



# Dorval's Macro Corner

# Juillet 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

### Au son du canon de la guerre commerciale

La saga de la guerre commerciale a donné lieu à deux théories concurrentes. La première soutient que les représailles de l'UE et de la Chine, la complexité du commerce mondial moderne et les intérêts des entreprises américaines feront fléchir Donald Trump. Ainsi, **une grande partie des importations américaines sont en réalité des produits américains produits ou assemblés en Chine**. De plus, les bénéfices des entreprises US dépendent fortement de l'étranger et de la mondialisation. Dans ce scénario, la guerre commerciale pourrait se poursuivre à court terme, mais deviendrait un événement secondaire après les élections de mi-mandat. Les choses pourraient même devenir positives si l'administration américaine réussissait à rendre la Chine moins protectionniste.

La deuxième théorie soutient que ce qui précède est un vœu pieux parce que la conviction profonde de Donald Trump a toujours été que les étrangers «ont trop profité des États-Unis». De plus, aucun lobby ne semble assez puissant pour le faire dévier de ce qui est après tout une position populaire, y compris parmi les démocrates. Enfin, l'économie américaine est en plein boom, et même une guerre commerciale de grande envergure ne lui fera pas trop mal. Nous devrions donc nous attendre à des perturbations majeures.

Bien que clairement différentes, ces deux théories ne sont pas totalement contradictoires. **La logique politique derrière les attaques de Donald Trump pourrait s'avérer irrésistible, mais la rationalité économique et les intérêts des entreprises pourraient limiter à la fois le rythme et la portée des mesures**. Si c'est ce que les investisseurs perçoivent, même l'extension de la guerre commerciale au secteur automobile pourrait ne pas conduire à une catastrophe dans un contexte où, après tout, l'économie mondiale reste forte.

**La guerre commerciale est-elle dans les prix des marchés?** La médiane des PER des actions mondiales est passée de 18 en janvier à un peu plus de 15, une baisse identique à celle de 2015/2016. Si, comme c'est probable, l'équilibre entre croissance mondiale et taux d'intérêt reste favorable, cela commence à être attractif—bien qu'on ne puisse parler d'opportunité historique à ce stade avancé du cycle. Certains marchés émergents sont sous-évalués. En particulier, **les prix des actions chinoises ont sur-réagi aux menaces de la guerre commerciale**.

Dans le même ordre d'idées, les flux sortants des marchés actions ont été très impressionnants, notamment au cours de la dernière semaine de juin. Ils confirment que la peur est de retour, comme l'indique également la forte surperformance des valeurs défensives par rapport aux cycliques. En bons disciples de Warren Buffet, **devrions-nous donc devenir contraires et acheter au son du canon de la guerre commerciale?** C'est de plus en plus tentant.

Pour le moment, cependant, la stratégie centrale de Dorval AM est de maintenir une exposition faible à modérée aux actions dans nos fonds flexibles, tout en privilégiant les secteurs cycliques, l'Europe du Sud et les émergents dans nos fonds internationaux. Notre exposition aux actions européennes reste dominée par le thème de la numérisation, et nos gestionnaires de fonds attendent la saison des résultats du deuxième trimestre pour décider si et comment redéployer du capital. Compte tenu du niveau élevé d'incertitude, nous nous tenons prêts à modifier notre position tactique cet été, dans un sens ou dans l'autre.





## Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

### MACRO-ECO

La guerre commerciale s'intensifie, mais sa portée restera probablement limitée par l'intérêt même des États-Unis — Les enjeux sont plus importants pour les entreprises que pour une économie mondiale qui reste solide.

### VALORISATIONS

Le PER médian global a baissé à son niveau le plus bas depuis début 2016. La prime de risque liée à la guerre commerciale devient significative — Les marchés sont devenus trop pessimistes sur les actions chinoises, sous-évaluées.

### DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Les flux sortants des actions mondiales témoignent d'une forme de capitulation. De plus, les défensives ont nettement surperformé les cycliques, un autre signe de stress probablement excessif à propos de la guerre commerciale.

### MICRO

La mondialisation a contribué à la hausse des marges des entreprises depuis la chute du mur de Berlin — La guerre commerciale aura des retombées inattendues du fait de la complexité des chaînes de production.

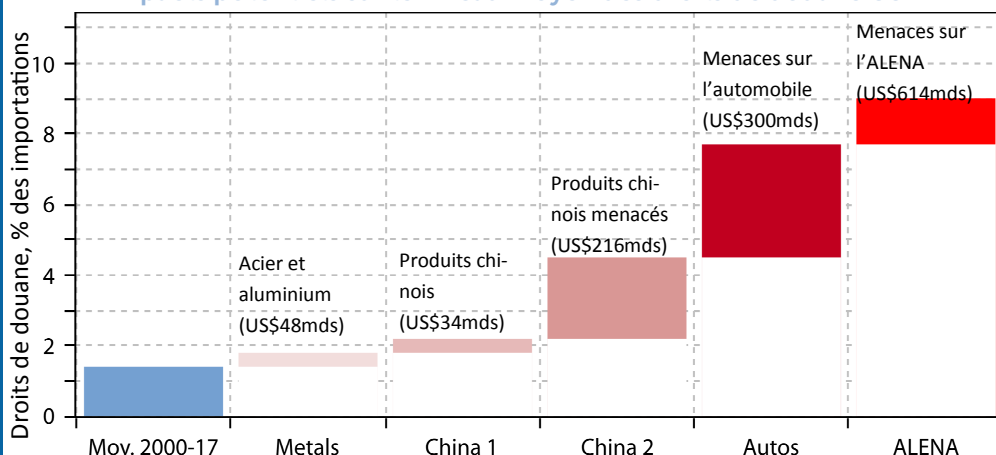
Dorval Asset Management

La guerre commerciale a jusqu'ici atteint moins de 100 milliards de dollars. Mais les menaces récentes pourraient faire grimper ce chiffre à près de 1 billion de \$ de biens échangés. Est-ce une pure tactique de négociation? Peut-être, mais les doutes augmentent.

Donald Trump a toujours soutenu que le déficit commercial US était une preuve que le monde avait vécu au crochet de l'économie américaine. C'est un non-sens mercantiliste. Les entreprises américaines ont largement gagné en vendant à l'étranger. La guerre commerciale créera donc des tensions croissantes entre le président Trump et Corporate America.



### La guerre commerciale, un mur d'inquiétude à gravir... Impacts potentiels sur le niveau moyen des droits de douane US

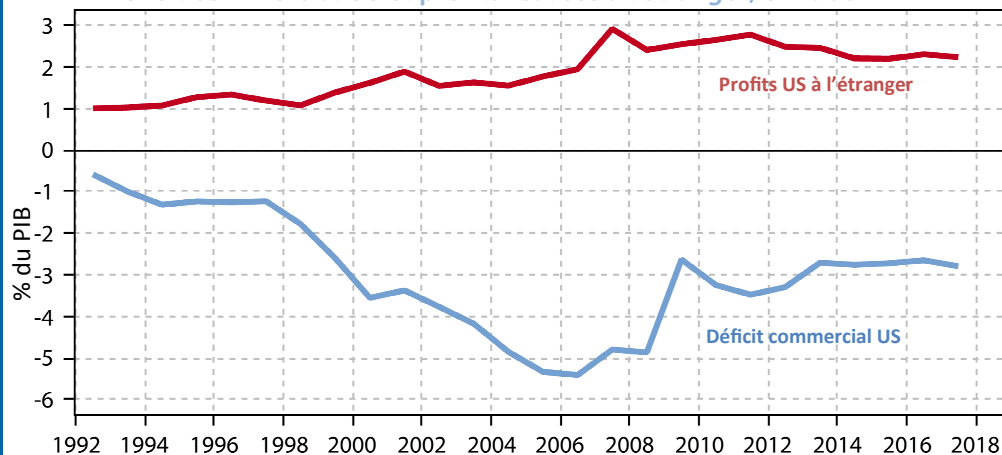


Sources : GaveKal Research, Macrobond

Dorval Asset Management

### ...avec de gros enjeux pour Corporate America

#### Déficit commercial US et profits réalisés à l'étranger, en % du PIB



Sources : BEA, Macrobond

Dorval Asset Management





## Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

### MACRO-ECO

La guerre commerciale s'intensifie, mais sa portée restera probablement limitée par l'intérêt même des États-Unis — Les enjeux sont plus importants pour les entreprises que pour une économie mondiale qui reste solide.

### VALORISATIONS

Le PER médian global a baissé à son niveau le plus bas depuis début 2016. La prime de risque liée à la guerre commerciale devient significative — Les marchés sont devenus trop pessimistes sur les actions chinoises, sous-évaluées.

### DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Les flux sortants des actions mondiales témoignent d'une forme de capitulation. De plus, les défensives ont nettement surperformé les cycliques, un autre signe de stress probablement excessif à propos de la guerre commerciale.

### MICRO

La mondialisation a contribué à la hausse des marges des entreprises depuis la chute du mur de Berlin — La guerre commerciale aura des retombées inattendues du fait de la complexité des chaînes de production.

Dorval Asset Management

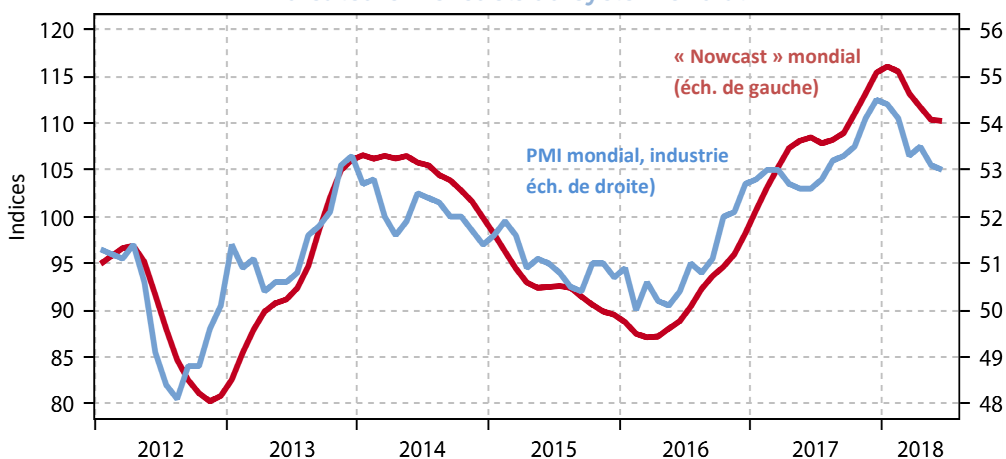
Bien que la guerre commerciale puisse encore s'aggraver à court terme, son impact sur l'économie mondiale ne devrait se faire sentir que très progressivement. Certains s'inquiètent cependant du fait que cette guerre se déroule alors que l'économie mondiale semble déjà ralentir.

Les PMI agrégés ont en effet fléchi, mais avec une dispersion considérable entre l'Amérique, où la croissance s'est accélérée, la Chine, où la croissance a surpris à la hausse au premier semestre, et l'Europe, qui a ralenti. Ces divergences empêchent de mettre à jour une véritable tendance, d'autant que les chiffres récents montrent une stabilisation européenne.



### La croissance mondiale agrégée semble ralentir un peu...

Indicateurs mensuels du cycle mondial

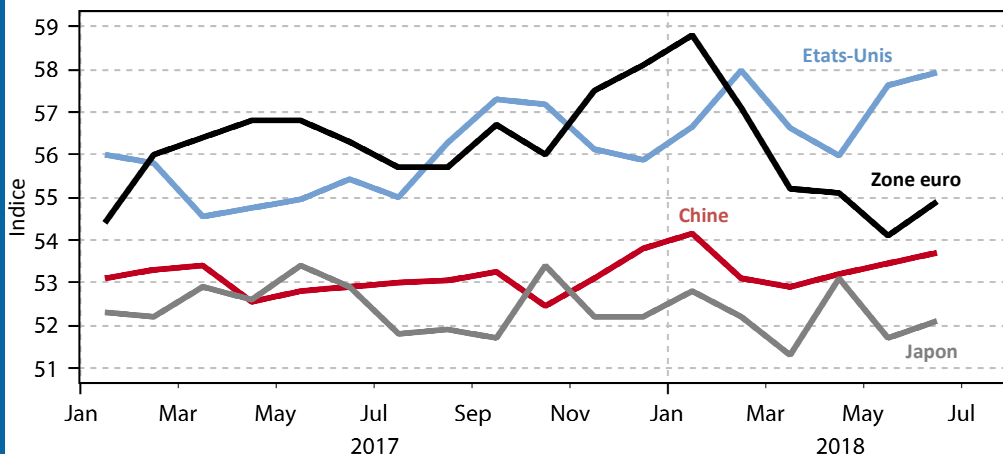


Sources : now-casting.com, Markit, Macrobond

Dorval Asset Management

### ...mais les divergences régionales rendent la lecture peu claire

Dettes des secteurs non financiers, en % du PIB



Sources : Markit, Macrobond

Dorval Asset Management





## Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

### MACRO-ECO

La guerre commerciale s'intensifie, mais sa portée restera probablement limitée par l'intérêt même des États-Unis — Les enjeux sont plus importants pour les entreprises que pour une économie mondiale qui reste solide.

### VALORISATIONS

Le PER médian global a baissé à son niveau le plus bas depuis début 2016. La prime de risque liée à la guerre commerciale devient significative — Les marchés sont devenus trop pessimistes sur les actions chinoises, sous-évaluées.

### DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Les flux sortants des actions mondiales témoignent d'une forme de capitulation. De plus, les défensives ont nettement surperformé les cycliques, un autre signe de stress probablement excessif à propos de la guerre commerciale.

### MICRO

La mondialisation a contribué à la hausse des marges des entreprises depuis la chute du mur de Berlin — La guerre commerciale aura des retombées inattendues du fait de la complexité des chaînes de production.

Dorval Asset Management

La valorisation des actions mondiales est tombée à son plus bas niveau depuis début 2016. Le couple croissance / taux d'intérêt restant excellent, cette baisse montre qu'une prime de risque significative liée à la guerre commerciale est désormais intégrée dans les cours.

Cela est particulièrement vrai pour les marchés émergents. En particulier, les actions chinoises sont de plus en plus attractives. Le PER médian des valeurs cotées à Hong-Kong est tombé en dessous de 8. A notre avis, le marché sur-réagit à la guerre commerciale.



### Les actions mondiales sont devenues moins chères

PER médian des 5000 valeurs du Bloomberg world index

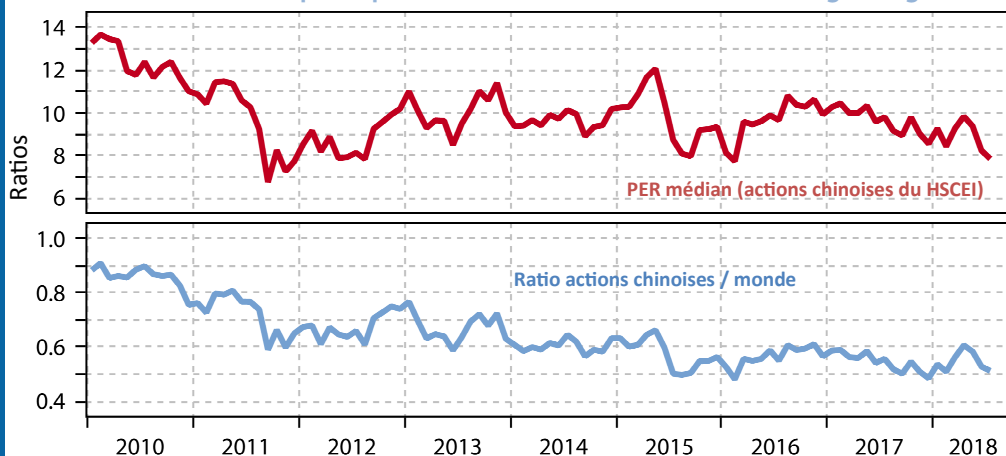


Sources : Bloomberg, Macrobond

Dorval Asset Management

### Le de-rating des valeurs chinoises devient exagéré

PER médian des principales valeurs chinoises cotées à Hong-Kong



Sources : Bloomberg, Macrobond

Dorval Asset Management





## Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

### MACRO-ECO

**Gros enjeux en Italie, mais la fragile coalition populiste choisira probablement une confrontation limitée avec l'UE — Nous doutons que la hausse des taux US produira une répétition du tantrum de 2013 sur les marchés émergents.**

### VALORISATIONS

**Le PER médian global a baissé à son niveau le plus bas depuis début 2016. La prime de risque liée à la guerre commerciale devient significative — Les marchés sont devenus trop pessimistes sur les actions chinoises, sous-évaluées.**

### DYNAMIQUE DES MARCHÉS

**Les flux sortants des actions mondiales témoignent d'une forme de capitulation. De plus, les défensives ont nettement surperformé les cycliques, un autre signe de stress probablement excessif à propos de la guerre commerciale.**

### MICRO

**La mondialisation a contribué à la hausse des marges des entreprises depuis la chute du mur de Berlin — La guerre commerciale aura des retombées inattendues du fait de la complexité des chaînes de production.**

Dorval Asset Management

Les sorties massives hors des ETF et des fonds actions à la fin du mois de juin étaient un signal de capitulation. L'Europe et les EM ont été particulièrement touchés, mais même Wall-Street a connu des retraits de capitaux.

Le retour en grâce des secteurs défensifs (biens de consommation de base, services collectifs et télécommunications) ainsi que le déclin des secteurs cycliques sont une autre preuve du retour d'angoisse sur la croissance, angoisse probablement exagérée à ce stade.



### La guerre commerciale fait peur aux investisseurs....

Flux hors/dans les ETF et fonds actions au niveau mondial

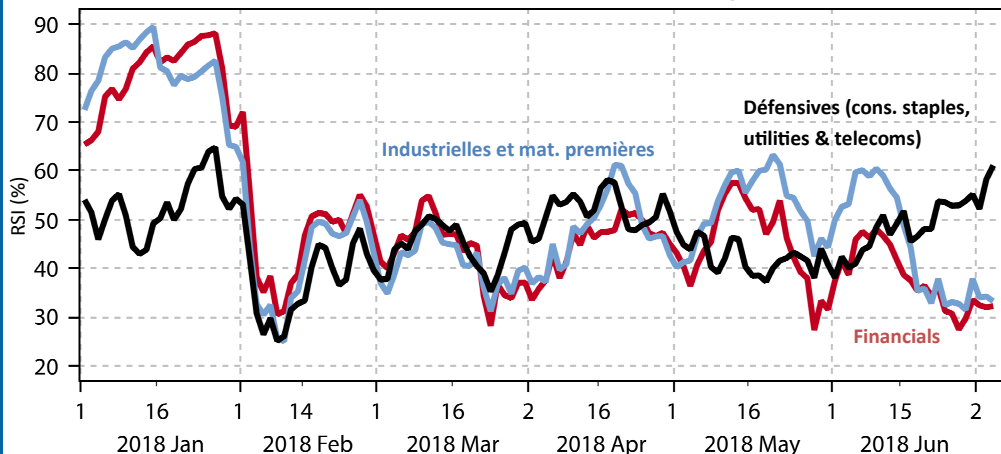


Sources : EPFR, Natixis

Dorval Asset Management

### ...et a favorisé les défensives contre les cycliques

Indicateur RSI (surachat/survente) sur 30 jours



Sources : Bloomberg, Macrobond

Dorval Asset Management





## Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

### MACRO-ECO

La guerre commerciale s'intensifie, mais sa portée restera probablement limitée par l'intérêt même des États-Unis — Les enjeux sont plus importants pour les entreprises que pour une économie mondiale qui reste solide.

### VALORISATIONS

Le PER médian global a baissé à son niveau le plus bas depuis début 2016. La prime de risque liée à la guerre commerciale devient significative — Les marchés sont devenus trop pessimistes sur les actions chinoises, sous-évaluées.

### DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Les flux sortants des actions mondiales témoignent d'une forme de capitulation. De plus, les défensives ont nettement surperformé les cycliques, un autre signe de stress probablement excessif à propos de la guerre commerciale.

### MICRO

La mondialisation a contribué à la hausse des marges des entreprises depuis la chute du mur de Berlin — La guerre commerciale aura des retombées inattendues du fait de la complexité des chaînes de production.

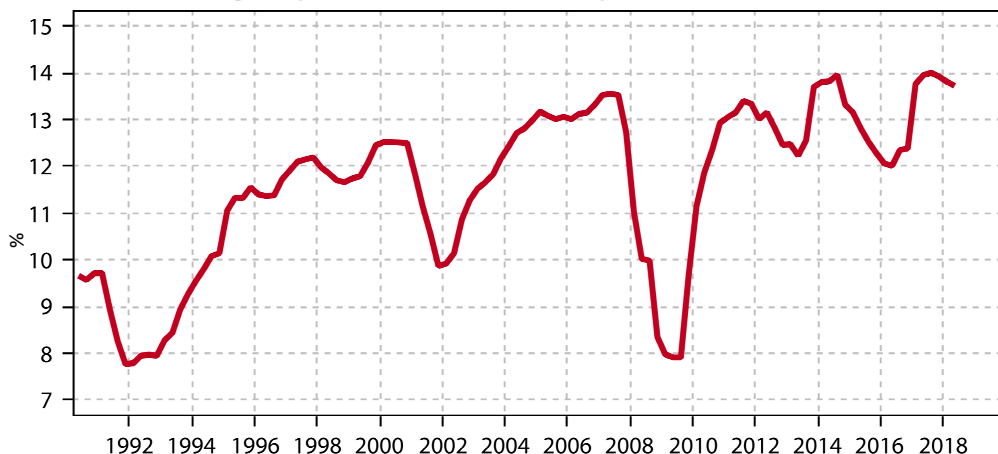
Dorval Asset Management

Il est difficile de croire que Wall Street pourrait facilement supporter une guerre commerciale prolongée et sévère. La mondialisation a en effet été l'un des principaux moteurs de la hausse des marges depuis la chute du mur de Berlin.

La complexité de la chaîne d'approvisionnement peut être illustrée avec le secteur automobile. Des expressions comme "Made in America" ou "ingénierie allemande" restent populaires ; mais la réalité est que la production d'automobile est devenue si complexe que dans presque tous les cas, dire qu'un véhicule a été fabriqué dans tel ou tel pays n'a plus aucune signification.

### La mondialisation a soutenu les marges des entreprises

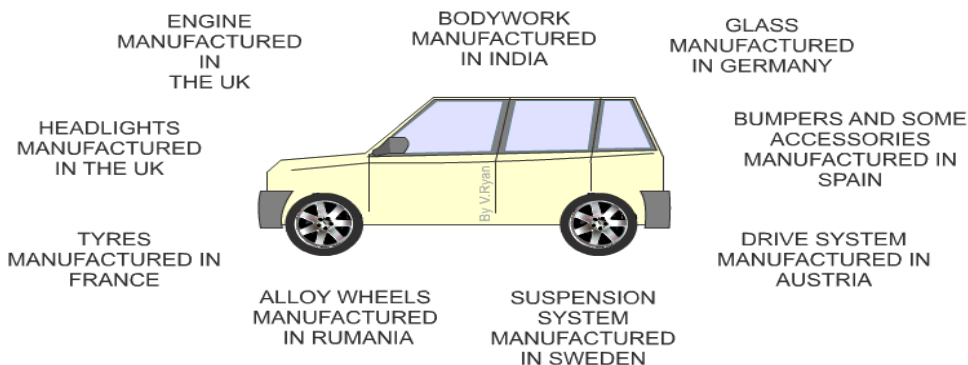
Marges opérationnelles des entreprises du S&P 500



Sources : Bloomberg, Macrobond

Dorval Asset Management

### L'automobile illustre la complexité des chaînes de production



Source : Technologystudent.com

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](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.

