



Par Igor de Maack
Gérant et porte parole de la gestion

LA FED CHANGE DE CAP , LA BCE MAINTIENT LE SIEN !

LES MARCHES SONT TOUJOURS PRISONNIERS DU DISCOURS DES BANQUES CENTRALES QUI ONT OFFICILIALISE LEUR DIVERGENCE DE POLITIQUE MONETAIRE. SI DES RISQUES PLANNENT SUR LES PROFITS DES ENTREPRISES AMERICAINES ET SUR DES PAYS EMERGENTS BOULEVERSES, LA ZONE €URO APPARAIT TOUJOURS COMME UNE TERRE D'ACCEUIL AUX INVESTISSEURS INTERNATIONAUX EN QUETE DE PERFORMANCE.

La Fed a entériné la fin de sa politique de taux zéro en annonçant sa première hausse des taux lors de sa réunion le 16 décembre et une remontée graduelle en 2016. A l'opposé, la BCE a confirmé son biais accommodant mais a refroidi les investisseurs dans sa dernière communication. Cette divergence, déjà partiellement reflétée dans le taux de change, aura de nombreuses conséquences sur le prix des actifs de part et d'autre de l'Atlantique.

Plus que l'engagement et l'action déjà bien connus de ces deux banques centrales, c'est bien la lisibilité de leur communication qui déterminera le comportement des investisseurs dans les prochaines semaines. En Europe, la décision de la BCE d'élargir son programme quantitatif en le prolongeant de six mois, mais sans augmenter son montant d'achats mensuels, a provoqué une réaction violente sur le marché des taux et actions. Si la politique monétaire ne peut pas régler toutes les problématiques, elle a au moins le mérite d'éloigner pendant encore de longs mois l'angoisse du risque systémique, notamment en zone €uro. Les niveaux de valorisation peuvent donc se renchérir sans toutefois garantir qu'ils correspondent toujours aux évolutions micro-économiques fondamentales.

Aux Etats-Unis, les investisseurs vont peut-être devoir quitter le paradis perdu pour passer au purgatoire : tout d'abord sur la partie obligataire car ce n'est jamais simple d'affronter une hausse des taux qui intervient déjà en retard par rapport au cycle économique.

Pour les actions américaines, le resserrement des conditions monétaires combiné à un dollar fort ne constitue pas un soutien de leur valorisation.

L'embellie de la croissance européenne continue même si le monde autour de l'Europe souffre. Les pays émergents traversent une passe économique et politique difficile mais peut-être salutaire. Les Etats-Unis doivent gérer une seconde partie de cycle moins euphorique.

Les statistiques récentes pour le mois de novembre (immatriculations automobiles, distribution de crédit et PMI manufacturier) attestent de la poursuite de la reprise en zone €. Néanmoins, toutes les entreprises européennes n'en profiteront pas à cause de l'empreinte géographique de leurs activités. Engagés, pour certains, dans un processus de bouleversement politique et institutionnel (Brésil, Argentine, Venezuela), les pays émergents doivent actuellement faire face à des situations économiques alarmantes. Néanmoins, le prix des actifs des pays émergents (notamment en Chine, en Russie et au Brésil) a déjà beaucoup corrigé. L'accalmie dans la baisse du prix du pétrole pour les pays producteurs (Russie) et le redémarrage de la consommation en Chine pourraient redonner à ces zones économiques un intérêt dans la perspective d'un investissement long terme.

Les actions américaines ont déjà enchaîné six années de performance positive. Le niveau d'endettement des entreprises américaines a augmenté et représente un risque sur le prix des actifs risqués en cas de mauvais pilotage de la courbe des taux par la Fed. La compétition mondiale par les prix via la dévaluation généralisée des grandes devises handicape la courbe de progression des profits des entreprises américaines.

Prédire les risques de l'avenir est une qualité, prévenir les investisseurs est un devoir mais s'en prémunir s'avère un exercice beaucoup plus complexe surtout avec les outils disponibles aujourd'hui.

La baisse continue des taux de référence et des spreads de crédit ne pourra plus servir de moteur de performance comme par le passé. Il faudra attendre que les taux et/ou les spreads remontent vraiment pour revenir massivement sur les obligations. Dans ce cadre, une grande sélectivité s'impose à l'achat. Nous les achèterons de préférence courtes, souveraines au Sud, indexées inflation, convertibles ou offrant un bon couple rendement-risque sur le segment du crédit en général.

Les taux de change n'offrent pas de perspective de tendance nette et les contrepieds peuvent être nombreux (ex : la dévaluation surprise du Renminbi, le mouvement récent de faiblesse du dollar). Ainsi, le renforcement du dollar contre Euro a probablement déjà en partie eu lieu. L'amélioration de la balance excédentaire en zone Euro et la croissance macro-économique militent plutôt pour une appréciation de la monnaie unique à moyen

terme. Mais les risques politiques demeurent en Europe notamment à cause d'un calendrier électoral chargé.

Pour l'investissement en actions, nous identifions avec des critères strictes de valorisation trois thématiques en se concentrant sur la zone € et plus généralement sur l'Europe : les entreprises aux activités domestiques exposées au retour du consommateur européen, les sociétés en restructuration/en situation de M&A et les profils de croissance indépendants du cycle mondial.

Texte achevé de rédiger le 16 décembre 2015 par Igor de Maack, porte parole de la gestion.
« Cet article ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement. »

A propos de DNCA :

DNCA est une société de gestion créée en 2000 à Paris par des spécialistes d'une approche patrimoniale de la gestion pour le compte d'investisseurs privés et institutionnels. Adoptant un biais défensif, la société cherche à optimiser le couple rendement/risque des portefeuilles. Forte d'une équipe de plus de 91 collaborateurs, DNCA a développé des expertises dans les actions européennes et internationales (« long only » et « absolute return »), la gestion diversifiée, les obligations convertibles et les obligations zone euro.

La qualité de sa gestion, régulièrement récompensée par la presse spécialisée, lui a permis de connaître une croissance rapide au cours des quinze dernières années. Ses encours atteignent 18,5 milliards (au 30/11/2015).

Contact presse:

Anne de Genouillac

Téléphone: +33 1 58 62 55 07

E-Mail: agenouillac@dnca-investments.com