



# Dorval's Macro Corner

# Février 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

### Ne craignons pas la Fed

Après le *coitus interruptus* de début février sur les marchés actions, **la seule question qui importe est de savoir si les angoisses inflationnistes naissantes vont conduire la Réserve Fédérale américaine à ralentir l'économie**. Le risque a certes un peu monté, mais nous n'y croyons pas. Comme cela arrive parfois en psychologie des foules, ce qui semblait impossible—le retour de l'inflation—est maintenant considéré comme inévitable. Mais la Réserve Fédérale est loin d'être aussi perturbée que les investisseurs par les chiffres récents de salaire et d'inflation, pour la bonne raison qu'une normalisation de l'inflation est justement ce qu'elle vise.

Sur la base des récentes déclarations de la Fed, le pire auquel nous devrions nous attendre serait de voir les taux à court terme monter de 25pbs par trimestre cette année. Cela demeurerait **le plus doux et graduel resserrement monétaire de l'histoire**. Pour la première fois, ce scénario est maintenant dans les prix, ce qui diminue les risques d'une poursuite de la hausse des rendements obligataires, et d'aplatissement de la courbe des taux. Nous sommes encore loin d'une tension financière suffisante pour ralentir l'économie. Au contraire, au cours des derniers mois, les **taux des obligations des entreprises américaines ont grimpé moins vite que la croissance du PIB nominal**.

**Pour les actions, la hausse des rendements américains a représenté un choc asymétrique**. Depuis l'été 2016, la hausse des taux des obligations a logiquement fait baisser le PER des valeurs défensives de croissance telles que Coca Cola ou Colgate d'environ 4 points (de 22 à 18 en moyenne). Mais la hausse des taux longs a moins de raisons d'affecter les valeurs cycliques. Celles-ci (industrielles, financières & technologiques principalement) sont avant tout sensibles à l'équilibre entre conditions financières et croissance économique, équilibre qui reste remarquablement favorable. **La baisse récente de la valorisation des valeurs cycliques est donc en partie injustifiée**. Pour mémoire, les secteurs cycliques représentent les deux tiers de la capitalisation du S&P500.

En dehors de la baisse logique des valeurs défensives induite par la hausse des taux, **la cause principale de la correction boursière de début février a été le surachat du mois de janvier**, surachat induit par la forte baisse des impôts votée par le Congrès. Ceci est désormais derrière nous, mais **l'optimisme des investisseurs reste élevé**, ce qui suggère que les risques d'euphorie sporadique demeurent assez substantiels.

**La bonne nouvelle, c'est la saison des résultats des entreprises, qui a été exceptionnelle**. La baisse des impôts US et la reprise économique globale ont conduit à une hausse de 20% des BpA prospectifs du MSCI Monde depuis un an. Les entreprises de la zone euro ont mieux participé qu'au cours des deux derniers trimestres, avec une ré-accélération de la croissance médiane des BpA à environ 15% en T4, au plus haut depuis début 2015. La réaction des marchés aux résultats publiés confirme cependant l'asymétrie des risques que nous avons déjà soulignée : les bonnes nouvelles sont accueillies par de petites hausses et les mauvaises nouvelles par de fortes baisses.

Dans nos fonds, notre stratégie reste inchangée. Nous continuons à promouvoir la diversification et la réactivité, et une exposition modérée au risque dans nos fonds flexibles, ainsi qu'une nette préférence pour les valeurs cycliques. Cette stratégie commence à porter ses fruits. Nous pensons qu'elle reste d'actualité pour relever le grand défi de l'année 2018 : **capter les bénéfices de la prospérité économique dans un contexte de hausse des risques de marchés**.





## Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

### MACRO-ECO

Il y a peu de raisons de craindre la Fed à ce stade de la normalisation de l'inflation—Les marchés ont désormais intégré les resserrements à venir—Les entreprises US bénéficient toujours de conditions de financement très favorables.

### VALORISATIONS

La hausse des taux longs US depuis mi-2016 a eu des conséquences asymétriques pour la valorisation des actions. Les secteurs défensifs ont vu leur PER baisser, alors que les secteurs cycliques se sont au contraire renchérïs.

### DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Le S&P500 était devenu clairement suracheté en janvier, pour la seconde fois depuis l'élection de Trump. C'est maintenant corrigé, mais l'optimisme des investisseurs reste élevé, ce qui suggère que l'asymétrie des risques reste négative.

### MICRO

La correction de début février est intervenue au milieu d'un impressionnant boom global des profits. Les sociétés de la zone euro ont très bien participé, ce qui est encourageant, même si l'impact des publications de résultat reste asymétrique.

Dorval Asset Management

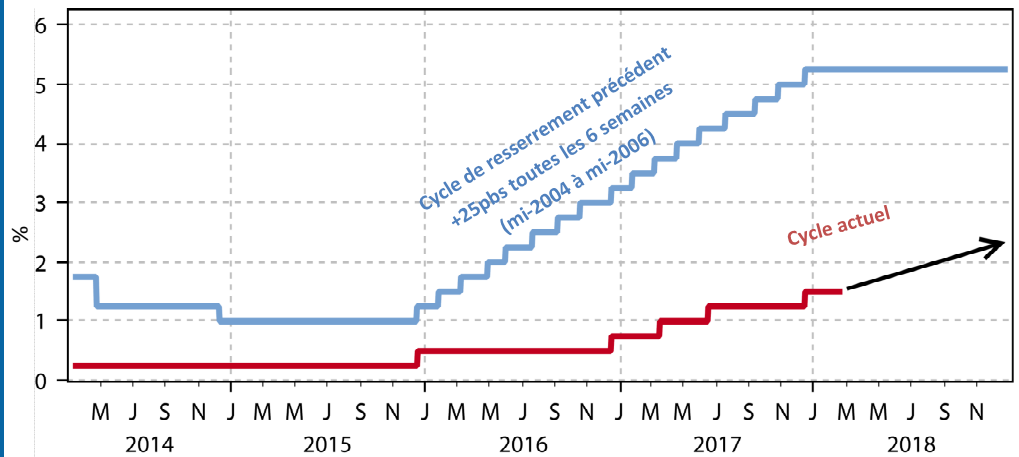
La Fed a récemment signalé qu'elle continuerait à monter ses taux, au pire de 25bps par trimestre. Ce serait le resserrement monétaire le plus lent de l'histoire, plus encore que celui de 2004-2006. Une hausse de l'inflation n'aurait pas de raison de faire accélérer le rythme de la Fed, car la Fed veut cette inflation.

Les attentes du marché en matière de taux à court terme se sont enfin normalisées à des niveaux cohérents à la fonction de réaction de la Fed. Cela implique que les pressions haussières sur les rendements obligataires US vont diminuer, au moins sur la partie courte.



### Un resserrement monétaire américain ultra-graduel...

Taux des Fed funds

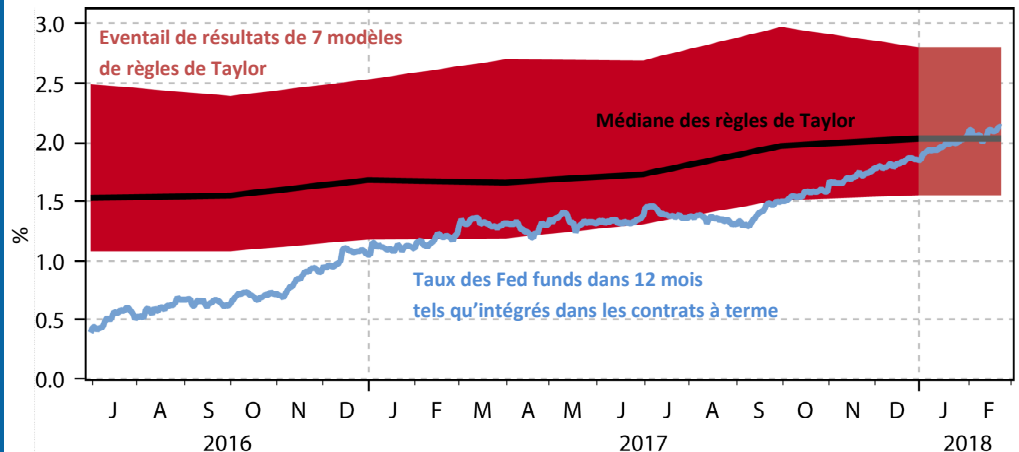


Sources : OCDE, Macrobond

Dorval Asset Management

### ...et qui est maintenant dans les prix

Taux des Fed funds intégrés par les contrats à terme, et règles de Taylor



Sources : Bloomberg, Macrobond

Dorval Asset Management





## Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

### MACRO-ECO

Il y a peu de raisons de craindre la Fed à ce stade de la normalisation de l'inflation—Les marchés ont désormais intégré les resserrements à venir—Les entreprises US bénéficient toujours de conditions de financement très favorables.

### VALORISATIONS

La hausse des taux longs US depuis mi-2016 a eu des conséquences asymétriques pour la valorisation des actions. Les secteurs défensifs ont vu leur PER baisser, alors que les secteurs cycliques se sont au contraire renchérïs.

### DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Le S&P500 était devenu clairement suracheté en janvier, pour la seconde fois depuis l'élection de Trump. C'est maintenant corrigé, mais l'optimisme des investisseurs reste élevé, ce qui suggère que l'asymétrie des risques reste négative.

### MICRO

La correction de début février est intervenue au milieu d'un impressionnant boom global des profits. Les sociétés de la zone euro ont très bien participé, ce qui est encourageant, même si l'impact des publications de résultat reste asymétrique.

Dorval Asset Management

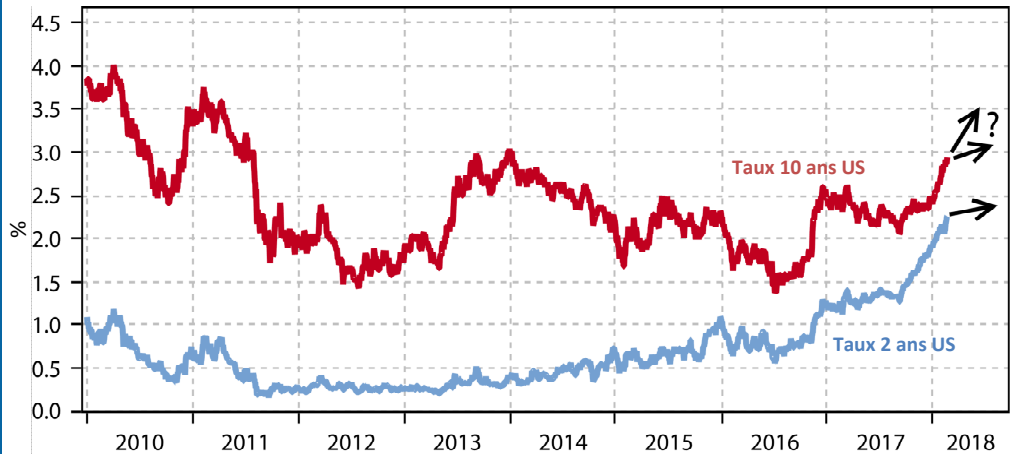
Si la partie courte de la courbe des taux se stabilise, le risque résiduel pour les taux longs US serait une repentification de la courbe des taux. Celle-ci n'interviendrait que sur la base d'une nouvelle ré-accélération des anticipations de croissance nominale, ce qui ne serait pas en soi une mauvaise nouvelle.

Quoiqu'il en soit, seul un choc sévère pourrait changer une situation qui reste extrêmement favorable aux entreprises américaines. En plus de la baisse des impôts, l'écart entre leur taux de financement et la croissance du PIB nominal est redevenu quasi-nul.



### Le risque obligataire est désormais sur la partie longue

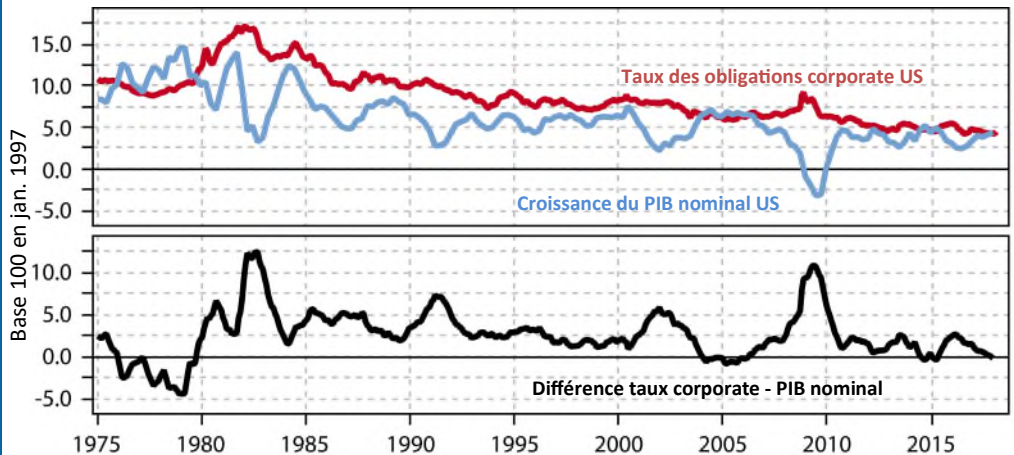
Taux des Treasuries à 2 ans et à 10 ans



Dorval Asset Management

### Des taux d'intérêt toujours très bas pour les sociétés US

Taux des obligations corporate et croissance du PIB nominal US



Dorval Asset Management



NEITHER BEAR NOR BULL  
BUT CAMELEON



## Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

### MACRO-ECO

Il y a peu de raisons de craindre la Fed à ce stade de la normalisation de l'inflation—Les marchés ont désormais intégré les resserrements à venir—Les entreprises US bénéficient toujours de conditions de financement très favorables.

### VALORISATIONS

La hausse des taux longs US depuis mi-2016 a eu des conséquences asymétriques pour la valorisation des actions. Les secteurs défensifs ont vu leur PER baisser, alors que les secteurs cycliques se sont au contraire renchérïs.

### DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Le S&P500 était devenu clairement suracheté en janvier, pour la seconde fois depuis l'élection de Trump. C'est maintenant corrigé, mais l'optimisme des investisseurs reste élevé, ce qui suggère que l'asymétrie des risques reste négative.

### MICRO

La correction de début février est intervenue au milieu d'un impressionnant boom global des profits. Les sociétés de la zone euro ont très bien participé, ce qui est encourageant, même si l'impact des publications de résultat reste asymétrique.

Dorval Asset Management

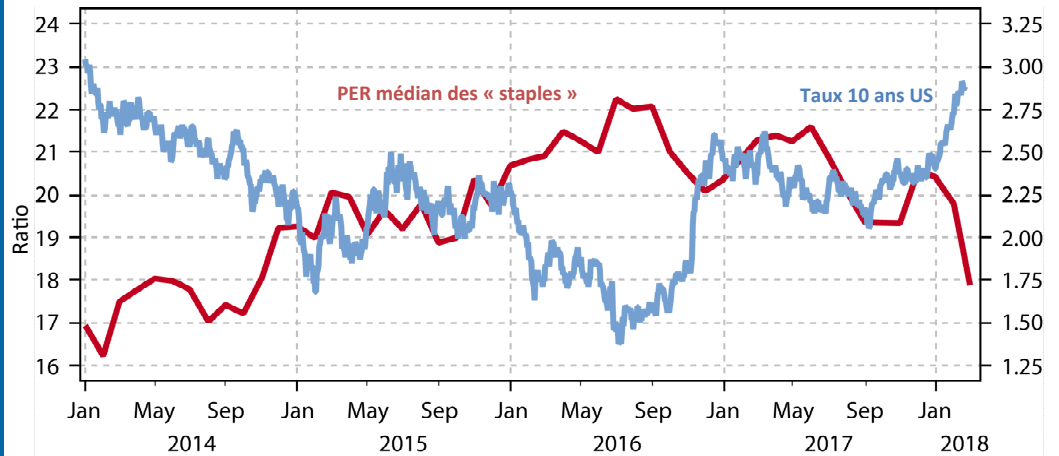
On entend souvent que la hausse des taux longs est nécessairement négative pour la valorisation des actions, mais la réalité est plus complexe. Depuis le début de la hausse des taux longs (mi-2016), ce sont les secteurs défensifs à croissance stable qui ont logiquement souffert, avec une baisse de 4 points des PER...

...mais pour les secteurs cycliques il en va tout autrement, car la hausse des taux s'accompagne souvent d'une ré-accélération des perspectives de croissance et d'inflation. C'est ce qui s'est passé depuis près de deux ans.



### La valorisation des défensives a souffert de la hausse des taux...

P/E médian des « consumer staples » et taux longs US

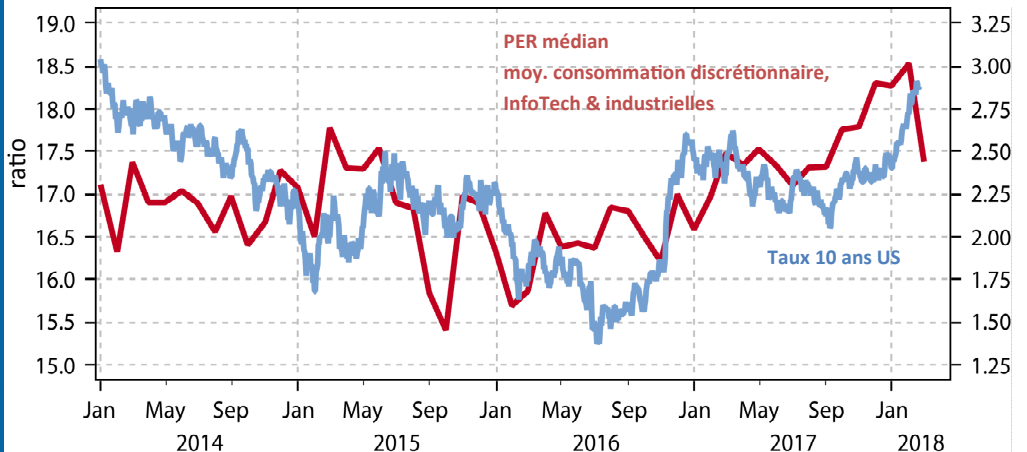


Sources : Bloomberg, Macrobond

Dorval Asset Management

### ...mais les secteurs cycliques n'ont pas de raison d'en pâtir

P/E médian de 3 secteurs cycliques et taux longs US



Sources : Bloomberg, Macrobond

Dorval Asset Management



NEITHER BEAR NOR BULL  
BUT CAMELEON



## Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

### MACRO-ECO

Il y a peu de raisons de craindre la Fed à ce stade de la normalisation de l'inflation—Les marchés ont désormais intégré les resserrements à venir—Les entreprises US bénéficient toujours de conditions de financement très favorables.

### VALORISATIONS

La hausse des taux longs US depuis mi-2016 a eu des conséquences asymétriques pour la valorisation des actions. Les secteurs défensifs ont vu leur PER baisser, alors que les secteurs cycliques se sont au contraire renchérïs.

### DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Le S&P500 était devenu clairement suracheté en janvier, pour la seconde fois depuis l'élection de Trump. C'est maintenant corrigé, mais l'optimisme des investisseurs reste élevé, ce qui suggère que l'asymétrie des risques reste négative.

### MICRO

La correction de début février est intervenue au milieu d'un impressionnant boom global des profits. Les sociétés de la zone euro ont très bien participé, ce qui est encourageant, même si l'impact des publications de résultat reste asymétrique.

Dorval Asset Management

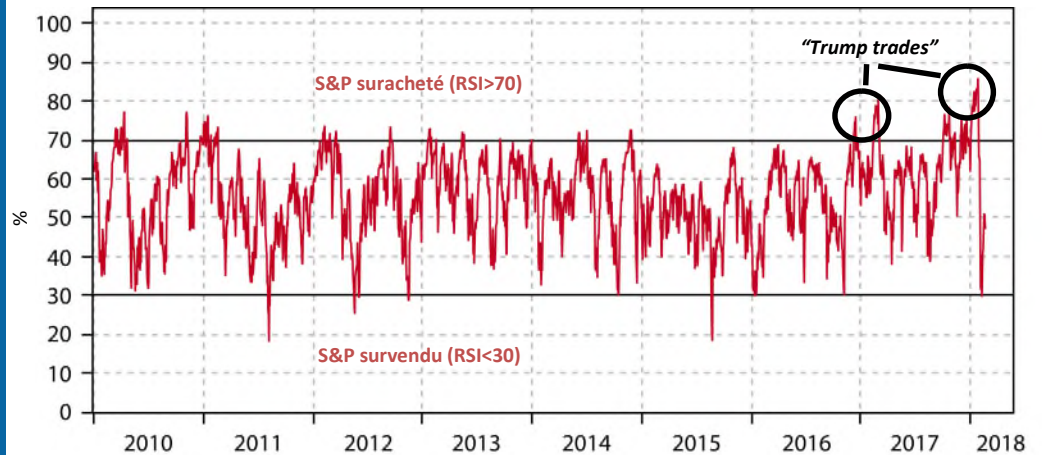
Pour la seconde fois depuis l'élection de Trump, Wall Street était devenu extrêmement suracheté en janvier dernier. Une correction était inévitable. La situation semble plus saine désormais...

...mais seulement jusqu'à un certain point, car les investisseurs individuels sont demeurés très optimistes. L'asymétrie des risques reste donc négative : les investisseurs attendent des bonnes nouvelles, ce qui rend le marché plus vulnérable aux mauvaises.



### Le « Trump trade » a une nouvelle fois conduit au surachat

RSI (« relative strength index ») à 30 jours du S&P500

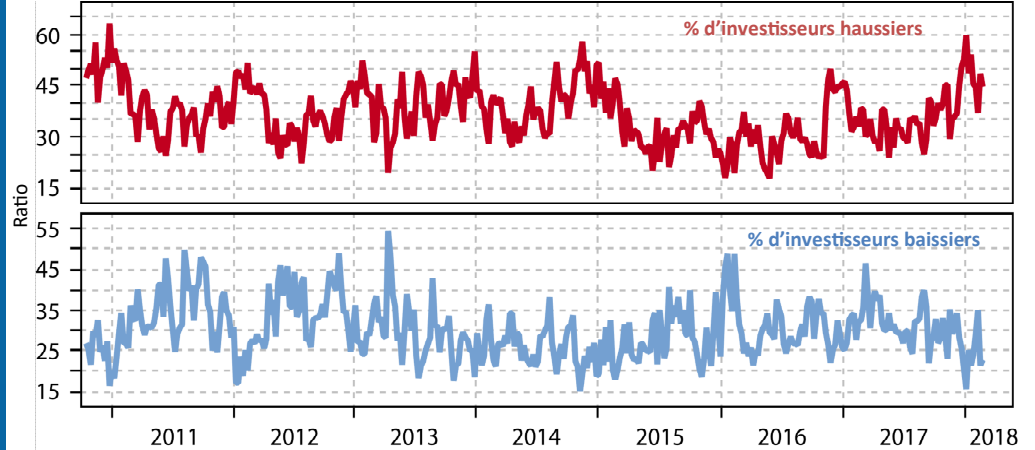


Sources : Bloomberg, Macrobond

Dorval Asset Management

### L'optimisme des investisseurs reste élevé

Enquête hebdomadaire de l'AII auprès des investisseurs individuels US



Sources : AII, Macrobond

Dorval Asset Management



NEITHER BEAR NOR BULL  
BUT CAMELEON



## Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

### MACRO-ECO

Il y a peu de raisons de craindre la Fed à ce stade de la normalisation de l'inflation—Les marchés ont désormais intégré les resserrements à venir—Les entreprises US bénéficient toujours de conditions de financement très favorables.

### VALORISATIONS

La hausse des taux longs US depuis mi-2016 a eu des conséquences asymétriques pour la valorisation des actions. Les secteurs défensifs ont vu leur PER baisser, alors que les secteurs cycliques se sont au contraire renchérïs.

### DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Le S&P500 était devenu clairement suracheté en janvier, pour la seconde fois depuis l'élection de Trump. C'est maintenant corrigé, mais l'optimisme des investisseurs reste élevé, ce qui suggère que l'asymétrie des risques reste négative.

### MICRO

La correction de début février est intervenue au milieu d'un impressionnant boom global des profits. Les sociétés de la zone euro ont très bien participé, ce qui est encourageant, même si l'impact des publications de résultat reste asymétrique.

Dorval Asset Management

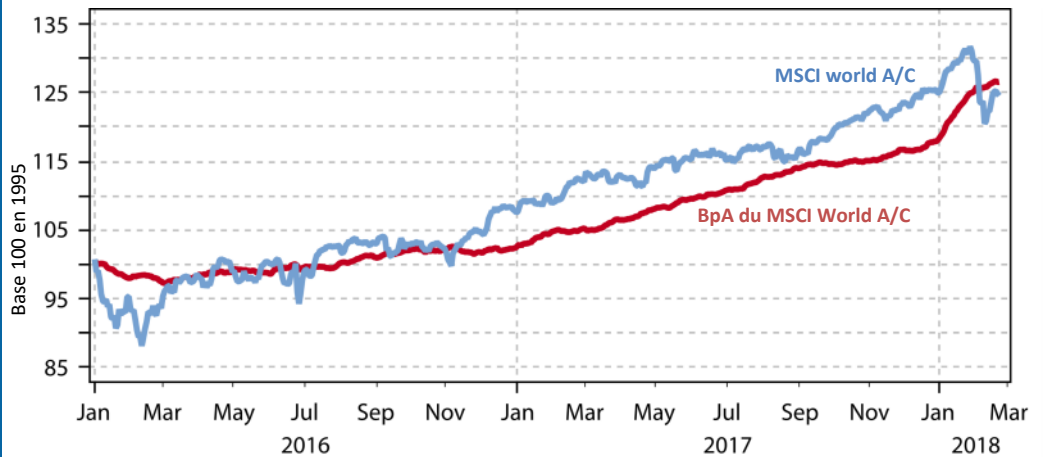
La baisse des impôts US et la forte croissance mondiale ont conduit les analystes à réviser à la hausse de 20% leur BpA prospectif pour le MSCI Monde. Le boom des profits est l'argument le plus convaincant en faveur d'une reprise de la hausse des marchés.

En Europe, la saison (T4, en cours) des résultats est très positive, contrairement aux T2 et T3, qui avaient été assez moyens. Sur la base des résultats publiés, la médiane de la croissance des BpA se situerait à +15% en T4, au plus haut depuis début 2015, quand les BpA avait été boostés par la dévaluation de l'euro. Les rares mauvaises nouvelles ont cependant été durement sanctionnées.



### Une correction de marché au milieu d'un boom des profits

Prix et P/E prospectif du MSCI world A/V en monnaie locale



Sources : MSCI, Bloomberg, Macrobond

Dorval Asset Management

### La meilleure saison de résultats en zone euro depuis début 2015

Croissance médiane des BpA des 300 sociétés de l'EuroStoxx



Sources : Dorval AM, Bloomberg, Macrobond

Dorval Asset Management





## Dorval Asset Management

Société Anonyme au capital de 302 095 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.



## Mentions légales

Le présent document a été rédigé par Dorval Asset Management. Les analyses, les opinions et certains des thèmes et processus d'investissement mentionnés dans les présents représentent le point de vue du (des) gestionnaire(s) de portefeuille à la date indiquée. Ils sont susceptibles de changer, de même que les titres et les caractéristiques du portefeuille indiqués dans les présentes. Il n'y a aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Ce document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels et/ou non Professionnels, ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

**Dans les pays francophones de l'UE** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. ou sa succursale Natixis Investment Managers Distribution. Natixis Investment Managers S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de Natixis Investment Managers S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : Natixis Investment Managers Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social : 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris.

**En Suisse** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich. Certains fonds de Dorval Asset Management ne sont pas autorisés à la distribution en Suisse. Pour les fonds enregistrés en Suisse, le prospectus de vente détaillé, des documents intitulés « Informations clés pour l'investisseur », les statuts, les rapports annuels et semestriels sont disponibles sans frais auprès du Représentant et Service de Paiement pour la Suisse, RBC Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, succursale de Zurich, Badenerstrasse 567, Case Postale 1292, CH-8048 Zurich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

### **DORVAL ASSET MANAGEMENT :**

Société Anonyme au capital de 302 095 euros -  
RCS Paris B 391392768 - APE 6630 Z - Agrément AMF  
n° GP 93-08 - Siège social : 1 rue de Gramont - 75002 Paris -  
Tél +33 1 44 69 90 44 - Fax +33 1 42 94 18 37  
[www.dorval-am.com](http://www.dorval-am.com)

### **NATIXIS INVESTMENT MANAGERS :**

RCS Paris n° 453 952 681 - 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris  
- Société Anonyme au capital de 178 251 690 euros  
[www.im.natixis.com](http://www.im.natixis.com)