

# Convictions 2018

## Actions

*Profiter de la reprise européenne.*

## Performance Absolue

*Privilégier les titres aux valorisations attractives exposés à la digitalisation de l'économie.*

## Taux

*Mobilité, sélectivité et duration courte.*

## Mixtes

*S'exposer aux actions.  
Rester vigilant sur les taux.*

## “Europe first !

*Une croissance mondiale soutenue par la zone euro*

- La croissance de la zone euro fait à nouveau jeu égal avec celle des États-Unis.
- Les Banques Centrales mènent des politiques de normalisation monétaire prudentes avec une orientation “pro-croissance”.
- La dynamique d'inflation redevient la clef de l'évolution des marchés.
- Le couple rendement-risque des obligations reste peu attractif.
- Les fondamentaux économiques favorisent les actions de la zone euro.





**JEAN-CHARLES MÉRIAUX,**  
Directeur de la gestion



**PASCAL GILBERT,**  
Gérant obligataire

# “Europe first !”

## *Une croissance mondiale soutenue par la zone euro*

Au plus haut depuis 10 ans, la croissance économique mondiale, donne lieu à des anticipations encore positives. La Banque Centrale Européenne (BCE) révisé ses attentes pour 2018 de 1,8% à 2,3% dans la zone euro ainsi que la Réserve Fédérale Américaine (FED) de 2,1% à 2,5% pour la même période. Les indicateurs avancés, toujours bien orientés, offrent une visibilité excellente sur le 1<sup>er</sup> semestre. L'IFO<sup>1</sup>, par exemple, demeure à son plus haut historique.

L'output gap<sup>2</sup> s'est refermé et le marché du travail donne déjà quelques signes de tension dans les pays les plus dynamiques (Etats-Unis, Allemagne mais aussi dans les pays limitrophes, Pologne, Hongrie ...). Le chômage va poursuivre sa décrue. Ce sont chaque mois près de 100 000 chômeurs de la zone euro<sup>3</sup> qui vont retrouver une activité et contribuer à la croissance. L'outil de production, aussi, apparaît particulièrement sollicité en Europe et des investissements significatifs doivent voir le jour.

Nous avons une conviction forte sur l'économie de la zone euro, France en tête. Depuis fin 2015 la croissance de la zone euro est supérieure à celle des États-Unis. Elle sera encore proche en 2018. Pour la première fois depuis 25 ans, elle n'est pas soutenue par le déficit budgétaire et par des politiques de relance, alors que cela restera le cas aux Etats-Unis et au Japon en 2018.

La France est le premier pays où nous avons envie d'investir aujourd'hui. C'est le pays qui offre la meilleure visibilité politique. Nous n'avons pas vu une dynamique et un climat économique aussi favorables depuis plus de 10 ans. La confiance est là.

La croissance japonaise donne, elle aussi, le sentiment d'être repartie durablement, pour la première fois depuis 25 ans. Celle de la Chine, certes en ralentissement très graduel, reste parfaitement pilotée. Sur les pays émergents, si cela va mieux, le retour des tentations protectionnistes, apparaît toujours comme une épée de Damoclès pour certains d'entre eux.

La thématique de l'inflation, sous-pondérée par les marchés depuis une dizaine d'années, sera essentielle en 2018. La hausse des prix sera progressive et probablement plus importante aux États-Unis, où le cycle est plus avancé. Un léger regain d'inflation devrait permettre aux Banques Centrales de valider la pertinence de leurs modèles et de leurs interventions passées. L'heure de vérité a maintenant sonné pour encore renforcer leur crédibilité.

<sup>1</sup> Indicateur mensuel de la confiance de 700 chefs d'entreprises allemands. <sup>2</sup> Ecart de production. Ecart entre le niveau réel du produit intérieur brut (PIB) et son niveau potentiel : la production potentielle. <sup>3</sup> Source Eurostat.

“  
*La croissance de la zone euro fait à nouveau jeu égal avec celle des États-Unis*”

“  
*Les Banques Centrales mènent des politiques de normalisation monétaire prudentes avec une orientation “pro-croissance”*

**Toute sortie de capitaux de la zone euro représente un risque.** Nous en avons la conviction depuis deux ans déjà. Avec des déficits jumeaux<sup>5</sup> qui dépassent 6% du PIB<sup>6</sup> aux Etats-Unis, le dollar pourrait, en effet, être plus faible d'ici à 12 mois. La zone euro est quasiment en double-excédent, commercial et budgétaire, à l'exception de la France. L'euro est ainsi une monnaie forte qui va continuer à s'apprécier à moyen terme.

«**Chi va piano va sano e va lontano**»<sup>7</sup>. La tendance à la restriction monétaire, lente mais continue, est le signe d'un retour à la normale. Les Banques Centrales veillent à ce que l'huile qu'elles mettent dans les rouages pour faire tourner le moteur de la croissance ne se transforme pas en huile sur le feu. Pour elles, l'enjeu est peut-être de se montrer un peu moins « lisibles » pour prévenir les bulles naissantes.

**Le couple rendement-risque est peu attractif sur les obligations.** Sans croire au scénario de krach obligataire, nous restons vigilants sur la classe d'actifs qui touche un plancher en termes de rendement. La sécurité et la rareté font, cependant, que la dette d'État restera chère. Sa décorrélation aux actions justifie pourtant sa place dans une allocation d'actifs à des fins de diversification. Les titres indexés sur l'inflation sont à privilégier dans une logique de regain, même modéré, de la hausse des prix.

Les obligations corporate<sup>8</sup> voient s'accumuler les risques de liquidité, de volatilité et de défaut. La catégorie investment grade<sup>9</sup>, qui est la plus sécurisée, ne rapporte, par exemple, que 0,2 % en taux nominal sur les maturités courtes, de 3 à 5 ans. Le maître-mot pour trouver de la valeur en 2018 sera la mobilité, notamment sur les émetteurs d'obligations convertibles.

**La poursuite d'une normalisation monétaire en douceur doit, au contraire, inciter les épargnants à prendre un peu plus de risque sur les marchés actions.** Les fondamentaux économiques exceptionnels favorisent les actions de la zone euro. La valorisation des actions ne paraît pas excessive, avec un PER<sup>10</sup> estimé 2018 à 14,5 fois. Nous maintenons une forte conviction sur la valeur qui affiche un multiple valeur d'entreprise/Ebitda<sup>11</sup> inférieur à la moyenne historique.

*Achévé de rédiger le 10 janvier 2018*

<sup>5</sup> Déficit budgétaire et commercial cumulés. <sup>6</sup> Produit Intérieur Brut. <sup>7</sup> « Qui va doucement, va sainement et va loin ». <sup>8</sup> Obligations d'entreprise. <sup>9</sup> Titres correspondant aux obligations émises par les emprunteurs qui reçoivent une note allant de AAA à BBB- par les agences de notation, selon l'échelle de Standard & Poor's. <sup>10</sup> Price Earning Ratio, ratio cours sur bénéfices. <sup>11</sup> Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization. C'est le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement. C'est un indicateur proche de l'excédent brut d'exploitation (EBE) utilisé pour mesurer la profitabilité économique d'une entreprise.

# Profiter de la reprise européenne

## *Les fondamentaux économiques favorisent les actions de la zone euro*

Les marchés d'actions européens restent relativement peu chers par rapport aux marchés obligataires. Dans un environnement de reprise du cycle économique et d'un possible retour de l'inflation, le style « value » devrait poursuivre son rattrapage et surperformer. « Les valeurs de croissance à prix raisonnable devraient également en profiter à condition d'être sélectif » souligne Carl Auffret, Gérant de DNCA Invest Europe Growth et DNCA Invest Norden Europe.

Encore un peu délaissées, les larges caps<sup>12</sup> domestiques devraient bénéficier du retour des flux d'investissement vers l'Europe. L'accélération se poursuit dans tous les pays, à l'exception du Royaume-Uni, pénalisé par le Brexit. Le retard accumulé en France et en Italie est tel que le potentiel d'appréciation est plus fort que sur le reste des marchés. « La politique industrielle de l'État français est de nature à favoriser des sociétés à capitaux publics comme EDF, Thales, Orange ou Air France-KLM » indique Damien Lanternier, Gérant de Centifolia.

« Les mid-caps restent attractives en raison de leur exposition à la reprise de l'économie et de leur potentiel de croissance important » selon Don Fitzgerald, Gérant de DNCA Invest Archer Mid-Cap Europe.

Le secteur des télécoms a touché un point d'inflexion et offre une valorisation attractive en termes de revenu et d'Ebitda<sup>13</sup>. Nous conservons une conviction forte sur le secteur automobile et les équipementiers qui profitent des bonnes perspectives macroéconomiques avec des multiples de valorisation encore faibles tout comme le secteur du transport et du trafic aérien.

Le pétrole reste un secteur « value » alors que la demande est portée par la croissance mondiale. Le prix du baril, cantonné dans une borne de prix de 45-65 USD, a incité les majors<sup>14</sup> à une meilleure gestion de leurs coûts opérationnels. « Depuis le pic de 2013, les investissements en exploration ont chuté de 700 à 400 milliards de dollars » note Pierre Pincemaille, Gérant de DNCA Evolutif.

Les banques françaises devraient voir leurs marges s'améliorer avec la légère repentification<sup>15</sup> de la courbe des taux. Bâle 4 offre une meilleure visibilité sur le plan réglementaire et le secteur bénéficie d'un important travail de réduction des coûts entrepris depuis ces dernières années. « Le risque systémique est écarté pour les banques italiennes et leurs bilans, pour les meilleures d'entre elles, comme Intesa San Paolo et Unicredit, leur donnent la capacité de se redresser en accompagnant la reprise de la consommation intérieure » indique Isaac Chebar, Gérant de DNCA Value Europe.

La thématique de la disruption reste porteuse de valeur pour 2018. Les gagnants visibles sont les valeurs technologiques (ESN<sup>16</sup>, semi-conducteurs, robotique, intelligence artificielle, biotech...). Nous considérons que l'adaptation des sociétés traditionnelles aux nouveaux enjeux du monde actuel (digitalisation, transition énergétique,...) est un facteur clé de leur évolution boursière dans une perspective de moyen terme.

### Performance Absolue



Nous privilégions les titres présentant

selon nous des niveaux de valorisation attractifs et pouvant profiter de la digitalisation de l'économie.

Nous restons positifs sur les actions même s'il est probable que la remontée progressive des taux d'intérêts, notamment aux Etats-Unis, devrait limiter leur progression.

Nous pensons que la croissance des résultats sera clé quant à l'évolution des cours de bourse.

Selon nous, les sociétés les mieux positionnées pour surprendre sur leurs résultats sont celles qui sont exposées favorablement à la digitalisation de l'économie et/ou à l'Europe.

Cyril Freu,

Responsable de l'expertise Performance Absolue & Directeur Adjoint de la Gestion

<sup>12</sup> Grandes capitalisations. <sup>13</sup> Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization. C'est le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement. C'est un indicateur proche de l'excédent brut d'exploitation (EBE) utilisé pour mesurer la rentabilité économique d'une entreprise. <sup>14</sup> Principales sociétés qui dominent l'industrie pétrolière et gazière mondiale. <sup>15</sup> Hausse de l'écart de rendement entre taux courts et taux longs pour un même émetteur. <sup>16</sup> Entreprises de Services du Numérique.

# Mobilité, sélectivité et duration courte

## *Le couple rendement-risque des obligations reste peu attractif*

En cas d'anticipation d'un regain d'inflation, la Banque Centrale Européenne (BCE) pourrait faire volontairement des écarts dans un discours toujours accommodant et surprendre les marchés. « Face à la faiblesse des rendements obligataires et faute de visibilité sur le tempo de la normalisation monétaire en cours, notre premier réflexe est de conserver du cash, à titre défensif » souligne Philippe Champigneulle, Gérant d'Eurose. Ces liquidités seront utilisées de manière opportuniste pour produire du rendement en cas de retour de la volatilité comme nous l'avons fait à l'automne 2015 et au printemps 2016, lorsque les marchés du crédit avaient été chahutés par les premières hausses de taux opérées par la Réserve Fédérale Américaine (FED).

Les titres indexés sur l'inflation constituent une source intéressante de diversification dans une logique de hausse de l'inflation même modérée telle que nous l'anticipons. Elle réapparaît d'ailleurs déjà dans les pays les plus avancés du cycle économique (Etats-Unis, Royaume-Uni, Canada, Japon, Allemagne...). Sur fond d'une croissance mondiale soutenue, l'appréciation des matières premières devrait alimenter la poursuite de ce mouvement.

« Les obligations convertibles offrent un gisement d'opportunités si le marché primaire demeure actif » note Igor de Maack, Gérant et porte-parole de la gestion. Il s'agit de prendre en compte la montée du risque de défaut et de privilégier la liquidité sur des durations courtes.

Nous conservons une vigilance active sur la dette corporate<sup>17</sup> qui ne peut plus jouer de notre point de vue le rôle de valeur refuge comme c'est le cas depuis 30 ans. Les flux seront positifs sur ce segment tant que les taux d'État européens resteront négatifs pour des échéances en deçà de 5 ans. Mais les taux de crédit vont augmenter plus vite que les taux d'État. Prudence, en particulier, sur les obligations high yield<sup>18</sup>.

### Fonds Mixtes

**Nous maintenons un niveau d'exposition élevé sur les actions européennes et domestiques pour profiter du "momentum" européen.** Nous restons vigilants sur les taux et maintenons une sensibilité faible du portefeuille.

Nous privilégions les obligations convertibles en actions et les titres indexés sur l'inflation afin de tirer parti de la hausse des points-morts d'inflation.

Nous surpondérons le « cash » pour profiter des regains de volatilité et de la poursuite de la convergence des taux souverains en zone euro.

<sup>17</sup> Dette d'entreprise. <sup>18</sup> Les obligations à « Haut Rendement » sont des titres obligataires de nature spéculative, dont la notation est inférieure à BBB- chez Standard & Poor's.

“  
La dynamique  
d'inflation redevient  
la clef de l'évolution  
des marchés

Textes achevés de rédiger le 10/01/2018. Sources : DNCA Finance. Plus d'informations sont disponibles sur notre site. DNCA Investments est une marque de DNCA Finance. Les opinions sur les marchés communiquées correspondent aux analyses des gérants de DNCA Finance. DNCA Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base de ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Ce document promotionnel est un outil de présentation simplifié et ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement. Ce document ne peut être reproduit, diffusé, communiqué, en tout ou partie, sans autorisation préalable de la société de gestion. L'accès aux produits et services présentés peut faire l'objet de restrictions à l'égard de certaines personnes ou de certains pays. Le traitement fiscal dépend de la situation de chacun. Le DICI doit être remis au souscripteur préalablement à chaque souscription. Pour une information complète sur les orientations stratégiques et l'ensemble des frais, nous vous remercions de prendre connaissance du prospectus, des DICI et des autres informations réglementaires accessibles sur notre site [www.dnca-investments.com](http://www.dnca-investments.com) ou gratuitement sur simple demande au siège de la société de gestion.

DNCA Finance - 19, place Vendôme - 75001 Paris - tél.: +33 (0)1 58 62 55 00 - email: [dnca@dnca-investments.com](mailto:dnca@dnca-investments.com) - [www.dnca-investments.com](http://www.dnca-investments.com)  
Société de gestion agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro GP 00-030 en date du 18 août 2000.  
Conseiller en investissement financier non indépendant au sens de la Directive MIFID II.

## CONTACTS



### Frédéric Kampschöer

Directeur du Développement

+33 (0)1 58 62 55 03

fkamp@dnca-investments.com

## DISTRIBUTION



### Benjamin Leneutre

Responsable Distribution  
Relations Investisseurs Sud-Est

+33 (0)1 58 62 57 22

bleneutre@dnca-investments.com



### Thomas Lemaire

Relations Investisseurs Grand Ouest et Paris

+33 (0)1 58 62 57 21

tlemaire@dnca-investments.com



### Lambert Demange

Relations Investisseurs Nord et Paris

+33 (0)1 58 62 54 83

ldemange@dnca-investments.com



### Benjamin Billoué

Relations Investisseurs Est et Sud

+33 (0)1 72 38 92 51

bbilloue@dnca-investments.com

## RÉSEAUX SPÉCIALISÉS



### Alexandre de La Raitrie

Responsable des Réseaux Spécialisés

+33 (0)1 58 62 54 89

adelaraitrie@dnca-investments.com



### Jacques-Arnaud L'Hélias

Relations Investisseurs

+33 (0)1 83 97 55 66

jahlhelias@dnca-investments.com

## INSTITUTIONNELS



### Vincent Rémy

Responsable Investisseurs Institutionnels

+33 (0)1 58 62 57 17

vremy@dnca-investments.com



### Capucine Plasmans

Relations Investisseurs Institutionnels

+33 (0)1 58 62 54 88

cplasmans@dnca-investments.com



### Adrien Montigny

Relations Investisseurs Institutionnels

+33 (0)1 58 62 54 97

amontigny@dnca-investments.com