



Les infortunes de la prospérité américaine

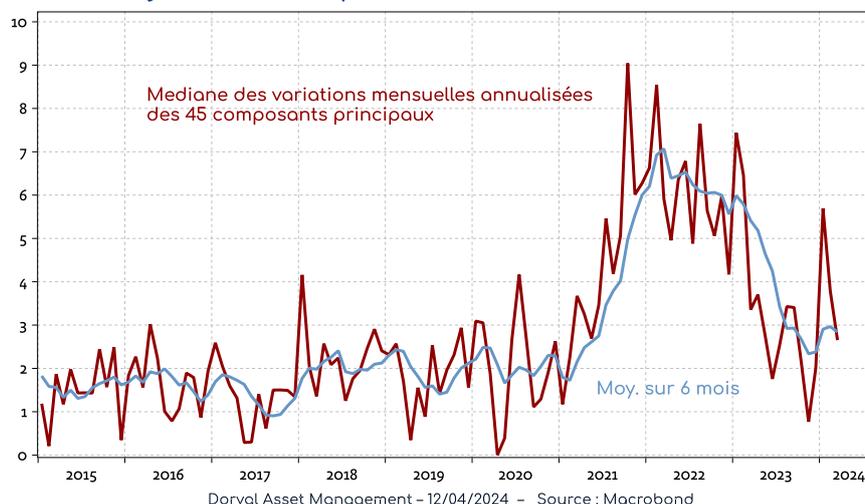
15 avril 2024

Chers clients, chers partenaires,

La désinflation de 2023 sans hausse du chômage (« la désinflation immaculée ») a été la principale bonne surprise des 18 derniers mois. Le processus semble cependant marquer le pas dans les trois premiers mois de l'année 2024 aux Etats-Unis. S'il est trop tôt pour en conclure que l'inflation va réaccélérer notablement à partir des niveaux actuels, le scénario de risque d'une économie américaine à haute pression augmente. Il nous semble cependant, que cet accroissement se fait au détriment du scénario de récession plus qu'à celui de l'atterrissage en douceur. A ce stade, l'environnement reste favorable pour les actions. On ne peut pas en dire autant des taux à long termes.

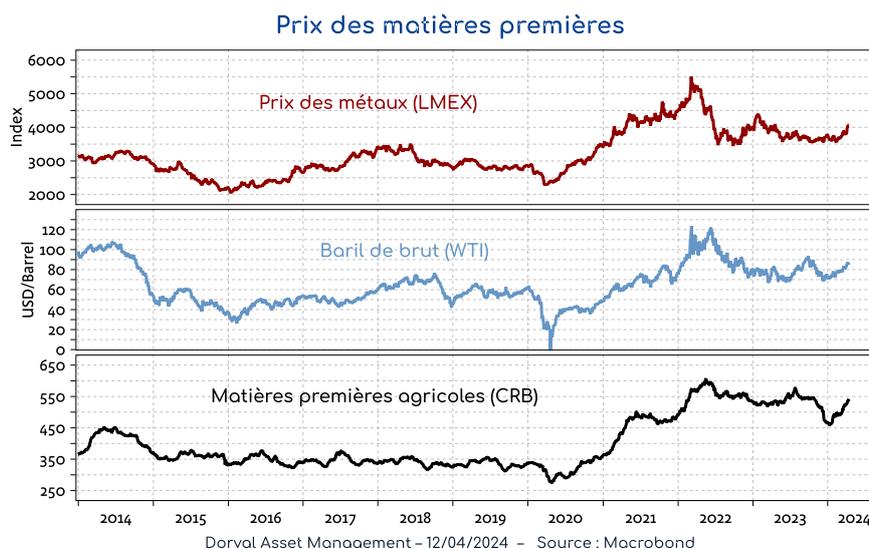
Avec une inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation 0.1 pts au-dessus des attentes du consensus (+0.4% vs +0.3% attendu) le mois de mars est le troisième mois de surprise négative sur l'inflation aux Etats-Unis. A ce stade, le scénario d'un retour chaotique de l'inflation vers sa cible reste plausible. Rappelons que la Réserve fédérale ne cible pas l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (CPI) mais le déflateur de la consommation (PCE). Ces deux mesures diffèrent dans leur composition et leur méthodologie avec le PCE généralement moins volatile est légèrement inférieur au CPI (l'indice PCE de mars sera publié le 26 avril en amont de la prochaine réunion du FOMC le 1^{er} mai). Lorsque on observe la variation mensuelle des 45 principales composantes de l'indice des prix à la consommation on constate que la tendance centrale mesurée par la médiane reste autour des 3% après le saut du mois de janvier (graphique 1).

Trajectoire chaotique de la désinflation aux Etats-Unis





Cependant le contexte est moins favorable à la « désinflation immaculée » car (1) le contre choc d'offre positif est derrière nous (normalisation des chaînes d'approvisionnement, retour d'une immigration nette positive, rééquilibrage du marché du travail...), (2) les perspectives de croissance plus positives peuvent encourager les entreprises à augmenter leurs prix et aux salariés leurs exigences (rien ne l'indique pour le moment) et (3) le début de reprise industrielle s'accompagne de pressions sur les matières premières et notamment le prix du pétrole dans un contexte géopolitique tendu (graphique 2).



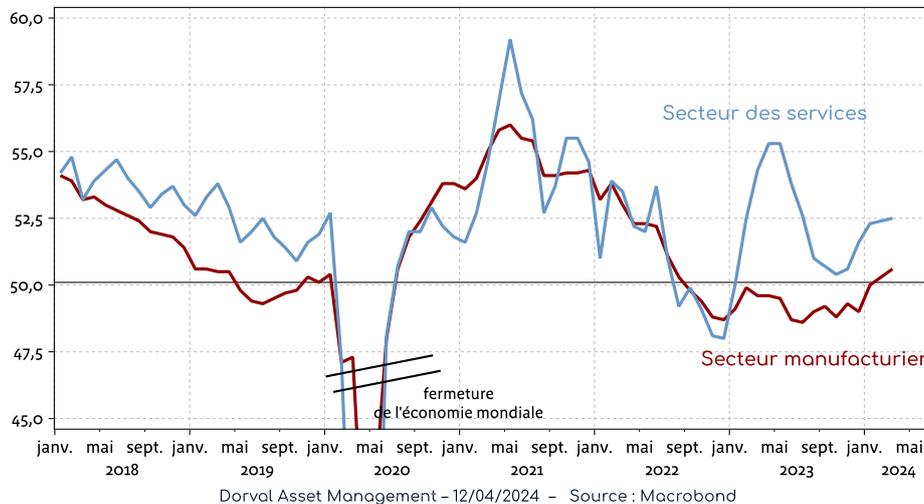
Dans ces conditions, la Banque centrale américaine peut poursuivre son attente au-delà de l'été. Est-ce que cet attentisme constitue une remise en cause de notre scénario de « put » des banques centrales ? Nous ne le pensons pas. Même si elle se stabilise au-dessus de sa cible, l'inflation en reste suffisamment proche pour qu'en cas de dégradation du marché du travail, la Fed puisse baisser ses taux. Par ailleurs, ce qui est vrai pour la Fed l'est moins pour les autres banques centrales, notamment la Banque centrale européenne. Malgré un statu quo sur ses taux directeurs largement anticipé, l'institution monétaire de la Zone euro a indiqué que si les données de prix poursuivaient leur tendance actuelle il serait approprié de réduire les taux d'intérêt, probablement dès la prochaine réunion du 6 juin.

Si notre scénario central d'un équilibre satisfaisant entre perspective de croissance (conditions cycliques) et risque d'inflation (conditions monétaires) ne change pas, le scénario de risque augmente du côté de l'inflation. Cependant, l'amélioration progressive du climat des affaires perceptible dans les dernières enquêtes de conjonctures nous fait penser que, en l'absence de choc géopolitique, c'est le scénario de récession qui recule en parallèle (graphique 3).



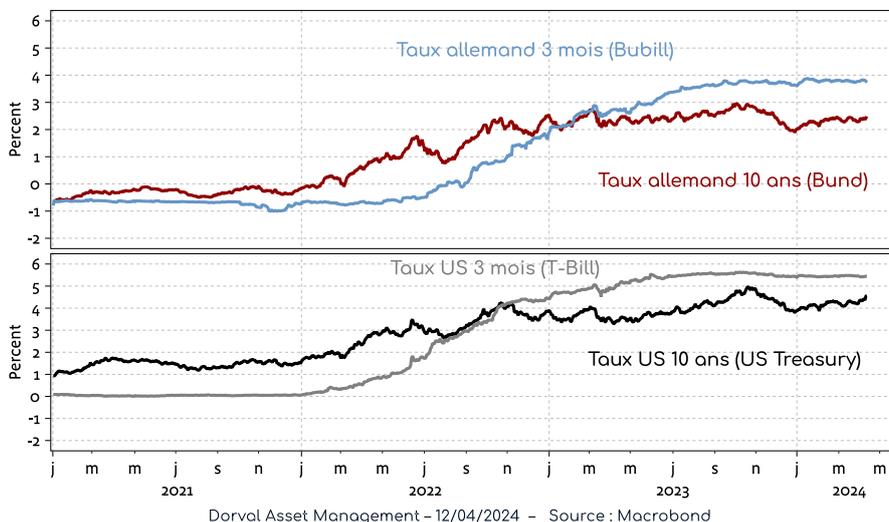
Le climat des affaires dans l'industrie et dans les services

Indices PMI - Enquêtes auprès des entreprises mondiales



Ce nouveau mélange n'est pas forcément très négatif pour le marché des actions. En revanche, il est désagréable pour les taux longs qui souffrent toujours d'une prime de terme négative c'est-à-dire des taux à long terme inférieures aux taux à courts termes (graphique 3). La qualité de couverture asymétrique des obligations souveraines dans un portefeuille dominé par les actions s'en retrouve dégradée.

Le problème des taux longs



Les marchés actions internationaux traversent une phase de prises de bénéfices après le rallye des derniers mois. Si l'augmentation du scénario de risque inflationniste peut justifier une hausse de l'aversion au risque, il semble surtout mauvais pour les taux longs plus que pour les actions. Dans ces conditions, nous maintenons nos principaux thèmes et des taux d'exposition modérés aux actions mais nous vendons dans les fonds internationaux diversifiés le solde de nos positions en futures obligataires (2 ans allemand, 10 ans français, 5 ans et 10 ans US) que nous maintenions en couverture.



Nos taux d'exposition sont les suivants :

- **Dorval Convictions** : 60% d'exposition nette aux actions dont panier cœur Euro Stoxx 50 ISR 60%, panier financières 6.5%, Panier petites capitalisations 12%. Couverture en future Euro Stoxx 50.
- **Dorval Convictions PEA** : 70% d'exposition nette aux actions dont panier cœur Euro Stoxx 50 ISR 70%, panier financières 6.5%, Panier petites capitalisations 12%. Couverture en future Euro Stoxx 50.
- **Dorval Global Conservative** : 25% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 18%, Reprise industrielle globale 3%, New Capex 3%, Panier financières européennes 1%, couverture en options S&P 500 : -1%. Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Allocation (ex-Dorval Global Convictions)** : 49% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 38%, Reprise industrielle globale 4%, New Capex 4%, Antifragiles 2%, Panier financières européennes 3%, couverture en options S&P 500 : -2%. Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Vision** : Sélection Responsable Internationale 73%, Reprise industrielle globale 9%, New Capex 9%, Anti-fragiles 4%, Financières européennes 5%.



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.