



Cycle industriel mondial : à la recherche du point bas

10 juillet 2023

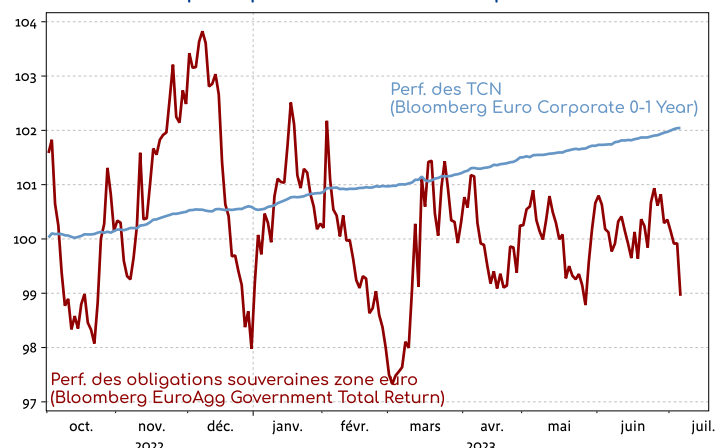
Chers clients, chers partenaires,

Focalisés sur les risques de récession, les investisseurs avaient ignoré un des principaux inconvénients de la résilience économique : la remontée des taux réels. Ceux-ci ne sont cependant pas assez élevés pour favoriser les obligations par rapport au monétaire et aux actions.

Toujours très divergents d'une région et d'un secteur à l'autre, les indicateurs économiques récents ont surtout confirmé la forte résilience de l'économie américaine. Le secteur des services, principal pourvoyeur d'emplois, reste dynamique au mois de juin (53,9 pour l'ISM des services, contre 50,3 en mai). Les différentes statistiques d'emploi dépeignent en moyenne un marché du travail toujours ferme et des hausses de salaires significatives mais plutôt en modération. Quant à l'inflation, elle continue de se modérer, l'inflation sous-jacente américaine se situant désormais autour de 3,5% si l'on en croit le modèle « multivarié » de la Fed de New York. Les pressions inflationnistes continuent aussi de baisser en Europe.

Comme nous l'avons souvent souligné, ce contexte est nettement plus favorable aux investissements monétaires qu'aux obligations souveraines (graphique 1). Devant la résilience économique et malgré la désinflation, les rendements des emprunts d'Etat sont remontés, atteignant 4% aux Etats-Unis et 2,6% en Allemagne, au plus haut depuis plusieurs mois. Les marchés obligataires sont vulnérables car ils anticipent depuis longtemps déjà le retour à une inflation à 2%, et parce que les taux réels ne sont pas assez attractifs. Même après leur hausse récente, les taux réels des obligations allemandes à long terme ne dépassent pas 0,25%.

TCN vs obligations souveraines en Europe depuis que les taux BCE sont positifs

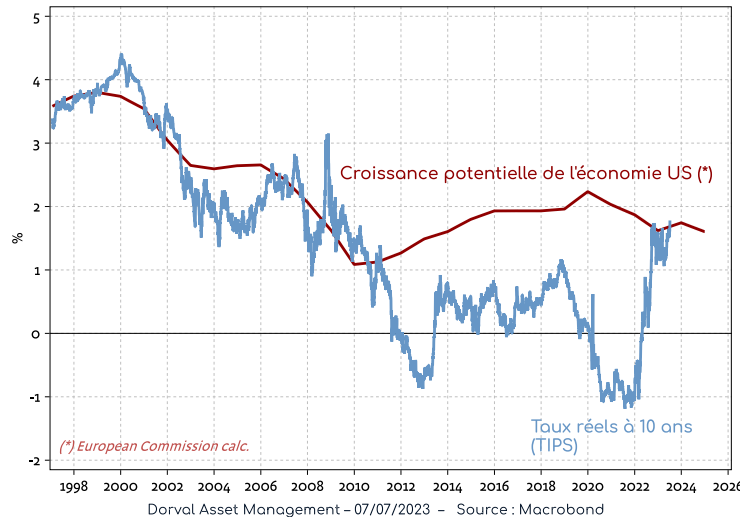


Dorval Asset Management - 07/07/2023 - Source : Macrobond



Aux Etats-Unis ces taux réels sont plus élevés, à 1,8%, au plus haut depuis 2008. Mais sont-ils pour autant attractifs ? Oui en cas de récession imminente, mais pas en vitesse de croisière. Ces taux sont en effet très proches du taux de croissance potentielle de l'économie (graphique 2). Même si elle est radicalement différente de celle des années 2010, la situation semble donc plutôt normale.

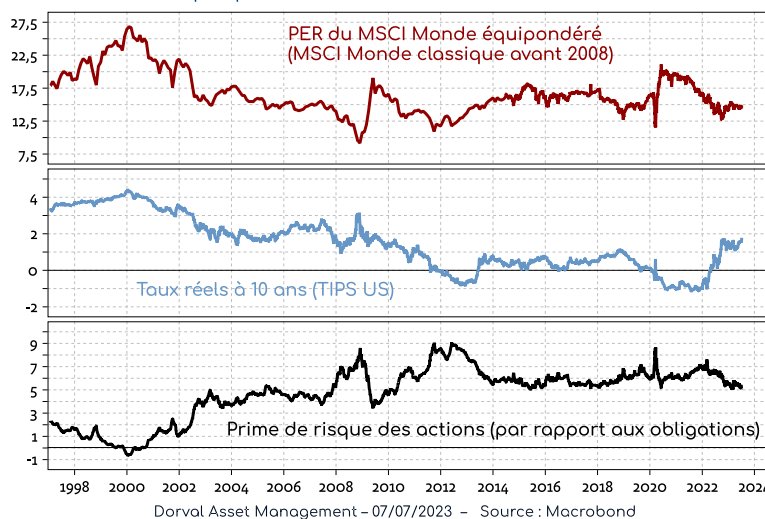
Des taux réels normalisés ?



Ce régime de taux réels normalisés ne semble pas constituer une menace pour la valorisation des marchés des actions. Le PER du MSCI Monde équi pondéré - référence de la poche actions de nos fonds globaux - se situe en effet à 14,6 fois les bénéfices anticipés pour les 12 prochains mois, ce qui revient à un « rendement » réel théorique à long terme de 6,8% (soit l'inverse de 14,6). Comparé à des taux réels de 1,8% aux Etats-Unis, pays de référence, la prime de risque des actions se situe donc à 5%, ce qui reste confortable (graphique 3). En appliquant une moyenne des taux réels mondiaux plutôt que le seul taux américain, on obtiendrait une prime de risque encore plus élevée. En somme, le TINA (There Is No Alternative) est enterré, mais l'attractivité relative des actions reste bonne.

La prime de risque des actions reste confortable

PER prospectif du MSCI Monde EW contre taux réels





Ce n'est donc pas le niveau des taux d'intérêt qui pose un problème, mais plutôt les risques financiers liés à un réajustement très rapide après une longue période de taux extraordinairement bas. Le bilan à ce jour compte deux épisodes de stress, celui des fonds de pension britanniques en septembre 2022, et celui des banques régionales américaines au printemps 2023. Il est tout à fait possible que d'autres séquences de stress financier se produisent – d'autant que la Fed s'apprête à reprendre le chemin de la hausse des taux – mais que l'économie mondiale continue de résister. Cela rappellerait alors la crise des caisses d'épargne américaines, crise qui s'était étalée sur une période de dix ans (1985-95) sans jamais provoquer de récession qui puisse lui être imputable.

Au final, la récente remontée des rendements obligataires nous semble plutôt logique, et pas fondamentalement dangereuse pour les marchés des actions. Désormais moins chères, les obligations refuges (Etats-Unis et Allemagne) – très utiles en cas de choc économique ou financier – pourraient finir par trouver leur place dans nos portefeuilles, mais à ce stade nous préférons toujours le monétaire.

Dans nos fonds globaux nous maintenons une allocation en actions d'un peu plus de 20% sur la stratégie prudente, de 42% pour la stratégie équilibrée et de 100% sur le fonds long-only. La poche actions est investie dans un panier-cœur très diversifié de 200 valeurs, et dans deux thématiques complémentaires (« relances vertes » et « valeurs défensives »). Nous continuons d'engranger un rendement croissant sur la partie non investie en actions, via les titres du marché monétaire (TCN) émis les entreprises et les gouvernements de la zone euro. Notre duration obligataire reste quasiment nulle.

Nos taux d'exposition sont les suivants :

- Dorval Convictions : le taux d'exposition actions est de 67%.
- Dorval Convictions PEA : le taux d'exposition actions est de 65%.
- Dorval Global Convictions : 42% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 31%, Relances vertes 5%, Global Ultra Défensif 3% ; panier tactique : 2.5% ; 50% : Exposition en titres du marché monétaire ou obligations court terme avec un rendement apparent de 3.7%. Le solde en liquidités.
- Dorval Global Convictions Patrimoine : 22% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 15%, Global Ultra Défensif 3%, Relances Vertes 4%. Obligations américaines 10 ans : 3% ; 75% : Exposition en titres du marché monétaire ou obligations court terme avec un rendement apparent de 3.7%. Le solde en liquidités.
- Dorval Global Vision : Sélection Responsable Internationale 75%, Relances vertes 15%, Global Ultra Défensif 10%.

Dorval Asset Management

Société Anonyme au capital de 303.924 euros
RCS Paris B 391392768 - APE 6630 Z - Agrément AMF n° GP 93-08
1 rue de Gramont, 75002 Paris – T : +33 1 44 69 90 44 – F : +33 1 42 94 18 37
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 (DIC) de ce dernier. Le DIC et les documents périodiques sont disponibles gratuitement sur demande, auprès de Dorval Asset Management. Vous devez prendre connaissance du DIC, 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.