DNCA INVEST

ALPHA BONDS

Lettre de gestion

PART A EUR - LU1694789451

ACHEVE DE REDIGER LE 26/03/2026. DONNEES AU 26/03/2026. ARTICLE 8 SFDR

Le lancement du conflit au Moyen-Orient le 28 février dernier a été l'élément déclencheur d'une escalade militaire inattendue. Dans un premier temps relativement contenue sur les prix de l'énergie dans l'espoir d'un conflit court, la réaction des marchés s'est accentuée au fur et à mesure des jours mais toujours avec l'idée d'un conflit qui ne durerait pas.

Aux attentes d'une victoire rapide, comme au Venezuela, ont suivi les espoirs d'une marche arrière du président américain face à la pression des marchés financiers et de son électorat en amont des élections de mi-mandat. Après trois semaines d'échanges de tirs, force est de constater que ni la situation géopolitique ni les marchés ne poussent à l'optimisme, les espérances de renverser rapidement le régime iranien à faible coût ayant désormais disparu.

A ce stade, nous voyons deux issues possibles du conflit dont aucune malheureusement ne laisse entrevoir une accalmie durable à court terme sur les marchés.

La première est un cessez-le-feu avec le maintien en l'état de la République islamique d'Iran. Ce scénario serait sans doute vu positivement à court terme par les marchés mais il laisserait s'installer une prime de risque[1] durable sur les prix énergétiques car la menace d'une nouvelle intervention militaire américaine suivie d'une nouvelle fermeture du détroit d'Ormuz ou de frappes sur des installations pétrolières de la région seraient toujours présentes.

La deuxième passe par une intervention militaire au sol pour prendre le contrôle de l'Iran et imposer par la force un changement de régime ou à minima prendre le contrôle du détroit d'Ormuz. Cette deuxième solution risquerait initialement d'être prise très négativement par les marchés car toute intervention au sol présente des risques importants et pourrait pousser les autorités iraniennes à attaquer des installations énergétiques régionales. Nous le constatons, il n'existe pas de scénario de sortie de crise rapide qui permette d'envisager un rebond durable sans passer par une phase de stress important des marchés financiers.

La technique d'acheter les points bas dès qu'une crise survient, qui a systématiquement fonctionné au cours des dix dernières années, risque, dans ce cadre, de ne pas être pertinente.

L'interconnexion entre la croissance et les marchés s'est accrue au cours des dernières années, que ce soit par l'effet richesse ou par la part croissante de l'investissement au sein du PIB[2]. La direction des marchés aura donc un impact sur le rythme de croissance économique et c'est une des raisons pour laquelle nous sommes aujourd'hui plus prudents sur les perspectives d'activité.

IMPLICATIONS EN TERMES DE CROISSANCE

Jusqu'à la fin du mois de février, tous les voyants de l'activité économique étaient au vert, les baisses d'impôts aux Etats-Unis devaient redonner du pouvoir d'achat aux ménages et les plans d'investissement massif dans les data centers assuraient quant à eux une hausse de la demande du côté des entreprises. En Europe, la baisse du taux de chômage, la baisse de l'inflation ainsi que le plan de relance fiscal allemand étaient autant de soutien à l'économie du Vieux Continent.

La durée et l'intensité du choc énergétique que nous sommes en train de vivre dictera la baisse de pouvoir d'achat à laquelle les ménages devront faire face. Et à ce stade, malgré la prise en compte de la baisse des prix du pétrole intégrée d'ici la fin de l'année par la courbe des prix à terme, c'est la totalité des baisses d'impôts aux Etats-Unis qui est annulée par cette hausse des prix énergétiques, sans compter les disruptions de la chaîne de valeur ajoutée qui devraient mécaniquement ralentir les décisions d'investissement des chefs d'entreprise. Nous considérons qu'une hausse de 10% des prix du pétrole impacte négativement la croissance de l'ordre de 15 points de base. Si les prix de l'énergie devaient rester sur ces niveaux (ce qui est peu probable), l'année 2026 marquerait un sérieux ralentissement, mais sans pour autant plonger l'économie mondiale en récession.

[1] Surcote qu'un investisseur exige pour compenser le risque supplémentaire lié à un actif par rapport à un placement sans risque.
[2] Produit Intérieur Brut : valeur totale des biens et services produits dans un pays sur une période donnée, mesurant l'activité économique.

IMPLICATIONS EN TERMES D'INFLATION

A ce stade (mercredi 25 mars 2026), l'impact inflationniste du conflit est estimé par les marchés à près de 150 points de base (pbs) d'inflation supplémentaire en Europe et de l'ordre de 70 pbs aux Etats-Unis pour s'établir autour de 3,5% en fin d'année de part et d'autre de l'Atlantique. Il est encore trop tôt pour se faire une idée sur les risques de second tour potentiels. D'une part, les tensions sur le marché du travail, l'output gap[3] positif et la mémoire du récent choc d'inflation de 2021/2022 sont autant d'éléments qui peuvent faire craindre le retour d'un cycle inflationniste auto-entretenu, d'autre part, les effets négatifs sur la demande et la potentielle réaction des banques centrales peuvent être des facteurs agissant à la baisse sur l'inflation sous-jacente.

IMPLICATIONS EN TERMES DE POLITIQUES BUDGETAIRES

A ce stade, les plans de soutien face aux conséquences économiques du conflit iranien n'ont pas encore été détaillés de manière uniforme : si l'Espagne et, dans une moindre mesure, l'Italie, ont annoncé des mesures, celles-ci sont de bien plus faible ampleur que ce qui avait été annoncé à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie.

De manière générale, les marges de manœuvre budgétaire étant relativement faibles dans de nombreux pays, nous n'attendons pas de nouveau plan de relance massif comme cela avait pu être le cas lors du COVID ou de la guerre en Ukraine. Nous restons cependant vigilants à toute nouvelle annonce politique sur ce point.

IMPLICATIONS EN TERMES DE POLITIQUES MONETAIRES

La semaine dernière a vu la majorité des grandes banques centrales se réunir. La Fed[4] n'a pas bougé ses anticipations de taux directeurs qu'elle envisage toujours de baisser de 25 pbs d'ici la fin de l'année, le conflit iranien posant des risques à la hausse sur l'inflation et sur le chômage. La dualité du mandat de la Fed lui permet d'être plus attentiste face aux événements que ne le sont la BCE[5] ou la BoE[6], dont le seul mandat est la maîtrise de l'inflation. Ces dernières, qui se sont également réunies la semaine dernière, n'ont pas écarté la possibilité de monter leurs taux directeurs face à la montée d'inflation. Cette simple évocation a engendré un *repricing*[7] violent des anticipations monétaires.

A titre d'illustration, les anticipations de taux directeurs pour la fin d'année 2026 en Zone euro ont grimpé de 90 pbs depuis le début du conflit. Le marché craint une réaction directe de la banque centrale au choc inflationniste sans prendre en compte le ralentissement de la croissance que ce choc pourrait engendrer. Si les effets directs du conflit sur l'inflation sont assez unanimement reconnus, il est pour l'heure prématuré de tirer des conclusions sur les impacts de second tour car ils dépendent eux-mêmes de l'impact sur la croissance.

A titre de comparaison, les chocs énergétiques de 2008 et de 2022 sont instructifs, la hausse des prix de l'énergie de 2008 s'étant faite dans un environnement de ralentissement économique, elle s'est *in fine* traduite par une baisse de l'inflation et donc une baisse des taux directeurs. La montée initiale des taux par Jean-Claude Trichet à l'été 2008 est désormais vue comme un exemple flagrant d'erreur de politique monétaire.

Le choc inflationniste de 2022 s'est en revanche produit à un moment du cycle où l'économie était en pleine accélération post COVID et avec des taux directeurs qui étaient négatifs, d'où la nécessité de réaction de la part de la BCE. Il nous semble que la situation est aujourd'hui très différente et que la banque centrale devrait être patiente pour réagir afin d'estimer l'impact du conflit sur la croissance et donc les risques de second tour. Le point de départ de la politique monétaire est à ce titre particulièrement important : début 2022, le taux de dépôt de la BCE était à -0,5% pour un niveau d'inflation de 5,1% et en 2026, il était de 2% pour un niveau d'inflation de 1,7%.

POSITIONNEMENT DU PORTEFEUILLE EN AMONT DU CONFLIT

En amont du conflit, le portefeuille avait une exposition longue sur les taux gouvernementaux mondiaux bien que réduite par rapport à son niveau de l'automne dernier. Notre indicateur RATP[8] continuait d'indiquer un niveau d'attractivité important sur les taux européens, japonais, néo-zélandais et émergents du fait de niveaux de pentes attractifs et d'une volatilité[9] proche de ses points bas historiques. Nous avions en revanche couvert notre exposition aux obligations indexées sur l'inflation américaine en raison d'un contexte macro-économique peu porteur d'une part et d'un niveau de valorisation jugé moins attractif d'autre part.

Conscients de la faiblesse artificielle de la volatilité, l'utilisation de notre budget de risque était très limitée avec une

[3]Écart entre le niveau réel de production d'une économie et son niveau potentiel, indiquant une sous-utilisation (gap négatif) ou une surchauffe (gap positif) des capacités économiques.
[4]Federal Reserve : banque centrale américaine.
[5]Banque Centrale Européenne.
[6]Bank of England : banque centrale anglaise.
[7]Réévaluation des prix.
[8]Risk Adjusted Term Premium : outil interne de valorisation équivalent au surplus de rendement par rapport au taux swap 3 ans sur la volatilité historique (180 jours).
[9]Indicateur de la mesure l'amplitude de la variation de la valeur d'un actif pendant une période donnée.
Les informations ne sont pas contractuelles et peuvent évoluer dans le temps.

volatilité ex ante[10] 1 an à fin février de 1,93% contre un budget maximum de 5%.

MOUVEMENTS DE MARCHES OBSERVES DEPUIS LE DEBUT DU CONFLIT

L'impact sur les marchés du conflit iranien a été avant toute chose une hausse des prix énergétiques, et une diminution du levier des investisseurs, levier sur la partie obligataire qui était souvent accompagné de positions longues sur les parties courtes de courbe de taux d'intérêt pour venir couvrir un risque de récession. Le débouclement de ces positions a vu un écartement des spreads de crédit[11] généralisé sur les corporates, les financières, le souverain européen ou émergent couplé à un violent *repricing* des anticipations monétaires et à une hausse de la volatilité. Plus globalement, une forte re-corrélation des différentes classes d'actif s'est opérée rendant les stratégies de réduction du risque via la diversification moins efficaces.

Niveau de corrélation - 1 mois

27/02/2026		MSCI ACWI	BBG Global Aggregate	Pétrole
	MSCI ACWI		0,04	0,28
	BBG Global Aggregate	0,04		0,06
	Pétrole	0,28	0,06	

23/03/2026		MSCI ACWI	BBG Global Aggregate	Pétrole
	MSCI ACWI		0,70	-0,61
	BBG Global Aggregate	0,70		-0,63
	Pétrole	-0,61	-0,63	

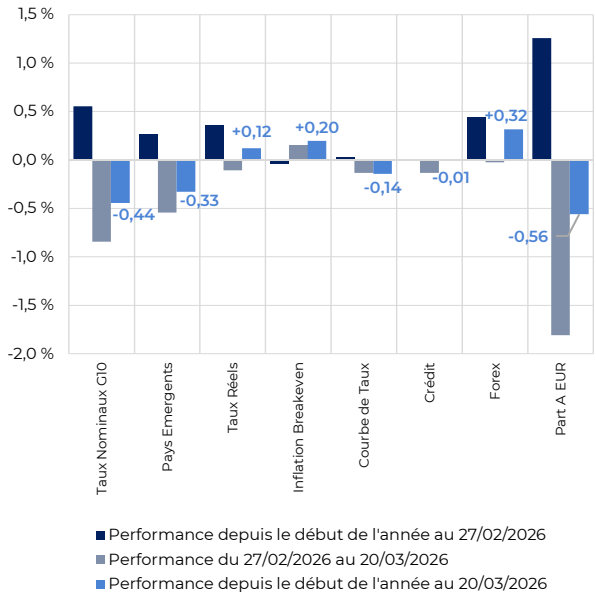
Source : DNCA Finance au 23/03/2026.

ATTRIBUTION DE PERFORMANCE

Après un bon début d'année 2026, le conflit iranien a pesé sur les performances du fonds **DNCA Invest Alpha Bonds** dont la **part A** s'affiche en recul de 0,56%[12] depuis le début d'année et de 1,81% depuis le début du mois de mars à la date du 20 mars 2026. Ce sont principalement les stratégies porteuses de duration[13] qui ont contribué positivement puis négativement à la performance du fonds.

Contribution de performance par stratégie du fonds DNCA Invest Alpha Bonds (%)

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

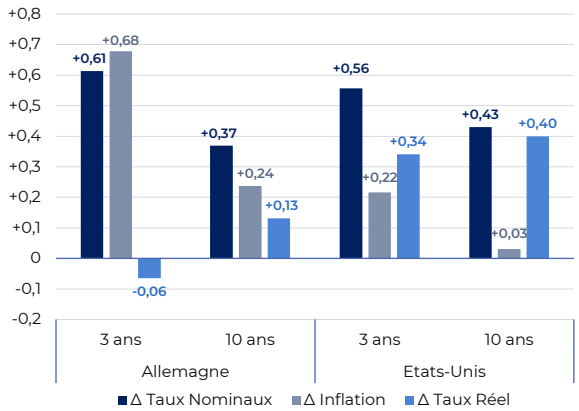


Source : DNCA Finance au 26/03/2026.

L'essentiel de la hausse des taux nominaux dans le G10 s'explique par une augmentation des anticipations d'inflation, tandis que les pays émergents ont pâti d'une fuite vers la qualité. Tout ceci est rationnel et ne dépeint pour l'instant que peu de crainte pour la croissance mondiale.

[10]Estimation anticipée de la volatilité future d'un actif, basée sur des modèles ou prévisions.
[11]Écart de rendement entre une obligation d'entreprise et une obligation d'État de maturité comparable.
[12]Performances annualisées de la part A (LU1694789451) depuis la création (14/12/2017) : +3,10% contre 3 ,06% pour son indicateur de référence (€STR + 1.40%). Performances au 26/03/2026. **Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.** Les performances sont calculées nettes de frais de gestion par DNCA FINANCE. Source : DNCA Finance au 26/03/2026.
[13]Sensibilité au taux d'intérêt.
Taux Nominaux G10 : obligations souveraines émises par les pays développés du G10.
Pays émergents : actifs financiers des pays émergents.
Taux réels : taux d'intérêt ajustés de l'inflation.
Inflation Break-even : point mort d'inflation : inflation implicite déduite des taux nominaux et réels.
Courbe de taux : structure des taux selon les maturités.
Crédit : actifs exposés au risque de défaut d'un émetteur du secteur privé.
Forex : marché des changes.
Les informations ne sont pas contractuelles et peuvent évoluer dans le temps.

Décomposition des mouvements de taux nominaux entre le 27/02/2026 et le 26/03/2026 (%)



Source : DNCA Finance au 26/03/2026.

MOUVEMENTS DE PORTEFEUILLE

Stratégies porteuses de duration (%)

		Sensibilité	Variation depuis le 27/02/2026
Taux Nominaux G10		1,94	-0,01
dont	Etats-Unis	0,00	+0,36
	Australie	0,10	-0,14
	Japon	0,25	-0,28
	Espagne	0,38	+0,01
	Nouvelle-Zélande	0,44	+0,03
	Royaume-Uni	0,52	+0,13
Emergents – Dette externe		0,48	-0,03
Emergents – Dette locale		0,42	+0,12
dont	Pologne	0,21	+0,05
	Afrique du Sud	0,08	+0,03
	Brésil	0,13	+0,04
Taux réels		1,14	+0,13
dont	Nouvelle-Zélande	0,13	-0,01
	Italie	0,30	-0,01
	Espagne	0,31	-0,01
	Etats-Unis	0,37	+0,16
Total		4,13	+0,38

Source : DNCA Finance au 26/03/2026.

Stratégies neutres en duration (%)

	Sensibilité	Variation depuis le 27/02/2026
G10 - Spreads	0,39	-0,04
EUR (EU vs Swap)	0,39	-0,04
G10 – Courbe des taux	1,10	-0,05
EUR – Steepening 10 – 30 ans	0,36	-0,01
USD – Steepening 5 – 30 ans	0,40	-0,02
JPY – Flattening 10 – 30 ans	0,34	-0,02
Point mort d'inflation	1,59	-0,18
EUR	0,08	0,00
USD	1,48	-0,18

Source : DNCA Finance au 26/03/2026.

Au 24 mars, la duration du fonds s'élève à 4,15, en légère hausse par rapport à la fin du mois de février. L'exposition aux taux nominaux a légèrement augmenté, pour atteindre 2,5. Cette augmentation s'explique en grande partie par la clôture de notre position vendeuse sur la partie courte de taux américaine. Le marché anticipe désormais une Fed qui maintiendrait ses taux toute l'année, ce qui ne nous semble plus présenter d'asymétrie.

L'exposition aux dettes locales émergentes a été complétée face à la violence du mouvement de *repricing* qui s'est opéré sur ce segment de marché (de l'ordre de 80 pbs sur les échéances à 10 ans). Sur les parties plus longues de courbes, nous avons coupé une partie de notre exposition en Australie et au Japon. Alors que le risque de duration était bien rémunéré en début d'année, la hausse des prix énergétiques et le risque de soutien budgétaire accru dans un contexte où leurs banques centrales respectives (RBA[14] et BoJ[15]), bien qu'à des rythmes différents, sont toutes les deux engagées dans un cycle haussier de taux nous a incités à réduire nos expositions.

L'exposition aux taux réels américains a également été légèrement augmentée, nous avons en effet coupé une partie de nos positions de points morts d'inflation[16] pour prendre un risque directionnel sur les taux réels à la suite de leur remontée aux Etats-Unis. L'exposition aux taux réels américains a également été légèrement augmentée, nous avons en effet coupé une partie de nos positions de points morts d'inflation pour prendre un risque directionnel sur les taux réels à la suite de leur remontée aux Etats-Unis.

PERSPECTIVES

Le champ des possibles sur la durée et l'issue de ce conflit est particulièrement large et d'autant plus difficile à prévoir que le locataire de la Maison Blanche n'est pas simple à lire. Les marchés s'accrochent aujourd'hui à l'espoir d'une résolution rapide du conflit, espoir qui nous parait trop importants car même si l'administration américaine souhaite mettre fin à cette guerre, les Iraniens chercheront à maximiser le levier que leur résilience leur fournit.

Si les risques inflationnistes de court terme sont bien intégrés par les marchés, ces derniers ne prennent sans doute pas suffisamment en compte les risques sur la croissance ni les risques de second tour d'inflation. A court terme, la forte recorrélation des marchés nous pousse à la prudence dans le déploiement de notre budget de risque. La volatilité des marchés ne peut pas baisser et revenir au niveau de fin d'année dernière qui était exceptionnellement basse. Les taux longs ont certes monté, mais faiblement en comparaison du virage opéré sur les anticipations des taux à court terme. Leur décrue est maintenant totalement conditionnée à l'évolution favorable des taux courts. Ces derniers sont dépendants entre

[14]Reserve Bank of Australia : banque centrale australienne.
[15]Bank of Japan : banque centrale japonaise.
[16]Inflation d'équilibre : niveau d'inflation anticipé par le marché.
Les données sont au portefeuille au 26/03/2026 et sont susceptibles d'évoluer dans le temps.
Les informations ne sont pas contractuelles et peuvent évoluer dans le temps.

autres de l'évolution des prix de l'énergie.

Nous abordons la suite du conflit avec sérénité et sommes prêts à utiliser nos bornes d'exposition pour tirer profit d'anomalies de marchés qui ne manqueront pas de se manifester.

Evolution du budget de risque du fonds DNCA Invest Alpha Bonds (%)



Source : DNCA Finance au 20/03/2026.

Ce document ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement. Les analyses évoquées sont celles de l'équipe de gestion et sont susceptibles d'évoluer dans le temps. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Le compartiment repose sur une gestion active.

Plus d'informations sur dnca-investments.com.

Les informations ne sont pas contractuelles et peuvent évoluer dans le temps.

AVERTISSEMENT

OBJECTIF DE GESTION

Le Compartiment cherche à fournir, tout au long de la période d'investissement recommandée de plus de 3 ans, une performance supérieure, nette de tous frais, à celle de l'indice €STR plus 1,40%. Cet objectif de performance est recherché en l'associant à une volatilité annuelle inférieure à 5 % dans des conditions normales de marché.

L'INVESTISSEMENT DANS LE FONDS DNCA INVEST ALPHA BONDS COMPORTE DES RISQUES ET NOTAMMENT LES RISQUES SUIVANTS :

- Risque en perte de capital
- Risque de taux
- Risque lié à la gestion discrétionnaire
- Risque de crédit
- Risque d'inflation
- Risque de contrepartie
- Risque lié aux investissements dans des titres spéculatifs
- Risque d'investir dans des instruments dérivés ainsi que des instruments intégrant des dérivés
- Risque de titres convertibles
- Risque lié à la détention d'obligations convertibles, échangeables ou remboursables
- Risque de change
- Risque de liquidité
- Risque de volatilité élevée
- Risque actions
- Risque ESG
- Risque de durabilité



Indicateur de risque synthétique selon PRIIPS. 1 correspond au niveau le plus faible et 7 au niveau le plus élevé.

DNCA FINANCE | 19, PLACE VENDOME 75001 PARIS | +33 (0)1 80 40 11 11 | 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.
DNCA Finance Luxembourg | 1, Place d'Armes - L-1136 Luxembourg | +352 27 62 13 07
DNCA Finance Italie | Via Dante, 9 20123 Milano Italia | +39020062281
DNCA Finance Espagne | Paseo de Recoletos 37-41 5a Madrid 28004 |

Ceci est une communication publicitaire. Veuillez-vous référer au Prospectus de l'OPC et au Document d'Informations Clés avant de prendre toute décision finale d'investissement. Ce document est un document promotionnel à usage d'une clientèle de non professionnels au sens de la Directive MIFID II. Ce document est un outil de présentation simplifiée et ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement. Les informations présentées dans ce document sont la propriété de DNCA Finance. Elles ne peuvent en aucun cas être diffusées à des tiers sans l'accord préalable de DNCA Finance. Le traitement fiscal dépend de la situation de chacun, est de la responsabilité de l'investisseur et reste à sa charge. Le Document d'Informations Clés et le Prospectus doivent être remis à l'investisseur qui doit en prendre connaissance préalablement à toute souscription. L'ensemble des documents réglementaires de l'OPC sont disponibles gratuitement sur le site de la société de gestion www.dnca-investments.com ou sur simple demande écrite adressée à dnca@dnca-investments.com ou adressée directement au siège social de la société 19, Place Vendôme – 75001 Paris. Les investissements dans des OPC comportent des risques, notamment le risque de perte en capital ayant pour conséquence la perte de tout ou partie du montant initialement investi. DNCA Finance peut recevoir ou payer une rémunération ou une rétrocession en relation avec le/les OPC présentés. DNCA Finance ne peut en aucun cas être tenue responsable, envers quiconque, de toute perte ou de tout dommage direct, indirect ou de quelque nature que ce soit résultant de toute décision prise sur la base d'informations contenues dans ce document. Ces informations sont fournies à titre indicatif, de manière simplifiée et susceptibles d'évoluer dans le temps ou d'être modifiées à tout moment sans préavis.
Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Compartiment de DNCA INVEST Société d'investissement à capital variable (SICAV) de droit luxembourgeois ayant la forme d'une Société Anonyme – domiciliée au 60 Av. J.F. Kennedy - L-1855 Luxembourg. Elle est agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et soumise aux dispositions du Chapitre 15 de la Loi du 17 décembre 2010.
DNCA Finance est une Société en Commandite Simple agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en tant que société de gestion de portefeuille sous le numéro GP00-030 régie par le Règlement général de l'AMF, sa doctrine et le Code Monétaire et Financier. DNCA Finance est également Conseiller en Investissement non indépendant au sens de la Directive MIFID II. DNCA Finance – 19 Place Vendôme-75001 Paris – e-mail : dnca@dnca-investments.com – tél : +33 (0)1 58 62 55 00 – site internet : www.dnca-investments.com
Toute réclamation peut être adressée, gratuitement, soit auprès de votre interlocuteur habituel (au sein de DNCA Finance ou au sein d'un délégataire de DNCA Finance), soit directement auprès du Responsable de la Conformité et du Contrôle Interne (RCCI) de DNCA Finance en écrivant au siège social de la société (19 Place Vendôme, 75001 Paris, France). En cas de désaccord persistant, vous pouvez avoir accès à la médiation. La liste des organismes de résolution extrajudiciaire des litiges ainsi que leurs coordonnées en fonction de votre pays et/ou de celui du prestataire concerné est librement consultable en suivant le lien https://finance.ec.europa.eu/consumer-finance-and-payments/retail-financial-services/financial-dispute-resolution-network-fin-net/members-fin-net-country_fr.
Un résumé des droits des investisseurs est disponible en français au lien suivant : https://www.dnca-investments.com/informations-reglementaires

DNCA INVESTMENTS