



# Dorval's Macro Corner

# Novembre 2016

François-Xavier CHAUCHAT



## Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

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

Dorval Asset Management

### Trump, un choc asymétrique mais globalement reflationniste

Déjà très perceptible avant les élections US (voir notre Macro Corner d'octobre), le changement de régime des marchés financiers a connu une accélération spectaculaire après l'élection inattendue de Donald Trump. L'ampleur et la qualité du plan de relance américain demeurent incertaines, mais l'économie étant déjà en bonne forme, **une dose même modérée de relance serait suffisante pour évacuer les angoisses de fin de cycle aux Etats-Unis**. A moins que Trump n'engage une guerre commerciale de grande ampleur, les conséquences de la reflation US seront certes asymétriques mais globalement positives pour l'économie mondiale. Partant d'une base très faible, **la confiance dans la soutenabilité d'une croissance mondiale décente devrait continuer à progresser en 2017**.

Même si les économies européennes et japonaises vont mieux, les salaires et les prix restent très déprimés. Et l'évolution des mentalités est trop lente pour que ces deux zones soient prêtes à une véritable relance budgétaire. Elles vont donc continuer à compter presque exclusivement sur la politique monétaire, ce qui **renforce la probabilité de voir l'euro à parité avec le dollar, et le yen revenir à 125**. Les conséquences sont positives pour les exportateurs japonais et européens. Cet effet n'est certes pas désiré par Mr. Trump, mais il est difficilement évitable.

La victoire de Trump implique aussi que **la prime de risque politique sur les actifs européens va rester élevée**, probablement jusqu'aux élections françaises. Cette prime, que nous estimons à environ 10-15% aujourd'hui sur les actions, est justifiée par les enjeux de stabilité financière que portent les questions sur l'avenir de l'euro. Néanmoins, que ce soit en Italie ou ailleurs, **il sera beaucoup plus difficile aux partis anti-euro de prendre le pouvoir que pour Donald Trump d'avoir été élu**. Si l'Italie vote 'non' au référendum à venir, beaucoup de scénarii sont possibles, mais le plus probable est que de nouvelles élections portent une nouvelle coalition de partis de centre-gauche et centre-droit au pouvoir, ce qui serait sans conséquence pour l'avenir de l'euro. Nous verrons.

La menace protectionniste, la hausse des taux US et du dollar ont eu des conséquences négatives pour les marchés émergents. Mais nous doutons que **la logique de la reprise économique des pays émergents soit remise en question**. Nous doutons aussi que Donald Trump puisse s'aventurer dans une guerre commerciale de grande ampleur qu'il ne pourra gagner, face à la Chine et aux multinationales américaines. La mondialisation a d'ailleurs rendu les exportateurs de plus en plus dépendants des importations, ce qui diminue d'autant les gains éventuels d'une hausse des droits de douane. Nous n'avons donc réduit que modérément notre exposition aux exportateurs vers les pays émergents, en attendant la clarification de la politique commerciale de l'administration Trump.

Il est maintenant très probable que les taux à long-terme aient enregistré un plus bas majeur cet été, immédiatement après le vote Brexit. **Le processus de retrait de la prime déflationniste attachée aux actifs financiers a commencé**. Ce désancrage du biais déflationniste des investisseurs conduit à de très fortes rotations des portefeuilles, dont la surperformance des actions par rapport aux obligations, et des secteurs cycliques par rapport aux secteurs défensifs. La hausse des taux longs pourrait temporairement ralentir la hausse des actions, mais certainement pas au Japon, où la banque centrale contrôle désormais les taux à 10 ans, ce qui est une raison de plus pour anticiper une baisse du yen. **Nous sommes donc devenus positifs à l'égard des actions japonaises**.



NEITHER BEAR NOR BULL  
BUT CAMELEON



## Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

### MACRO-ECO

La reflation Trump est un choc asymétrique mais positif pour la croissance mondiale. Le dollar sera plus fort, mais sans dégât majeur pour les émergents—Le référendum italien porte des risques, mais probablement pas systémiques.

### VALORISATIONS

Le Japon est une exception majeure à la hausse des taux longs. Ce choc d'évaluation relative devrait affaiblir la devise et soutenir l'évaluation du Nikkei. Nous sommes positifs sur les actions japonaises.

### DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Les rotations spectaculaires des obligations vers les actions, et des défensives vers les cycliques, témoignent d'un désancrage violent du biais trop déflationniste des investisseurs. Et ce n'est pas fini.

### MICRO

Les exportateurs vers les pays émergents ont sous-performé, en partie à cause des craintes protectionnistes. La profitabilité des entreprises de construction européenne réagit très bien à la reprise des commandes.

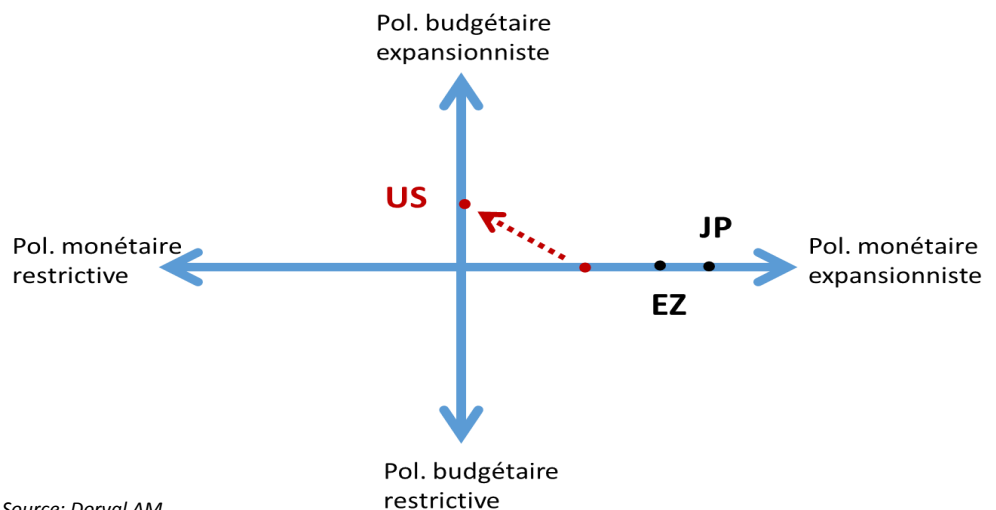
Dorval Asset Management

La 'reflation Trump' est un choc positif mais asymétrique pour l'économie mondiale. Même si le goût pour l'austérité a reculé partout, l'Europe et le Japon ne sont pas prêts à produire une relance budgétaire l'année prochaine.

L'Europe et le Japon devront donc continuer à compter sur la seule politique monétaire pour lutter contre les risques déflationnistes. Même si la reprise économique est là, ces pressions restent fortes et exigent une action déterminée des banques centrales. Les salaires, en particulier, restent déprimés.

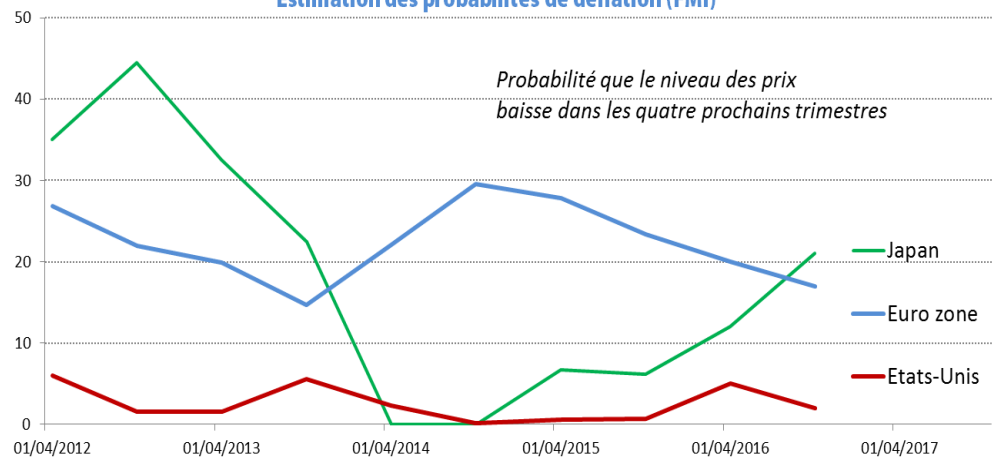


### Un nouveau 'policy mix'—mais seulement aux Etats-Unis



### Alors que c'est le Japon et l'Europe qui en auraient le plus besoin

Estimation des probabilités de déflation (FMI)



Dorval Asset Management





## Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

### MACRO-ECO

La reflation Trump est un choc asymétrique mais positif pour la croissance mondiale. Le dollar sera plus fort, mais sans dégât majeur pour les émergents—Le référendum italien porte des risques, mais probablement pas systémiques.

### VALORISATIONS

Le Japon est une exception majeure à la hausse des taux longs. Ce choc d'évaluation relative devrait affaiblir la devise et soutenir l'évaluation du Nikkei. Nous sommes positifs sur les actions japonaises.

### DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Les rotations spectaculaires des obligations vers les actions, et des défensives vers les cycliques, témoignent d'un désancrage violent du biais trop déflationniste des investisseurs. Et ce n'est pas fini.

### MICRO

Les exportateurs vers les pays émergents ont sous-performé, en partie à cause des craintes protectionnistes. La profitabilité des entreprises de construction européenne réagit très bien à la reprise des commandes.

Dorval Asset Management

Le choc asymétrique de l'élection de Donald Trump change la donne pour le dollar. Celui-ci pourrait monter jusqu'à la parité avec l'euro, et à 125 contre le yen. Ce serait le canal d'irrigation le plus immédiat de la 'reflation Trump' vers le reste du monde développé.

A première vue, un dollar plus fort n'est pas de bon augure pour les marchés émergents. Mais ceux-ci ont connu un ajustement drastique dans les années 2012/2015, ce qui les rend plus résilients. Nous doutons donc que les pays émergents soient déstabilisés.



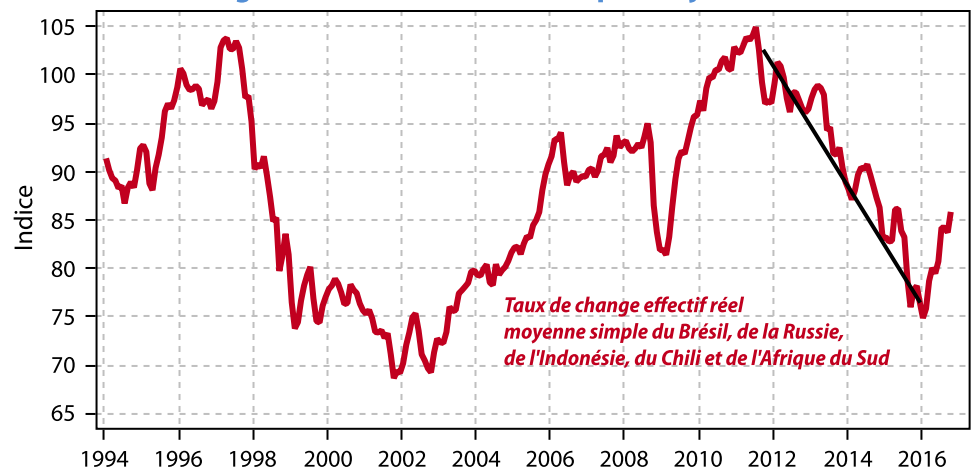
### Le dollar va-t-il casser à la hausse? C'est maintenant ou jamais



Source : Macrobond

Dorval Asset Management

### Les devises émergentes moins vulnérables après l'ajustement de 2012/15



Sources : BIS, Macrobond

Dorval Asset Management





## Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

### MACRO-ECO

La reflation Trump est un choc asymétrique mais positif pour la croissance mondiale. Le dollar sera plus fort, mais sans dégât majeur pour les émergents—Le référendum italien porte des risques, mais probablement pas systémiques.

### VALORISATIONS

Le Japon est une exception majeure à la hausse des taux longs. Ce choc d'évaluation relative devrait affaiblir la devise et soutenir l'évaluation du Nikkei. Nous sommes positifs sur les actions japonaises.

### DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Les rotations spectaculaires des obligations vers les actions, et des défensives vers les cycliques, témoignent d'un désancrage violent du biais trop déflationniste des investisseurs. Et ce n'est pas fini.

### MICRO

Les exportateurs vers les pays émergents ont sous-performé, en partie à cause des craintes protectionnistes. La profitabilité des entreprises de construction européenne réagit très bien à la reprise des commandes.

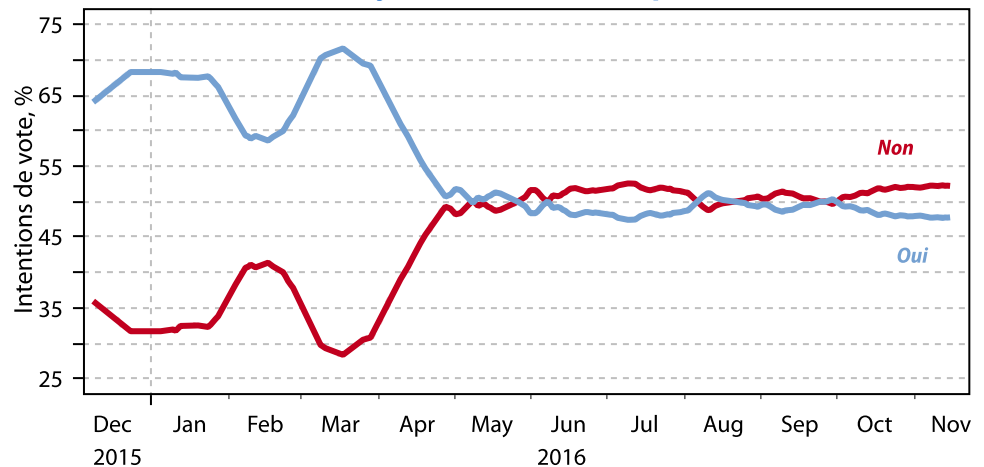
Dorval Asset Management

Le référendum italien du 4 décembre propose de mettre fin au bicaméralisme égalitaire en réduisant les pouvoirs du Sénat, afin de rendre les gouvernements plus stables. Le 'Non' semble vouloir l'emporter.

Le soutien populaire à l'euro reste fort dans tous les pays de la zone. C'est en Italie qu'il est le moins fort, avec deux partis politiques importants, le mouvement 5 étoiles et la ligue du nord, qui le combattent. La probabilité de voir une coalition anti-euro arriver au pouvoir reste cependant très faible.



### Référendum italien : ça s'annonce difficile pour Matteo Renzi

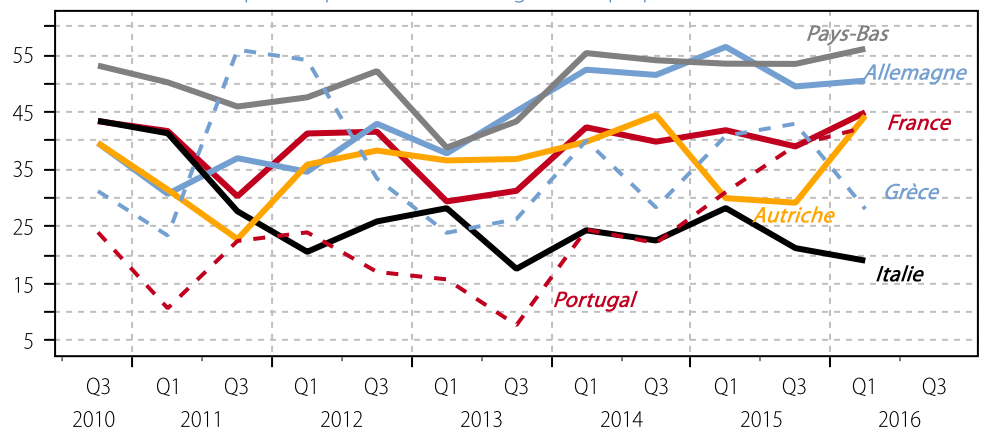


Source : Macrobond

Dorval Asset Management

### C'est en Italie que le soutien populaire à l'euro est le plus faible

opinions positives moins négatives à propos de l'euro



Sources : Eurobarometer, Macrobond

Dorval Asset Management





## Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

### MACRO-ECO

La reflation Trump est un choc asymétrique mais positif pour la croissance mondiale. Le dollar sera plus fort, mais sans dégât majeur pour les émergents—Le référendum italien porte des risques, mais probablement pas systémiques.

### VALORISATIONS

Le Japon est une exception majeure à la hausse des taux longs. Ce choc d'évaluation relative devrait affaiblir la devise et soutenir l'évaluation du Nikkei. Nous sommes positifs sur les actions japonaises.

### DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Les rotations spectaculaires des obligations vers les actions, et des défensives vers les cycliques, témoignent d'un désancrage violent du biais trop déflationniste des investisseurs. Et ce n'est pas fini.

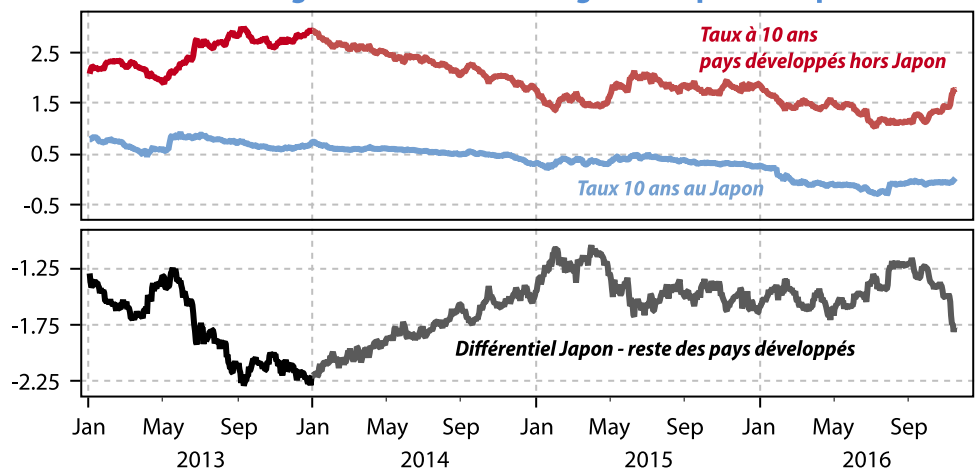
### MICRO

Les exportateurs vers les pays émergents ont sous-performé, en partie à cause des craintes protectionnistes. La profitabilité des entreprises de construction européenne réagit très bien à la reprise des commandes.

Dorval Asset Management

La hausse des taux longs a épargné le Japon grâce à l'implication de la BoJ, qui s'engage à intervenir pour fixer les taux à 10 ans proches de zéro. Cette asymétrie induit un choc de valorisation relative de grande ampleur.

### Une hausse générale des taux longs - mais pas au Japon

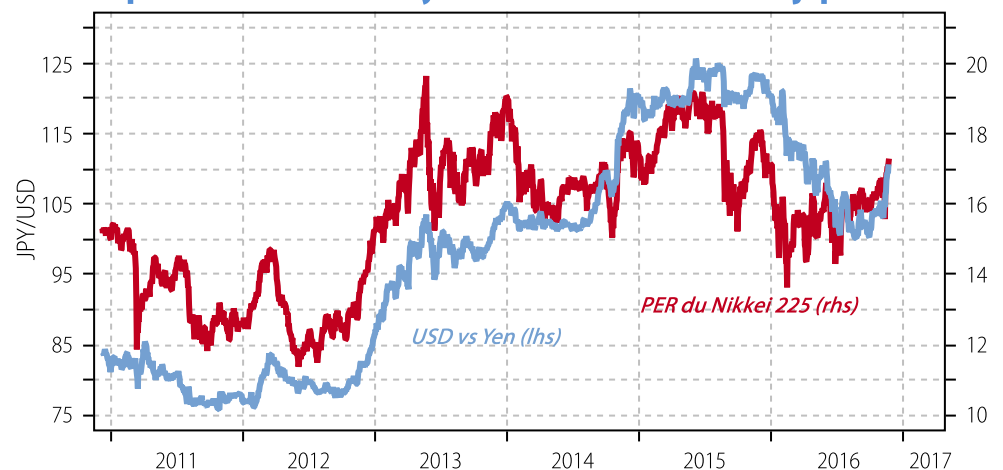


Sources : Bloomberg, Macrobond

Dorval Asset Management

Ce choc implique que le yen a plus de chances de baisser, ce qui est positif pour les profits des exportateurs japonais. Baisse du Yen et stabilité des taux longs devraient renchérir les actions japonaises.

### ...ce qui devrait affaiblir le yen et renchérir les actions japonaises



Sources: Bloomberg, Macrobond

Dorval Asset Management





## Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

### MACRO-ECO

La reflation Trump est un choc asymétrique mais positif pour la croissance mondiale. Le dollar sera plus fort, mais sans dégât majeur pour les émergents—Le référendum italien porte des risques, mais probablement pas systémiques.

### VALORISATIONS

Le Japon est une exception majeure à la hausse des taux longs. Ce choc d'évaluation relative devrait affaiblir la devise et soutenir l'évaluation du Nikkei. Nous sommes positifs sur les actions japonaises.

### DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Les rotations spectaculaires des obligations vers les actions, et des défensives vers les cycliques, témoignent d'un désancrage violent du biais trop déflationniste des investisseurs. Et ce n'est pas fini.

### MICRO

Les exportateurs vers les pays émergents ont sous-performé, en partie à cause des craintes protectionnistes. La profitabilité des entreprises de construction européenne réagit très bien à la reprise des commandes.

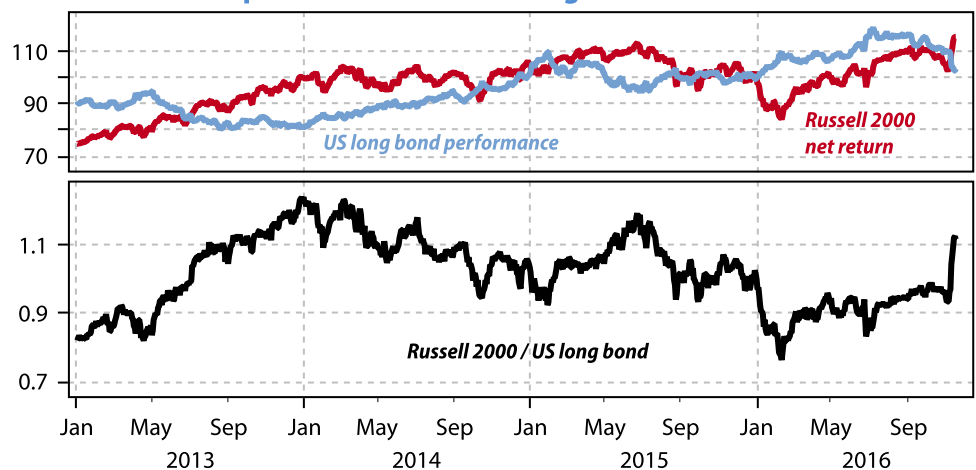
Dorval Asset Management

La perspective d'une baisse des impôts et d'autres mesures reflationnistes aux USA a conduit à une surperformance record des actions domestiques par rapport aux obligations. Le ratio action/obligation devrait pouvoir assez vite rejoindre son niveau de début 2014.

La hausse des taux longs n'est pas encore extrême, mais la rotation des secteurs défensifs vers les cycliques est spectaculaire. Elle reflète le désancrage soudain des investisseurs hors des valeurs favorisées par les taux bas, et l'émergence d'un optimisme sur la croissance.



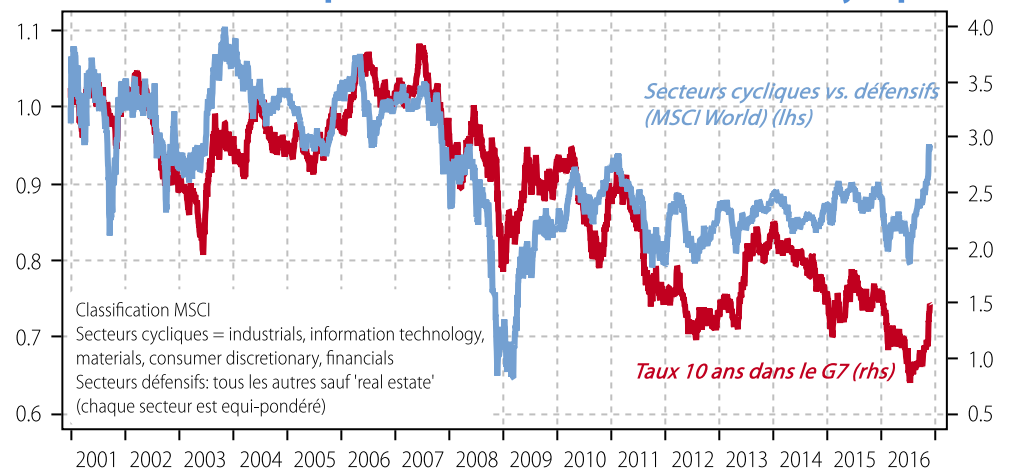
### L'effet Trump sur la rotation des obligations vers les actions US



Sources: Bloomberg, Macrobond

Dorval Asset Management

### Une rotation très rapide des défensives vers les secteurs cycliques



Sources: MSCI, Macrobond

Dorval Asset Management





## Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

### MACRO-ECO

La reflation Trump est un choc asymétrique mais positif pour la croissance mondiale. Le dollar sera plus fort, mais sans dégât majeur pour les émergents—Le référendum italien porte des risques, mais probablement pas systémiques.

### VALORISATIONS

Le Japon est une exception majeure à la hausse des taux longs. Ce choc d'évaluation relative devrait affaiblir la devise et soutenir l'évaluation du Nikkei. Nous sommes positifs sur les actions japonaises.

### DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Les rotations spectaculaires des obligations vers les actions, et des défensives vers les cycliques, témoignent d'un désancrage violent du biais trop déflationniste des investisseurs. Et ce n'est pas fini.

### MICRO

Les exportateurs vers les pays émergents ont sous-performé, en partie à cause des craintes protectionnistes. La profitabilité des entreprises de construction européenne réagit très bien à la reprise des commandes.

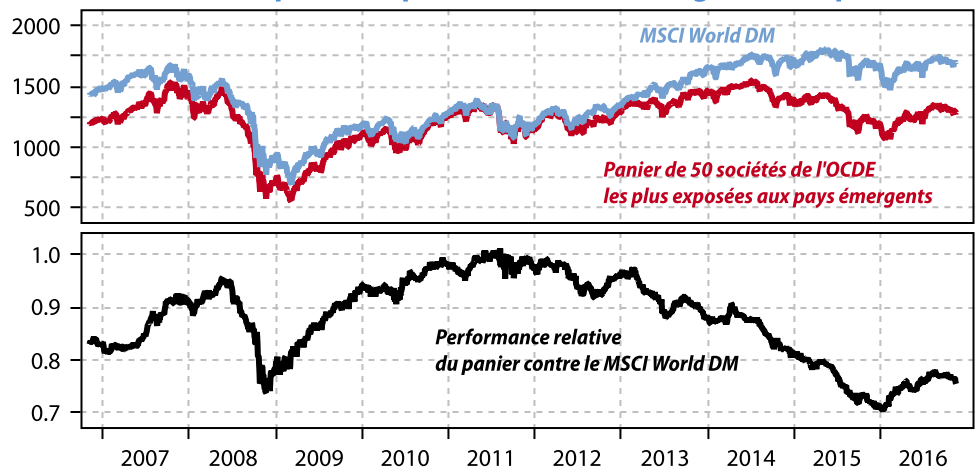
Dorval Asset Management

Après un bon premier semestre 2016, les exportateurs vers les pays émergents ont récemment sous-performé. Les craintes protectionnistes et la hausse des taux dollar ont pesé. Nous avons réduit temporairement notre exposition à ce thème, en attendant des clarifications de la politique commerciale de l'administration Trump.

Nous demeurons positifs sur le thème de la construction en Europe continentale. Les bénéfices des entreprises concernées réagissent fortement à la reprise des commandes. Cette reprise n'en est qu'à ses débuts.



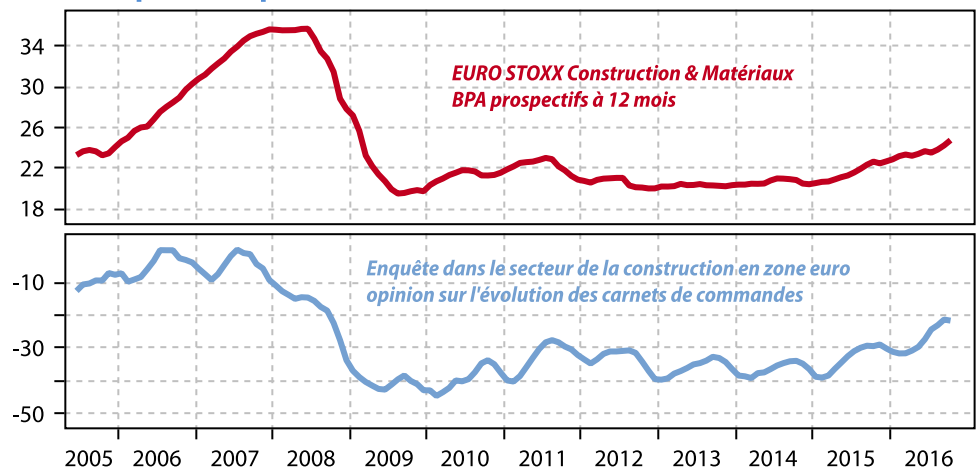
### Combien de temps avant que le thème des émergents se reprenne?



Sources: MSCI, Bloomberg, Goldman Sachs

Dorval Asset Management

### La reprise des profits s'accélère dans la construction en zone euro



Sources : Bloomberg, Eurostat

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](http://www.dorval-am.com)

Découvrez notre nouveau site internet : [www.dorval-am.com](http://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.

