

Vers une déconnection entre actions et obligations

22 janvier 2024

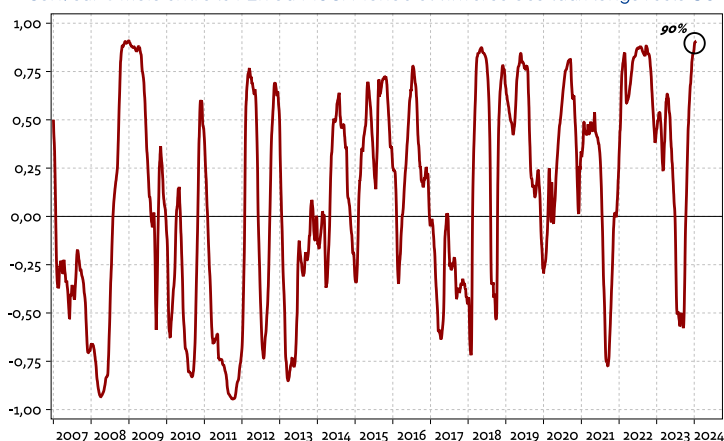
Chers clients, chers partenaires,

A la hausse comme à la baisse, les marchés des actions sont depuis l'été fortement dépendants de l'évolution des taux d'intérêt à long terme. Cette forte corrélation devrait se réduire sous l'effet de l'assouplissement monétaire à venir des banques centrales.

Après avoir été très temporairement faible et même négative au premier semestre 2023 du fait de la crise des banques régionales américaines, la corrélation entre marchés des actions et marchés obligataires souverains a atteint un niveau record depuis l'été dernier. Le PER prospectif du MSCI Monde et les taux longs réels américains (inversés) ont été corrélés à 90% sur six mois, un record égalé une seule fois depuis 2007 (graphique 1). Ce niveau est statistiquement insoutenable : l'histoire nous enseigne en effet que la corrélation entre PER et rendement des obligations est à la fois très instable et, en moyenne, proche de zéro. La période que nous venons de traverser est donc assez exceptionnelle.

Une corrélation anormalement élevée entre actions et obligations

Corr. sur 6 mois entre le PER du MSCI Monde et l'inverse des taux longs réels US



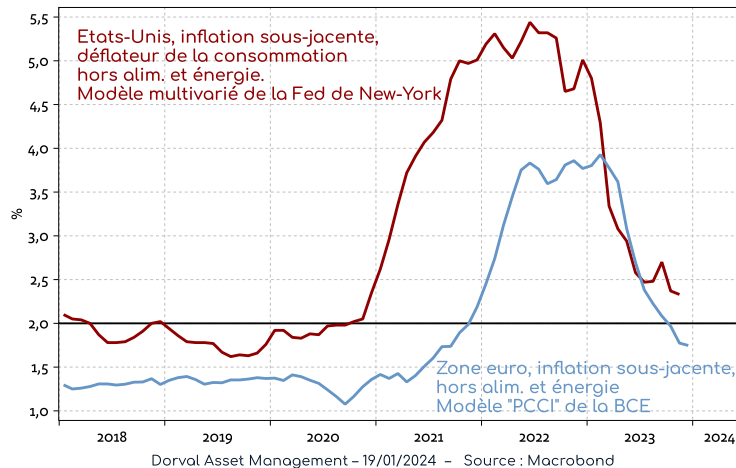
Dorval Asset Management - 19/01/2024 - Source : Macrobond

Le PER est avant tout une mesure de la visibilité que les investisseurs perçoivent. Cette visibilité subjective est affectée par des facteurs très divers, mais on peut comprendre qu'elle soit depuis deux ans particulièrement corrélée aux taux à long terme. L'inflation et la réaction des banques centrales à cette inflation ont en effet largement dominé la question des risques. Cela reste le cas aujourd'hui, mais avec une évolution clairement positive qui devrait finir par réduire la corrélation entre marchés des actions et taux à long terme. Avec la désinflation (graphique 2), nous sommes en effet passé d'une situation où les banques centrales étaient prêtes à casser la croissance pour juguler



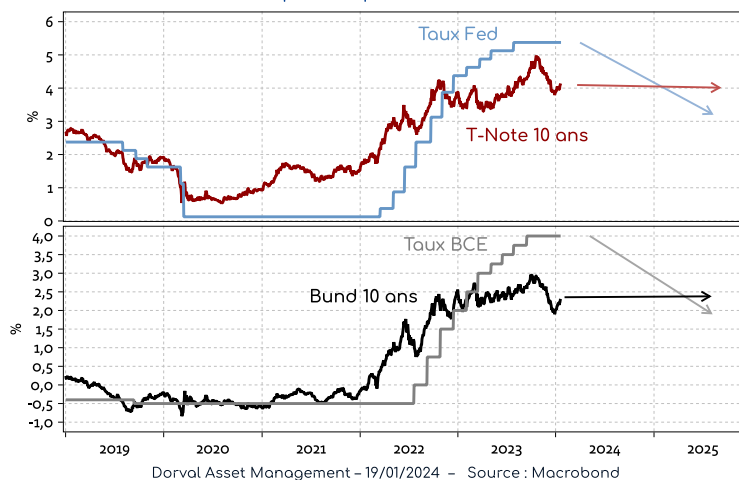
l'inflation, à une situation où non seulement ce n'est plus nécessaire, mais où elles commencent à se préoccuper au moins préventivement des risques pour la croissance. C'est un très gros changement.

La désinflation est suffisante pour parler baisse des taux courts
Modèles d'estimation de l'inflation sous-jacente



En pratique, ce changement devrait se traduire par une normalisation progressive de la courbe des taux d'intérêt, celle-ci passant de la situation de forte inversion actuelle à une situation plus normale de courbe ascendante. Dans un scénario de soft landing avec une inflation bien maîtrisée, on peut supposer que la Fed et la BCE baisseraient leur taux d'environ 200 points de base d'ici fin 2025 afin de neutraliser une politique monétaire aujourd'hui restrictive. La courbe des taux se redressant, des taux Fed à 3,25% en 2025 sont en effet compatibles avec des taux longs à 4% ou plus, et des taux BCE à un peu moins de 2% le sont aussi avec des taux Bunds supérieurs à 2% (graphique 3). Ce scénario de soft landing a priori positif pour les actions ne le serait donc pas forcément pour les obligations à long terme. On peut même imaginer que les taux longs remontent un peu, sans doute dans l'indifférence générale.

Sans récession, l'assouplissement monétaire ne fera pas forcément baisser les taux longs
Un scénario possible pour les taux en 2024/2025



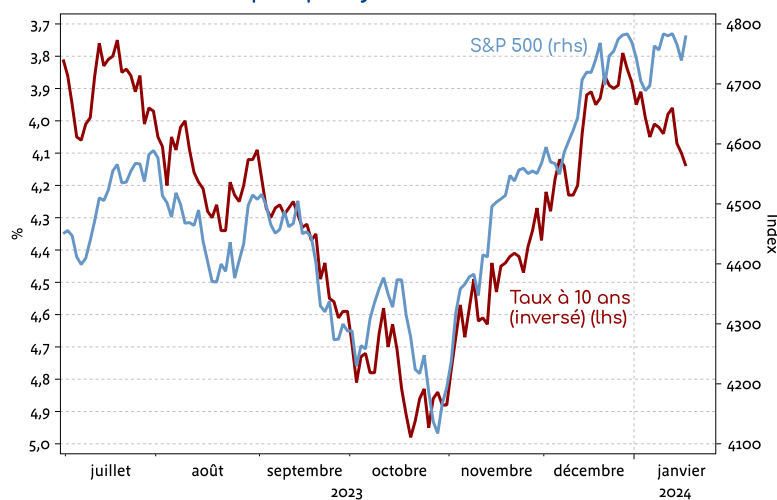
Combien de temps faudra-t-il pour que ce processus de redressement de courbe s'enclenche ? Il semble que la BCE veuille attendre encore quelques mois pour surveiller les négociations salariales et baisser les taux courts à partir du mois de juin. Mais si les



chiffres d'inflation et/ou de croissance surprenaient à la baisse, cela pourrait être un peu plus tôt. Du côté de la Réserve fédérale, on attend le verdict de Jerome Powell fin janvier, dans un contexte où le marché du travail reste encore dynamique, ce qui complique un peu les choses.

En attendant, on peut noter qu'à Wall Street la dépendance du marché des actions à la dynamique des taux à long terme semble déjà se réduire un peu depuis quelques jours (graphique 4). La focalisation des investisseurs sur la question des taux d'intérêt à long terme est-elle en train de se calmer ? A suivre.

Wall-Street semble moins "collé" au marché obligataire depuis quelques jours. A suivre.



Dorval Asset Management - 19/01/2024 - Source : Macrobond

Dans nos fonds diversifiés globaux, nous restons sur le positionnement suivant : surpondération des actions, une durée obligataire modérée comme couverture en cas de ralentissement économique important, et du rendement monétaire en euro. Dans l'attente d'un pivot de la BCE et d'une reprise progressive de l'activité, nous maintenons une forte exposition aux actions dans nos fonds flexibles européens. Dans ces fonds, outre un panier cœur proche de l'Euro Stoxx 50, nous investissons dans un panier diversifié de petites et moyennes valeurs, des valeurs bancaires et des sociétés bénéficiant des thèmes de la productivité et de la transition énergétique.

Nos taux d'exposition sont les suivants :

- Dorval Convictions : le taux d'exposition actions est de 70%.
- Dorval Convictions PEA : le taux d'exposition actions est de 75%.
- Dorval Global Conservative (ex-Dorval Global Convictions Patrimoine) : 25% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 17%, Global Ultra Défensif 3%, Relances Vertes 4,5%, Panier tactique 0,5% (tracker Eurostoxx ESG). Sensibilité aux taux 1.2 dont US 0.5 et Europe 0.6 (BTP, OAT et Schatz). Solde en titres du marché monétaire.
- Dorval Global Allocation (ex-Dorval Global Convictions) : 49% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 36%, Relances Vertes 5%, Global Ultra Défensif 3%, Panier tactique 5% (tracker Eurostoxx ESG). Sensibilité aux taux 1.4 dont US 0.5 et Europe 0.9 (BTP, OAT, Schatz). 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.