



DORVAL
ASSET MANAGEMENT
FLEXIBLE PAR CONVICTION

Communiqué de Presse Macroéconomie – 12 Juin 2018

Comment réconcilier le dynamisme des entreprises et les interrogations sur le cycle

Des entreprises prospères et un marché plus sain

Une forme de prospérité économique s'installant, une majorité d'entreprises cotées sont capables de générer une croissance à deux chiffres des profits. En zone euro, la médiane se situe à +12% de croissance des bénéfices par action au cours des 12 derniers mois. De plus, les excès d'optimisme du début d'année – qui avaient conduit Dorval Asset Management à une grande prudence dans son allocation d'actifs – ont laissé place à **une normalisation du sentiment de marché** et à une reconstitution de primes de risques, ce qui est plutôt sain.

Des gains en bourse cependant limités par la maturité du cycle

Certains facteurs pourraient cependant continuer à limiter les gains sur les marchés boursiers. D'abord, les valorisations restent élevées, avec une médiane de PER (rapport cours / bénéfices anticipés) de presque 17x sur les valeurs non financières des marchés occidentaux. Ce niveau est certes moins extrême que celui de la fin des années 90, mais il est aussi élevé qu'en 2006-2007. **Le cycle étant déjà assez avancé, une hausse des PER nous semblerait peu justifiée.**

Ensuite les fondamentaux exceptionnels en faveur des actions auront du mal à s'améliorer, ce qui donne moins de vitesse au marché. Des freins commencent à apparaître, en particulier sous la forme d'une **normalisation partielle des politiques monétaires**. Les banquiers centraux vont certes jouer la prudence, redoutant de produire un ralentissement économique qui pourrait gâcher les gains de leur lutte acharnée contre la déflation. Il n'empêche, la réserve fédérale américaine a déjà mis fin à sa politique expansionniste, et la BCE s'apprête à annoncer une extinction de son programme d'achat d'obligations à partir de septembre 2018, avant une première hausse de taux souvent anticipée pour 2019. Ces ajustements induisent forcément des interrogations sur la durée restante du cycle, comme en témoigne l'attention désormais forte portée par les investisseurs à l'évolution des chiffres d'inflation des salaires et des prix.

Un affilié de  **NATIXIS**
INVESTMENT MANAGERS



NEITHER BEAR NOR BULL
BUT CAMELEON



DORVAL
ASSET MANAGEMENT
FLEXIBLE PAR CONVICTION

Les bruits politiques pourraient mettre un peu de temps à se dissiper

Dorval Asset Management considère les primes de risque politique apparues cette année comme des opportunités pour les investisseurs, même si ces risques pourraient prendre un peu de temps à se dissiper. La mise en place d'un gouvernement populiste improbable en Italie fait craindre une confrontation avec les institutions de la zone euro. **Dorval Asset Management pense que l'Italie a une petite marge de manœuvre pour soutenir sa demande intérieure, comme l'a fait le Portugal**, mais il lui faudra éviter une forte dégradation de sa notation. Le risque principal est qu'une pression durable des marchés obligataires italiens soit nécessaire pour assagir les projets de la coalition gouvernementale. Enfin, l'activisme de Donald Trump sur les fronts commerciaux et géopolitiques aura du mal à se calmer avant les élections de mi-mandat en novembre. Une « prime de risque Trump » va donc demeurer, même si la crédibilité d'une remise en cause de la mondialisation – dont « Corporate America » a tant bénéficié – est extrêmement faible.

Des marchés émergents durablement vulnérables ? Pas si sûr.

Certains pays émergents comme l'Argentine et la Turquie ont vu leurs devises plonger au premier semestre 2018, attisant les craintes d'un effet domino sur l'ensemble de la zone. **La faiblesse récente des marchés émergents est souvent expliquée par leur vulnérabilité à la hausse des taux d'intérêt américains, sur fond d'un excès d'endettement. Ce n'est pas notre analyse.** Si l'on exclut la Chine, dont la dette ne circule pas dans le système financier international, la dette émergente n'a augmenté que modérément au fil du temps, reflétant une financiarisation progressive et normale de l'économie. De plus, la hausse des taux d'intérêt américains n'entraîne pas fatalement les devises émergentes à la baisse, comme l'ont montré les contre-exemples de 2017 et 2004-2006. En outre, **le grand ajustement de la plupart des économies émergentes a déjà eu lieu entre 2011 et 2016, les rendant moins vulnérables aujourd'hui.**

Change et prix du pétrole, facteurs de dispersion des profits

Parmi les principaux facteurs de dispersion des résultats des entreprises, **les effets de change et de prix (matières premières) pourraient se modérer au second semestre** en raison des effets de base. Il semble de plus que l'OPEP et la Russie soient désormais satisfaites du niveau du prix du baril, ce qui devrait conduire à une stabilisation des prix. Quant à l'euro, il subit des pressions contradictoires, entre une prospérité économique mondiale plutôt défavorable au dollar (le dollar est en effet une valeur refuge), et des risques politiques en Italie ainsi qu'un différentiel de taux d'intérêt avec les Etats-Unis qui pèsent sur l'euro.



DORVAL
ASSET MANAGEMENT
FLEXIBLE PAR CONVICTION

Optimisme modéré sur les marchés, flexibilité et diversification à l'honneur

Nous pensons que **le diagnostic d'ensemble justifie une attitude modérément positive et une approche flexible et diversifiée à l'égard des marchés actions**. Ceux-ci sont toujours soutenus par d'excellents fondamentaux, et par la faible probabilité, à court terme, des scénarios de fin de cycle. Les résultats des entreprises sont bons et devraient le rester. De plus, les risques politiques créent aussi des opportunités.

La flexibilité continue cependant de s'imposer car la période reste propice à des mouvements de marchés parfois violents. Le taux d'exposition aux actions de notre fonds flexible européen (Dorval Convictions) devrait continuer à évoluer dans la zone 40-60% la plupart du temps. Quant à la diversification, elle continue de produire des effets positifs dans la gestion du risque, comme l'indique la poursuite de la baisse des corrélations entre marchés, secteurs et sociétés.

Des thématiques ancrées dans un cycle économique porteur

Nos thématiques européennes et internationales restent ancrées dans le cycle mondial porteur, avec **un poids toujours faible des secteurs défensifs vulnérables à la hausse des taux d'intérêt**. Dans notre fonds international (Dorval Global Convictions) nous captions les dynamiques domestiques américaine, européenne et japonaise, et demeurons investis dans les actions et obligations émergentes, ainsi que dans les obligations de la périphérie de la zone euro. **Le thème de la numérisation de l'économie reste majeur**, en particulier dans notre stock-picking européen.

A propos de Dorval Asset Management

Dorval Asset Management : Flexible par conviction

Dorval Asset Management est une société de gestion reconnue dans les domaines des stratégies flexibles patrimoniales et du stock-picking en actions européennes-Agréée par l'AMF depuis 1993, son capital est détenu à hauteur de 50,1 % par Ostrum Asset Management et 49,9 % par ses collaborateurs. Elle met œuvre une gestion de conviction à vocation patrimoniale, caractérisée par une gestion active, éloignée des indices.

Avec la conviction qu'une approche flexible est nécessaire pour apporter une gestion de qualité à ses clients dans l'actuel environnement des marchés, l'équipe de gestion propose une gestion flexible patrimoniale, reflet de son ADN. Dorval Asset Management propose une offre de sept fonds complémentaires : une gamme actions européennes composée de Dorval Manageurs, Dorval Manageurs Euro, Dorval Manageurs Europe, Dorval Manageurs Small Cap Euro, Dorval Manageurs Smid Cap Euro et une gamme flexible constituée de Dorval Convictions, Dorval Convictions PEA, Dorval Global Convictions Patrimoine, Dorval Global Convictions, Dorval Emerging Market Convictions. L'offre de Dorval Asset Management est commercialisée par la plate-forme internationale de distribution de Natixis Investment Managers, ainsi que par les réseaux bancaires français du Groupe BPCE. Au 31 mai 2018, Dorval Asset Management affiche 3 milliards d'euros d'encours sous gestion.

Un affilié de  **NATIXIS**
INVESTMENT MANAGERS





DORVAL
ASSET MANAGEMENT
FLEXIBLE PAR CONVICTION

> Suivez, Dorval Asset Management sur



À propos de Natixis Investment Managers

Natixis Investment Managers accompagne les investisseurs dans la construction de portefeuilles en offrant une gamme de solutions adaptées. Riches des expertises de plus de 20 sociétés de gestion à travers le monde, nous proposons l'approche Active ThinkingSM pour aider nos clients à atteindre leurs objectifs quelles que soient les conditions de marché. Natixis Investment Managers est classée parmi les plus grandes sociétés de gestion d'actifs dans le monde¹ (830,8 Mds d'euros d'actifs sous gestion²). Natixis Investment Managers regroupe l'ensemble des entités de gestion et de distribution affiliées à Natixis Distribution, L. P. et Natixis Investment Managers S. A.

¹ Cerulli Quantitative Update : Global Markets 2017 a classé Natixis Global Asset Management S.A 15e plus grande société de gestion au monde, sur la base des actifs sous gestion au 31 décembre 2016.

² Valeur nette des actifs au 31 Décembre 2017

Contact Presse : FINANSCOM – Colette Aubry
06 13 08 80 59 caubry@finanscom.com

Un affilié de  **NATIXIS**
INVESTMENT MANAGERS



NEITHER BEAR NOR BULL
BUT CAMELEON