



**B\*CAPITAL**  
BNP PARIBAS

Juillet 2018

# La Lettre B\*capital



**Frédéric Biraud**  
Directeur Général B\*capital

Suivez-nous sur Twitter  
 @Bcapital\_BNPP

## Une application pour mieux se connaître

Comme nous l'annonçons dans notre lettre d'octobre 2017, nous allons très prochainement compléter notre dispositif d'accompagnement de l'investisseur sur les marchés financiers par le lancement de notre application mobile B\*Fi.

Ces dernières années, nous avons souvent évoqué avec vous l'application de la psychologie à la finance qui permet aux investisseurs de réduire l'impact de leurs émotions sur leurs décisions.

Pour améliorer la sélection de nos idées d'investissement et pour vous aider à réduire cet impact négatif sur la performance des portefeuilles, estimé sur longue période à environ 3% par an, nous avons déployé un plan d'actions en plusieurs étapes :

- Sensibilisation et formation de nos équipes à la finance comportementale et des investisseurs par des web conférences et des vidéos pédagogiques ;
- Analyse des décisions d'investissement prises dans le cadre de notre Gestion Sous Mandat sur 6 ans et du profil de nos gérants et conseillers ;
- Développement d'outils à destination de nos équipes pour améliorer l'analyse des portefeuilles des clients.

Avec B\*Fi, nous allons franchir une nouvelle étape en réunissant dans une même application mobile à la fois des informations sur votre profil d'investisseur et un GPS BCAP permettant de vous guider dans la gestion de votre portefeuille. Cette application est créée en premier lieu pour nos clients et sera ouverte à l'ensemble des investisseurs. Quant au GPS BCAP, je vous propose d'en retrouver le détail dans l'article de Maxime Viémont en page 2.

Nous comptons sur vous pour nous aider à faire évoluer cette application.



### RENDEZ-VOUS WEB CONFERENCES

Le programme du 2<sup>ème</sup>  
semestre 2018 est en ligne !

Pour le consulter, vous inscrire et poser vos questions en direct à nos experts, dès à présent, rendez-vous sur le site B\*capital [www.b-capital.com](http://www.b-capital.com) rubrique B\*cap University > Web Conférences

**JEUDI 27 SEPTEMBRE**  
À 18H30

**Focus Conseil en technologie,**  
animée par Antony Dick,  
*Analyste Financier Portzamparc.*

**JEUDI 11 OCTOBRE**  
À 12H30

**Point marché sous l'angle  
de l'Analyse Technique,**  
animé par Lionel Duverger,  
*Responsable Analyse Technique.*



**Maxime Viéumont,**  
Responsable Finance  
Comportementale

## Découvrez en détail le GPS BCAP pour cartographier les valeurs

L'expertise B\*capital s'appuie sur une sélection rigoureuse de valeurs, basée sur la confrontation des trois analyses : quantitative, fondamentale et technique.

Au sein de l'analyse quantitative, le GPS BCAP constitue la première des trois étapes du processus de sélection d'une valeur et se base sur la finance comportementale.

**Le GPS BCAP est un indicateur quantitatif calculé à partir d'une combinaison de moyennes mobiles.** Il permet de cartographier les valeurs en 4 phases de façon très factuelle :

- B pour **Baisse**,
- C pour **Controverse**,
- A pour **Accélération**,
- P pour **Pause**.

**Les phases de Baisse et d'Accélération sont des phases tendanciennes respectivement à la baisse et à la hausse.**

**Les phases de Controverse et de Pause sont considérées comme des phases de respiration intermédiaire, qui peuvent aboutir soit à une reprise de la phase qui les précède soit au déclenchement de la phase suivante.**

Le GPS BCAP est actualisé chaque semaine et se décline en trois versions :

- Version Absolue
- Version Relative au Marché
- Version Relative au Secteur

La version absolue vise à comprendre le comportement de chaque valeur.

La version relative au marché vise à comprendre le comportement de chaque valeur par rapport au marché européen.

La version relative au secteur vise à comprendre le comportement de chaque valeur par rapport à son propre secteur.

À titre d'exemples :

- Une valeur classée en phase d'Accélération sur le GPS BCAP absolu indique que cette valeur est en phase ascendante.
- Une valeur classée en phase de Baisse sur le GPS BCAP relatif au marché indique que cette valeur sous-performe le marché européen.
- Une valeur classée en phase de Controverse ou Pause sur le GPS BCAP relatif au secteur indique que cette valeur se comporte comme son secteur de référence.

Entre 1987 et 2017, le rendement annualisé et la volatilité annualisée de l'indice CAC 40 se sont élevés respectivement à :

- 5,7% et 21,6% sur l'ensemble des phases B, C, A et P
- 5,1% et 17,7% sur les phases C, A et P
- 8,4% et 17% sur les phases A et P
- 7,1% et 16,2% sur la phase A

Ainsi, il nous semble préférable d'intervenir sur les phases d'Accélération et de Pause car elles délivrent le meilleur couple rendement risque.

En pratique, nous sélectionnons majoritairement des valeurs en phase d'Accélération.

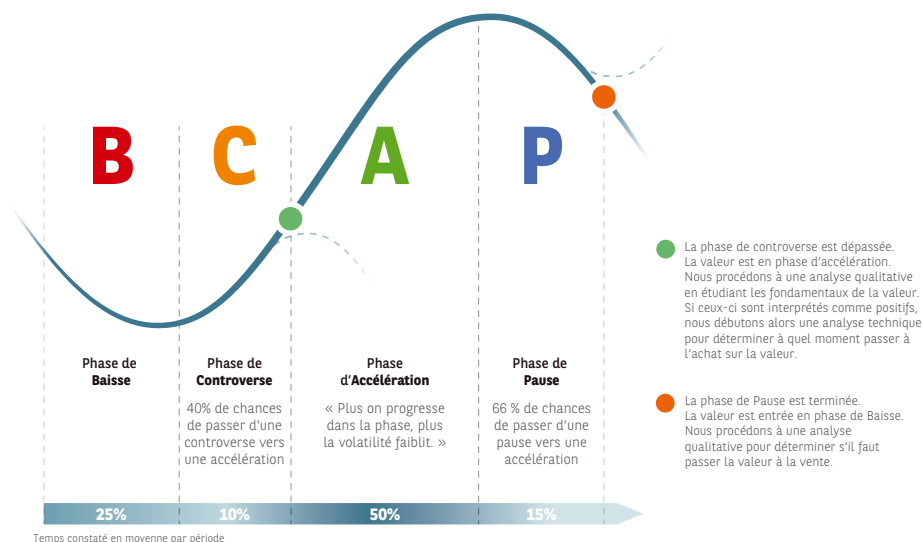
Pour cela, dès que les valeurs de notre univers d'investissement sont cartographiées

en phase A dans notre GPS BCAP, nous procédons à une analyse qualitative en étudiant les fondamentaux de la valeur. Si ceux-ci sont interprétés comme positifs, nous débutons alors une analyse technique pour déterminer à quel moment passer à l'achat sur la valeur.

De la même façon, lorsqu'une valeur est cartographiée en phase B dans le GPS BCAP, ces analyses qualitatives nous aident à déterminer s'il faut se dessaisir de la valeur.

### EN RÉSUMÉ :

- Le GPS BCAP n'est que la première étape du processus de sélection des valeurs.
- Les alertes données par le GPS BCAP ont toujours besoin d'être confortées par les analyses fondamentale et technique.
- Le comité d'investissement de B\*capital peut souhaiter ne pas acheter des valeurs cartographiées en phase A, ou peut conserver des valeurs cartographiées en phase B.





**Sébastien Sicot**  
Gérant de portefeuilles  
Portzamparc Gestion

## Bilan macroéconomique du 1<sup>er</sup> semestre

La fin de l'année 2017 s'est caractérisée par une accélération de la croissance. Les perspectives étaient bonnes pour le début de 2018 avec notamment l'adoption d'une réforme fiscale aux Etats-Unis de nature à prolonger cette accélération outre-Atlantique, et par contagion au niveau global. Dans ces conditions, nous nous attendions à de bonnes performances des actifs risqués, avec une préférence pour les actions européennes, en retard en termes de valorisations. Faisons un point d'étape à mi-année.

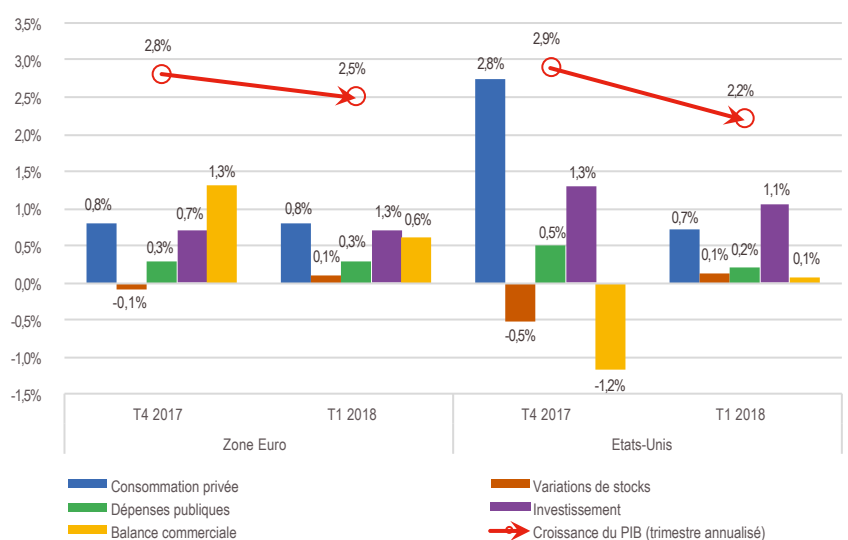
### RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE AU 1<sup>ER</sup> TRIMESTRE

La dynamique de croissance a perdu un peu de sa vigueur au 1<sup>er</sup> trimestre. Ce sont souvent les aléas climatiques du début d'année qui sont mis en causes, et de fait, aux Etats-Unis, le secteur de la construction et la consommation privée, les plus touchés par une mauvaise météo, ont été nettement moins contributeurs à la croissance (+0,6% au lieu de +3,2% au dernier trimestre 2017). De ce côté-ci de l'Atlantique, le ralentissement du premier trimestre s'explique quasi-exclusivement par la contribution du commerce extérieur, qui a été divisée par deux entre fin 2017 et début 2018. Or, si les derniers chiffres concernant la consommation aux Etats-Unis laissent entrevoir un rebond fort de la croissance au 2<sup>ème</sup> trimestre, on peut s'interroger sur la situation en Europe. En effet, le recul, relatif, du commerce extérieur peut s'expliquer par la faiblesse de la demande (ce qui est cohérent avec le ralentissement de la consommation aux Etats-Unis) mais aussi par la perte de compétitivité liée à la hausse de l'Euro. La devise européenne était en moyenne au premier trimestre plus de 4% au-dessus de son niveau moyen du 4<sup>ème</sup> trimestre 2017, et presque 9% au-dessus du niveau moyen de l'année dernière. Et malgré la baisse intervenue au deuxième trimestre, l'euro reste au-dessus de ces niveaux moyens précédents, ce qui ne laisse que peu d'espoir de voir le commerce extérieur augmenter sa contribution à la croissance européenne. Toutefois, la consommation interne devrait prendre le relais en Europe également, et de ce fait la

croissance reprendre de la vigueur. Le FMI a d'ailleurs révisé à la hausse ses perspectives de croissance pour l'année 2018 au niveau mondial, et particulièrement en Europe et aux Etats-Unis. Pour le reste, les craintes entourant le ralentissement excessif de la Chine continuent d'être surfaites, l'Empire du Milieu réussissant à maintenir un bon rythme de croissance.

L'environnement économique a donc été décevant au début de l'année, entraînant une certaine nervosité sur les marchés matérialisée par un retour de la volatilité. Cette dernière a de plus été ponctuellement alimentée par la publication de chiffres sur la croissance des salaires aux Etats-Unis en février, un peu supérieurs aux attentes, faisant craindre une action plus ferme de la Réserve Fédérale, entraînant une

Croissance trimestrielle annualisée (points) et contributions (histogramme) en Zone Euro et aux Etats-Unis, au dernier trimestre 2017 et au 1<sup>er</sup> trimestre 2018



Sources : US Commerce Department au 30/05/2018, et Eurostat au 07/06/2018

chute de près de 10% des indices actions. Ce sont ensuite les échanges sur le commerce extérieur, et la volonté de D. Trump de mettre en place des barrières douanières, qui ont pesé sur les marchés. Plus récemment, une crise politique s'est développée en Italie avec l'avènement d'un scénario inattendu : l'union des extrêmes. Le Ligue de M. Salvini et le M5S de L. Di Maio se rejoignent principalement sur un point : les difficultés italiennes sont imputées à l'Europe et à l'Euro... D'où des craintes d'une nième crise européenne, comme en 2011 et 2012, mais qui se sont rapidement atténuées, une fois que le nouveau gouvernement italien a affirmé son attachement et à l'Europe et à l'Euro.

Du côté des Banques Centrales, la Fed est suffisamment confiante dans la dynamique américaine pour poursuivre dans le sens de la normalisation et continuer à remonter ses taux à un bon rythme, ramenant sa politique monétaire vers la neutralité autour de mi-2019. La BCE de son côté doit donc gérer les soubresauts liés à l'Italie et ménager la chèvre et le chou en fixant la date de fin de son programme d'achat d'actifs, qui interviendra à la fin de l'année après une réduction de ses volumes d'achats mensuels qui passeront de 30Mds€ à 15Mds€, tout en repoussant d'au moins un an un mouvement sur les taux directeurs qui resteront inchangés « au moins jusqu'à l'été 2019 ». Après un 1<sup>er</sup> trimestre mitigé en termes macro-économiques, la suite de l'année devrait donc être plus satisfaisante, l'accélération de la croissance aux Etats-Unis étant même actée par la Fed, alors que la BCE maintiendra une politique très accommodante qui viendra en soutien de l'activité en Europe.

## LES MARCHÉS ACTIONS AVANCENT, LES OBLIGATIONS RECULENT

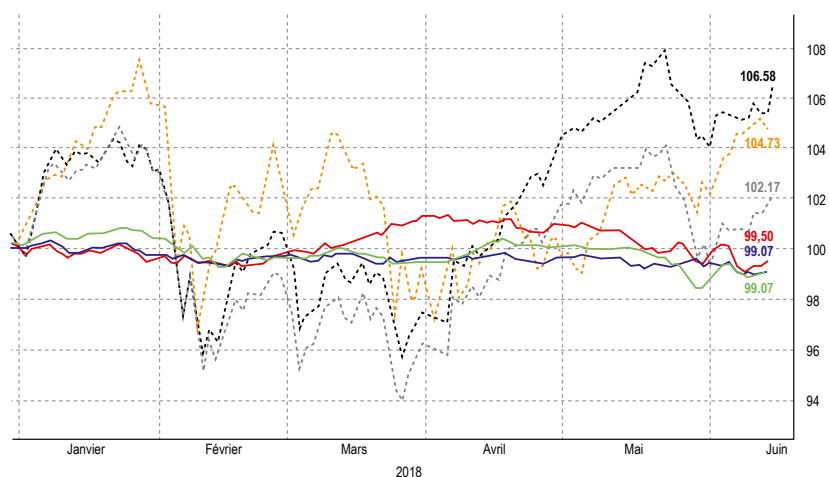
Après un démarrage sur les chapeaux de roues, les actifs risqués (actions et obligations haut rendement) ont vite fait marche arrière parallèlement au ralentissement économique du 1<sup>er</sup> trimestre. Les perspectives de ré-accelération au 2<sup>ème</sup> trimestre ont logiquement redonné de l'élan aux actions, alors que les marchés de taux sont restés déprimés. La volatilité a pesé sur le marché primaire obligataire et donc sur les cours, le creux étant atteint pendant la crise italienne, et le rebond étant poussif depuis lors.

## QUELLES PERSPECTIVES POUR LE 2<sup>ND</sup> SEMESTRE ?

La tendance haussière sur les marchés actions devrait se maintenir. Aux Etats-Unis, le soutien viendra de l'accélération de la croissance, tandis qu'en Europe, le maintien d'une politique monétaire très accommodante permettra de limiter l'appréciation de l'Euro et soutiendra la balance commerciale. Ce sera peut-être plus compliqué pour les obligations qui devraient rester pénalisées par la volatilité liée aux craintes autour de l'Italie, ou du commerce international.

Evolution sur le 1<sup>er</sup> semestre 2018 (indices base 100 au 31/12/2017, coupons et dividendes inclus)

**Actions (en pointillés) :** américaines (S&P 500, en orange), européennes (Eurostoxx 50 en gris) et françaises (CAC 40 en noir)  
**Obligations européennes (en traits pleins) :** d'Etats (en rouge), investment grade (en bleu) et high yield (en vert)



Source Bloomberg

**Nous continuons donc à préférer les marchés actions qui devraient afficher une belle performance sur l'année, mais avec encore sans doute une certaine volatilité.**

**Votre interlocuteur habituel est à votre disposition pour faire le point sur vos portefeuilles.**



Florent Martini,  
Gérant de portefeuilles

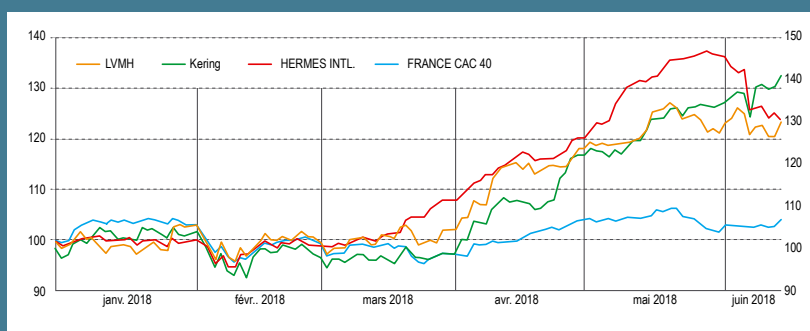
Twitter | @MartiniFlorent

## Le luxe affiche une santé insolente

S'il y avait bien un secteur à surpondérer dans vos portefeuilles boursiers sur cette première partie de l'année, c'est celui-ci ! Sur six mois, les valeurs de luxe ont largement surperformé les indices mondiaux. Preuve en est, le fonds SG Actions luxe (FR0000988503) dont l'objectif est de répliquer l'indice *MSCI World Consumer Durables and Apparel*, indice *Morgan Stanley* fortement pondéré en titres typés luxe, avance de 12,71% depuis le début de l'année. Une performance à faire pâlir d'envie les différentes places boursières mondiales, l'Eurostoxx 50 affichant un recul de 2,76% et le S&P 500 dont la performance en euros se limitait à 3,64% à la même date<sup>(1)</sup>.

C'est d'ailleurs bien le luxe qui explique en partie la surperformance de notre tendre et cher CAC 40 sur ses compères européens depuis le début de l'année. LVMH et Kering ont avancé respectivement de 19,95% et 34,87%. Si l'on ajoute le titre l'Oréal, qui s'est également extrêmement bien comporté (+10,69%), et Hermès (+36,43%) qui a rejoint l'indice le 18 juin, **la composante luxe pèse désormais près de 400 milliards d'euros soit plus de 20% d'un indice parisien représentant dorénavant si bien ce savoir-faire à la française**. Parfois appelées les « *GAFAM françaises* », les valeurs de luxe ont donc affiché une santé insolente en ces six premiers mois de l'année et fortement tiré la performance de la bourse de Paris. (Cf. graphique).

Les valeurs de luxe face au CAC 40 (base 100 – début d'année)



Source Reuters

Les fondements d'une telle prouesse trouvent leurs origines dans une macroéconomie robuste. **Le luxe a en effet bénéficié de la croissance synchronisée de l'économie mondiale, notamment en Asie qui reste l'un des principaux moteurs du secteur. La consommation chinoise qui a démarré son rebond mi-2016 continue d'offrir de solides perspectives, en particulier grâce au boom de la**

**population accédant aux classes les plus aisées.**

Le nombre de touristes chinois en Europe a augmenté de 26,3% en 2017, la consommation « *per capita* » (par personne) sur place augmentant, elle, de 36%. Ces tendances sont d'ailleurs visibles à l'échelle globale puisque le nombre d'individus à haute valeur ajoutée dans le monde (*High Net Worth Individuals* – personnes possédant pour plus de 1 million de dollars d'actifs) ainsi que leur richesse cumulée sont attendus en croissance constante sur les dix prochaines années. Plus de riches devenant plus riches, un trafic aérien robuste, une demande chinoise solide : les grandes maisons de luxe ne pouvaient rêver meilleur environnement.

**Après un rallye boursier impressionnant, plusieurs intervenants sur les marchés financiers crient à la survalorisation du secteur.**

Après des publications de très bonne facture au 1<sup>er</sup> trimestre, les managements des différents groupes apparaissent confiants, mettant en avant des tendances destinées à se prolonger au moins sur les prochains trimestres. La bonne santé du consommateur chinois devrait persévérer et celui-ci pourrait représenter plus de 40% du marché mondial du luxe à horizon 2020. Si le secteur devrait (encore !) croître de plus de 7% sur 2018-2019, le relâchement de la politique anti-corruption chinoise ainsi que l'avènement du online apparaissent comme de nouveaux relais de croissance. En outre, les grands groupes de luxe ont l'atout indéniable d'offrir une grande visibilité de leurs chiffres dans un environnement global semblant plus chancelant. Aussi, dans la perspective d'une remontée progressive de l'inflation vers les objectifs visés par les différentes Banques Centrales, LVMH, Kering ou Ferrari affichent un « *pricing power* » (pouvoir de fixation des prix) défiant toute concurrence, la demande exacerbée pour leur produits leur permettant de répercuter la moindre augmentation de leurs coûts de production dans leurs prix finaux. Enfin, la valorisation cours sur bénéfice (ou PER) atteint certes des sommets, mais cet indicateur semble peu pertinent face à une génération de free cash flow (flux de trésorerie disponible après investissements) impressionnante. LVMH a vu son résultat opérationnel grimper de 21% en 2017 pour un free cash flow en hausse de 68%. Les grands groupes de luxe ayant désormais, pour beaucoup, des besoins d'investissements plus limités, le rendement du free cash flow (rapport flux de trésorerie disponible/capitalisation boursière) pourrait devenir encore plus attrayant dans les prochains mois.

(1) Performances au 31/05/2018



**Lionel Duverger,**  
Responsable Analyse Technique

Twitter | @LionelDuverger

## Un marché de dispersion avant tout

Alors que le 1<sup>er</sup> semestre touche à sa fin, faisons un bilan des marchés actions. A l'heure où nous écrivons ces lignes, les marchés européens sont sans grande tendance globale depuis le début de l'année. En l'occurrence, l'EuroStoxx 50 est à +0,13% si l'on ne réintègre pas les dividendes perçus. En conclure que cette neutralité est généralisée serait hâtif.

En effet, ce résultat global proche de zéro masque de très significatives disparités sectorielles. En effet, le meilleur secteur actuel, celui des valeurs technologiques, affiche dans le même temps une performance insolente de +16,1%. Viennent ensuite, parmi les secteurs performants : le secteur pétrolier à +12,7%, celui des biens de consommation (dont les valeurs du Luxe) à +11,4% et celui des matières premières à +10,6%.

Voilà un joli groupe d'échappés avec des performances à deux chiffres.

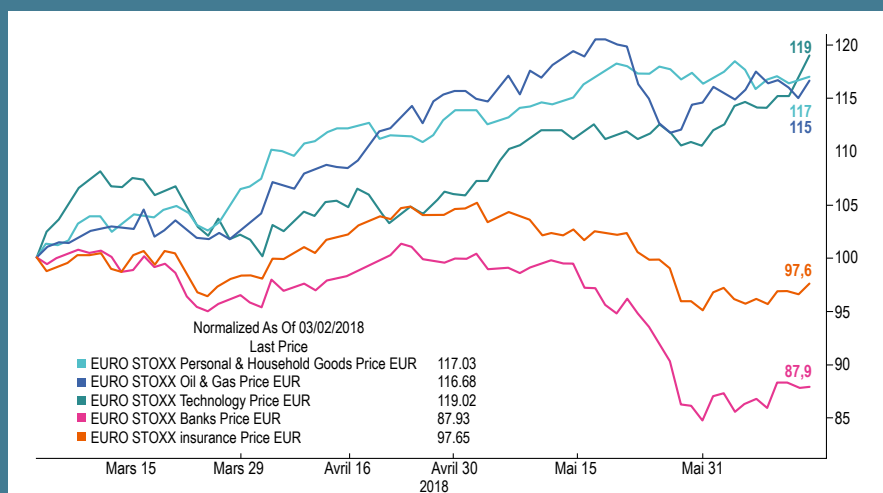
Viennent ensuite un petit peloton de secteurs avec des performances proche de l'équilibre.

Et enfin, un groupe de retardataires avec le secteur alimentaire à -3,5%, le secteur des Assurances à -3,7% et les valeurs Telecom à -5%. Loin derrière, ferme la marche le secteur bancaire avec son piètre -12,6%.

Nous parlons là des performances depuis le 1<sup>er</sup> Janvier, mais les écarts se sont principalement creusés depuis le début du mois de mars comme vous pouvez le voir sur le graphique.

Plus que jamais il convient de repérer les disparités sectorielles, avec pour objectif de surpondérer les secteurs performants, et sous-pondérer les autres.

Évolution sectorielle sur 3 mois glissants.



Source Bloomberg



**Jean-Jacques BATARD,**  
Gérant de portefeuilles

## Canada dry boursier

### TRENTE-QUATRE ANS DE JEUNESSE POUR LE TITRE PARTICIPATIF RENAULT

Pour célébrer ses 120 ans en 2018, Renault a adopté le slogan « Easy life since 1898\* ». Pourtant, si faciliter la vie de sa clientèle a toujours été une préoccupation majeure, ces douze décennies ne furent pas un long fleuve tranquille. La nationalisation de 1945 puis la crise automobile des années 80 constituèrent des traumatismes majeurs. En 1983, la Régie cumulait des déficits abyssaux et un endettement critique. L'Etat joua alors un rôle déterminant en injectant de l'argent frais. L'action n'étant pas cotée, les marchés financiers vinrent aussi à la rescousse du constructeur. Grâce à deux émissions originales de titres participatifs, la firme eut l'opportunité de lever deux milliards de francs, à moindre coût, pour éviter la déconfiture. Cette source de financement hybride, conçue par Jacques Delors, constitua une bouffée d'oxygène salutaire. Aujourd'hui le groupe Renault, privatisé définitivement en 1996, affiche une santé remarquable et de légitimes ambitions mondiales.

Retrouvez la suite de la Chronique sur [www.b-capital.com](http://www.b-capital.com) > rubrique B\*focus > Publications > Chronique Bourse.

### B\*capital

16 rue de Hanovre - 75002 Paris  
Tél. : 01 40 17 59 49

10, rue de la République - 69001 Lyon  
579, avenue du Prado - 13008 Marseille  
Société Anonyme au capital de 4 301 829 euros  
399 223 437 RCS Paris

[www.b-capital.com](http://www.b-capital.com)