



Dorval's Macro Corner

Mai 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

La bonne santé retrouvée du consommateur américain est d'une importance cruciale pour l'économie mondiale. Après avoir inquiété l'année dernière, il revient en force avec le meilleur rapport de ventes au détail depuis deux ans au mois d'avril, et une forte hausse de la confiance en mai. Les ménages américains bénéficient de la hausse de l'emploi et de gains substantiels de pouvoir d'achat, et leur taux d'épargne se stabilise. Cela pourrait conduire la réserve fédérale à monter à nouveau ses taux cette année, mais cette fois avec une économie plus forte, contrairement à décembre 2015, quand la hausse des taux avait été décidée en plein ralentissement.

A quel point doit-on s'inquiéter de la menace politique en Europe ? La campagne du référendum britannique et l'avancée des parties populistes un peu partout inquiètent les investisseurs. Mais l'Europe est trop complexe pour que des conclusions simples puissent être tirées. Ainsi, malgré les dissensions politiques grandissantes, l'intégration économique et financière européenne est en pleine reprise. Les entreprises de l'UE n'ont jamais autant échangé entre elles, et les institutions financières ont (prudemment) recommencé à s'exposer aux pays voisins. Ce paradoxe survivrait-il à un Brexit ? Au vu du poids important du Royaume-Uni dans l'économie et la finance européenne, ce serait très surprenant. Mais malgré des sondages serrés, les probabilités (et les bookmakers) pointent vers un « Remain », ne serait-ce que parce qu'un Brexit risquerait de conduire à la perte de l'Ecosse.

Avec des PER au plus haut depuis 2007 mais des taux obligataires au plus bas historique, le débat sur la valorisation des bourses mondiales n'est pas prêt de se calmer. La seule chose certaine c'est que le grand basculement de l'épargne des obligations vers les actions n'a pas eu lieu. Dans le cas de l'Europe, le problème provient en partie des peurs d'un Brexit. Les fonds américains et asiatiques n'achèteront pas l'Europe avant d'être rassurés sur ce point. Même les valeurs moyennes européennes, pourtant solides depuis trois ans, ont connu une baisse de leur valorisation par rapport à Wall Street, conduisant à la même décote que lors de la crise en Ukraine. Cette glissade suggère qu'une issue positive du référendum permettrait aux actions européennes de rattraper leur retard.

La dynamique des marchés mondiaux va être de plus en plus impactée par la divergence d'évolution des prix entre le pétrole et les autres matières premières. La Chine consomme 40% à 60% des métaux produits dans le monde, contre seulement 12% du pétrole. C'est une des raisons qui explique que l'équilibre entre offre et demande se rétablit plus vite sur le pétrole que sur les autres matières premières, pour lesquelles le ralentissement chinois pèse d'avantage. Nous pensons que cette divergence pourrait conduire à une forte baisse du dollar australien (l'Australie est productrice de métaux) contre la couronne norvégienne. Au vu de niveau très élevé du taux de change AUD/NOK, cette stratégie ressemble à un « pile je gagne, face je ne perds pas ».

Enfin, nous revenons sur un de nos thèmes favoris : le grand malentendu créé par les indices boursiers. Depuis 2008, l'obsession de la liquidité de marché a attiré les investisseurs vers l'EuroStoxx 50 pour jouer l'Europe. Pourtant, la moitié du chiffre d'affaires des entreprises de l'indice se fait hors d'Europe, et un autre quart se situe dans les secteurs administrés, où la rentabilité a plongé comme jamais. Seul un quart de l'indice est donc véritablement sensible à l'économie européenne. La construction de portefeuille par paniers de valeurs fournit de bien meilleurs résultats. Dorval AM continue d'investir dans les entreprises les plus sensibles à la demande domestique européenne, et revient sélectivement vers des sociétés sensibles aux marchés émergents.





Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

MACRO-ECO

Le réveil du consommateur américain est une nouvelle cruciale pour l'économie mondiale.

La ré-accélération des échanges intra-européens soutient la reprise—le référendum britannique y mettra-t-il fin ?

VALORISATIONS

Avec des PER un peu élevés mais des taux longs au plancher, les bourses sont-elles chères ou non ?

Les valeurs moyennes en zone euro sont devenues moins chères, ce qui suggère qu'une prime de risque « Brexit » est apparue.

DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Les marchés mondiaux de matières premières entrent dans une nouvelle phase de découplage entre le pétrole et le reste.

Cela pourrait conduire à une forte baisse du dollar australien contre la couronne norvégienne.

MICRO

Par sa composition, l'EuroStoxx 50 est le pire moyen de jouer l'Europe. Les valeurs exposées à la demande domestique européenne performant bien. Doit-on revenir sur les valeurs sensibles aux émergents ?

Dorval Asset Management

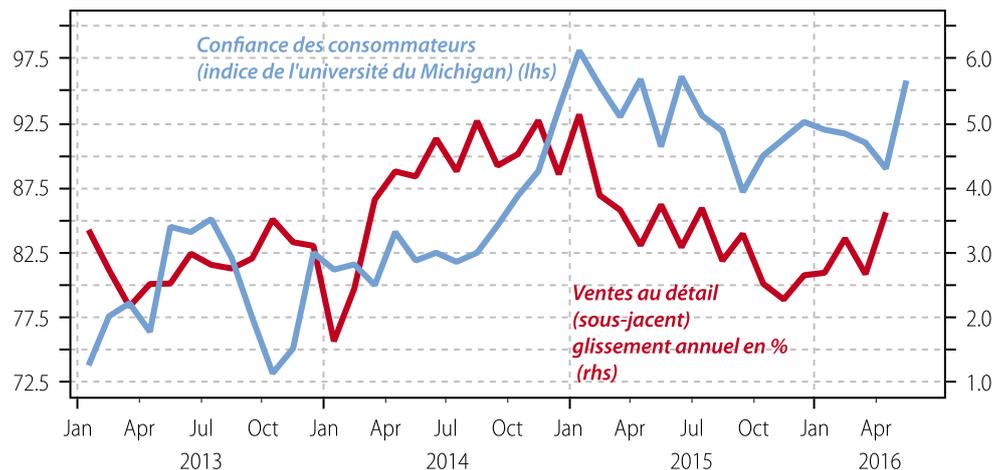
Le ralentissement de la consommation aux Etats-Unis semble toucher à sa fin. Le rapport des ventes au détail d'avril était le meilleur depuis deux ans, et la confiance a rebondi en mai.

C'est une nouvelle cruciale pour l'économie mondiale.

Les ménages américains bénéficient à la fois de la croissance de l'emploi et de forts gains de pouvoir d'achat. La remontée des prix du pétrole va réduire un peu ces gains, mais cela sera compensée par la hausse graduelle des salaires.



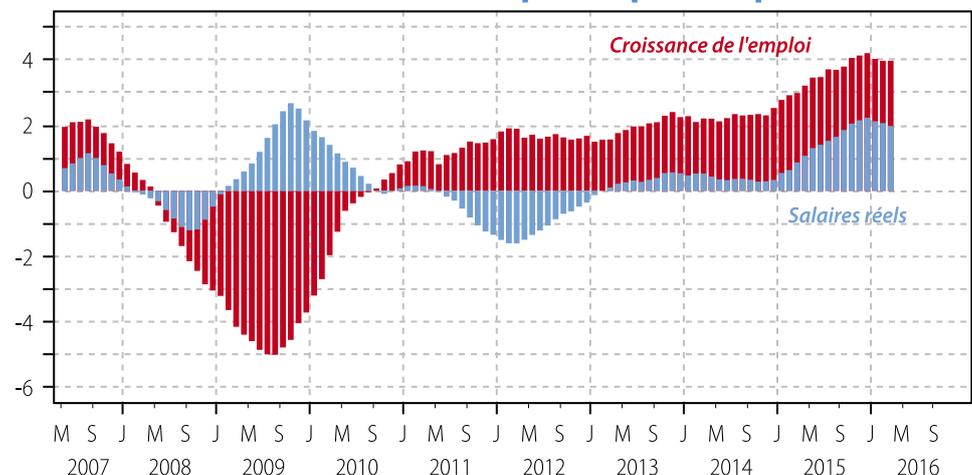
Le réveil du consommateur américain



Source: Bloomberg, Macrobond

Dorval Asset Management

Une croissance des revenus nourrie par l'emploi et le pouvoir d'achat



Source: Macrobond

Dorval Asset Management





Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

MACRO-ECO

Le réveil du consommateur américain est une nouvelle cruciale pour l'économie mondiale.

La ré-accélération des échanges intra-européens soutient la reprise—le référendum britannique y mettra-t-il fin ?

VALORISATIONS

Avec des PER un peu élevés mais des taux longs au plancher, les bourses sont-elles chères ou non ?

Les valeurs moyennes en zone euro sont devenues moins chères, ce qui suggère qu'une prime de risque « Brexit » est apparue.

DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Les marchés mondiaux de matières premières entrent dans une nouvelle phase de découplage entre le pétrole et le reste.

Cela pourrait conduire à une forte baisse du dollar australien contre la couronne norvégienne.

MICRO

Par sa composition, l'EuroStoxx 50 est le pire moyen de jouer l'Europe. Les valeurs exposées à la demande domestique européenne performant bien. Doit-on revenir sur les valeurs sensibles aux émergents ?

Dorval Asset Management

Alors que les dissensions politiques s'accroissent, l'intégration économique et financière est en phase de relance. Les entreprises de l'UE n'ont jamais échangé autant entre elles, ce qui compense la mollesse du commerce mondial.

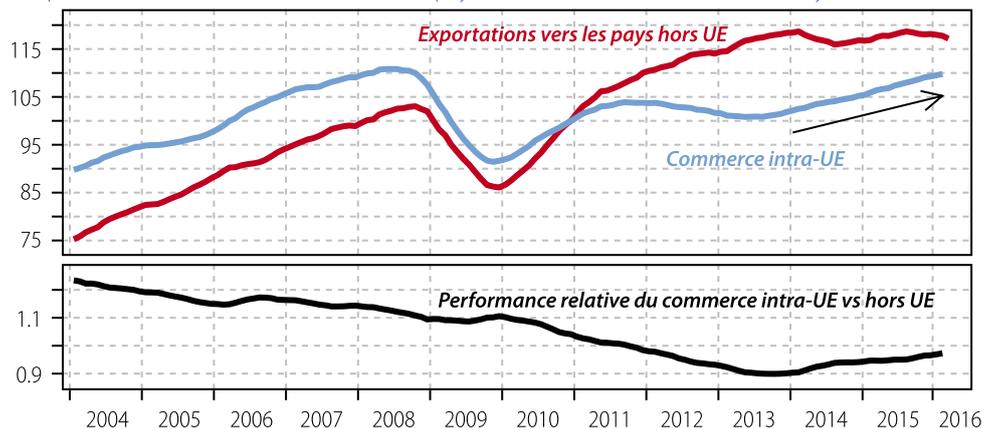
De plus, grâce à la BCE, les institutions financières de la zone euro ont commencé à se réexposer aux pays voisins.

Mais ces bonnes nouvelles survivraient-elles à un Brexit? Ce serait surprenant.



C'est le commerce intra-européen qui mène aujourd'hui la croissance

Exportations en volume - vers l'UE et les pays hors UE - base 100 en 2011 - moy. mob. 12 mois

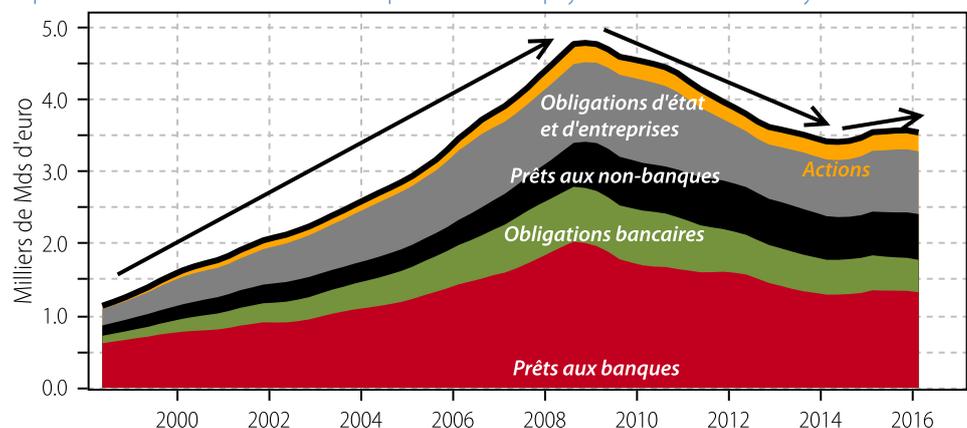


Source: Eurostat

Dorval Asset Management

Les banques se ré-exposent prudemment aux pays voisins en zone euro

Expositions transfrontalières des banques aux autres pays de la zone euro - moyennes sur un an



Source: ECB

Dorval Asset Management





Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

MACRO-ECO

Le réveil du consommateur américain est une nouvelle cruciale pour l'économie mondiale.

La ré-accélération des échanges intra-européens soutient la reprise—le référendum britannique y mettra-t-il fin ?

VALORISATIONS

Avec des PER un peu élevés mais des taux longs au plancher, les bourses sont-elles chères ou non ? Les valeurs moyennes en zone euro sont devenues moins chères, ce qui suggère qu'une prime de risque « Brexit » est apparue.

DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Les marchés mondiaux de matières premières entrent dans une nouvelle phase de découplage entre le pétrole et le reste. Cela pourrait conduire à une forte baisse du dollar australien contre la couronne norvégienne.

MICRO

Par sa composition, l'EuroStoxx 50 est le pire moyen de jouer l'Europe. Les valeurs exposées à la demande domestique européenne performant bien. Doit-on revenir sur les valeurs sensibles aux émergents ?

Dorval Asset Management

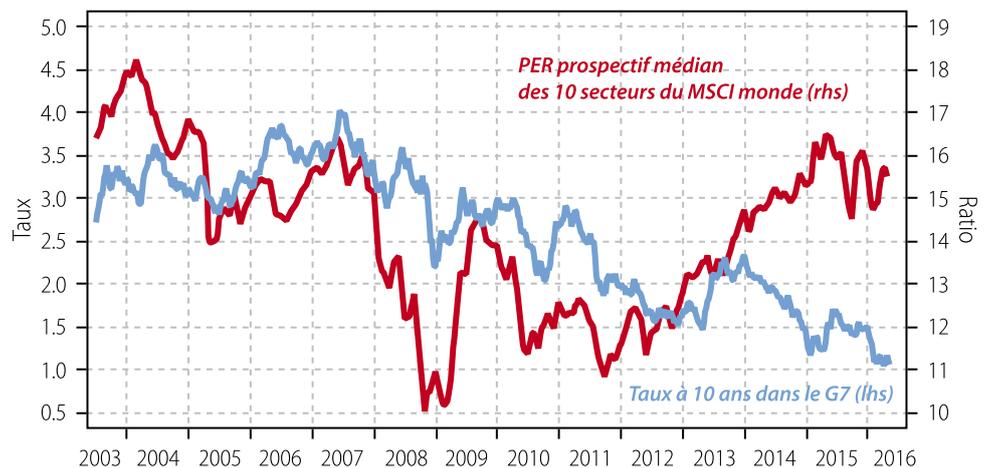
Le PER des bourses mondiales oscille entre 15 et 16, au plus haut depuis 2007. Mais avec les taux longs au plus bas historique, le débat sur la valorisation des actions reste très ouvert.

Ce qui est sûr, c'est que le basculement des obligations vers les actions n'a pas encore eu lieu.

En Europe une partie du problème est lié au risque de Brexit. Même les valeurs moyennes européennes sont devenues, contre leurs équivalents US, aussi décotées que pendant la crise en Ukraine. En cas de « Remain », le terrain perdu pourrait être regagné assez vite.



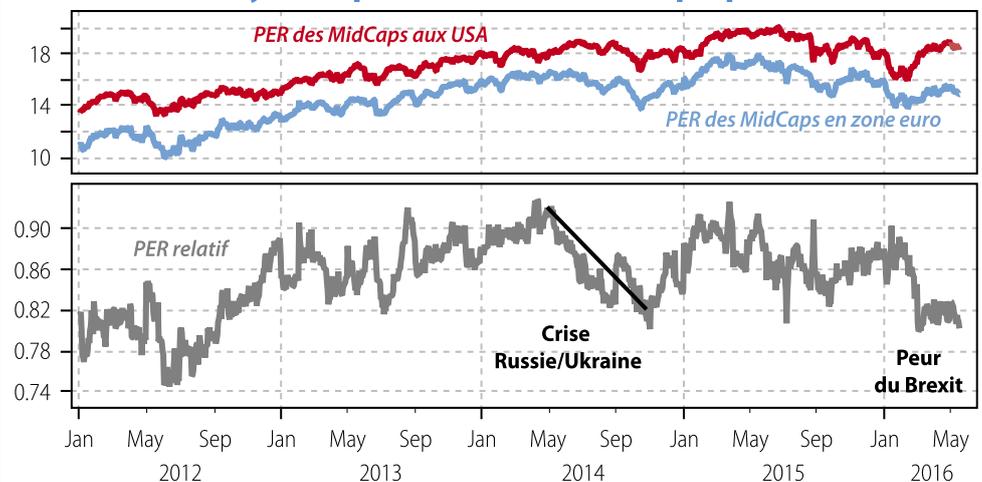
Les bourses mondiales sont-elles chères ?



Source: MSCI, Bloomberg, Dorval AM

Dorval Asset Management

Les valeurs moyennes plus attractives en Europe qu'aux Etats-Unis



Source: MSCI

Dorval Asset Management





Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

MACRO-ECO

Le réveil du consommateur américain est une nouvelle cruciale pour l'économie mondiale.

La ré-accélération des échanges intra-européens soutient la reprise—le référendum britannique y mettra-t-il fin ?

VALORISATIONS

Avec des PER un peu élevés mais des taux longs au plancher, les bourses sont-elles chères ou non ?

Les valeurs moyennes en zone euro sont devenues moins chères, ce qui suggère qu'une prime de risque « Brexit » est apparue.

DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Les marchés mondiaux de matières premières entrent dans une nouvelle phase de découplage entre le pétrole et le reste.

Cela pourrait conduire à une forte baisse du dollar australien contre la couronne norvégienne.

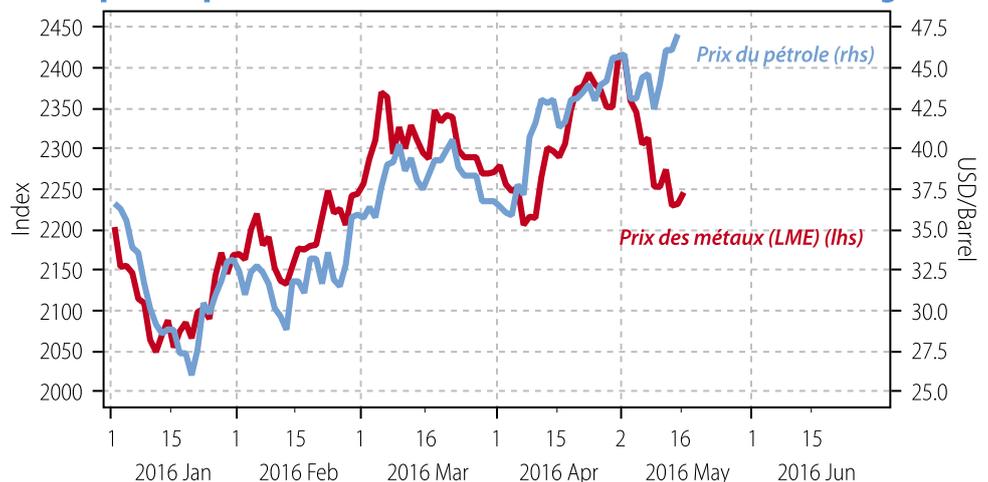
MICRO

Par sa composition, l'EuroStoxx 50 est le pire moyen de jouer l'Europe. Les valeurs exposées à la demande domestique européenne performant bien. Doit-on revenir sur les valeurs sensibles aux émergents ?

Dorval Asset Management

La Chine consomme 50% des métaux produits dans le monde, mais seulement 12% du pétrole. Il fallait donc s'attendre à un découplage entre les prix des matières premières. C'est un des signaux majeurs du mois de mai.

Le prix du pétrole et celui des métaux ont commencé à diverger

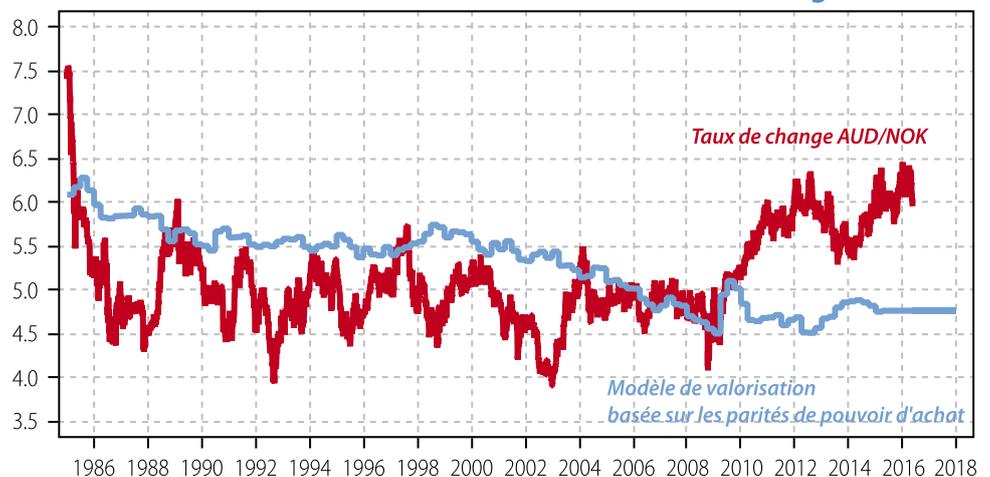


Source: Bloomberg

Dorval Asset Management

Si cela se poursuit, il faut s'attendre à des effets importants sur certaines paires de devises. Le dollar australien a commencé à s'affaiblir contre la couronne norvégienne. Selon notre modèle, le potentiel de correction est encore très substantiel.

Vendre le dollar australien contre la couronne norvégienne



Source: Bloomberg, OCDE, Dorval AM

Dorval Asset Management





Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

MACRO-ECO

Le réveil du consommateur américain est une nouvelle cruciale pour l'économie mondiale.

La ré-accélération des échanges intra-européens soutient la reprise—le référendum britannique y mettra-t-il fin ?

VALORISATIONS

Avec des PER un peu élevés mais des taux longs au plancher, les bourses sont-elles chères ou non ?

Les valeurs moyennes en zone euro sont devenues moins chères, ce qui suggère qu'une prime de risque « Brexit » est apparue.

DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Les marchés mondiaux de matières premières entrent dans une nouvelle phase de découplage entre le pétrole et le reste.

Cela pourrait conduire à une forte baisse du dollar australien contre la couronne norvégienne.

MICRO

Par sa composition, l'EuroStoxx 50 est le pire moyen de jouer l'Europe. Les valeurs exposées à la demande domestique européenne performant bien. Doit-on revenir sur les valeurs sensibles aux émergents ?

Dorval Asset Management

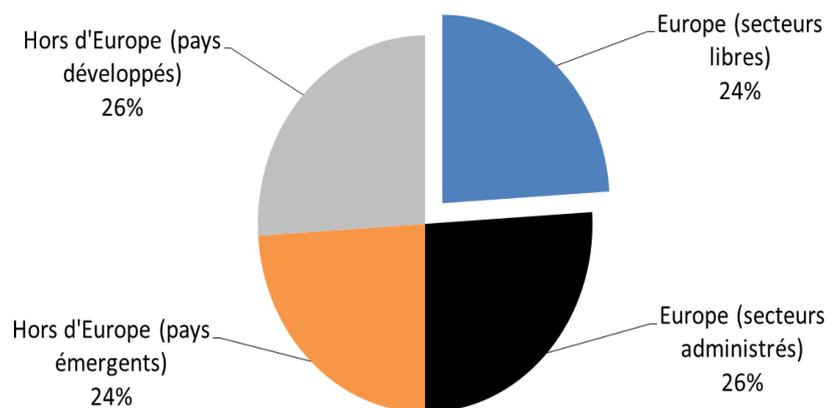
Jouer l'Europe au travers de l'EuroStoxx 50 a été et reste une erreur majeure. Alors qu'une entreprise typique de la zone euro réalise deux-tiers de son chiffre d'affaires en Europe, l'EuroStoxx 50 est exposé à 50%.

Pire, son exposition européenne est constituée pour moitié des secteurs administrés.

Ces secteurs ont vu leur rentabilité s'écrouler depuis 2008, vers un plus bas historique au début de cette année.



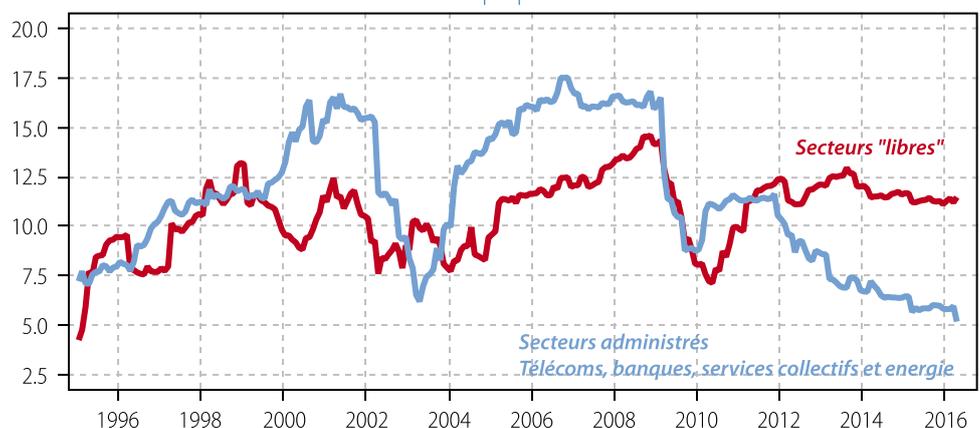
Répartition du chiffre d'affaires des sociétés de l'EuroStoxx 50



Sources: Bloomberg, rapports annuels 2015 des sociétés, Dorval AM

La rentabilité s'écroule dans les secteurs administrés

Retour sur fonds propres - calcul MSCI



Sources: Dorval AM, MSCI

Dorval Asset Management





Dorval's Macro Corner - Les Quatre Piliers

MACRO-ECO

Le réveil du consommateur américain est une nouvelle cruciale pour l'économie mondiale.

La ré-accélération des échanges intra-européens soutient la reprise—le référendum britannique y mettra-t-il fin ?

VALORISATIONS

Avec des PER un peu élevés mais des taux longs au plancher, les bourses sont-elles chères ou non ?

Les valeurs moyennes en zone euro sont devenues moins chères, ce qui suggère qu'une prime de risque « Brexit » est apparue.

DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Les marchés mondiaux de matières premières entrent dans une nouvelle phase de découplage entre le pétrole et le reste.

Cela pourrait conduire à une forte baisse du dollar australien contre la couronne norvégienne.

MICRO

Par sa composition, l'EuroStoxx 50 est le pire moyen de jouer l'Europe. Les valeurs exposées à la demande domestique européenne performant bien. Doit-on revenir sur les valeurs sensibles aux émergents ?

Dorval Asset Management

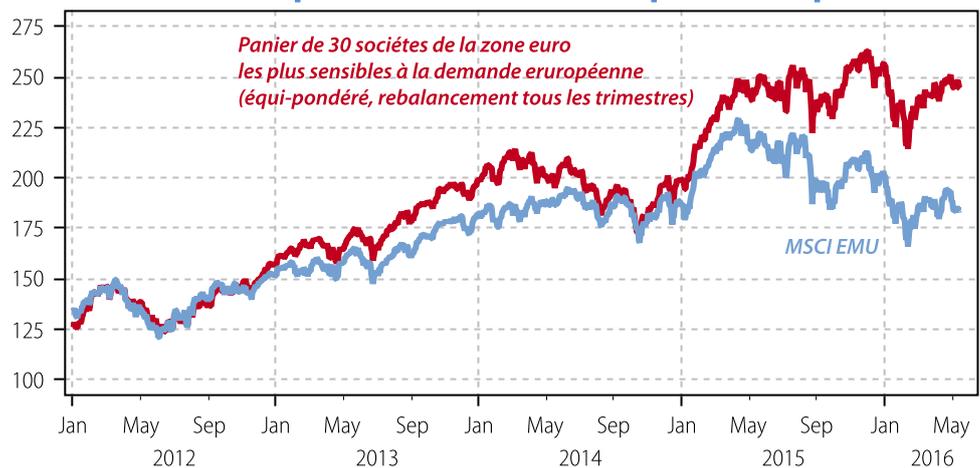
Contrairement aux indices, les paniers de valeurs illustrent les thématiques de manière plus fidèle. En Europe, les sociétés les plus sensibles à la demande domestique ont bien résisté au « bear market » des indices depuis près d'un an.

La question est désormais de savoir s'il faut revenir sur les valeurs liées au monde émergent, alors que la Russie, le Brésil et d'autres pourraient se stabiliser.

Dorval AM a choisi une approche sélective sur ce sujet.



Les sociétés très exposées à la demande européenne sur-performent



Source: Dorval AM, Macrobond, MSCI

Dorval Asset Management

Doit-on revenir sur les valeurs exposées aux émergents ?



Sources : Dorval AM, Macrobond, MSCI

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.

