

## Lettre trimestrielle – Hiver 2018-2019

### Deux nouveaux interlocuteurs chez Montaigne Capital

L'année 2019 démarre avec l'arrivée de deux nouveaux collaborateurs, Benoit Jerome et Nicolas Baduel.



Benoit a démarré sa carrière chez Schelcher Prince Gestion et Fédéral Finance, puis il a rejoint Pléiade AM en tant que *business developer*. En janvier 2018, il a pris part à un projet entrepreneurial de lancement de fonds. Il rejoint Montaigne Capital avec pour objectif de superviser les relations investisseurs, en particulier dans l'univers des conseillers en gestion de patrimoine et des institutionnels.



Nicolas Baduel rejoint Montaigne Capital en qualité d'analyste-gérant après des expériences d'assistant gérant chez Amundi Asset Management et d'analyste financier chez Eleva Capital. Il est diplômé de l'ESCP Europe (master en finance), ainsi que de l'université Paris VI Pierre et Marie Curie (master I en mathématiques appliquées à l'économie et à la finance).

### Éditorial – La formidable capacité d'anticipation des marchés

Nous y sommes. Le cycle de croissance économique entamé en 2009 donne des signes d'essoufflement. Certes, ce cycle exceptionnellement long faisait suite à une crise particulièrement brutale, celle des « *subprimes* », la pire depuis la grande dépression, dit-on. Certes encore, ce cycle a été marqué par plusieurs respirations significatives : la crise de la zone euro, en 2011, la crise chinoise, en 2015, et la crise du pétrole, en 2016. Mais aucune de ces respirations n'avait impacté au niveau mondial la croissance, qui est restée robuste.

Cette fois-ci, les choses sont différentes : les marchés financiers anticipent un retournement de cycle. Il faut dire que les indicateurs avancés de croissance économique sont mal orientés. À l'exception des États-Unis, où les indices « ISM » sont toujours proches de niveaux records, les chiffres, partout dans le monde, témoignent d'un net ralentissement. En Chine, la guerre commerciale semble avoir un réel impact sur la production industrielle, de même que la mise au pas du système bancaire.

En Europe, c'est le secteur automobile, ainsi que toute la chaîne de sous-traitance, qui est en plein freinage. Les nouvelles normes et le ralentissement chinois sont autant de facteurs qui font reculer fortement les immatriculations de véhicules.

Dans ce contexte, **faut-il vendre et attendre ?** Intéressons-nous à l'histoire boursière pour tenter d'y voir plus clair. La figure 1 ci-dessus illustre le comportement de l'indice Dow Jones avant et durant la Seconde Guerre mondiale. Il montre la **formidable capacité d'anticipation des marchés** : dès mars 1942, soit plusieurs mois avant les premières grandes victoires alliées (Midway, El-Alamein puis Stalingrad), les marchés actions ont démarré leur rebond, anticipant la défaite de l'Axe.



Figure 1 : Dow Jones de janv. 1938 à déc. 1945

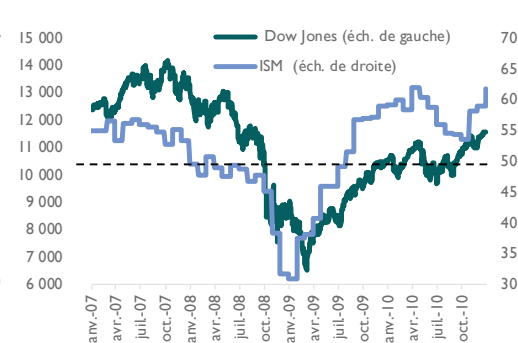


Figure 2 : Dow Jones et ISM de janv. 07 à déc. 10

De manière moins éloignée, la figure 2 montre que le point bas de la crise de 2008 a été atteint en mars 2009, et que le rebond des marchés de mars à juin 2009 a été très puissant, alors que les indicateurs d'activité économique (ISM) n'ont commencé à montrer une expansion économique (valeurs supérieures à 50) qu'à partir du mois de juillet 2009.

La question qu'il convient de se poser n'est donc pas « L'activité va-t-elle ralentir en 2019 ? », mais bien « La baisse de la fin de l'année 2018 reflète-t-elle correctement ce ralentissement, ou faut-il s'attendre à de nouvelles mauvaises surprises ? » En d'autres termes, il s'agit **de s'intéresser non pas à la situation de l'économie, mais bien à sa dynamique**. S'agit-il d'un simple ralentissement, c'est-à-dire une période de moindre croissance, ou bien allons-nous vers un arrêt quasi total de pans entiers de l'économie, comme lors de la crise de 2008 ?

En fonction, les mesures à prendre sont très différentes. En effet, un ralentissement signifie une remise à niveau des marchés dans leur ensemble, avec une purge pour certains titres qui étaient survalorisés, mais pas de conséquences en chaîne. Un freinage, en revanche, se traduit par de potentielles faillites en cascade dans certains secteurs, avec à la clef une forte hausse du chômage et de la dette souveraine, et une remise en question du fonctionnement de notre système économique dans son ensemble.

Nous surveillons donc attentivement les signes qui permettront de le savoir. Mais, aujourd'hui, aucun secteur ou aucune zone géographique ne nous semble avoir constitué une bulle en phase d'éclater. Nous sommes donc plutôt en train de nous préparer à profiter des cours actuels pour (re)constituer des positions de long terme dans de belles sociétés bien gérées.

Jérôme Guilnard  
Le 21 janvier 2019

## OPA à 300 milliards sur le CAC 40 ?

C'est plus précisément cinq valeurs de notre indice national qui pourraient faire l'objet d'une OPA, pour un montant cumulé sans doute supérieur à 300 milliards d'euros. En effet, ces entreprises présentent, selon notre analyse, des conditions favorables pour des opérations de fusions-acquisitions. Il est intéressant de constater que le capital de nos belles entreprises est de moins en moins verrouillé. L'opération de rapprochement d'Essilor avec Luxottica en est un bon exemple : annoncé comme une fusion entre égaux, le groupe fusionné est désormais contrôlé de fait par la famille Del Vecchio, italienne...



Le groupe **Pernod Ricard** s'est développé au fil des années grâce à une stratégie de « premiumisation », c'est-à-dire de montée en gamme de ses produits, ainsi qu'à de nombreuses acquisitions. La famille Ricard a accepté une progressive dilution de son actionariat pour permettre au groupe de concrétiser des acquisitions stratégiques et de créer une forte valeur pour ses actionnaires. Ainsi, Pernod pourrait ne pas être foncièrement hostile à une offre de rapprochement si tant est que la stratégie lui semble bonne. Le fonds activiste Elliott, récemment entré au capital, entend bien mettre le sujet sur la table...



Sur le devant de la scène depuis l'éviction spectaculaire de Carlos Ghosn, le groupe **Renault** a la particularité de détenir 43 % de Nissan, qu'il a sauvé de la faillite en 1999, et qui vaut désormais trois fois plus que sa maison mère en Bourse. Un rééquilibrage est désormais demandé par les Japonais, et il n'est pas exclu que Nissan et Renault fusionnent dans un futur proche. La valorisation de l'activité automobile de Renault étant très faible, cela impliquerait une prime conséquente pour les actionnaires du groupe. Une bataille boursière autour du titre Renault pourrait par ailleurs intervenir si les négociations préliminaires échouent.



Danone a un positionnement stratégique de plus en plus intéressant. En effet, le secteur de l'agroalimentaire est confronté à un changement du comportement des consommateurs dans le monde, avec une montée en force des produits dits « bons pour la santé ». **Danone**, avec ses produits laitiers, ses eaux et, désormais, le « bio », à la suite du rachat de Whitewave en 2017, compléterait à merveille le portefeuille de l'un des géants mondiaux du secteur. On parle depuis quelques années d'un intérêt de l'américain Kraft Heinz ou de Pepsico.



Véritable bijou de la cote française, L'Oréal a su s'imposer mondialement dans le secteur des cosmétiques. Son capital est actuellement détenu à 33 % par la famille Bettencourt et à 23 % par Nestlé. Le pacte qui les liait depuis 1973 n'a pas été reconduit après le décès de Liliane Bettencourt en 2018, et Nestlé ne cache pas sa volonté de « revoir ses options » quant à cette participation.

Si la vente totale du groupe à un étranger n'est pas à l'ordre du jour (la famille Bettencourt est bien trop attachée à la France), il n'est pas exclu qu'un géant français du luxe veuille reprendre la participation de Nestlé...



Le secteur de l'hôtellerie se prête bien aux opérations de fusion-acquisition. En effet, les entreprises de ce secteur n'ont cessé de compléter leur portefeuille d'hôtels, d'un point de vue géographique et de niveau de gamme. Un concurrent chinois d'**AccorHotels**, le groupe Jin Jiang, avait déjà repris il y a quelques années l'entreprise française Louvre Hotels, puis la chaîne Radisson. Il a acquis par ailleurs 12 % du capital d'Accor ! Mais les concurrents internationaux – Marriott, Hilton et autres – sont tous en recherche active d'investissements.

Si aucune de ces opérations n'est pour le moment anticipée par le marché, cette analyse permet d'identifier de belles valeurs françaises qui pourraient bénéficier, en temps utile, d'une prime spéculative en Bourse.

## Les marchés en 2018 : nulle part où se cacher

La diversification des actifs est l'un des piliers de la gestion. Ne pas mettre « tous ses œufs dans le même panier » est essentiel pour obtenir une performance qui ne soit pas trop volatile sur un portefeuille. Le graphique ci-dessous illustre parfaitement ce constat de bon sens : les classes d'actifs qui surperforment varient fortement d'une année sur l'autre.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Performance de l'année	Or (USD) : 30.2%	Obligs d'état Euro : 9.1%	Actions pays émergents : 69.1%	Or (USD) : 28.6%	Or (USD) : 12.1%	Petites valeurs Françaises : 26.1%	Actions US (USD) : 31.5%	Hedge Fund (USD) : 18.7%	Petites valeurs Françaises : 18.2%	Matières premières : 15.2%	Petites valeurs Françaises : 24.1%	Obligs d'état Euro : 1%
	Actions pays émergents : 23.1%	Liquidités en Euro : 4%	Petites valeurs Françaises : 42.5%	Matières premières : 24.9%	Obligs pays émergents (USD) : 8.5%	Obligs pays émergents (USD) : 18.5%	Petites valeurs Françaises : 29.6%	Obligs d'état Euro : 13.1%	Hedge Fund (USD) : 10.6%	Actions pays émergents : 11.8%	Actions US (USD) : 21.1%	Liquidités en Euro : -0.4%
	Grandes valeurs Euro : 9.6%	Or (USD) : 3.5%	Obligs pays émergents (USD) : 28.2%	Actions pays émergents : 24.4%	Obligs d'état Euro : 3.4%	Grandes valeurs Euro : 18.1%	Grandes valeurs Euro : 21.5%	Actions US (USD) : 13%	Grandes valeurs Euro : 6.4%	Actions US (USD) : 11.2%	Actions pays émergents : 18%	Obligs d'entreprise Euro : -1.3%
	Obligs pays émergents (USD) : 6.3%	Obligs d'entreprise Euro : -4%	Or (USD) : 27.9%	Petites valeurs Françaises : 21%	Obligs d'entreprise Euro : 1.7%	Actions US (USD) : 15.2%	Hedge Fund (USD) : 5%	Petites valeurs Françaises : 10.5%	Obligs d'état Euro : 1.6%	Obligs pays émergents (USD) : 10.2%	Hedge Fund (USD) : 13%	Or (USD) : -1.4%
	Actions US (USD) : 4.9%	Obligs pays émergents (USD) : -10.9%	Grandes valeurs Euro : 25.6%	Hedge Fund (USD) : 19%	Actions US (USD) : 1.5%	Obligs d'entreprise Euro : 13.6%	Liquidités en Euro : 0.1%	Actions pays émergents : 8.6%	Obligs pays émergents (USD) : 1.2%	Or (USD) : 9.4%	Or (USD) : 12.1%	Hedge Fund (USD) : -3.2%
	Matières premières : 4.8%	Hedge Fund (USD) : -15.4%	Actions US (USD) : 25.6%	Actions US (USD) : 14.4%	Liquidités en Euro : 0.9%	Actions pays émergents : 13.4%	Obligs d'entreprise Euro : 2.2%	Obligs d'entreprise Euro : 8.2%	Actions US (USD) : 0.7%	Petites valeurs Françaises : 8.7%	Obligs pays émergents (USD) : 9.3%	Obligs pays émergents (USD) : -4.6%
	Liquidités en Euro : 4%	Matières premières : -32.3%	Obligs d'entreprise Euro : 16%	Obligs pays émergents (USD) : 12%	Hedge Fund (USD) : 0.5%	Obligs d'état Euro : 11%	Obligs d'état Euro : 2.2%	Obligs pays émergents (USD) : 5.5%	Liquidités en Euro : -0.1%	Obligs d'entreprise Euro : 4.7%	Grandes valeurs Euro : 9.2%	Actions US (USD) : -4.9%
	Obligs d'état Euro : 1.9%	Actions US (USD) : -37.4%	Hedge Fund (USD) : 15.4%	Obligs d'entreprise Euro : 4.7%	Matières premières : -10.4%	Hedge Fund (USD) : 5.7%	Obligs pays émergents (USD) : -6.6%	Grandes valeurs Euro : 4%	Obligs d'entreprise Euro : -0.7%	Hedge Fund (USD) : 4.3%	Obligs d'entreprise Euro : 2.4%	Matières premières : -6.8%
	Hedge Fund (USD) : 1.8%	Petites valeurs Françaises : -40.5%	Matières premières : 15.2%	Obligs d'état Euro : 1.2%	Grandes valeurs Euro : -14.1%	Or (USD) : 5.1%	Actions pays émergents : -8.1%	Liquidités en Euro : 0.1%	Actions pays émergents : -7.5%	Grandes valeurs Euro : 3.7%	Obligs d'état Euro : 0.1%	Grandes valeurs Euro : -12%
	Petites valeurs Françaises : -0.1%	Grandes valeurs Euro : -42.4%	Obligs d'état Euro : 4.3%	Liquidités en Euro : 0.4%	Actions pays émergents : -17.7%	Liquidités en Euro : 0.2%	Matières premières : -13.4%	Or (USD) : -0.5%	Or (USD) : -11.3%	Obligs d'état Euro : 3.3%	Liquidités en Euro : -0.4%	Actions pays émergents : -12.4%
	Obligs d'entreprise Euro : -0.2%	Actions pays émergents : -62.1%	Liquidités en Euro : 0.7%	Grandes valeurs Euro : -2.8%	Petites valeurs Françaises : -20%	Matières premières : -2.6%	Or (USD) : -28%	Matières premières : -5.5%	Matières premières : -16.1%	Liquidités en Euro : -0.3%	Matières premières : -10.6%	Petites valeurs Françaises : -19%

Les classes d'actifs sont représentées par les indices suivants : Grandes valeurs européennes : Euro Stoxx 50 Net – Liquidités euro : EONIA Total Return – Hedge Fund : CS Hedge Fund Index – Oblig. des pays émergents : JPMorgan EMBI TR USD – Matières premières : DJUBS Commodity index EUR TR – Actions pays émergents : MSCI Emerging (EUR) – Oblig. d'entreprise européennes : IBOXX Euro Corporate – Oblig. d'État européennes : IBOXX Euro Sovereign – Actions US : S&P 500 Net – Petites valeurs françaises : CAC Mid 60 Net. Source : Bloomberg.

Mais, en la matière, l'année 2018 fait figure d'exception. Historiquement, même dans les pires années boursières (2008, par exemple), certaines classes d'actifs montent. Cela n'a pas été le cas en 2018 : toutes les classes d'actifs finissent l'année dans le rouge – à l'exception des obligations d'État européennes, mais ces dernières n'enregistrent qu'une maigre performance, de 1 %.

La question qu'il convient de se poser est « Pourquoi ? ». La réponse s'explique sans doute par les flux.

Dans des conditions de marché normales, les capitaux qui sortent d'une classe d'actifs vont sur une autre... La baisse d'une classe d'actifs crée donc la hausse d'une autre classe d'actifs. Le marché dans son ensemble présente même un biais positif : la richesse qui est créée chaque année par l'économie vient s'ajouter aux flux, et l'ensemble des classes d'actifs croît donc – de manière schématique – à la vitesse de l'économie mondiale.

Mais, en 2018, un acteur un peu spécial a agi : les banques centrales. Ces dernières ont la capacité de créer de la monnaie. Après la crise des *subprimes*, elles ont utilisé cette capacité pour acquérir des actifs obligataires, gonflant ainsi les flux entrants sur les marchés. 2018 marque la première année où elles ont commencé à réduire leur bilan, c'est-à-dire ne plus réinvestir les produits obligataires qu'elles détiennent lorsqu'ils arrivent à maturité. Les flux n'étant plus présents, la dynamique des marchés a changé.

Les performances passées ne sont pas un indicateur pertinent des performances futures.

## 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.

**Silver Autonomie** est un fonds institutionnel qui investit sur les actions de sociétés cotées dont l'activité bénéficie au maintien à domicile des séniors. La Sicav se focalise sur les grandes sociétés internationales qui présentent un bilan financier très solide.

## Évolution de la performance

Fonds (indicateur de référence)	ISIN	Type	Perf. trimestre	Perf. 1 an	Perf. 3 ans	Perf. 5 ans
MC Convictions France (CAC All-Tradable)	FR0010946632	Actions	<b>-20,38 %</b> (-14,40 %)	<b>-24,21 %</b> (-10,03 %)	<b>+3,89 %</b> (+9,56 %)	<b>+27,67 %</b> (+25,99 %)
MC Zones de croissance (75 % MCSI EM / 25 % EONIA)	FR0010947119	Actions / Flexible	<b>-8,70 %</b> (-4,47 %)	<b>-14,74 %</b> (-7,70 %)	<b>+3,18 %</b> (+17,87 %)	<b>+8,54 %</b> (+26,05 %)
MC Europe internationale (MSCI EMU)	FR0010085530	Actions	<b>-15,37 %</b> (-12,73 %)	<b>-14,95 %</b> (-12,70 %)	<b>+1,72 %</b> (+2,49 %)	<b>+2,77 %</b> (+17,41 %)
MC Modéré (EONIA + 250 bps)	FR0013064540	Diversifié	<b>-3,07 %</b> (+0,53 %)	<b>-3,60 %</b> (+2,15 %)	<b>+0,53 %</b> (+6,65 %)	<b>N/A</b>
Silver Autonomie (MSCI EMU)	FR0012403855	Actions thématiques	<b>-14,49 %</b> (-12,73 %)	<b>-4,20 %</b> (-12,70 %)	<b>+6,77 %</b> (+2,49 %)	<b>N/A</b>

## Commentaire trimestriel

Le dernier trimestre de l'année écoulée a été extrêmement négatif pour les performances boursières de quasiment toutes les classes d'actifs. Nous avons déjà évoqué les ralentissements chinois et européens, auxquels s'ajoutent des mouvements techniques liés aux flux de capitaux, qui ont tous « fui » le risque fin 2018.

*Quelles perspectives attendre pour le trimestre à venir ?*

Le marché **obligataire**, et tout particulièrement sa partie « haut rendement », a été attaqué fin 2018. Seules les obligations d'État en profitent, les taux à 10 ans se rapprochant de nouveau du seuil des 0 % en Allemagne.

Les marchés **actions** devraient bénéficier, au moins à court terme, d'un rebond technique après les fortes ventes observées en décembre. Toutefois, seule l'analyse des résultats des entreprises nous permettra de revenir sereinement sur cette classe d'actifs. Le scénario d'un fort ralentissement mondial n'est pas à exclure, notamment pour les secteurs industriels plus sensibles.

Le marché des **changes** a été plus calme qu'à l'accoutumée, le dollar profitant toutefois de son statut de valeur refuge sur le dernier trimestre. Notons néanmoins le fort rebond du real brésilien en septembre, avant l'élection de Jair Bolsonaro à la tête du pays.

Les **matières premières** ont eu des évolutions contrastées, avec une hausse du fer malgré les craintes sur la croissance, mais un effondrement du pétrole de l'ordre de 40 % ! L'or, quant à lui, profite du climat d'anxiété et grimpe de plus de 7 %.

*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.*

*Ce document, bâti à partir des opinions des collaborateurs de Montaigne Capital, vise à nourrir la réflexion, et doit être considéré comme étant à but informatif exclusivement. Il ne constitue pas un conseil pour acheter ou vendre quelque instrument financier que ce soit, et ne présente pas de caractère contractuel.*