



Dorval's Macro Corner

Septembre 2016

François-Xavier **CHAUCHAT**



Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

MACRO-ECO	VALORISATIONS	DYNAMIQUE DES MARCHÉS	MICRO
La situation d'ensemble Les politiques macroéconomiques Les risques politiques L'impulsion du cycle	Les multiples de valorisation Les primes de risque Les courbes de taux La valeur relative	Le positionnement des investisseurs Les corrélations et dé-corrélations L'analyse technique	Les thématiques d'entreprises L'économie des secteurs L'analyse granulaire

Dorval Asset Management

Croissance mondiale : modérée mais suffisante !

Il est maintenant établi que les *Cassandra* se sont réveillées trop tôt cette année. Le scénario d'une crise financière chinoise a perdu en crédibilité, les prix des matières premières se sont stabilisés, l'économie américaine se porte bien, et même le Brexit a échoué à déstabiliser les marchés. Même si le vote britannique porte des risques très significatifs pour l'avenir, le Royaume-Uni semble avoir évité la récession, et la contagion à la périphérie de la zone euro—et à l'Italie en particulier—n'a pas eu lieu.

Maintenant que nous y voyons un peu plus clair, il apparaît que la croissance mondiale reste modérée, et, logiquement, le message des marchés financiers est qu'il n'y avait pas de raison de s'en plaindre. Il y a suffisamment de croissance dans le monde pour que nombre de sociétés puissent prospérer, et en même temps pas assez pour qu'un risque de surchauffe n'apparaisse. Cette phase d'expansion pourrait donc s'avérer aussi spectaculaire dans sa durée qu'elle a été peu spectaculaire dans son intensité.

Mais derrière la stabilité de la croissance globale émerge un nouveau cycle. Une période s'achève, qui a vu les pays émergents ralentir nettement, la croissance en Europe accélérer, et l'économie américaine connaître une croissance volatile mais correcte. Nous entrons dans une phase de croissance mieux synchronisée. De grands pays émergents sortent de récession (Brésil, Russie), l'Europe devrait pouvoir maintenir son rythme de croisière, mais avec plus d'investissement—en particulier dans la construction—et moins de gains venant de la baisse des prix à l'importation. L'Amérique devrait aussi connaître un meilleur équilibre entre consommation et investissement. De ce point de vue, nous ne pensons pas que les mauvais chiffres des enquêtes ISM doivent inquiéter outre mesure.

Les catastrophes annoncées n'ayant pas eu lieu, les marchés actions ont pu monter fortement, d'environ 20% en six mois. Les prochaines semaines pourraient être volatiles, comme souvent après l'été, mais l'hypothèse d'une bulle sur les marchés actions paraît peu convaincante. Les indices globaux demeurent en ligne avec l'évolution économique sur longue période, les risques politiques sont bien pris en compte sur les marchés européens (voir notre DMC de juillet) et le positionnement des investisseurs reste prudent.

Les marchés obligataires, en revanche, pourraient eux souffrir d'un excès d'optimisme. Ils n'escomptent qu'à peine plus d'une hausse des taux de la Fed dans les deux ans à venir, alors que les modèles économiques suggèrent que les taux des Fed Funds pourraient grimper à 2-2.5% en 2018. Il est possible que le marché soit plus proche de la réalité que les modèles, mais il est peu probable que les taux se situent plus bas encore que ce que le marché anticipe. Dans cette optique, nous avons commencé à nous couvrir contre le risque de taux dans nos portefeuilles internationaux.

Enfin, il est clair que les indices actions mondiaux ont tiré une partie importante de leur force de la stabilisation des pays émergents. L'exposition directe et indirecte du MSCI monde aux pays émergents s'élève en effet à 35%. En Europe, le réveil de certains des secteurs les plus déprimés soutient aussi les bourses. Les actions bancaires ont arrêté leur chute, et les entreprises du secteur de la construction voient leur rentabilité s'améliorer. Nous nous attendons à ce que ces facteurs positifs se confirment dans les trimestres à venir.





Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

MACRO-ECO

La croissance mondiale devrait rester modérée, mais un nouveau cycle plus synchronisé commence : croissance décente dans toutes les grandes régions, et meilleur équilibre entre investissement et consommation.

VALORISATIONS

Les marchés actions ne se sont pas déconnectés des fondamentaux économiques. Le risque, cependant, est que les marchés soient devenus trop complaisants à l'égard du risque de taux d'intérêt au Etats-Unis.

DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Bien que les indices actions mondiaux aient gagné 20% en 6 mois, ni les flux ni le positionnement des investisseurs ne suggèrent qu'une forme d'exubérance irrationnelle menace.

MICRO

La stabilisation des pays émergents a un impact positif très important sur les indices mondiaux.

En Europe, il se confirme que le secteur de la construction débute un nouveau cycle haussier.

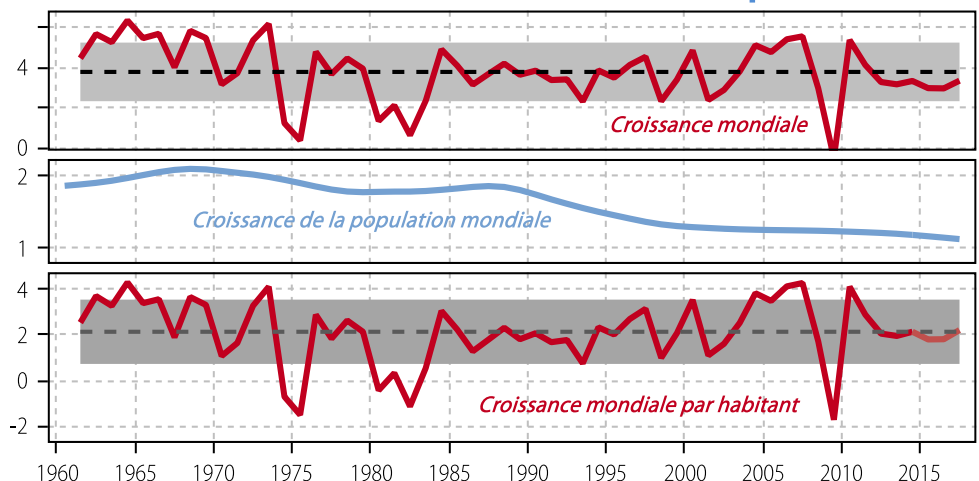
Dorval Asset Management

En terme de PIB par habitant, la croissance mondiale est en ligne avec sa tendance de long-terme. Ce contexte de croissance modérée frustre les politiques et les économistes, mais il accroît la durée probable de l'expansion, ce que les investisseurs saluent.

De 2012 à 2016 les pays émergents ont ralenti, l'Europe a accéléré, pendant que l'Amérique ne montrait pas de tendance. Nous pensons qu'un nouveau cycle, plus synchronisé, est en train d'émerger.



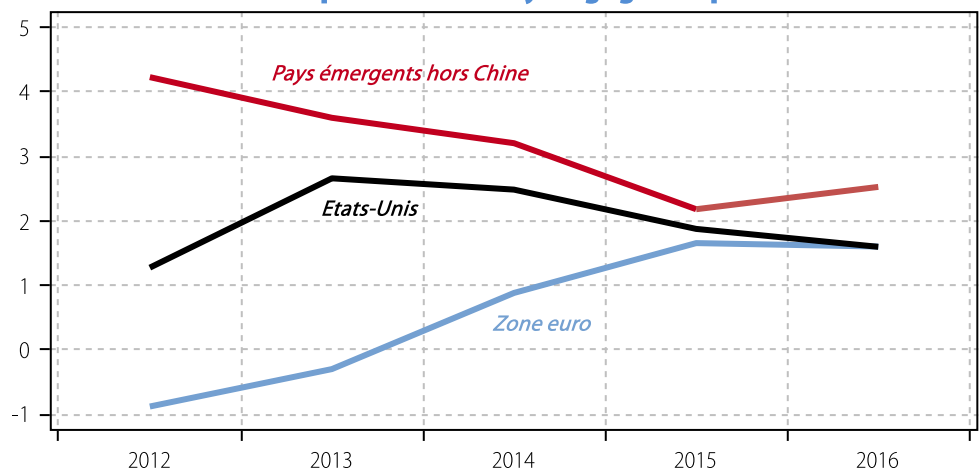
Une croissance mondiale modérée - faut-il s'en plaindre ?



Source: Banque Mondiale, Nations-Unis, Macrobond

Dorval Asset Management

2016 marque la fin d'un cycle gagnant-perdant



Source: FMI, Macrobond

Dorval Asset Management



NEITHER BEAR NOR BULL
BUT CAMELEON



Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

MACRO-ECO

La croissance mondiale devrait rester modérée, mais un nouveau cycle plus synchronisé commence : croissance décente dans toutes les grandes régions, et meilleur équilibre entre investissement et consommation.

VALORISATIONS

Les marchés actions ne se sont pas déconnectés des fondamentaux économiques. Le risque, cependant, est que les marchés soient devenus trop complaisants à l'égard du risque de taux d'intérêt au Etats-Unis.

DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Bien que les indices actions mondiaux aient gagné 20% en 6 mois, ni les flux ni le positionnement des investisseurs ne suggèrent qu'une forme d'exubérance irrationnelle menace.

MICRO

La stabilisation des pays émergents a un impact positif très important sur les indices mondiaux.

En Europe, il se confirme que le secteur de la construction débute un nouveau cycle haussier.

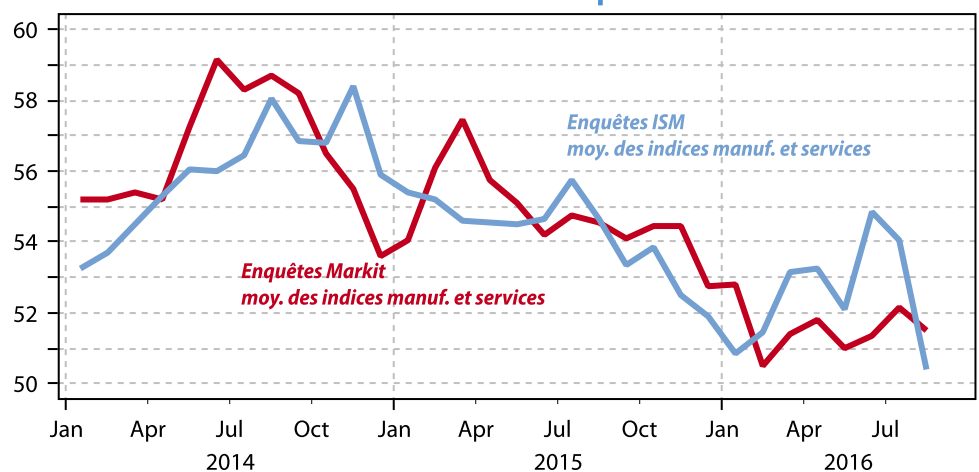
Dorval Asset Management

Les dernières enquêtes de l'ISM pointent vers un ralentissement brutal aux USA au moins d'Août, mais cela n'a pas été confirmé par d'autres sources. La tendance sous-jacente est probablement inchangée: l'économie US est en train de réaccélérer, mais très modérément.

La véritable dépression qu'a connu le secteur de la construction de la zone euro depuis 2008 semble enfin s'achever. Moins d'austérité budgétaire et des taux ultra-bas ont fini par réveiller ce secteur-clef.



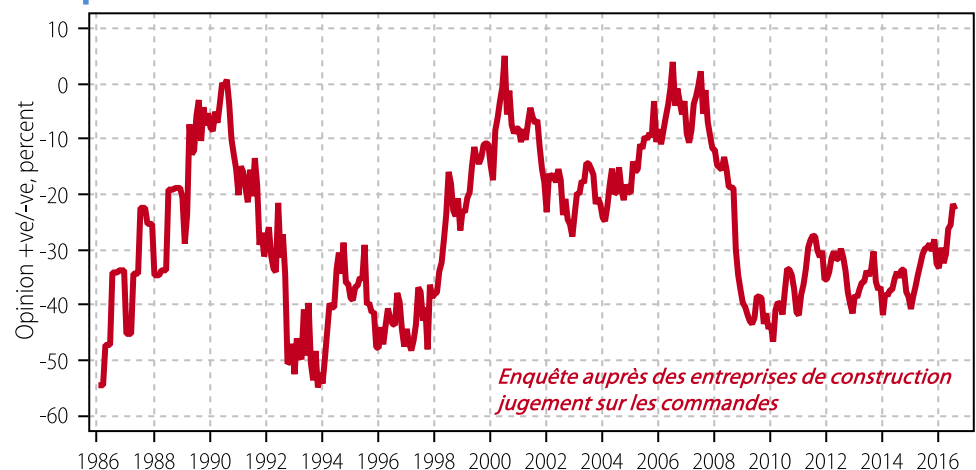
La faiblesse de l'ISM au mois d'août est probablement aberrante



Source: ISM, Markit, Macrobond

Dorval Asset Management

Reprise des commandes dans la construction en zone euro - enfin !



Source: Eurostat, Macrobond

Dorval Asset Management



NEITHER BEAR NOR BULL
BUT CAMELEON



Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

MACRO-ECO

La croissance mondiale devrait rester modérée, mais un nouveau cycle plus synchronisé commence : croissance décente dans toutes les grandes régions, et meilleur équilibre entre investissement et consommation.

VALORISATIONS

Les marchés actions ne se sont pas déconnectés des fondamentaux économiques. Le risque, cependant, est que les marchés soient devenus trop complaisants à l'égard du risque de taux d'intérêt aux Etats-Unis.

DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Bien que les indices actions mondiaux aient gagné 20% en 6 mois, ni les flux ni le positionnement des investisseurs ne suggèrent qu'une forme d'exubérance irrationnelle menace.

MICRO

La stabilisation des pays émergents a un impact positif très important sur les indices mondiaux.

En Europe, il se confirme que le secteur de la construction débute un nouveau cycle haussier.

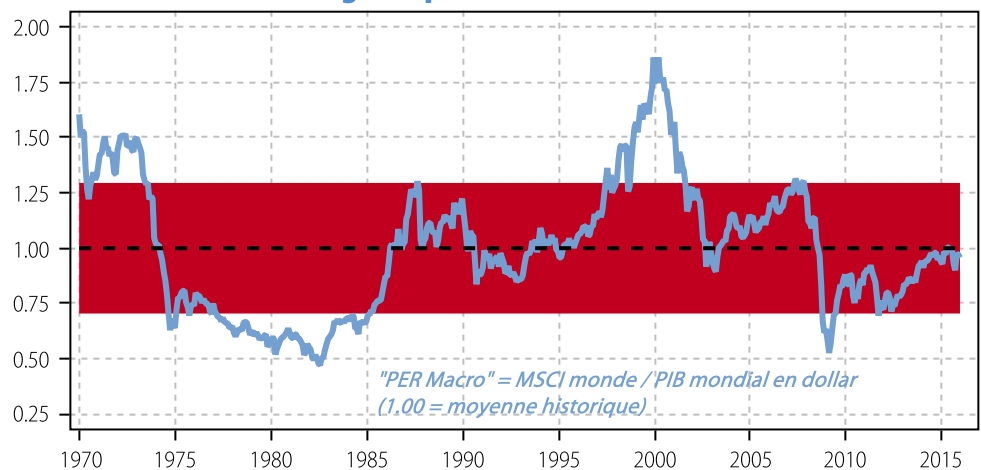
Dorval Asset Management

Les marchés actions ont depuis 2009 grimpé nettement plus vite que l'économie. Mais cette période n'a fait qu'à peine corriger l'effondrement de l'après Lehman. Dans une optique de long-terme, le « PER Macro » est à son niveau normal.

En revanche, les marchés obligataires portent plus de risques de surévaluation et de complaisance. Les marchés n'escomptent qu'à peine plus d'une hausse des taux de la FED dans les deux ans, alors que les modèles économiques suggèrent que les taux monteraient bien d'avantage.



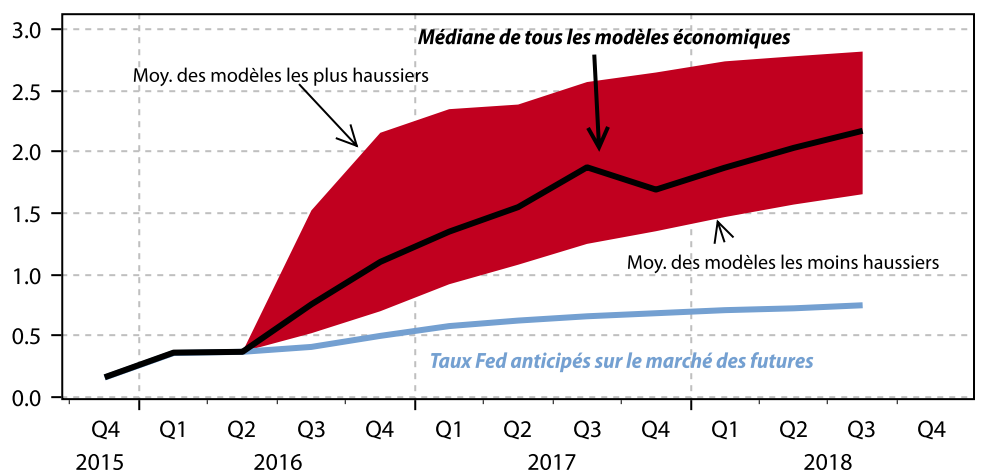
Le "PER Macro" ne signale pas de bulle sur les actions mondiales



Source: Banque mondiale, MSCI

Dorval Asset Management

Mais les marchés sous-estiment sans doute les hausses de taux à venir



Source: Réserve fédérale de Cleveland, Bloomberg

Dorval Asset Management





Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

MACRO-ECO

La croissance mondiale devrait rester modérée, mais un nouveau cycle plus synchronisé commence : croissance décente dans toutes les grandes régions, et meilleur équilibre entre investissement et consommation.

VALORISATIONS

Les marchés actions ne se sont pas déconnectés des fondamentaux économiques. Le risque, cependant, est que les marchés soient devenus trop complaisants à l'égard du risque de taux d'intérêt aux Etats-Unis.

DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Bien que les indices actions mondiaux aient gagné 20% en 6 mois, ni les flux ni le positionnement des investisseurs ne suggèrent qu'une forme d'exubérance irrationnelle menace.

MICRO

La stabilisation des pays émergents a un impact positif très important sur les indices mondiaux.

En Europe, il se confirme que le secteur de la construction débute un nouveau cycle haussier.

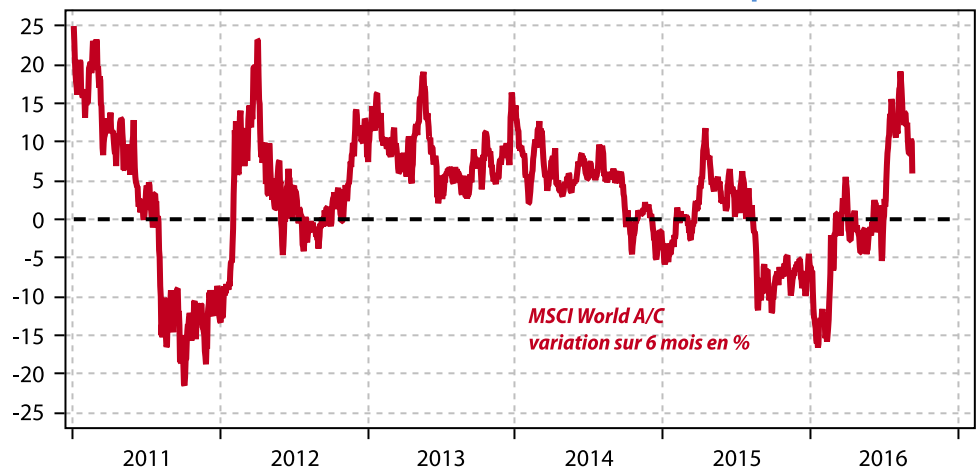
Dorval Asset Management

Les scénarios-catastrophes perdant les uns après les autres toute crédibilité au cours de l'année, les indices actions mondiaux ont gagné 20% en six mois. Cette forte hausse rend les observateurs nerveux à l'idée que les marchés puissent être surachetés.

Il n'y a cependant pas d'indice convaincant d'un excès d'optimisme. Ni le sentiment (voir la graphique ci-contre) ni les flux vers les actions, toujours bridés par la réglementation, ne suggèrent que les marchés actions soient menacés par l'exubérance irrationnelle.



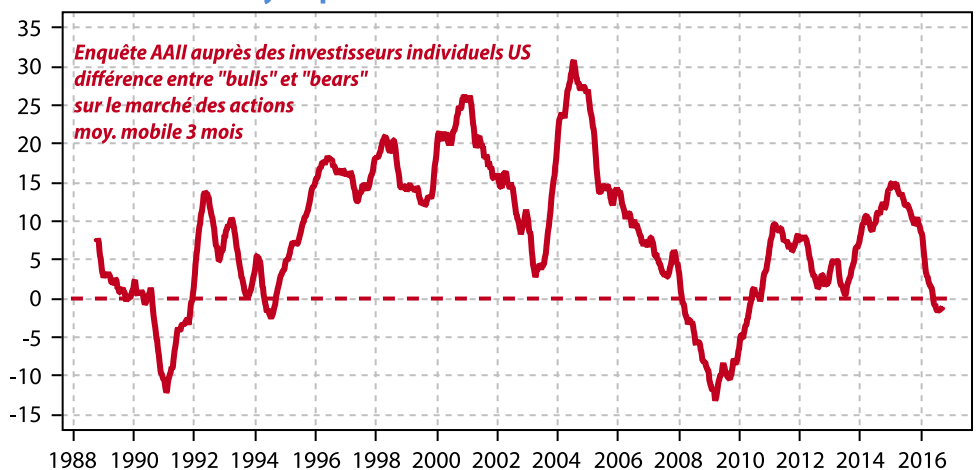
Plus forte hausse sur 6 mois sur les marchés actions depuis début 2013



Source: MSCI, Bloomberg

Dorval Asset Management

Mais il n'y a pas d'exubérance chez les investisseurs



Source: AAI, Macrobond

Dorval Asset Management





Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

MACRO-ECO

La croissance mondiale devrait rester modérée, mais un nouveau cycle plus synchronisé commence : croissance décente dans toutes les grandes régions, et meilleur équilibre entre investissement et consommation.

VALORISATIONS

Les marchés actions ne se sont pas déconnectés des fondamentaux économiques. Le risque, cependant, est que les marchés soient devenus trop complaisants à l'égard du risque de taux d'intérêt au Etats-Unis.

DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Bien que les indices actions mondiaux aient gagné 20% en 6 mois, ni les flux ni le positionnement des investisseurs ne suggèrent qu'une forme d'exubérance irrationnelle menace.

MICRO

La stabilisation des pays émergents a un impact positif très important sur les indices mondiaux.

En Europe, il se confirme que le secteur de la construction débute un nouveau cycle haussier.

Dorval Asset Management

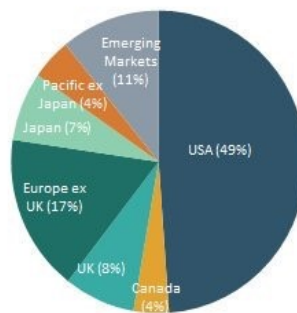
Bien que les marchés émergents ne représentent qu'à peine plus de 10% du MSCI Monde, ils ont un impact beaucoup plus important (35%) au travers de l'exposition des multinationales. Cette forte exposition devient un soutien important aux marchés, car ces économies sont en voie de stabilisation.

En Europe, certains des secteurs économiques les plus déprimés commencent à donner signe de vie. La construction est l'un de ceux-là : le cycle des profits s'est clairement retourné à la hausse.

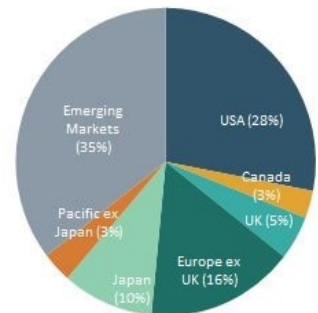


La stabilisation des pays émergents a un fort impact sur les marchés actions

Poids des régions
dans la capitalisation du MSCI Monde

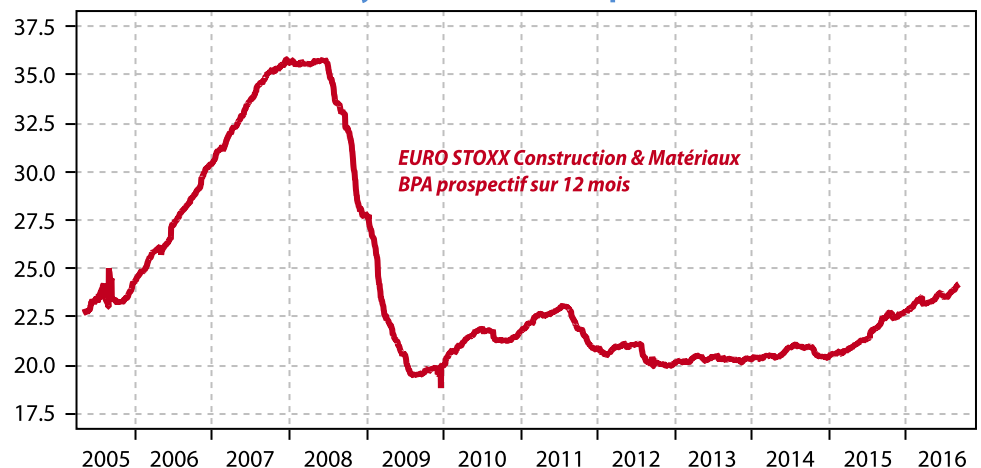


Poids des régions
dans les revenus des sociétés



Data as of June 30, 2014. The revenue exposure to emerging markets also includes the frontier markets and other countries
Source: BMSCI-Barra

Zone euro : un nouveau cycle de hausse des profits dans la construction



Source: DJ Stoxx, Bloomberg

Dorval Asset Management





Dorval Asset Management

Société Anonyme au capital de 296 747,50 euros

RCS Paris B 391392768 - APE 6630 Z - Agrément AMF n° GP 93-08

Siège social : 1 rue de Gramont - 75002 Paris

www.dorval-am.com

Découvrez notre nouveau site internet : www.dorval-am.com.

Suivez-nous :



Mentions légales

Ce document à caractère promotionnel est destiné à des clients 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 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.

