



Ralentissement versus stabilisateurs

16 septembre 2024

Chers clients, chers partenaires,

Alors que les investisseurs restent inquiets à propos de la conjoncture économique mondiale, les stabilisateurs se mettent en marche. L'assouplissement des politiques monétaires et la baisse des prix des matières premières sont encourageants, mais il faudra aussi vérifier la vitesse à laquelle le canal du crédit se réveille.

Le maintien – ou non – d'un équilibre satisfaisant entre les inquiétudes économiques d'un côté et les soutiens à la croissance de l'autre sera déterminant pour les marchés financiers d'ici la fin de l'année. Nous pensons que le scénario d'équilibre reste le plus probable car l'économie mondiale ne nous semble pas extrêmement vulnérable – même si elle ralentit – et parce que les stabilisateurs automatiques semblent fonctionner. Outre la baisse déjà significative des taux d'intérêt à long terme (environ 1% aux Etats-Unis depuis le mois d'avril), les prix des matières premières se sont aussi repliés d'environ 15% sur la même période, pour atteindre leur plus bas niveau depuis 3 ans (graphique 1).

La baisse des prix des matières premières redistribue du pouvoir d'achat

Base 100 début 2021



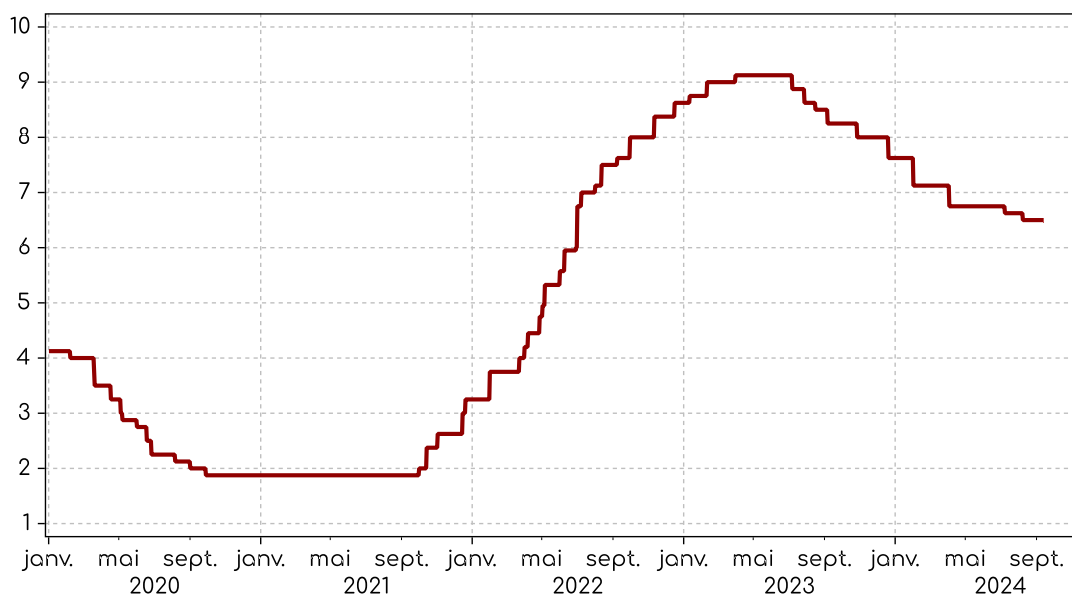
Dorval Asset Management – 13/09/2024 – Source : Macrobond



Ce repli des prix des matières premières – et en particulier de l'énergie – a la double vertu de distribuer du pouvoir d'achat aux consommateurs et aux entreprises, et de consolider le processus de désinflation et donc de l'assouplissement monétaire en cours. La BCE a baissé pour la deuxième fois ses taux d'intérêt le 12 septembre – de 3,75% à 3,50% pour son taux de dépôt – et la Réserve fédérale américaine s'apprête à lui emboîter le pas. Ces assouplissements des grandes banques centrales vont se diffuser dans l'économie mondiale à travers plusieurs canaux. Dans les pays émergents, souvent très sensibles à la question du dollar, la baisse programmée des taux de la Fed devrait leur permettre de poursuivre le processus de baisse des taux d'intérêt avec un supplément de confort (graphique 2).

La baisse des taux de la Fed aidera les pays émergents à poursuivre leur propre assouplissement monétaire

Médiane des taux d'intérêt à court terme dans 20 pays émergents



Dorval Asset Management – 13/09/2024 – Source : Macrobond

Reste à vérifier la vitesse à laquelle se diffusera l'amélioration des conditions financières sur l'économie des grands pays. Aux Etats-Unis la transmission au canal du crédit est assez rapide, via la baisse des taux des obligations d'entreprises et celle des taux hypothécaires (graphique 3). Nous verrons comment le climat des affaires dans le secteur résidentiel réagit à ces baisses de taux (prochaine statistique prévue le 17 septembre) ; pour le crédit bancaire il faudra attendre quelques semaines pour la prochaine livraison de l'enquête trimestrielle auprès des banques américaines.



Les conditions de financement de l'économie commencent à se détendre aux Etats-Unis

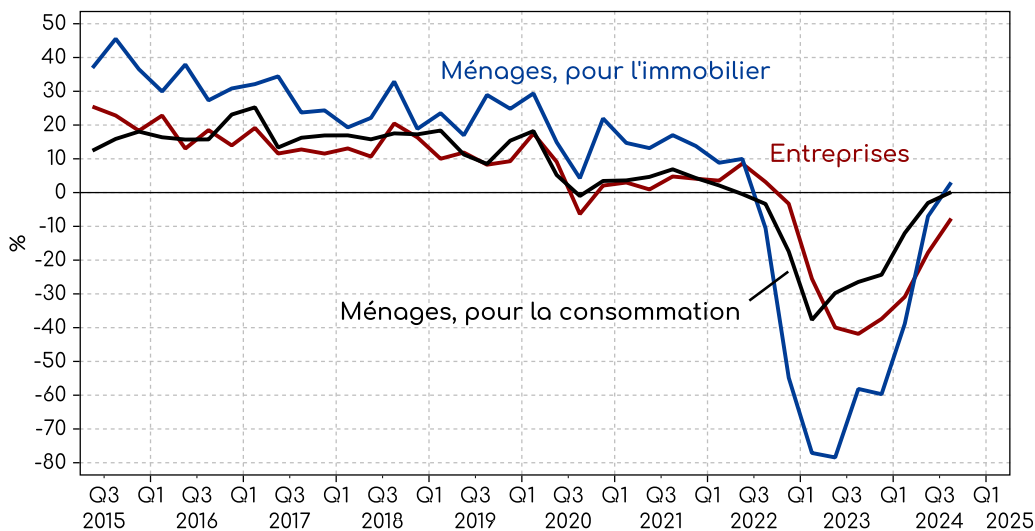


Dorval Asset Management - 13/09/2024 - Source : Macrobond

En Europe, la BCE explique que les conditions financières restent restrictives, et que sa politique de baisse des taux vise à réduire cette pression négative. Certains pans de l'économie sont certes déjà un peu soulagés par la baisse des rendements obligataires, mais le crédit bancaire reste dominant dans le financement de l'économie de la zone euro. En juillet 2024, l'enquête de la BCE auprès des banques avait déjà montré que l'évolution des taux d'intérêt ne déprimait presque plus la demande de crédit (graphique 4). On peut supposer que les statistiques d'octobre montreront une poursuite de l'amélioration récente, et même que la demande de crédit se reprenne, comme l'ont déjà indiqué certaines banques européennes dans leur communication au cours des dernières semaines.

Les banques de la zone euro vont-elles bientôt constater un effet positif des baisses de taux sur la demande de crédit ?

Impact des taux d'intérêt sur la demande de crédit
Enquête BCE auprès des banques de la zone euro - solde d'opinions +ve/-ve



Dorval Asset Management - 13/09/2024 - Source : Macrobond



Cette question des stabilisateurs est importante pour plusieurs raisons. D'abord parce que ces stabilisateurs ne fonctionnent pas toujours bien quand l'économie ralentit. Ainsi, en 2007/08, le prix du pétrole avait explosé à la hausse sous l'effet de la demande chinoise alors que les économies développées ralentissaient. De plus, les conditions financières se resserraient alors fortement du fait de la crise des banques, ce qui rendait l'économie quasiment insensible à la baisse des taux de la Fed. Aujourd'hui les choses sont bien différentes, et nettement plus rassurantes. Mais cette question est aussi un enjeu pour les marchés obligataires, car si l'économie montrait rapidement des signes de résilience, voire de reprise, grâce à ces stabilisateurs, l'hypothèse d'une forte baisse des taux d'intérêt en 2025 deviendrait moins crédible, et les taux à long terme finiraient par remonter.

A ce stade, donc, nous considérons que le scénario d'équilibre reste valable, et que le principal bénéficiaire de ce scénario reste le marché des actions, même si celui-ci reste nerveux du fait de la conjoncture parfois maussade dans certains secteurs, dont le secteur industriel et celui de la consommation en Europe. Nous avons maintenu nos taux d'exposition aux actions et nos thématiques d'investissement inchangés au cours de la semaine.

Nos taux d'exposition sont les suivants :

- **Dorval Global Conservative** : 23% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 18%, Antifragiles 2%, Panier financières Europe/Japon 2%. Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Allocation** : 50% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 35%, Reprise industrielle globale 3%, New Capex 3%, Antifragiles 5%, Panier financières Europe/Japon 4%. Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Vision** : Sélection Responsable Internationale 75%, Reprise industrielle globale 5%, New Capex 5%, Anti-fragiles 7%, Financières Europe/Japon 6%
- **Dorval Convictions** : 60% d'exposition nette aux actions dont panier cœur Euro Stoxx 50 ISR 60%, panier financières 6.5%, Panier petites capitalisations 7%. Couvertures en futures Euro Stoxx 50.
- **Dorval Convictions PEA** : 75% d'exposition nette aux actions dont panier cœur Euro Stoxx 50 ISR 70%, panier financières 6.5%, Panier petites capitalisations 10%. Couvertures en futures Euro Stoxx 50.



Dorval Asset Management

Société Anonyme au capital de 493.876 euros
RCS Paris B 391392768 - APE 6630 Z - Agrément AMF n° GP 93-08
111, boulevard Pereire, 75017 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.