



Dorval's Macro Corner

Septembre 2018

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

Les primes de risque politiques ont atteint un niveau extrême

Nous pensons que les primes de risque politiques attachées à de nombreux actifs financiers mondiaux ont déjà ou vont bientôt atteindre leur apogée. **L'évolution la plus encourageante se situe en Italie**, où se joue ce que nous avons appelé le scénario portugais : la politique budgétaire serait redéployée pour soutenir la demande intérieure, mais dans des limites acceptables pour l'UE. C'est une bonne nouvelle pour la zone euro où, en outre, les indicateurs avancés se sont stabilisés après plusieurs mois de baisse. De plus, les nouvelles au sujet du Brexit ont semblé plus favorables récemment, déclenchant une réappréciation de la livre sterling. Enfin, la banque centrale de Turquie a monté ses taux, mettant fin aux craintes d'une paralysie imposée par le président Erdogan.

Cependant, **l'épicentre de l'incertitude politique est en Amérique, où l'heure de vérité approche**. Si, comme il est probable, les démocrates regagnent la Chambre des représentants en novembre, Donald Trump pourrait conclure que la guerre commerciale ne l'aidera pas à se faire réélire en 2020. De plus, les entreprises américaines sont de plus en plus préoccupées par les incertitudes et les coûts de ces mesures. Enfin, il semble que Trump veuille transiger avec l'Europe, le Mexique et le Canada, ce qui rend le scénario de l'élargissement de la guerre commerciale au-delà de la Chine moins probable. C'est un point crucial, car **les modèles économiques suggèrent que seule une guerre commerciale étendue aurait un net impact sur l'économie mondiale**.

À très court terme, la montée des tensions entre les États-Unis et la Chine limitera probablement l'appétit des investisseurs pour les actifs des marchés émergents. Cependant, une économie mondiale résiliente finira par être bénéfique pour ces marchés. De nombreux observateurs estiment qu'ils ne pourront se redresser tant que la Réserve Fédérale continuera à relever ses taux, mais nous ne sommes pas convaincus par cette thèse. La vulnérabilité des marchés émergents provient de sources diverses, mais ce n'est que depuis que D. Trump a lancé sa guerre commerciale et sa frénésie de sanctions que les actifs émergents ont commencé à chuter. **Une question essentielle est maintenant de savoir si la baisse des devises va enclencher un cercle vicieux** de resserrement monétaire et budgétaire. L'Argentine et la Turquie suivent cette voie, mais ce n'est pas le cas de la plupart des autres pays. Le Brésil a ainsi résisté à la pression à la hausse des taux courts, l'inflation restant faible (le véritable test interviendra après les élections du mois prochain). Mais surtout, **la Chine n'est pas concernée par la dépendance aux flux de capitaux et a déjà réagi** en augmentant les dépenses d'infrastructure et en réduisant les taux d'intérêt. Cela réduit clairement les risques à la baisse pour la croissance des pays émergents.

Si la croissance mondiale reste résiliente et que les risques politiques et commerciaux sont contenus, **la forte préférence des investisseurs pour les valeurs de «croissance visible» pourrait être remise en question**. Certaines divergences récentes sur les marchés semblent en effet peu soutenables, comme par exemple la bonne tenue des valeurs du luxe, alors que celles-ci dépendent beaucoup du monde émergent. De plus, le prix relatif des valeurs de croissance par rapport à l'univers « value » se rapproche désormais de son niveau record de mars 2000. Enfin, le derating des bourses émergentes a propulsé l'écart de valorisation entre Wall Street et le reste du monde vers de nouveaux records. Certes, la stratégie «l'Amérique prend tout» peut s'avérer difficile à renverser dans un contexte d'explosion des bénéfices des sociétés américaines, mais une convergence au moins partielle semble inévitable au cours des prochains trimestres. Nous restons donc prêts à redéployer nos ratios élevés de liquidités pour augmenter la pondération des actions qui ont le plus souffert des risques politiques.





Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

MACRO-ECO

La croissance de la zone euro semble avoir cessé de ralentir, et la baisse des taux italiens est de bon augure— La baisse des devises émergentes n'aura pas forcément un effet négatif pour la croissance. Le Brésil est cependant à surveiller.

VALORISATIONS

Les taux italiens devraient pouvoir baisser encore, soutenant les bancaires en Europe—Le décalage des marchés émergents a conduit à un écart record de valorisation des actions entre Wall Street et le reste du monde.

DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Les risques politiques ont provoqué une course à la « croissance visible » qui a conduit à une nouvelle surperformance des valeurs de croissance par rapport à l'univers « value ». Cette tendance risque d'être de moins en moins soutenable.

MICRO

L'avantage de croissance des BPA de Corporate America par rapport à l'Europe va s'estomper l'année prochaine—Pour Corporate China, l'impact très incertain des droits de douane américains est le principal enjeu.

Dorval Asset Management

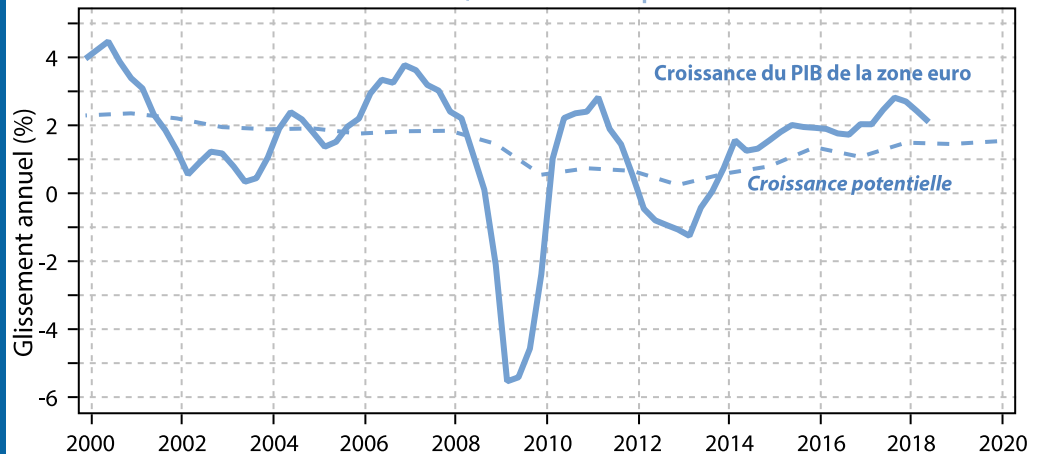
La croissance du PIB de la zone euro s'est ralentie de manière inattendue au cours du premier semestre (de près de 3% à 2,1%), mais est restée supérieure au potentiel estimé pour le moyen terme (1,75%). Les risques pour les bénéfices des entreprises et l'emploi sont donc faibles....

... d'autant que les enquêtes récentes suggèrent que la croissance a cessé de ralentir pendant l'été, du moins dans le cœur de l'Europe. C'est plus délicat en Italie mais un budget 2019 bien calibré devrait pouvoir rétablir la confiance.



Une croissance européenne plus lente en S1, mais pas faible...

Croissance du PIB, constatée et potentielle

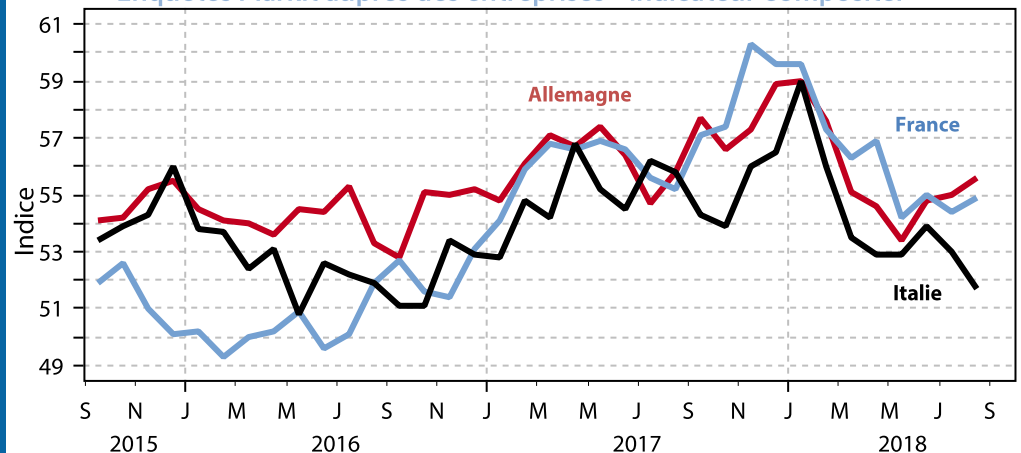


Sources : Eurostat, Macrobond

Dorval Asset Management

...et stabilisation des enquêtes cet été (sauf en Italie)

Enquêtes Markit auprès des entreprises—indicateur composite.



Sources : Markit, Macrobond

Dorval Asset Management





Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

MACRO-ECO

La croissance de la zone euro semble avoir cessé de ralentir, et la baisse des taux italiens est de bon augure— La baisse des devises émergentes n'aura pas forcément un effet négatif pour la croissance. Le Brésil est cependant à surveiller.

VALORISATIONS

Les taux italiens devraient pouvoir baisser encore, soutenant les bancaires en Europe—Le décalage des marchés émergents a conduit à un écart record de valorisation des actions entre Wall Street et le reste du monde.

DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Les risques politiques ont provoqué une course à la « croissance visible » qui a conduit à une nouvelle surperformance des valeurs de croissance par rapport à l'univers « value ». Cette tendance risque d'être de moins en moins soutenable.

MICRO

L'avantage de croissance des BPA de Corporate America par rapport à l'Europe va s'estomper l'année prochaine—Pour Corporate China, l'impact très incertain des droits de douane américains est le principal enjeu.

Dorval Asset Management

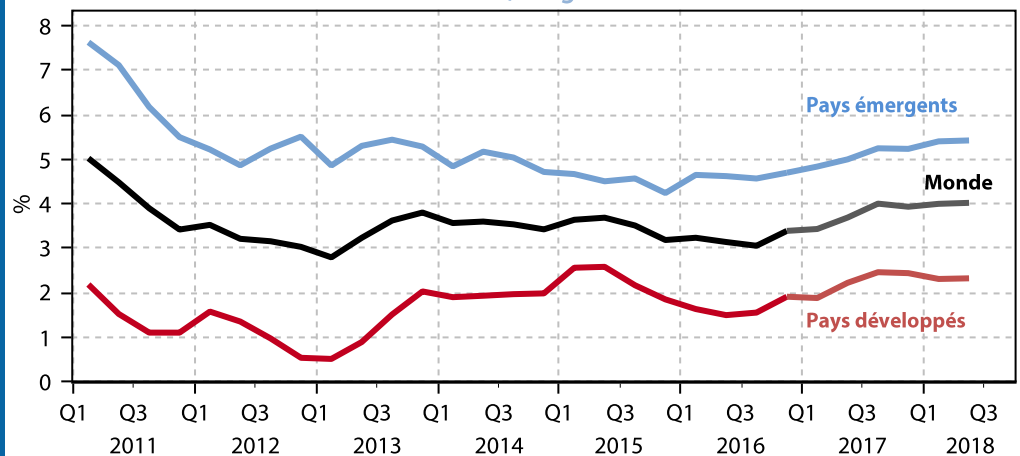
La récession en Afrique du Sud a été une exception à la règle: la croissance agrégée du PIB des pays émergents n'a pas déçu au premier semestre...

... à l'avenir, la principale interrogation porte sur l'impact récessif ou non de la baisse des devises. Clairement, ce que nous avons vu en Argentine et en Turquie ne se produira certainement pas en Chine, ni même en Inde. Au contraire, la Chine relance aujourd'hui son économie. Pour le moment, la Banque du Brésil résiste à la pression pour augmenter ses taux, l'inflation restant faible.



La croissance agrégée des émergents reste bonne...

Croissance du PIB réel, en glissement annuel

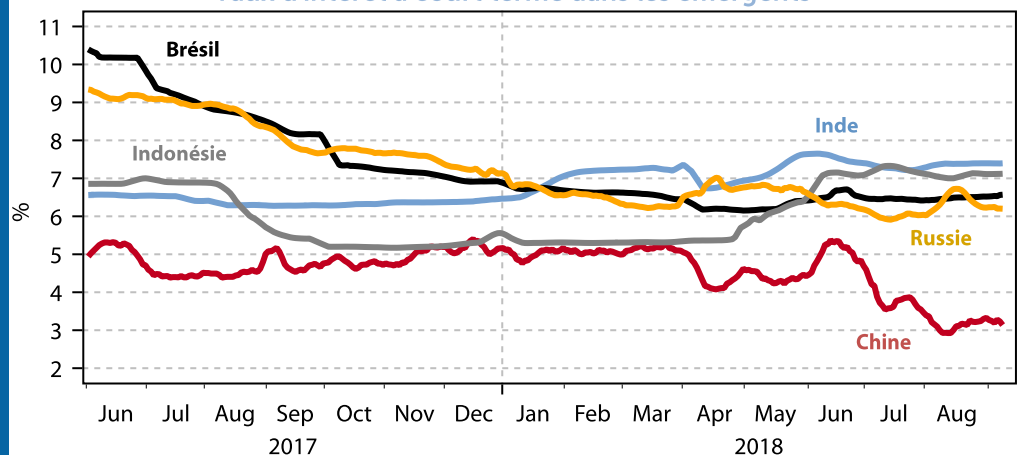


Sources : Macrobond, Dorval AM

Dorval Asset Management

...et les politiques monétaires ne se resserrent pas

Taux d'intérêt à court terme dans les émergents



Sources : Bloomberg, Macrobond

Dorval Asset Management





Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

MACRO-ECO

La croissance de la zone euro semble avoir cessé de ralentir, et la baisse des taux italiens est de bon augure— La baisse des devises émergentes n'aura pas forcément un effet négatif pour la croissance. Le Brésil est cependant à surveiller.

VALORISATIONS

Les taux italiens devraient pouvoir baisser encore, soutenant les bancaires en Europe—Le déclassement des marchés émergents a conduit à un écart record de valorisation des actions entre Wall Street et le reste du monde.

DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Les risques politiques ont provoqué une course à la « croissance visible » qui a conduit à une nouvelle surperformance des valeurs de croissance par rapport à l'univers « value ». Cette tendance risque d'être de moins en moins soutenable.

MICRO

L'avantage de croissance des BPA de Corporate America par rapport à l'Europe va s'estomper l'année prochaine—Pour Corporate China, l'impact très incertain des droits de douane américains est le principal enjeu.

Dorval Asset Management

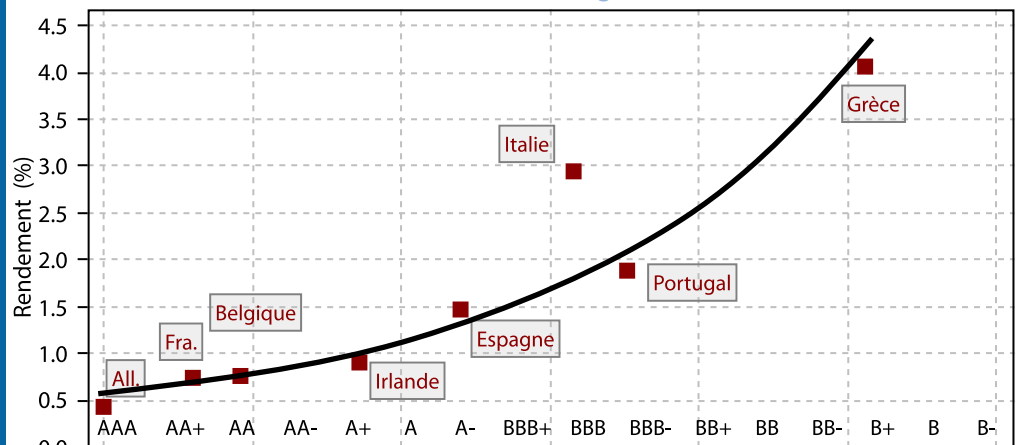
Depuis la fin du mois de mai, la signature souveraine de l'Italie est évaluée comme si sa notation était BB / BB-, c'est-à-dire en « junk bond ». Matteo Salvini envoyant des signaux rassurants sur le front fiscal, nous pensons que les rendements obligataires de l'Italie devraient en fin de compte converger sur ceux du Portugal....

... la baisse des rendements obligataires en Italie devrait aider les banques de la zone euro. Ces derniers mois, la question italienne a en effet pesé lourdement sur la valorisation relative des banques.



Le risque italien est surévalué sur les marchés obligataires

Taux à 10 ans versus rating souverain

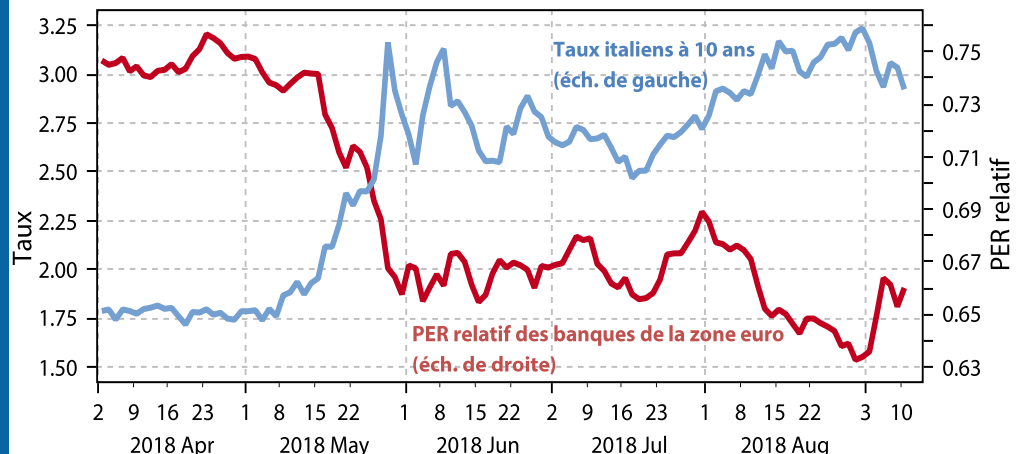


Sources : Bloomberg, Macrobond, Dorval AM

Dorval Asset Management

Une baisse des taux italiens devrait aider les bancaires

Taux 10 and Italiens et PER relatif des valeurs bancaires



Sources : Bloomberg, Macrobond

Dorval Asset Management





Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

MACRO-ECO

La croissance de la zone euro semble avoir cessé de ralentir, et la baisse des taux italiens est de bon augure— La baisse des devises émergentes n'aura pas forcément un effet négatif pour la croissance. Le Brésil est cependant à surveiller.

VALORISATIONS

Les taux italiens devraient pouvoir baisser encore, soutenant les bancaires en Europe—Le déclassé des marchés émergents a conduit à un écart record de valorisation des actions entre Wall Street et le reste du monde.

DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Les risques politiques ont provoqué une course à la « croissance visible » qui a conduit à une nouvelle surperformance des valeurs de croissance par rapport à l'univers « value ». Cette tendance risque d'être de moins en moins soutenable.

MICRO

L'avantage de croissance des BPA de Corporate America par rapport à l'Europe va s'estomper l'année prochaine—Pour Corporate China, l'impact très incertain des droits de douane américains est le principal enjeu.

Dorval Asset Management

Alors que tous les P / E sont inférieurs à leurs niveaux de fin 2017, une divergence majeure est apparue depuis mars, avec la médiane des ratios cours / bénéfice global en baisse au niveau mondial, mais en hausse à Wall Street...

... cette divergence a entraîné un écart record entre l'Amérique et le monde. Le PER médian du Bloomberg World est désormais inférieur de plus de 10% à celui de l'indice S&P 500. Le derating des marchés d'actions émergents a été la principale cause de cette forte détérioration.



Les PER des actions ont continué à baisser, sauf à Wall Street...

PER médian des 5000 valeurs de l'indice Bloomberg monde et du S&P 500



Sources : Bloomberg, Macrobond, Dorval AM

Dorval Asset Management

...ce qui a provoqué un écart record de valorisations

PER médian relatif : indice Bloomberg monde vs. S&P 500



Sources : Bloomberg, Macrobond, Dorval AM

Dorval Asset Management





Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

MACRO-ECO

La croissance de la zone euro semble avoir cessé de ralentir, et la baisse des taux italiens est de bon augure— La baisse des devises émergentes n'aura pas forcément un effet négatif pour la croissance. Le Brésil est cependant à surveiller.

VALORISATIONS

Les taux italiens devraient pouvoir baisser encore, soutenant les bancaires en Europe—Le déclassé des marchés émergents a conduit à un écart record de valorisation des actions entre Wall Street et le reste du monde.

DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Les risques politiques ont provoqué une course à la « croissance visible » qui a conduit à une nouvelle surperformance des valeurs de croissance par rapport à l'univers « value ». Cette tendance risque d'être de moins en moins soutenable.

MICRO

L'avantage de croissance des BPA de Corporate America par rapport à l'Europe va s'estomper l'année prochaine—Pour Corporate China, l'impact très incertain des droits de douane américains est le principal enjeu.

Dorval Asset Management

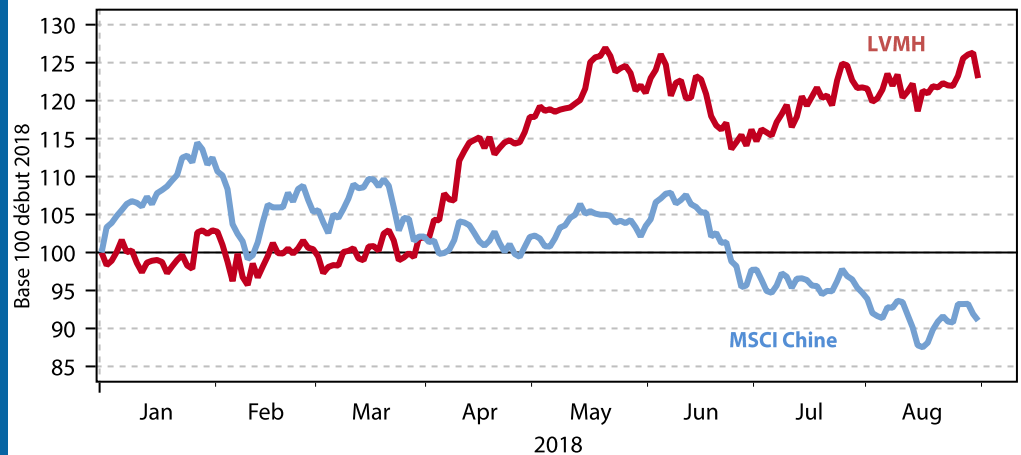
Bien que les marchés émergents aient fortement sous-performé au cours des derniers mois, les sociétés occidentales très exposées à la classe moyenne émergente, comme les produits de luxe, ont surperformé. Ce paradoxe ne devrait pas durer : soit les émergents rebondissent, soit les produits de luxe sont touchés.

Dans le même ordre d'idées, le sentiment d'insécurité créé par Donald Trump a clairement contribué à une surperformance des valeurs de croissance par rapport aux « value ». Le ratio des deux univers est maintenant proche de son niveau de mars 2000.



Les investisseurs ont à la fois acheté et vendu la Chine

Performance de puis le début de l'année



Sources : Bloomberg, Macrobond

Dorval Asset Management

Un dernier baroud d'honneur des valeurs de croissance ?

Indice « growth » versus indice « value » du MSCI Monde



Sources : Bloomberg, Macrobond

Dorval Asset Management





Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

MACRO-ECO

La croissance de la zone euro semble avoir cessé de ralentir, et la baisse des taux italiens est de bon augure— La baisse des devises émergentes n'aura pas forcément un effet négatif pour la croissance. Le Brésil est cependant à surveiller.

VALORISATIONS

Les taux italiens devraient pouvoir baisser encore, soutenant les bancaires en Europe—Le déclassement des marchés émergents a conduit à un écart record de valorisation des actions entre Wall Street et le reste du monde.

DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Les risques politiques ont provoqué une course à la « croissance visible » qui a conduit à une nouvelle surperformance des valeurs de croissance par rapport à l'univers « value ». Cette tendance risque d'être de moins en moins soutenable.

MICRO

L'avantage de croissance des BPA de Corporate America par rapport à l'Europe va s'estomper l'année prochaine—Pour Corporate China, l'impact très incertain des droits de douane américains est le principal enjeu.

Dorval Asset Management

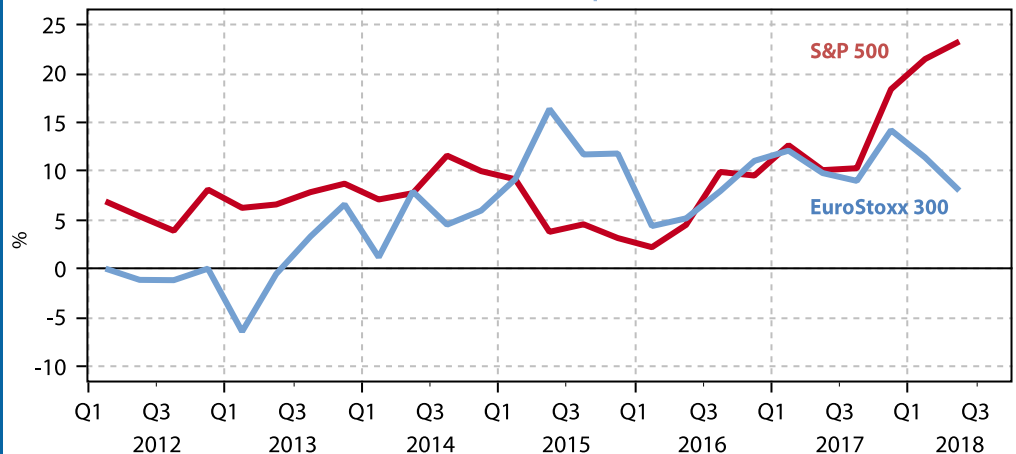
L'impact des baisses d'impôt sur les sociétés américaines a entraîné une croissance des BPA de 25% au premier semestre, contre 8% dans la zone euro. Cette divergence va nettement diminuer en 2019 du fait de l'effet de base fiscal négatif aux Etats-Unis, et l'effet positif pour l'Europe de la hausse du dollar...

... en revanche, les perspectives concernant les bénéfices des sociétés chinoises sont plus incertaines. Alors que la croissance économique de la Chine devrait se maintenir, l'impact du protectionnisme US sur les bénéfices des sociétés est très difficile à évaluer. À notre avis, seul un choc très substantiel sur les bénéfices justifierait la faible valorisation actuelle.



L'écart de BPA US/Europe devrait se combler progressivement

Croissance médiane des BpA sur un an



Sources : Bloomberg, Macrobond

Dorval Asset Management

Corporate China va-t-elle résister au choc des droits de douane ?

Croissance médiane des BPA des valeurs du MSCI Chine



Sources : Bloomberg, Macrobond

Dorval Asset Management





Dorval Asset Management

Société Anonyme au capital de 303 025 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.

