



Madame, Monsieur,

Les marchés, déjà très compliqués depuis le début de l'année, subissent depuis début octobre un mouvement de repli sensible qui s'est un peu accéléré encore ces derniers jours. Votre compte en est affecté.

Les causes en sont connues depuis de longs mois : guerre commerciale, brexit, déficit italien, ralentissement économique aux USA. Nous avons déjà communiqué sur ces points dans les différents rapports de gestion trimestriels. Mais cette fin d'année cristallise toutes les craintes en même temps.

Retour sur la performance depuis le début de l'année

Notre indicateur, l'indice CAC 40 dividendes nets réinvestis (CAC 40 NR), abandonne ainsi 8,76% depuis le début de l'année et nous affichons depuis mars une nette sous-performance par rapport à celui-ci. Bien que l'indice CAC 40 NR nous serve de référence, notre gestion est plus diversifiée. Et quelques valeurs par leur bonne tenue relative et leur forte pondération au sein de l'indice cachent une réalité de marché plus complexe : Vingt-trois titres sur les quarante que compte l'indice sont en baisse de 10 à 60%. Cependant les explications principales de la sous-performance actuelle sont les suivantes :

- Nos portefeuilles ont structurellement des petites et moyennes valeurs, gérées principalement par le biais d'OPCVM, du fait de la surperformance long terme de celles-ci. Ces valeurs ont bien plus souffert que le CAC 40 NR par manque de liquidité dans les périodes de repli (Indice CAC Mid&Small, -21,21%).
- De même nous intégrons dans notre gestion des valeurs européennes, en direct ou par le biais de fonds. Les indices des autres places européennes n'ont pas les pondérations sectorielles propres au CAC 40 et affichent des performances moins bonnes : Eurostoxx 50 : -13,90%, Dax 30 (Allemagne) : -17,77%.
- Compte tenu des prévisions d'accélération de la croissance en Europe en début d'année, nous avons des valeurs cycliques ou de retournement qui ont coûté cher en performance (Ex : Valéo). Certains titres, non présents dans l'indice ont souffert de dégradation de perspectives à court terme accentuant l'écart. Car les marchés ont été particulièrement durs avec les valeurs aux publications inférieures aux attentes (Rubis, Econocom) ou aux accidents imprévus (malversation comptable chez Altran). Parallèlement, il était difficile de surpayer les valeurs de croissance très recherchées.

Le fonds Dorval Manageurs Europe qui recule de 28,25% reflète le cumul de ces trois difficultés.

Notre analyse et décisions pour 2019

Dans l'état des prévisions et sur la base des niveaux des marchés actuels, nous maintenons notre confiance dans le potentiel des actions pour les douze mois qui viennent. Les marchés attendaient une détente dans la guerre commerciale lancée par les USA et celle-ci a eu lieu malgré tout. De même, la Réserve Fédérale américaine a donné des signaux pour une politique plus accommodante, la fin de la hausse des taux n'étant plus loin à priori. Les marchés craignent sans doute maintenant que l'économie américaine bascule en récession et l'aversion au risque remonte. Ces facteurs, psychologiques en partie, peuvent s'inverser rapidement.

La baisse récente constitue sans doute une opportunité à condition de renforcer la sélectivité. La visibilité étant réduite, notamment du fait de l'imprévisibilité de Monsieur Trump, nous pensons maintenir dans l'immédiat une exposition action avoisinant celle qui prévaut actuellement (84%-85% pour les PEA). Après une baisse de 10% et dans une stratégie de long terme sur les placements actions, il ne nous paraîtrait pas opportun de vendre des titres aux valorisations devenues très attractives pour certains.

Cependant, cette absence de visibilité à l'heure actuelle demande de travailler toujours plus sur la qualité des valeurs détenues et de préparer une éventuelle baisse de la croissance mondiale plus marquée que prévue. La qualité est déjà bien présente dans notre sélection de valeurs (Axa, Total, Saint-Gobain, Schneider...) mais nous renforcerons la part de valeurs offrant une bonne visibilité de croissance au détriment de valeurs plus cycliques ou pour lesquelles des doutes sont apparus récemment. La volatilité probable de 2019 devra donc être mise à profit pour trouver des points d'entrée intéressants sur ces valeurs de croissance afin de ne pas les surpayer. De même, au niveau de la sélection des OPCVM, un réajustement des positions sera opéré.

Il s'agira donc de conserver la capacité de rebond des portefeuilles tout en réduisant la volatilité globale. La réduction de l'écart actuel avec le benchmark passe par là. La persistance de la méthode de gestion est importante, les effets négatifs se corrigeant souvent naturellement. Les valeurs dépréciées une année font ainsi régulièrement la performance de l'année suivante. Mais le maître mot pour 2019 est donc l'augmentation de la qualité et la baisse de la volatilité.