



**DORVAL**  
ASSET MANAGEMENT  
FLEXIBLE PAR CONVICTION

## Taux d'exposition Gamme Dorval Asset Management – 9 février 2018

Chers Clients, chers Partenaires,

**On a entendu de nombreuses explications à propos de la correction en cours des marchés internationaux : la peur de l'inflation, le resserrement en cours ou avenir des Banques Centrales, le krach du bitcoin ou les produits structurés vendeurs de volatilité. Un peu comme pour les avions, c'est souvent la coexistence de plusieurs éléments qui explique les accidents.**

**Commençons par ce qui selon nous n'explique pas la correction :**

1. La croissance mondiale est sur le point de se retourner. Aucune statistique publiée récemment ne vient accréditer cette thèse. Bien au contraire, les enquêtes de conjoncture sont bien orientées et les créations d'emplois dynamiques. Certes, les marchés se projettent dans l'avenir mais nous ne voyons guère de signaux de récession dans les 6 prochains mois. Par ailleurs, la hausse des taux longs à travers les pays développés n'est pas compatible avec une croissance mondiale qui ralentie.
2. La Réserve Fédérale américaine va intensifier son resserrement du fait de l'accélération de l'inflation et d'une politique budgétaire expansionniste procyclique. Il y a quelques jours, le gouverneur de la Fed de San Francisco John Williams a intitulé son intervention, non sans humour : **« En attendant l'attendu : Rester calme pendant que les données suivent les prévisions »** (« *Expecting the Expected: Staying Calm When the Data Meet the Forecasts* »).

Pourquoi la Fed voudrait-elle venir casser la croissance et l'inflation alors que cette dernière ne fait qu'accélérer en ligne avec les prévisions ? Tout indique que la stratégie actuelle de la Fed fonctionne. L'anomalie était la baisse de l'inflation hors énergie et alimentation aux Etats-Unis entre février et juin 2017. La Fed a d'ailleurs augmenté ses taux d'un quart de point trois fois en 2017 malgré cette rechute, en expliquant qu'il s'agissait d'un phénomène temporaire. Par ailleurs, les anticipations de taux courts sont aujourd'hui très proches des « dots » de la Fed et en ligne avec différents modèles de politique monétaire (les règles de Taylor). Quant à la politique budgétaire, hormis la baisse d'impôt déjà voté, il est très difficile de faire une prévision fiable sur ce que sera le budget fédéral des prochains mois, notamment sur le volet dépense. Le débat fait rage sur l'opportunité de creuser massivement le déficit public sur les prochaines années au sein de la majorité Républicaine.



NEITHER BEAR NOR BULL  
BUT CAMELEON



## En revanche, un certain nombre d'éléments nous semblent centraux :

1. **Une décompression de la prime de terme sur le marché obligataire et notamment celle liée au risque de déflation.** Il est de moins en moins probable que l'économie mondiale tombe en déflation dans les prochaines années. Les obligations souveraines à long terme, notamment aux Etats-Unis, ont perdu la prime déflationniste positive (i.e. un actif de protection en cas de déflation) dont elles bénéficiaient jusqu'ici.
2. **L'équilibre exceptionnel de 2017 : croissance mondiale forte et taux d'intérêt réel négatif n'était plus tenable.** La croissance mondiale reste forte mais les taux d'intérêt réel reviennent en territoire positif. Il est intéressant de noter que depuis quelques jours les taux d'intérêt sur les obligations indexées sur l'inflation montent plus que celles des obligations nominales, autrement dit la composante inflation (le breakeven) baisse. L'exubérance des derniers mois, surtout visible à Wall Street et en Asie, s'est brutalement retournée.
3. **La violence de la baisse illustre l'asymétrie des marchés dont nous parlons depuis plusieurs mois. La valorisation est tendue, notamment aux Etats-Unis.** Des taux d'intérêt réels un peu plus élevé ne justifie sans doute plus certaines valorisations. On notera cependant qu'à ce stade la correction est très homogène à travers les secteurs, les pays, les valeurs et ne semble pas particulièrement liée à la valorisation.

## Nos taux d'exposition sont les suivants :

- Dorval Convictions : le taux d'exposition actions est de 38%.
- Dorval Convictions PEA : le taux d'exposition actions est de 45%.
- Dorval Global Convictions : 30% Actions (paniers), dont 16% Europe, 5.5% Japon, 5.5% Emergents, 3% Global Tech. Positions hors euro couvertes contre la partie dollar du risque de change. Exposition aux obligations des pays émergents (9%) et aux obligations européennes (8% nette des couvertures en taux allemands).
- Dorval Emerging Market Convictions : le taux d'exposition actions est de 61%, de 8% dettes émergentes et de 6% de dette souveraine australienne en couverture. L'exposition à la dette émergente est couverte contre le risque de change €/.\$.
- Dorval Manageurs : le taux d'exposition actions est de 100%.
- Dorval Manageurs Europe : le taux d'exposition actions est de 100%.
- Dorval Manageurs Small Cap Euro : le taux d'exposition actions est de 100%
- Dorval Manageurs SMID Cap Euro : le taux d'exposition actions est de 100%





**DORVAL**  
ASSET MANAGEMENT  
FLEXIBLE PAR CONVICTION

## **DORVAL ASSET MANAGEMENT**

Société Anonyme au capital de 303.025 euros  
RCS Paris B 391392768 - APE 6630 Z - Agrément AMF n° GP 93-08  
Siège social : 1 rue de Gramont - 75002 Paris  
Tél +33 1 44 69 90 44 - Fax +33 1 42 94 18 37  
[www.dorval-am.com](http://www.dorval-am.com)

### Mentions légales

Ce document à caractère promotionnel est destiné à des clients professionnels et non professionnels au sens de la directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Dorval Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Dorval Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Dorval Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Dorval Asset Management. Dorval Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. L'OPCVM est autorisé à la commercialisation en France et éventuellement dans d'autres pays où la loi l'autorise. Préalablement à tout investissement, il convient de vérifier si l'investisseur est légalement autorisé à souscrire dans un OPCVM. Les caractéristiques, les frais et le profil de risque et de rendement relatifs à l'investissement dans un OPCVM sont décrits dans le Document d'Informations Clés pour l'Investisseur (DICI) de ce dernier. Le DICI et les documents périodiques sont disponibles gratuitement sur demande, auprès de Dorval Asset Management. Vous devez prendre connaissance du DICI, qui doit vous être remis, préalablement à la souscription. La définition des indicateurs de risques mentionnés dans ce document figure sur le site internet : [www.dorval-am.com](http://www.dorval-am.com).



**NEITHER BEAR NOR BULL  
BUT CAMELEON**