Netflix. Ces derniers mois ont vu fleurir des offres concurrentes portées par des géants boursiers aux poches très profondes, qui s'empressent d'acheter des contenus de qualité : Apple TV+ et Disney+ seront lancés le mois prochain ; HBO Max (Time Warner) au printemps 2020. À ces nouvelles offres s'ajoutent Amazon Prime Video ou CBS All Access, déjà positionnés sur le marché depuis plusieurs années.

Cette tendance de fond se vérifie également dans l'industrie des jeux vidéo. Des groupes tels que Google, Apple, Sony, Amazon et Microsoft montrent un engouement inédit et croissant pour ce marché, qui pourrait peser plus de 100 milliards d'euros à l'échelle mondiale en 2019.

| Offres Vidéo à la demande aux États-Unis | Tarif mensuel |
|---|---------------|
| Netflix Standard (deux écrans simultanés) | 12,99 \$ |
| Disney+ | 6,99 \$ |
| Pack Disney+/Hulu/ESPN+ | 12,99 \$ |
| Apple TV+ | 4,99 \$ |
| Amazon Prime Video | 8,99 \$ |
| HBO Now | 14,99 \$ |
| Pack CBS All Access / Showtime | 14,99 \$ |

Figure 1 : Tableau récapitulatif des offres de vidéo à la demande aux États-Unis

Si Microsoft est déjà un acteur majeur au travers de sa marque Xbox (consoles de jeux), Google est en phase de lancement à travers sa plateforme de *streaming* de jeux Stadia (prévue en novembre 2019). De même, la plateforme Apple Arcade a été lancée en septembre 2019 et regroupe déjà plus de cent jeux exclusifs (abonnement de 4,99 € par mois).

Dans ce contexte d'offre abondante, la différence devrait se faire sur la qualité des produits, **amorçant une course aux meilleurs contenus.**

- **Amazon** a acquis en 2017 les droits d'exploitation de la trilogie *Le Seigneur des anneaux* pour 250 millions de dollars en vue de la production d'une série pour Amazon Prime.
- En 2018, **Microsoft** a réalisé quinze acquisitions, dont sept afin d'enrichir son catalogue de jeux vidéo.
- **Sony** a acquis en août 2019 Insomniac, un développeur de jeux à succès (*Spider-Man, Ratchet & Clank...*), qui devient ainsi le quatorzième studio à rejoindre le groupe japonais.
- **Netflix** a signé un accord d'exclusivité avec les studios Shepperton (producteurs de *Alien, Gladiator, Harry Potter, Batman, Love Actually...*), afin de bénéficier des infrastructures des célèbres studios britanniques.
- Le chinois **Tencent** a quant à lui pris des participations dans Epic Games, Ubisoft et plus d'une dizaine de producteurs de jeux vidéo.

Néanmoins, la société **Walt Disney semble avoir frappé le plus fort avec l'acquisition du célèbre studio hollywoodien 21st Century Fox**, au contenu exceptionnel (*Titanic, Avatar, X-Men, Les Simpson...*), pour un montant de 71 milliards de dollars ! Tous ces géants ont bien compris que le contrôle du contenu était devenu critique. Dans ce contexte, **quels acteurs sont actuellement les mieux positionnés ?**



S'agissant de la vidéo à la demande, le **plus sérieux concurrent de Netflix nous semble être justement Walt Disney**, qui lancera une offre intégrant toutes les plateformes séries (Hulu), films (Disney+) et sport (ESPN+) déjà existantes du groupe. Rappelons que Disney+ intégrera les productions de Pixar, Marvel, Star Wars et National Geographic en plus du catalogue pléthorique de la marque propre Disney. Le différentiel de contenus entre cette offre et la proposition de Netflix nous paraît significatif.

S'agissant des jeux vidéo, **Tencent a pris de l'avance**, et sa supériorité sur le marché chinois (très dynamique dans le domaine) devrait lui permettre d'asseoir un *leadership* mondial.

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.

Taux négatifs : faut-il avoir peur pour les « fonds en euros » ?

L'assurance-vie est aujourd'hui le placement préféré des Français. Au-delà des avantages fiscaux qu'elle confère, **sa popularité est liée à l'existence du « fonds en euros »**, cet actif dont le capital est garanti en permanence par la compagnie d'assurances, et qui bénéficie d'un effet « cliquet » : les gains du contrat, qui sont en général versés annuellement, sont définitivement acquis par les assurés. **Une proposition qui correspond parfaitement aux attentes des investisseurs avertis au risque.**

En pratique, comment cela fonctionne-t-il ? Les compagnies d'assurances collectent les primes versées par les assurés et les investissent sur les marchés. La réglementation les oblige à investir ces capitaux de manière très prudente : environ 81 % sont investis en obligations (avec, souvent, la moitié en obligations d'État), environ 8 % en actions, 6 % en immobilier, et le solde en actifs alternatifs ou monétaires.

Lorsque les obligations offrent un rendement positif, l'équation est simple : l'assureur encaisse le rendement, prélève ses frais et distribue aux assurés le solde. Les poches actions et immobilières permettent, quant à elles, de compléter ce rendement selon un principe de lissage : les « bonnes » années, l'assureur constitue une réserve, qu'il redistribue les « mauvaises » années.

Mais **lorsque les rendements obligataires sont nuls ou négatifs, que faire ?** Chaque année, une partie du stock d'obligations détenues arrive à échéance, qu'il faut réinvestir dans des actifs dont le rendement est quasi nul. Au fur et à mesure, les nouvelles obligations acquises diluent les rendements du stock existant, dont la performance diminue ainsi graduellement. En réalisant un modèle simple, fondé sur les taux d'intérêt historiques, et en supposant une absence d'évolution des encours, on peut estimer que le **rendement net moyen des actifs constituant les fonds euros devrait passer d'environ 1,8 % en 2019 à moins de 0,7 % d'ici 2025** (cf. figure 1).

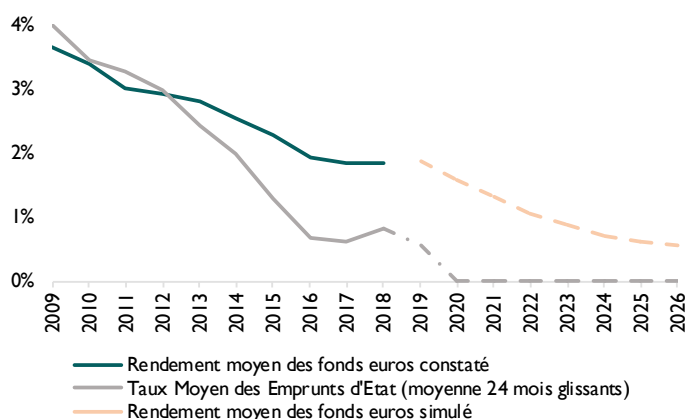


Figure 1 : Simulation illustrative de l'évolution future des rendements des fonds euros, en prenant l'hypothèse de taux à 0 % et d'un stock constant. Sources : ACPR, Montaigne Capital.

Avec un tel rendement, difficile pour les assureurs de se rémunérer tout en garantissant le capital. Si ce scénario se matérialise, les compagnies devront puiser dans leurs réserves. Ces dernières sont heureusement très importantes : même en ignorant les formidables plus-values latentes sur les obligations en portefeuille (leur valeur de marché est bien supérieure à leur valeur d'inventaire à la suite de la baisse des taux), les réserves totales (provisions pour participation aux bénéfices, réserves de capitalisation et plus-values latentes sur actions et immobilier) représentaient plus de 10 % de l'encours des fonds en euros fin 2017. Ce niveau a sans doute encore progressé en 2018. Cependant, ces réserves sont inégalement réparties entre les compagnies. Les assureurs établis depuis longtemps sont susceptibles d'avoir d'importantes marges de manœuvre. *A contrario*, les assureurs plus récents ou ayant récemment reçu une forte collecte ont probablement moins de latitude. Plus que jamais, **il convient donc de choisir avec soin les compagnies d'assurances à qui l'on confie son épargne** (cf. figure 2).

Le risque, en effet, pour les assurés est d'investir dans le fonds euros d'une compagnie qui choisirait de verser des rendements très élevés à court terme, dans le but d'attirer des clients, au détriment de la constitution de réserves, et donc du rendement à long terme. Pour éviter cela, les régulateurs ont mis en place des garde-fous.

Depuis le vote de la loi Sapin II, l'autorité de contrôle prudentiel (ACPR) a notamment obtenu un **droit de regard sur les rendements versés**. Pour les situations les plus graves, elle peut même décider de **geler les retraits sur le fonds euros** d'une compagnie. En contrepartie, la loi a mis en place un fonds de garantie en cas de faillite d'un assureur, à hauteur de 70 000 € par assuré.

Côté assureurs, l'enjeu a aussi été identifié : les plus grands groupes, tels que l'Afer, Allianz, Axa, Generali ou SwissLife, ont tous annoncé qu'ils n'acceptent plus de nouveau contrat « 100 % fonds euros », exigeant au minimum 30 % d'unités de compte. La plupart des assureurs ont également lancé des fonds euros nouvelle génération, tels que les « EuroCroissance », dont les mécanismes sont plus complexes, ou des fonds qui s'appuient sur des actifs comme l'immobilier, plus rentables, mais également plus risqués.

Ainsi, il est peu probable que le fonds euro disparaisse, et il devrait continuer à remplir son rôle de placement sécurisé et rentable pour encore de nombreuses années. **Il est en revanche quasiment certain que les rendements seront appelés à baisser**, au moins tant que les taux d'intérêt restent à des niveaux faibles.

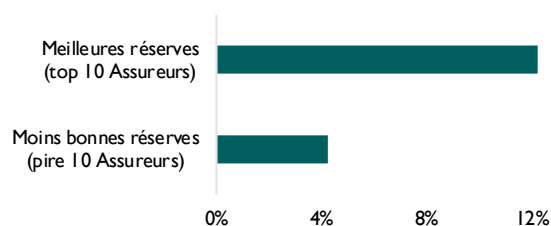


Figure 2 : Réserves de performance des fonds en euros (provision pour participation aux bénéfices, réserve de capitalisation, plus-values latentes sur actions et immobilier) en pourcentage des encours du fonds euros. Source : rapport « Good value for money » à fin 2017.

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.

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 | -1,76 % (+2,54 %) | -12,47 % (+3,93 %) | +13,06 % (+34,44 %) | +43,28 % (+45,94 %) |
| MC Zones de Croissance (75 % MCSI EM / 25 % EONIA) | FR0010947119 | Actions/Flexible | +0,31 % (+0,04 %) | +0,17 % (+3,37 %) | +7,68 % (+16,84 %) | +9,70 % (+22,09 %) |
| MC Europe Internationale (MSCI EMU) | FR0010085530 | Actions | -0,85 % (+2,59 %) | -4,52 % (+4,23 %) | +13,05 % (+26,69 %) | +14,74 % (+34,13 %) |
| MC Modéré (EONIA + 250 bps) | FR0013064540 | Mixte | +1,95 % (+0,55 %) | +4,26 % (+2,16 %) | +4,32 % (+6,61 %) | N/A |

Performances au 30 septembre 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. Ce mouvement de baisse des taux semble toutefois s'essouffler depuis mi-septembre.

Les **marchés actions** progressent vigoureusement depuis le début de l'année et sont relativement stables sur le trimestre. 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. La macroéconomie, ignorée par les marchés cette année, pourrait s'imposer au dernier trimestre.

Le **marché des changes** a été marqué par une grande stabilité de l'eurodollar, qui évolue entre 1,10 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. La faiblesse du yuan chinois est toutefois à noter, et reflète sans doute la guerre commerciale avec les États-Unis.

Les **matières premières** ont évolué de manière hétérogène depuis le début de l'année : le cours du pétrole a progressé 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). Ces postes seront à surveiller ces prochains mois.

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.