

Les facteurs locaux reviennent en force

6 novembre 2023

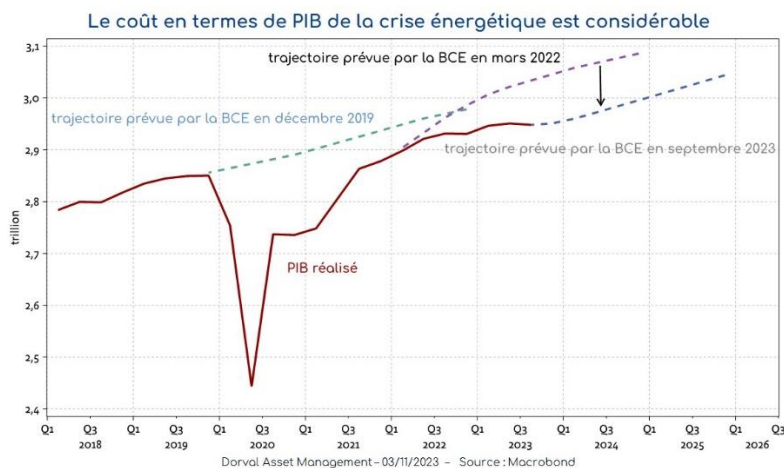
Chers clients, chers partenaires,

Le scénario de taux « plus haut plus longtemps » annoncé par les banques centrales est largement à la fois dans les prix et dans les esprits des investisseurs. A partir de là, quels sont les scénarios possibles ? Soit le ralentissement économique en cours est suffisant pour écarter durablement la question de l'inflation, soit l'équilibre résilience/désinflation reste comme il est. Quoi qu'il en soit, si les investisseurs ont moins peur des banques centrales, le « cycle global commun » cède sa place à des situations locales très différentes entre l'Amérique du Nord, l'Europe et l'Asie.

La réunion du FOMC¹ de novembre, bien que sans réelle surprise, consacre la fin du cycle de hausse des taux de la Fed. Sans écarter définitivement une nouvelle hausse des taux, J. Powell indique que désormais la banque centrale américaine est à l'équilibre entre le risque d'en faire trop et celui de n'en faire pas assez.

Dorénavant, moins obnubilés par les faits et gestes de la Fed, les investisseurs vont pouvoir s'intéresser de nouveau aux situations locales.

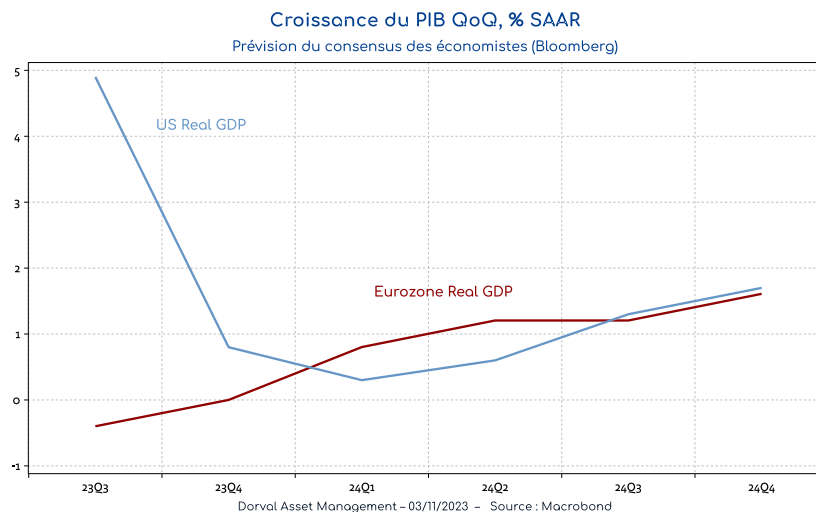
En Europe, la stagnation est actée par une croissance du PIB plus ou moins nulle depuis 4 trimestres (-0,1% au 3^e trimestre soit une croissance cumulée de 0,15% depuis le 4^e trimestre 2022 en rythme annualisé). On peut bien sûr s'en désoler ou au contraire se réjouir de l'extraordinaire résilience de l'économie européenne face au choc énergétique sans précédent subie en 2022. Calculer le coût exact de ce choc est complexe mais, si on compare la trajectoire du PIB anticipée par la BCE dans ses prévisions de septembre 2023 avec celle formulée en mars 2022, on trouve un écart de presque 3% ! (Graphique 1)



¹ FOMC : Federal Open Market Committee, en français le comité fédéral de marché ouvert, est un organe de la réserve fédérale américaine

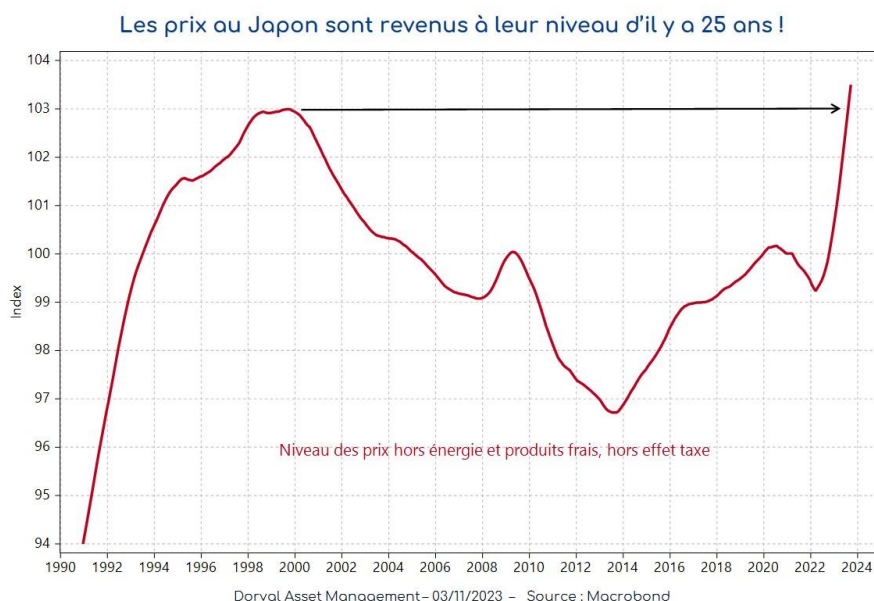


Si le coût en termes de niveau de revenu est définitif (le gaz russe ne reviendra pas), celui en termes de croissance est largement derrière nous. L'ajustement du secteur de l'énergie et des industries intensives en énergie est déjà bien avancé. La consommation des ménages stagne mais la désinflation qui s'installe sera une source de hausse du pouvoir d'achat en 2024. Dans ces conditions, les économistes s'attendent à une réaccélération très progressive de l'économie européenne tout au long des prochains trimestres. Ce n'est pas le cas aux Etats-Unis (graphique 2).



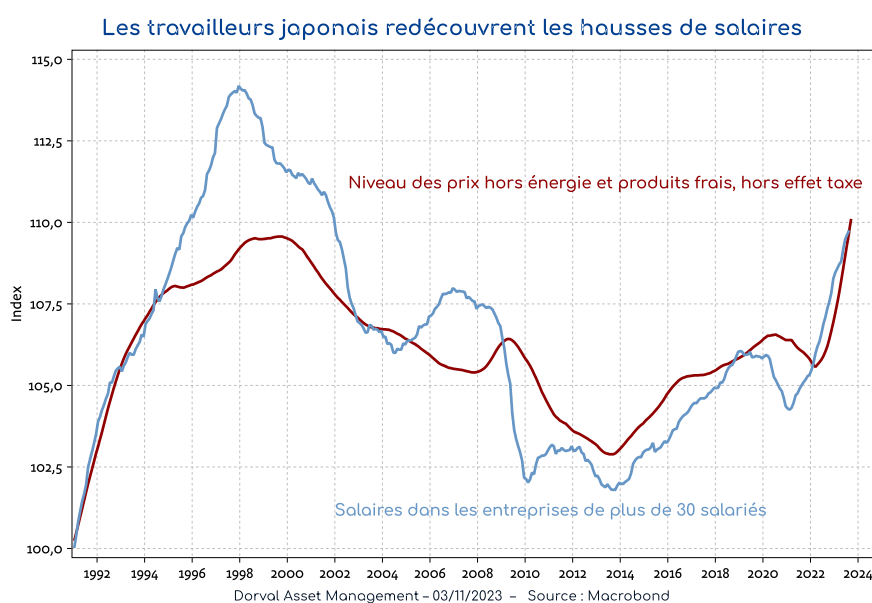
En effet, aux Etats-Unis, la croissance est restée forte en 2023. Avec la publication hors norme du 3^e trimestre (+4,9% en rythme annualisé), la croissance cumulée depuis le 4^e trimestre 2022 est de 3,06% en rythme annualisée (contre +0,15% en Europe). Les économistes s'attendent naturellement à un ralentissement de la croissance aux Etats-Unis, ce que les derniers chiffres d'emploi corroborent (150 000 créations d'emploi en octobre et une révision à la baisse de 100k des mois précédents).

Enfin, en Asie, l'économie chinoise semble en voie de stabilisation mais c'est au Japon qu'il se passe enfin quelque chose. La bataille pour sortir de 25 ans de déflation entre dans une phase décisive. Les prix des biens et services ont repris le chemin de la hausse et viennent symboliquement de repasser au-dessus de leur niveau de 1998 ! (Graphique 3).





Pour sortir définitivement de la déflation les autorités monétaires et budgétaires japonaises ont dû jeter toute leur force dans la bataille. Le dernier plan de relance budgétaire décidé par le Premier ministre Kishida participe à donner une impulsion supplémentaire. Selon les économistes de Goldman Sachs, l'effet à court terme sera cependant limité à 0,5% de croissance en plus. Le cœur de la bataille a lieu sur le marché du travail. Il semble que les salaires aient également repris le chemin de la hausse et répondent de plus en plus aux hausses de prix (graphique 4).



Si la victoire sur la déflation se confirme, et avec le soutien de la politique budgétaire, la Banque du Japon pourra sortir prudemment de sa politique actuelle de contrôle des taux à 10 ans (autour de 1%) et de taux courts négatifs (-0,1% pour le taux de dépôts auprès de la BoJ). Etant donné l'extrême sous-évaluation du Yen et la sensibilité des marchés obligataires mondiaux, la prudence est cependant de mise.

Ces divergences locales donnent encore plus de valeur à l'investissement diversifié internationalement puisque la décorrélation des actifs en portefeuille est un vecteur de réduction du risque. Nous conservons une allocation neutre sur les actions dans notre fonds diversifié « Dorval Global Allocation », et légèrement en-dessous du neutre pour le fonds « Dorval Global Conservative ». Nous maintenons une durée obligataire désormais positive. Notre moteur de rendement régulier reste le monétaire.

Nos taux d'exposition sont les suivants :

- Dorval Convictions : le taux d'exposition actions est de 58%.
- Dorval Convictions PEA : le taux d'exposition actions est de 59%.
- Dorval Global Conservative (ex-Dorval Global Convictions Patrimoine) : 19% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 15%, Global Ultra Défensif 2%, Relances Vertes 4%. Couverture en futures sur indice - 2%. Futures taux : durée 1.3 dont US 0.7 et Europe 0.6. Solde en titres du marché monétaire.
- Dorval Global Allocation (ex-Dorval Global Convictions) : 40% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 32%, Relances Vertes 5%, Global Ultra Défensif 3%. Future Taux : durée 1.7 dont US 0.8 et Europe 0.9. 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.