

Ce document est à caractère commercial. Nous vous recommandons de consulter le **DICI** pour plus d'informations (www.hmgfinance.com)

Gérant: **Marc GIRAULT**
depuis le 9 juillet 2013

SICAV de droit français-
Parts de Capitalisation

Catégorie AMF
Diversifiés

Code ISIN
FR0010250829

Durée de Placement
Recommandée
Minimum 5 ans

Valorisation
Hebdomadaire

Lancement
le 15 avril 2005

Frais de Gestion
0,9% TTC

Droits d'entrée
Max. 5%

Souscription Initiale
Minimum 1 part

Dépositaire : CACEIS

Valorisateur : CACEIS

Commissaire
aux Comptes
KPMG

Valeur liquidative

Au 30/09/2015

120,55 €

Artif net

Au 30/09/2015

18 061 637,08 €

Objectif de gestion

L'objectif de gestion du compartiment 2 de VALMONDIA consiste à maximiser la performance de long terme avec une gestion active et opportuniste des classes d'actifs essentiellement obligataires sur un horizon de placement de 5 ans. Le principe étant de sélectionner des titres à rendement élevé. Parallèlement, les gérants se positionnent sur des produits de taux plus courts et moins risqués.

Performances

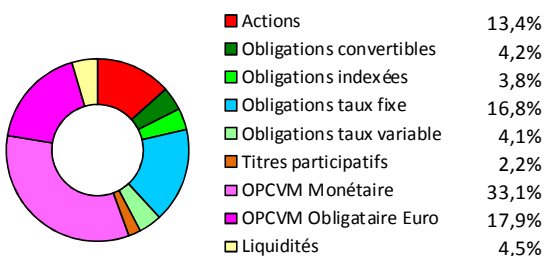
Performances %	1 mois	2015	1 an	juil-13
Valmondia	-1,3	0,4	0,5	2,2

Répartition du Portefeuille

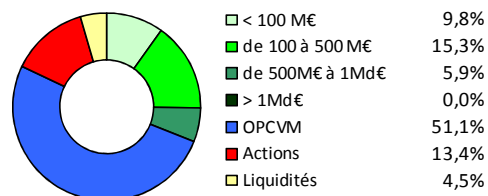
Principales lignes du portefeuille (hors OPCVM)

COFINOGA PERP TEC 10	3,6%	GROUPAMA 7.875% 09-39	2,2%
LAFARGE 5%INDX 04/18	3,1%	ALIS FINI 3.99% 2017	2,1%
FONCIERE DE PARIS	2,7%	SAMSE	2,0%
SANTOS FINANCE LTD 8.25% 22/09/2071	2,2%	RENAULT TPA 83-84 PERP.	1,8%
CRCAM BRIE PICARDIE	2,2%	COFACE	1,7%

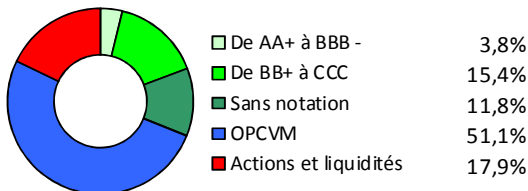
Par type d'instrument



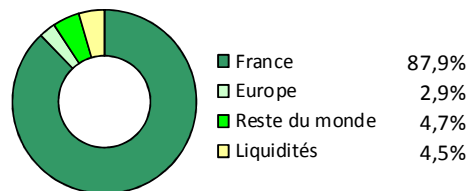
Par taille d'émission



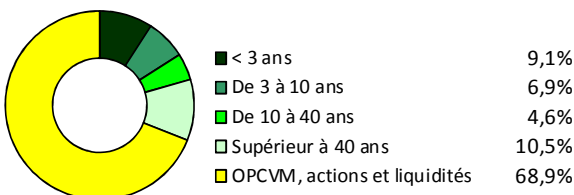
Par notation financière



Par zone géographique de l'émetteur



Par échéance des titres



VALMONDIA

Commentaire – Clôture du 30 septembre:

Des opportunités d'investissement se manifestent dans un marché plus nerveux.

Votre Sicav clôture le 30 septembre 2015 un exercice qui aura été riche en événements la concernant :

- La fusion des deux compartiments 1 et 2 en un seul, visant à réduire les frais de fonctionnement et unifier la gestion.
- L'inflexion de la gestion vers une approche moins conservatrice et plus offensive.

Le premier de ces événements n'appelle pas de commentaire particulier au-delà de ceux qui ont déjà été faits lorsque la décision a été prise, tous ses effets ayant été maintenant produits. L'inflexion de la gestion, par contre, est une décision en cours de mise en œuvre, dont les effets se feront sentir graduellement sur longue période, et appelle quelques commentaires.

En effet, il peut être imprudent de devenir plus offensif lorsque les marchés viennent de connaître une forte et longue progression, ce qui est le cas.

Le marché des actions:

La hausse des cours depuis mars 2009 aux Etats-Unis, marché mondial leader, figure au 3ème rang des hausses les plus longues des 20ème et 21ème siècles réunis.

Regardons les faits, en remontant dans le temps :

Le 9 mars 2009, l'indice Dow Jones frappe 6.547, son niveau le plus bas depuis 1997. Le 30 septembre 2015, ce même indice atteint 16.284, une hausse de 149% ; plus près de chez nous, le CAC 40 glisse jusqu'à 2.519 le 9 mars 2009 pour remonter à 4.455 le 30 septembre 2015, une hausse de 77% en 79 mois. Si les plus hauts historiques ont été pulvérisés par le Dow Jones, on en est encore loin en France, et plus généralement en Europe. Mais n'oublions pas que les conditions de fonctionnement de l'économie n'y sont pas les mêmes. Regardons de plus près ces fortes hausses des 100 dernières années.

O De 1990 à 2000 : 117 mois de hausse, accompagnant la baisse des taux d'intérêt et la dérèglementation. Un indice Dow Jones multiplié par 4 en 10 ans ; puis -57% lors du krach « internet ».

O Faisons une incursion en France et remontons dans le temps : multiplication par 5 de l'indice de 1982 à 1986, une reprise des cours justifiée par le niveau de dépréciation atteint par les actions françaises après 20 ans de stagnation.

Commentaire – Clôture du 30 septembre (suite):

Retour aux Etats-Unis :

O De 1949 à 1956, 70 mois de hausse grâce à la reconstruction de l'après-guerre, financée par le plan Marshall.

O De 1921 à 1929, 97 mois de hausse : nouvelles technologies (radio, automobile...) et endettement (déjà ! Quelle similitude avec l'époque actuelle !) en ont été le moteur. On se souvient de la crise financière qui a suivi.

La volatilité des marchés boursiers, en forte hausse depuis août de cette année, après des années de baisse, agit comme une sonnette d'alarme. Lorsque les cours deviennent plus volatils (on a connu une journée à - 8% sur les actions en Europe fin août !), après une période de hausse aussi longue que celle que nous venons de connaître, portant l'évaluation des actions à des niveaux historiquement élevés (le PER moyen des actions aux USA est bien supérieur à sa moyenne historique, alors même que les marges sont aussi à un niveau historiquement élevé), il nous semble vraisemblable que cette volatilité retrouvée, mesurant la nervosité des investisseurs, est plus susceptible d'être le signal avant-coureur d'une baisse des marchés que d'une reprise de la hausse.

Le marché des obligations

Commençons par un rapide état des lieux : à l'heure où nous écrivons, les taux courts sur l'euro sont à 0, les taux à moyen terme (3 ans) oscillent autour de 0,13 % et les taux à 10 ans sont légèrement inférieurs à 1 %.

Quelle est la raison de recevoir un intérêt lorsque l'on prête de l'argent ?

1/ compenser l'inflation. Celle-ci est actuellement en France de 0,4 % annuel. Les prêteurs à court et à moyen terme voient donc le pouvoir d'achat de leur argent s'éroder lentement. Les prêteurs à 10 ans ont un rendement légèrement positif. Mais si l'on tient compte de l'impôt sur le revenu, ce rendement tombe à 0. Et pour ceux qui paient l'ISF, il est manifestement négatif.

2/ permettre au prêteur de faire face au risque. Le risque 0 n'existe pas et une partie du rendement servi sur un prêt constitue une sorte de prime d'assurance en cas de défaillance du débiteur. Si en moyenne à long terme, environ 1,5 % des débiteurs n'honorent pas leurs engagements, le taux d'intérêt servi par la moyenne des emprunteurs doit être au minimum de 1,5 % pour couvrir ce risque, avant même de songer à une quelconque rémunération du capital.

3/ rémunérer le détenteur du capital : une partie du taux d'intérêt servi aux investisseurs est ce qui permet de les convaincre de prêter leur argent plutôt que de lui chercher d'autres emplois. Sur ce dernier point, les prêteurs privés sont aujourd'hui inutiles, car la Banque Centrale Européenne « casse les prix » et prête aux banques autant d'argent qu'elles veulent, à 0 %. Les prêteurs privés sont en concurrence avec un prêteur public aux poches inépuisables qui ne recherche aucune rémunération de ses prêts.

Commentaire – Clôture du 30 septembre (suite):

Mais pour les investisseurs privés libres, seul l'investissement dans des obligations « risquées » permet encore d'obtenir une rémunération positive de leur capital. Heureusement, on trouve, même aujourd'hui, beaucoup d'obligations prétendument « risquées » qui ne le sont pas réellement ou beaucoup moins que ne le croit la majorité des investisseurs, car les critères de mesure du risque sont aujourd'hui plus administratifs ou réglementaires (volume de l'émission, notation, liquidité théorique, etc.) que dépendant de la capacité réelle des entreprises à assurer le service de leur dette. C'est bien sûr le type d'obligations que nous achetons pour votre Sicav, soit directement, soit par l'intermédiaire de notre fonds commun de placement HMG Rendement.

Cette situation est-elle réellement nouvelle ? Cosmétiquement, oui, mais en réalité, non. Il s'agit de « l'illusion nominale », un phénomène très bien décrit par Alfred Sauvy il y a déjà 40 ans, notamment dans son ouvrage « L'économie du diable », qui n'a pas pris une ride et dont les analyses sont toujours d'une pertinence et d'une clairvoyance saisissante. Il est frappant de constater que les problèmes de la France aujourd'hui sont les mêmes qu'à l'époque, qu'ils sont donc identifiés depuis 40 ans, ainsi que les remèdes à apporter, et que l'on ne doit qu'à l'extraordinaire médiocrité des politiciens de tous bords de ne pas avoir fait le nécessaire.

Qu'est-ce que l'illusion nominale ? C'est le sentiment erroné des épargnants d'être rémunérés pour leurs placements, alors qu'en réalité ils s'appauvrissent. Pendant les années 70 – mais cette période est loin d'être unique dans l'histoire ! – l'inflation moyenne se tenait autour de 12 %, alors que le Livret A a rapporté sur cette décennie entre 4 et 7,5 %. Le taux des avances de la Banque de France a oscillé entre 8 % et 10 %. Les épargnants s'appauvrissaient donc de quelques % par an (sans compter qu'ils payaient des impôts sur un revenu nominal, mais en réalité fictif, ce qui remplissait les caisses de l'Etat), situation bien pire que la situation actuelle où les détenteurs de livrets A (qui rapporte 0,75%) s'enrichissent en fait, en termes réels, de 0,35 % par an. Les économistes qui s'interrogent gravement sur les effets économiques des taux 0 se trompent donc de cible : les taux 0, même les taux réels négatifs, ne sont pas une nouveauté.

Ce qui est une nouveauté, par contre, est le niveau extrêmement faible de l'inflation qui fait que les taux, même voisins de 0, continuent à assurer plus ou moins la préservation du capital liquide, ce qui, sur longue durée, est loin d'avoir été le cas. Les années 90 et 2000 constituent en effet, avec leurs taux de rendements réels élevés des placements liquides, les taux d'intérêt ayant été constamment largement supérieurs à l'inflation, une aberration historique.

L'effet économique des taux 0, croyons-nous, est ailleurs : il relève de l'analyse comportementale des agents économiques. Que vont faire les investisseurs, qui sont contents de se faire plumer réellement de quelques % par an pourvu qu'ils aient l'illusion de percevoir un intérêt sur leurs placements, lorsqu'on leur dit que leur rémunération nominale est maintenant de 0 ? En ce sens, la situation actuelle est inédite.

Ce sont ces comportements particuliers induits par les taux nominalement à 0 que nous devons essayer d'identifier pour en tirer des pistes utiles d'investissement.

Commentaire – Clôture du 30 septembre (suite):

En conclusion

Le moteur essentiel de la hausse des prix des actifs (actions, obligations, mais aussi immobilier, etc.) depuis 2009, mais au-delà, depuis le début des années 80, à savoir la baisse des taux d'intérêt, a trouvé son terme. Le moteur auxiliaire, la réduction de l'aversion au risque, aussi, au moins en ce qui concerne les placements obligataires. Les rachats de leurs propres actions pour annulation par les entreprises ces dernières années, phénomène relativement nouveau et qui a pris de plus en plus d'ampleur, ont aussi constitué un facteur de soutien, voire de hausse à long terme, en agissant comme une ponction insistante sur le stock d'actions disponible pour les investisseurs.

Nous ne voyons pas quel pourrait être aujourd'hui le nouveau moteur d'une poursuite générale de la hausse des marchés dans un monde financier où, après 6 ans de réévaluation continue des actifs, la plupart d'entre eux se négocient à un prix voisin et souvent supérieur, à ce que l'on peut estimer être leur valeur réelle.

Dans ce contexte, deux scénarios nous semblent possibles :

1/ comme en 2007, un évènement prévisible, mais pour l'instant marginal dans l'esprit des investisseurs, peut prendre une importance subite, probablement exagérée, et provoquera une panique qui, étant donné le niveau actuel élevé des cours, ne se résorbera pas rapidement.

De fait, la combinaison actuelle de trois facteurs nous paraît menaçante à moyen terme :

- une cristallisation du comportement de meute chez les investisseurs : les opinions discordantes disparaissent ;
- l'aversion au risque est à un niveau faible, sa remontée peut être désastreuse en provoquant à tout moment un renversement brutal du comportement de meute ;
- alors que les rendements des obligations sont voisins de 0 et que les actions sont à un niveau élevé, il n'y aura donc pas grand-chose pour freiner le mouvement de baisse lorsqu'il s'enclenchera.

2/ ou bien, pris entre l'absence d'options intéressantes d'investissement d'un côté, et un niveau élevé des prix des actifs de l'autre, les marchés financiers stagneront globalement, avec des poussées de fièvre épisodiques à la hausse ou à la baisse sur certains secteurs ou certains pays.

Dans un marché haussier, la sélection de titres pour leurs qualités intrinsèques paraît une préoccupation superflue. C'est si le marché se prend à stagner ou se retourne brutalement que notre approche prendra tout son sens.

Dans un marché qui baisserait, la vraie prudence à long terme est de détenir un portefeuille de titres méconnus, sous-évalués.

Commentaire – Clôture du 30 septembre (suite et fin):

Dans un marché qui ferait du surplace, c'est aussi de ces titres que viendrait la performance.

Voici les raisons pour lesquelles nous mettons en œuvre l'approche plus offensive que vous avez décidée de manière très graduelle et toujours conformément à notre philosophie value, contrariante et de long terme. Nous sélectionnons une à une les actions et les obligations que nous mettons en portefeuille pour leurs qualités intrinsèques. Au-delà des inévitables fluctuations de cours liées aux fluctuations générales des marchés à long terme, ce sont bien les qualités intrinsèques des entreprises qui déterminent leur cours de Bourse : dans la durée, la combinaison d'un prix d'entrée attrayant et d'une solide croissance donne de bons résultats.

Et les meilleurs prix d'entrée se trouvent lorsque les marchés sont agités, comme en ce moment, ou pessimistes, comme ils sont susceptibles de le devenir. Les mois qui viennent devraient donc nous permettre d'achever dans de bonnes conditions la construction du portefeuille de votre Sicav.