Malaise sur les marchés : les scénarios de sortie

9 octobre 2023

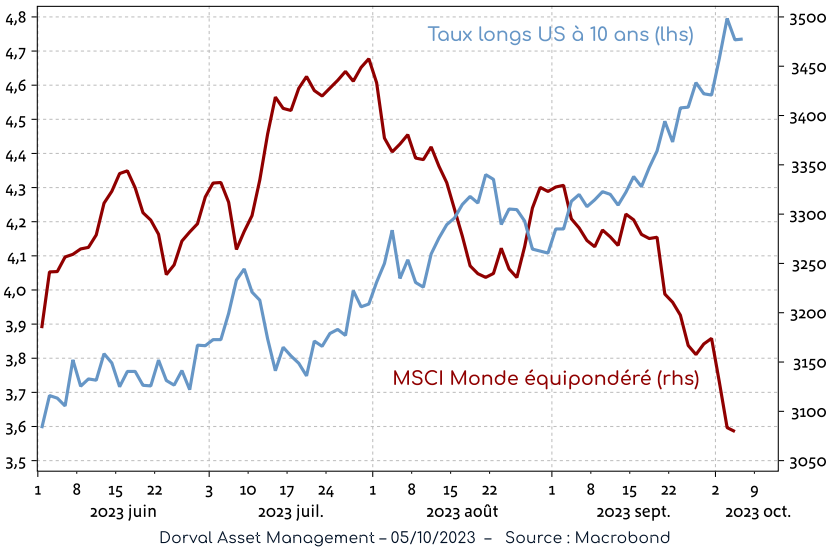
L'analyse qui suit a été rédigée vendredi 6 octobre, avant les événements dramatiques qui se sont produits en Israël ce weekend. Nous adressons toutes nos pensées aux familles et amis ayant des attaches dans cette région.

Chers clients, chers partenaires,

Les investisseurs sont aux prises avec des raisonnements circulaires : ils sont moins pessimistes sur l'économie, ce qui fait remonter les taux d'intérêt réels…, ce qui finit par les rendre nerveux au sujet de la croissance future. Quels sont les scénarios de sortie de ce paradoxe ?

Les investisseurs intégraient au premier semestre un scénario de baisse des taux d'intérêt qui aurait dû débuter au T4 2023 et s'accélérer en 2024 sous le coup d'une hypothétique récession. Ce scénario ne tenant plus devant la résilience des économies occidentales – dont surtout les Etats-Unis – les investisseurs ont été conduits à changer leur fusil d'épaule. Leur nouveau scénario est celui du maintien de taux d'intérêt plus élevés plus longtemps, en ligne avec le discours martelé sans relâche par les banques centrales. La hausse des taux à long terme est la conséquence logique de cette évolution. Sur le fond, elle n'a pas de raison d'inquiéter outre-mesure les marchés des actions puisqu'elle reflète une vue moins pessimiste de l'économie. Mais la rapidité de la hausse des taux longs crée un malaise qui pèse sur l'ensemble des prix des actifs risqués, dont les actions (graphique 1).

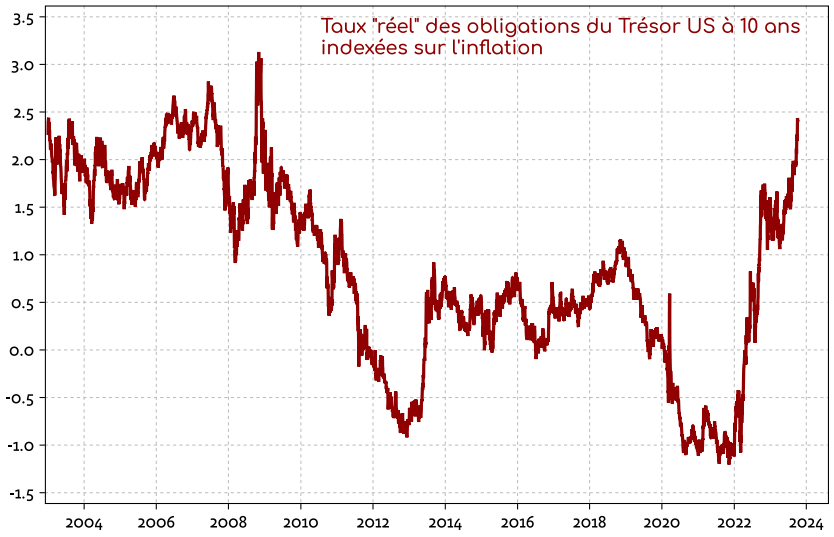
Les bourses mondiales plient sous le poids de la hausse rapide des taux à long terme



Dorval Asset Management – 05/10/2023 – Source : Macrobond

Pour mettre fin au malaise, il faut donc que les taux à long terme se stabilisent. Le scénario le plus constructif serait celui d'une stabilisation des taux à long terme induite à la fois par une valorisation désormais plus attractive et par le maintien d'un scénario macroéconomique relativement bénin. Aux Etats-Unis, les taux réels à long terme dépassent nettement les 2%, revenant ainsi à leur niveau d'avant la grande crise de 2008 (graphique 2), ce qui parait confortable. De plus, les derniers chiffres d'inflation ont été clairement favorables, le prix du pétrole a rebaissé, et l'économie américaine ne semble à ce stade ni trop forte ni trop faible. Si cet environnement perdure, le réajustement récent des taux à long terme semble suffisant, et les perspectives économiques ne semblent pas menacées.

Les taux longs réels américains sont revenus à leur niveau d'avant la grande crise de 2008



Dorval Asset Management – 06/10/2023 – Source : Macrobond

Il existe cependant d'autres scénarios moins agréables de sortie de la spirale haussière des taux à long terme. Celui, d'abord, que le changement d'environnement des taux d'intérêt réels conduise, comme au T4 2018, à une capitulation des marchés d'actifs risqués, capitulation qui finirait par provoquer une hausse des prix des obligations refuges, et donc une baisse des taux longs. On peut aussi craindre des évènements financiers liés à la chute de valorisation des portefeuilles obligataires et/ou immobiliers dans certaines institutions financières, comme on a pu le connaitre au printemps avec les banques régionales américaines. Ce type d'évènement pourrait aussi attirer les investisseurs vers les obligations refuge et modifier le discours de banques centrales. Enfin, le contexte rend les investisseurs plus sensibles au moindre chiffre qui pourrait suggérer que, après plusieurs mois de très bonnes nouvelles sur ce front, l'inflation soit en train de s'installer, ce qui relancerait la probabilité perçue d'une récession à venir orchestrée par la Fed (l'inflation américaine du mois de septembre sera publiée le 12 octobre).

Dans nos fonds internationaux diversifiés, nous avons un peu diminué notre exposition aux actions au profit de positions (en future) sur les obligations américaines à cinq et dix ans, sur les obligations allemandes à 2 ans. Les anticipations de taux d'intérêt ont été selon nous déjà bien réajustées par les marchés, et les obligations souveraines pourraient finir par jouer un rôle de valeur refuge si la baisse des marchés des actions se poursuivait.

Nos taux d'exposition sont les suivants :

- **Dorval Convictions :** le taux d'exposition actions est de 73%.
- **Dorval Convictions PEA :** le taux d'exposition actions est de 69%.
- **Dorval Global Conservative :** 20% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 16%, Global Ultra Défensif 2%, Relances Vertes 4%. Couverture en futures sur indice -2%. Futures taux : duration 1.2 dont US 0.7 et Europe 0.5. Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Allocation :** 40% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 32%, Relances Vertes 5%, Global Ultra Défensif 2% ; panier tactique : 4%. Couverture en futures sur indice -3%. Future Taux : duration 1.5 dont US 0.75 et Europe 0.75. Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Vision :** Sélection Responsable Internationale 78%, Relances Vertes 15%, Global Ultra Défensif 7%.

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.