

Lettre trimestrielle – Automne 2021

Covid-19 et marchés financiers

Point d'étape 18 mois après



Si beaucoup s'accordent sur la nature profonde et durable de la crise de la covid-19, peu avaient prévu un rebond aussi brutal des marchés financiers. Les indices mondiaux dépassent désormais leurs niveaux de 2019.

D'un point de vue boursier, cette crise sanitaire a été la **consécration de l'économie numérique** au détriment des entreprises traditionnelles. Les contraintes en matière de mobilité des entreprises les ont incitées à grandement accélérer leur transformation digitale et à s'équiper rapidement de nombreux nouveaux outils. Une fois en place, ces derniers s'inscrivent durablement dans l'organisation des entreprises. En conséquence, l'activité du secteur technologique a accéléré, ce qui se reflète dans la hausse du NASDAQ (indice des grandes valeurs technologiques), désormais en hausse de plus de 50 % par rapport à son niveau pré-covid.

De manière contre-intuitive, les marges des entreprises s'améliorent aussi de manière générale : si leur chiffre d'affaires reste encore légèrement affecté, surtout pour certains secteurs, elles ont profité des 18 derniers mois pour améliorer leur structure de coût. Conséquence : **le S&P 500 devrait atteindre son meilleur niveau de marge historique en 2021**.

Souhaitons donc à notre économie que la crise sanitaire s'efface peu à peu !

Éditorial – Chine : crise immobilière durable ou accident de parcours ?

La société Evergrande, deuxième plus grand promoteur chinois, a défrayé la chronique ces dernières semaines. Étouffée sous le poids d'une dette de 250 Mds €, la société serait au bord du défaut de paiement. Sommes-nous à la veille de la plus grande faillite chinoise ? Certains commentateurs annoncent désormais une crise immobilière. Noircissent-ils le trait ?

Il faut rappeler que le concept de propriété immobilière pour les ménages est assez récent en Chine. Celui-ci est apparu dans les années 90, avec une série de mesures visant à encourager l'accès à la propriété pour les ménages. Leurs logements étaient jusque-là fournis par l'entreprise publique qui les employait. Cette nouvelle demande a entraîné de formidables mouvements de hausse des prix, qui se situent désormais à un niveau très élevé.

C'est la raison principale pour laquelle une crise immobilière est annoncée depuis plus de dix ans pour ce pays. À titre de comparaison, **le prix d'un logement en Chine représente usuellement plus de 50x le loyer**, alors que la norme dans les pays développés est plutôt à moins de 25x. L'objectif du Parti est de favoriser le mouvement d'urbanisation qui permet le développement de la classe moyenne du pays. On peut estimer qu'aujourd'hui 50 % de la population chinoise est urbaine, ce qui est peu élevé (la France compte 80 % d'urbains). L'objectif est de permettre chaque année à 20 millions de Chinois de s'installer en ville.

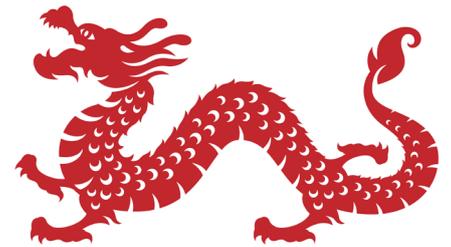
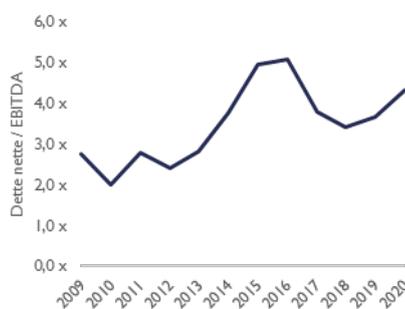


Figure 1 : Endettement – secteur immobilier chinois



Sources : Bloomberg, Montaigne Capital. Calculé sur un indice équilibré des sociétés immobilières et des développeurs cotés en Chine.

Pour pouvoir loger cette population issue des campagnes, il a été demandé aux promoteurs immobiliers, dont Evergrande, de construire massivement. Ceci explique l'importance de la dette que les sociétés du secteur immobilier ont pu contracter au fil des années. Le graphique ci-contre montre que le levier financier de ce secteur est élevé, à plus de 4x l'EBITDA. Ce niveau n'est toutefois pas alarmant.

Point problématique : le flux migratoire des campagnes vers les villes s'est récemment ralenti, pour atteindre probablement 10 millions de personnes par an (soit la moitié de l'objectif officiel). En effet, **les grandes mégapoles sont désormais saturées** et les villes de plus petite taille sont moins attractives en matière d'emploi.

Ceci a poussé les promoteurs à trouver de nouveaux débouchés pour la vente de leurs appartements. Une partie de la population chinoise, aisée et désireuse d'investir dans la pierre, s'est portée acquéreuse d'un volume important de nouveaux logements. Ce phénomène fut vite **qualifié d'« investissements spéculatifs » par le gouvernement central**. Les moyens financiers importants de ces investisseurs chinois ont maintenu une pression à la hausse sur les prix, faisant les affaires de tout le secteur. Mais des mesures récentes (contraintes sur le financement, limitation sur les investissements financiers, etc.) sont venues tarir ce débouché alternatif. En conséquence, les développeurs font face à un stock actuellement trop important et vont devoir réduire leurs activités de construction.

Point positif : **la demande structurelle en logements neufs reste forte**, et ce stock sera vite absorbé. Une crise similaire était intervenue en 2015 – on se souvient tous des reportages à charge sur les villes fantômes chinoises –, et celle-ci s'est résorbée en quelques années. N'oublions pas que la stabilité des prix immobiliers fait aussi partie des objectifs officiels du Parti. En conclusion, il est probable que le secteur immobilier va rester moribond pendant quelques années et que les maillons les plus faibles de ce secteur vont tomber. Mais tout cela permettra un assainissement, et il est peu probable que cela pose un problème majeur au niveau du pays. Nous pensons donc que cet épisode sera temporaire.

Pierre WILLOT

Le 28 octobre 2021



L'inflation en 7 questions

Attention, l'inflation revient ! C'est le refrain que l'on entend dans tous les grands médias économiques depuis plusieurs mois : le prochain krach boursier est annoncé. Qu'en est-il réellement ? Tentons ici d'y voir plus clair.

Qu'est-ce que l'inflation ?

De manière très simple, **l'inflation est la hausse des prix des biens et services**. Une inflation faible signifie que les prix des biens et services augmentent peu ; une inflation élevée, au contraire, que leurs prix augmentent de manière importante.

On distingue habituellement deux types d'inflation :

- ❖ l'inflation « par les coûts », lorsque les prix augmentent en raison de la hausse des prix des composants du produit (par exemple, une hausse du prix du minerai de fer induit une hausse des prix de l'acier) ;
- ❖ l'inflation « par la demande », lorsque les prix augmentent en raison d'une demande plus forte que les capacités de production et d'une raréfaction du produit ou service concerné.

Qu'est-ce qui cause l'inflation ?

Dans la théorie économique « traditionnelle » (les premières réflexions de Quesnay au XVIII^e siècle) et jusqu'à l'époque moderne, l'inflation est considérée comme un **phénomène monétaire** : elle apparaît quand « trop de monnaie a été émise » et disparaît quand la « juste quantité de monnaie circule ». À la quantité de monnaie, les économistes ont ajouté le concept de vitesse de circulation de la monnaie, c'est-à-dire le volume des transactions commerciales. En effet, en cas de ralentissement économique, la monnaie circulant moins vite, à masse monétaire équivalente, les prix baissent.

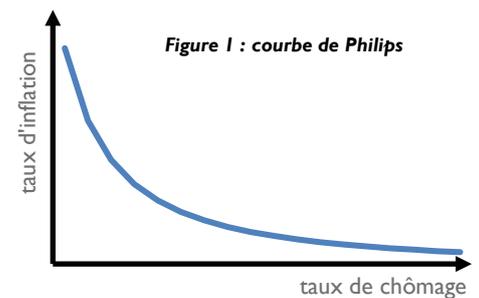
À l'inverse, l'innovation et les gains de productivité sont des **sources de déflation**. De nos jours, la numérisation des biens et services ainsi que la transformation numérique de l'économie constituent par exemple un facteur important de baisse des prix.

Pourquoi est-ce important ?

L'inflation est une donnée clé pour le bon fonctionnement de l'économie. Par exemple :

- ❖ Il est possible de faire un lien entre l'inflation et le chômage *via* la courbe de Philips (cf. figure 1), qui relie l'inflation et le chômage.
- ❖ L'inflation fait partie des phénomènes qui peuvent créer des spirales auto-entretenues aux effets catastrophiques sur l'économie. L'hyperinflation en Allemagne durant la République de Weimar en est l'exemple le plus connu.

Pour ces raisons, la maîtrise de l'inflation constitue le mandat principal des banques centrales.



Ces dernières agissent (traditionnellement *via* le levier des taux d'intérêt, mais également, depuis la crise de 2008, en intervenant directement sur les marchés *via* des plans de rachats d'actifs) pour réguler l'inflation : une hausse des taux entraîne en effet un renchérissement du coût de l'emprunt, qui réduit la demande en financement des acteurs économiques et donc limite la création de monnaie, entraînant une réduction de l'inflation. Et, *a contrario*, une baisse des taux entraîne une baisse du coût de l'emprunt, stimulant les demandes de prêt, ce qui mène à de la création monétaire, et donc, théoriquement du moins, à une hausse de l'inflation.

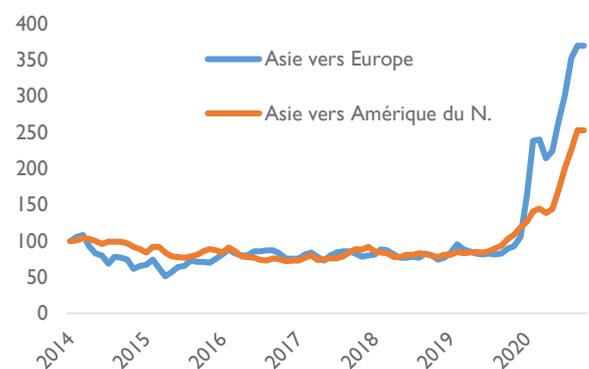
Pour les marchés boursiers, l'apparition de l'inflation peut constituer une menace : la réponse traditionnelle des banques centrales étant la hausse des taux, cela signifie une baisse de la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs. Par ailleurs, le coût de financement étant plus élevé, les investissements se réduisent : la croissance des entreprises risque donc de ralentir.

Quelle est la situation actuelle ?

Comme indiqué plus haut, l'inflation a deux sources. Or, force est de constater que la situation actuelle présente une conjonction d'un choc d'offre et d'une hausse des coûts.

- ❖ La pandémie a considérablement réduit la production industrielle, tandis que la demande de biens et services est restée importante (supérieure aux attentes) et a rebondi fortement post-confinement (effet de rattrapage), entraînant une inflation par la demande.
- ❖ Dans le même temps, les matières premières subissent un choc d'offre, le rattrapage de sous-production n'étant pas possible. De plus, conséquence directe de la pandémie, les chaînes logistiques se sont trouvées perturbées puis surchargées, enchérissant nettement les coûts de transport (cf. figure 2).

Figure 2 : Indices des prix des conteneurs des principales routes maritimes



Sources : Bloomberg, Montaigne Capital.
Indices en base 100 au 31/12/2014.



Le grand retour de l'inflation : dépêchons-nous d'investir !

Inflation transitoire ou inflation structurelle ?

Comme nous l'avons vu, plusieurs ingrédients sont réunis pour le retour de l'inflation. Pourquoi les banques centrales ne remontent-elles alors pas les taux d'intérêt ? La réponse est simple : jusqu'à présent, elles considèrent que l'inflation observée (cf. figure 3) n'est que transitoire. En d'autres termes, les émissions massives de monnaie en raison de la pandémie ont tiré les prix vers le haut, mais, dès lors que les effets de la pandémie auront été résorbés et que les politiques de relance se seront estompées, les prix cesseront de monter, et la situation se stabilisera.

À l'inverse, certains économistes rappellent que, après le 1^{er} choc pétrolier de 1973, les banques centrales avaient eu le même réflexe de penser que, une fois le pétrole stabilisé, les prix des autres biens se stabiliseraient également. Or il n'en a rien été.

Qui a raison, alors ?

Il est malheureusement encore trop tôt pour se prononcer. Bien qu'étant l'une des variables majeures de l'économie, l'inflation reste difficile à prévoir, et n'a pas encore livré tous ses secrets. Plusieurs phénomènes ont d'ailleurs mis à mal la vision « traditionnelle » de l'inflation. On peut citer par exemple :

- ❖ L'après 2008, lorsque les banques centrales ont injecté massivement des liquidités dans les marchés financiers en abaissant les taux d'intérêt à 0 %, créant *de facto* une importante quantité de monnaie. Cela aurait dû, selon la théorie économique classique, se traduire par une forte hausse de l'inflation. Or, c'est plutôt l'inverse qui a eu lieu, à tel point que le spectre de la déflation a même plusieurs fois été évoqué.
- ❖ Des économistes, parmi lesquels Milton Friedmann, ont remarqué que la courbe de Philips (cf. figure 1 en page précédente) n'était pas toujours validée empiriquement, voire qu'elle ne l'était pas du tout dans les économies globalisées.

Pour tenter de résoudre ces paradoxes, plusieurs hypothèses ont été émises, la plus convaincante étant celle dite des « attentes rationnelles », qui postule que les agents économiques s'adaptent non seulement à la situation présente, mais également à la situation économique future la plus probable pour prendre leurs décisions.

Pour donner un exemple, si les taux d'intérêt sont fixés à 0 % en raison d'une mauvaise conjoncture économique, les entreprises peuvent décider de ne pas en profiter pour investir à bas coût, car « à quoi cela servirait-il d'investir si l'on va au-devant de difficultés économiques ? ».

Ainsi, prévoir l'évolution de l'inflation nécessite de prévoir le comportement des entreprises et des investisseurs.

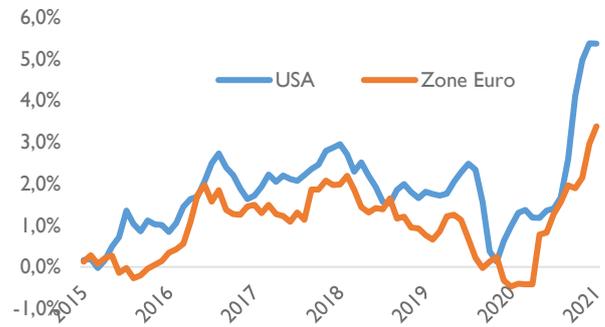
Dans ce contexte, que faire ?

Face à l'incertitude que constitue l'évolution de l'inflation, il nous semble sage d'agir selon trois principes.

- I. Surveiller les données, en particulier celles des salaires : si une hausse des salaires s'installe, il est probable qu'elle entraînera un phénomène d'inflation durable et généralisé.
- II. Investir dans des actifs dont la valeur augmentera en cas de hausse des prix, en particulier dans les entreprises qui disposent d'un « *pricing power* » (elles peuvent faire passer des augmentations de prix à leurs clients sans perdre de part de marché). Ci-joint quelques exemples.
- III. À l'inverse, éviter les actifs qui disposent de contrats à long terme non indexés ou mal indexés sur l'inflation.

En tout état de cause, une grande partie des actions de la cote font partie des bénéficiaires d'un retour de l'inflation, même si, à court terme, son apparition peut créer des remous.

Figure 3 : Inflation américaine et européenne sur 1 an glissant



Source : Bloomberg, Montaigne Capital.

Google

LVMH

Microsoft

Capgemini

KERING

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 fonds de Private Equity présentent un risque important de perte en capital et de non-liquidité.



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	Perf. du trimestre	2021*	2020	2019	2018	2017
MC Convictions France (CAC All-Tradable)	FR0010946632	Actions	+6,63 % (+0,58 %)	+15,09 % (+18,21 %)	+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	-0,18 % (+0,37 %)	+13,67 % (+14,28 %)	+21,34 % (+11,86 %)	n/a n/a	n/a n/a	n/a n/a
MC Leaders Réactifs (objectif : 4 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	-0,45 % (+0,99 %)	+7,47 % (+2,98 %)	+15,06 % (+4,00 %)	n/a n/a	n/a n/a	n/a n/a
MC Modéré (ESTER +2,5 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	+0,58 % (+0,52 %)	+3,11 % (+1,45 %)	+1,98 % (+2,03 %)	+7,85 % (+2,10 %)	-3,60 % (+2,13 %)	+0,84 % (+2,14 %)

Note : * performances au 30 septembre 2021. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les indicateurs s'entendent dividendes nets réinvestis.

Commentaire trimestriel

Le troisième trimestre 2021 a marqué une poursuite dans la progression des marchés financiers sur les mois de juillet et août en raison de l'amélioration des conditions sanitaires dans les principales économies, suivie d'une nette correction durant le mois de septembre du fait de fortes tensions sur les taux d'intérêt ainsi que de hausses significatives des prix de l'énergie.

Le **marché obligataire** enregistre un léger repli sur le trimestre du fait de la faible dynamique de remontée des taux d'intérêt, ainsi que des annonces successives des banques centrales de réduction des programmes de rachats d'actifs dans les prochains mois. Les taux allemands et français à dix ans progressent ainsi légèrement, ce qui pénalise marginalement les valorisations des obligations d'entreprise et d'État. Le propos est néanmoins à nuancer au vu de la forte remontée des taux d'intérêt observée sur le mois de septembre.

Le dynamisme des **marchés actions** observé depuis le début de l'année s'est poursuivi sur les mois de juillet et août à la suite d'une saison de résultats semestriels de bonne qualité ainsi que d'une poursuite de la levée progressive des restrictions sanitaires dans les principales économies développées. Néanmoins, le mois de septembre a accusé une nette correction du fait de la remontée des taux d'intérêt américains et européens, des tensions sur les prix de l'énergie, ainsi que de la faillite probable du promoteur chinois Evergrande. Ainsi, le sentiment de marché est désormais plus prudent.

Le **marché des changes** a été contrasté sur le trimestre, marqué par une forte dégradation du réal brésilien mais une stabilité de la livre turque. Par ailleurs, le dollar US poursuit sa nette remontée face à l'euro, engagée depuis le mois de juin, de même que la livre sterling et le franc suisse, dans une moindre mesure. Le yen, quant à lui, est resté relativement stable durant le trimestre.

Les **matières premières** ont évolué en ordre dispersé sur le trimestre. Certaines matières industrielles (acier, fer, cuivre...) ont accusé une solide correction quand les prix de l'énergie (gaz, pétrole, électricité...) ont flambé du fait d'une offre largement insuffisante. Par ailleurs, l'or demeure relativement stable sur fond de désintérêt des investisseurs et de hausse des taux réels.

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.