



Les trois piliers du rebond des marchés

16 janvier 2023

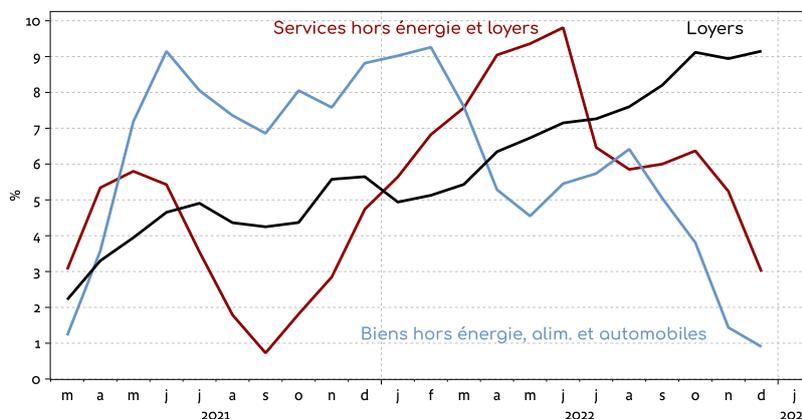
Chers clients, chers partenaires,

Depuis octobre 2022 le rebond des marchés est porté par trois changements fondamentaux : une désinflation américaine qui se confirme, une forte baisse des risques économiques et industriels en Europe, et une réouverture chinoise qui s'accélère. Une partie de ces évolutions est déjà intégrée par les marchés, mais le sentiment et le positionnement des investisseurs reste modérés.

Les chiffres de l'inflation américaine du mois de décembre (-0.1%, et +0.3% hors alimentation et énergie) sont venus confirmer une tendance désinflationniste qui consacre la revanche de la « team transitory ». Ce sont bien les chocs et contre-chocs de la réouverture de l'économie qui ont produit d'abord le boom inflationniste puis la normalisation désinflationniste des deux dernières années (graphique 1). La normalisation des stocks et des chaînes d'approvisionnement entraîne une forte désinflation dans le secteur de biens (y compris hors automobile). De plus, l'inflation des services hors loyers – mentionné par Jerome Powell comme particulièrement importante – rebaisse aussi sensiblement. Enfin, si l'inflation des loyers (42% du « core CPI ») résiste du fait de la méthodologie adoptée pour le calcul du CPI, il est quasiment acquis qu'elle se normalisera en 2023 sous le poids de la stagnation des prix constatés pour les nouveaux loyers. Sans préjuger du niveau auquel l'inflation américaine finira par se stabiliser, le constat est clair : le dégonflement de la bulle inflationniste post-Covid est en cours, et cela va vite malgré la situation de plein emploi. Les anticipations se modifient dès lors en faveur d'une augmentation de 25 plutôt que 50 points de base lors de la prochaine réunion de la Fed.

L'inflation sous-jacente rebaisse fortement aux Etats-Unis

Variations sur 3 mois annualisées



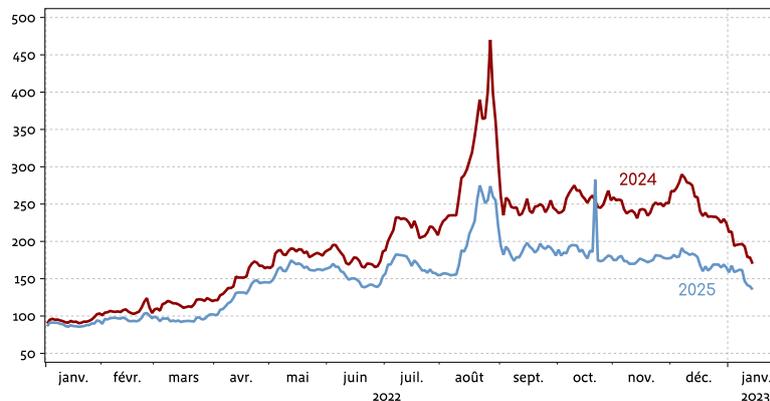
Dorval Asset Management - 13/01/2023 - Source : Macrobond

En Europe la clémence de l'hiver diminue encore les risques de pénuries et de graves problèmes industriels cet hiver. Mieux encore, les prix des contrats annuels d'électricité pour les années 2024 et 2025 se replient nettement en Allemagne (graphique 2). Le choc brutal de la fin des importations d'énergie russe semble donc en passe d'être bien mieux absorbé que prévu. Même si la situation militaire en Ukraine reste porteuse de



fortes incertitudes, le thème de la baisse du risque économique européen se confirme donc de semaines en semaines.

Prix de l'électricité en Allemagne
Contrats futures annuels, Euros/MWH

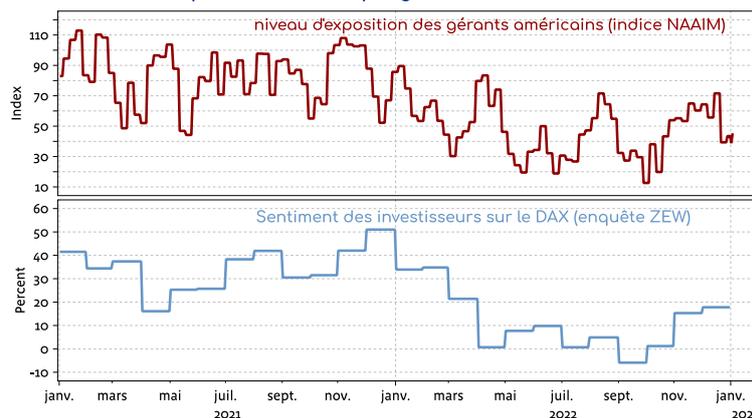


Dorval Asset Management – 13/01/2023 – Source : Macrobond

Enfin, le revirement spectaculaire des autorités chinoises en faveur de la réouverture rapide de l'économie et du soutien à la croissance s'accélère encore. Les restrictions anti-Covid sont déjà une vieille histoire, et le pic de la vague actuelle de cas devrait être atteinte très prochainement. Le boom de réouverture s'annonce donc très puissant, et les anticipations du consensus (+4,8% de croissance en 2023 après +3% en 2022) vont probablement être dépassées.

Au milieu de ces bonnes nouvelles, et avec la nette remontée des marchés, ce sont désormais les risques d'excès de vitesse et/ou d'optimisme qu'il nous faut surveiller. Il est toujours difficile d'obtenir des informations fiables sur le positionnement, mais les dernières indications montrent une remontée des taux d'exposition des gérants d'actifs aux Etats-Unis et, en Europe, un rebond du sentiment en faveur des actions allemandes (graphique 3). Les niveaux actuels restent cependant modérés.

Sentiment et positionnement progressent mais restent modérés



Dorval Asset Management – 13/01/2023 – Source : Macrobond

Dans nos fonds globaux nous maintenons une exposition assez élevée au marché des actions. Nous privilégions les thèmes de la transition énergétique (panier de 40 valeurs), de la baisse du risque européen (petites valeurs, valeurs financières, futures Stoxx 600) et des marchés émergents (ETF et futures). Notre duration obligataire reste nulle, et continuons à engranger du rendement monétaire en gérant très activement la partie cash de nos portefeuilles. Dans nos fonds européens les taux d'exposition aux actions sont élevés et le « bêta » des portefeuilles a été augmenté au cours des dernières semaines.



Nos taux d'exposition sont les suivants :

- Dorval Convictions : le taux d'exposition actions est de 81%.
- Dorval Convictions PEA : le taux d'exposition actions est de 81%.
- Dorval Global Convictions : l'exposition nette aux actions est de 50%, dont Sélection Responsable Internationale 30%, Relances vertes 4%, Baisse des primes de risque Zone Euro/Marchés émergents 9% (Tracker MSCI EM SRI 4%, futures HSCEI 1%, Tracker MSCI EMU Small cap 3%, futures Eurostoxx banques 0.5%), panier tactique 7%. Position vendeuse d'obligations allemandes 5 ans et acheteuse d'obligations à 5 ans américaines : durée nulle. Le solde est en cash & Equivalents.
- Dorval Global Convictions Patrimoine : l'exposition nette aux actions est de 25%, dont Sélection Responsable Internationale 15%, Relances vertes 2%, Baisse des primes de risque Zone Euro/Marchés émergents 5% (Tracker MSCI EM SRI 2.5%, futures HSCEI 0.5%, Tracker MSCI EMU Small cap 1,5%, futures Eurostoxx banques 0.5%), panier tactique 3%. Position vendeuse d'obligations allemandes 5 ans et acheteuse d'obligations à 5 ans américaines : durée nulle. Tracker Euro IG : 1%. Le solde est en cash & Equivalents.

Dorval Asset Management

Société Anonyme au capital de 303.025 euros

RCS Paris B 391392768 - APE 6630 Z - Agrément AMF n° GP 93-08

1 rue de Gramont, 75002 Paris – T : +33 1 44 69 90 44 – F : +33 1 42 94 18 37

www.dorval-am.com

Mentions légales

Ce document à caractère promotionnel est destiné à des clients professionnels et non 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 et 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. L'OPCVM est autorisé à la commercialisation en France et éventuellement dans d'autres pays où la loi l'autorise. Préalablement à tout investissement, il convient de vérifier si l'investisseur est légalement autorisé à souscrire dans un OPCVM. Les caractéristiques, les frais et le profil de risque et de rendement relatifs à l'investissement dans un OPCVM sont décrits dans le Document d'Informations Clés pour l'Investisseur (DICI) de ce dernier. Le DICI et les documents périodiques sont disponibles gratuitement sur demande, auprès de Dorval Asset Management. Vous devez prendre connaissance du DICI, qui doit vous être remis, préalablement à la souscription. La définition des indicateurs de risques mentionnés dans ce document figure sur le site internet : www.dorval-am.com.