



« L'Amérique prend tout » - jusqu'à quand ?

6 janvier 2025

Chers clients, chers partenaires,

« L'Amérique prend tout » - jusqu'à quand ?

Alors que l'économie et la bourse américaine triomphent, le président américain Donald Trump promet d'en rajouter. Sa politique « pro-business » à l'intérieur (baisse des impôts, dérégulation) et commercialement agressive à l'extérieur conduit le consensus à anticiper un nouveau choc asymétrique favorable aux Etats-Unis et défavorable au reste du monde. Quels éléments seraient susceptibles de perturber ce scénario ?

Wall Street en lévitation dangereuse ?

La valorisation des actions américaines semble de plus en plus tendue. Si l'on exclue l'année du Covid, elle se situe au plus haut depuis 2001 en termes de PER prospectif (21,7 au 31 décembre 2024), alors même que les taux réels à long terme sont à leur plus haut depuis plus de quinze ans. La prime de risque des actions par rapport aux obligations d'Etat (!) a donc baissé pour atteindre un peu plus de 2% aujourd'hui, deux fois moins que sa moyenne historique. Cette prime reste cependant supérieure à son point bas de 1999/2000, lorsqu'elle était passée en dessous de 1%.

L'envolée de la valorisation de Wall Street a aujourd'hui deux composantes bien distinctes. La première découle du poids croissant (33% du S&P 500 aujourd'hui, du jamais vu) d'une petite dizaine de géants mondiaux ultra rentables et donc chers (Nvidia, Apple, Microsoft, etc.). L'hyper croissance de leur bénéfices - plus de trois fois supérieure à celle du reste du S&P 500 depuis le début de la décennie - s'étiolera forcément un jour mais le boom de l'intelligence artificielle semble a priori peu propice à un atterrissage immédiat.

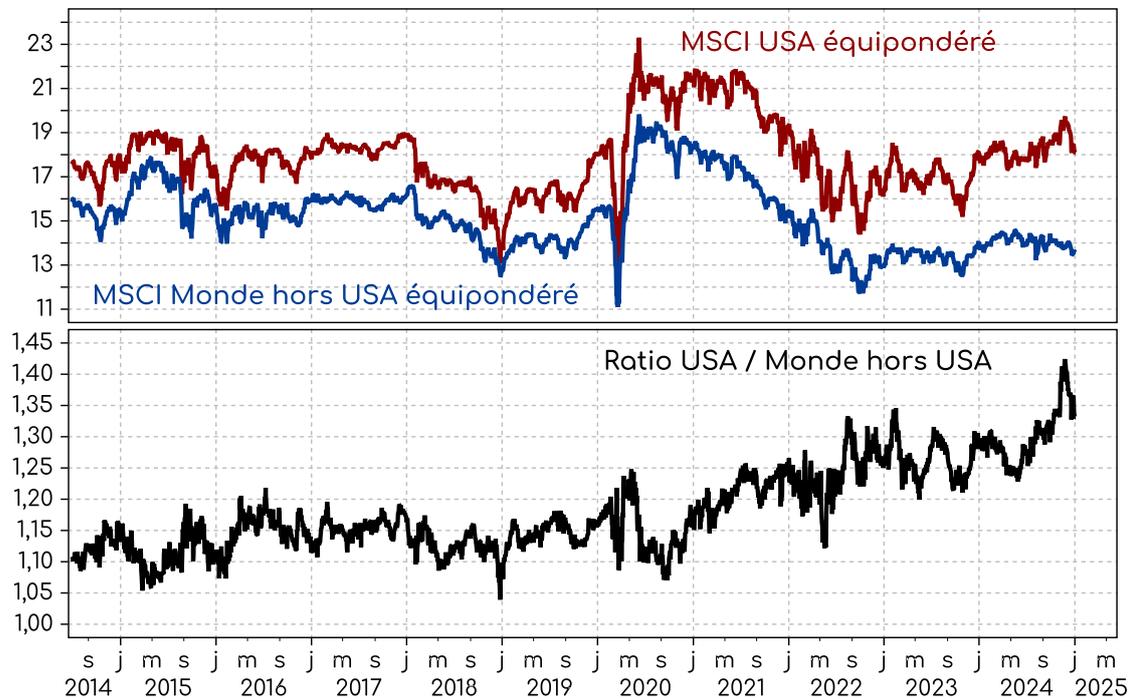
La deuxième composante embarque l'ensemble de la cote. On peut l'estimer à l'aide du PER du S&P 500 équilibré, qui, à environ 17 contre 16 en moyenne depuis dix ans, est certes élevé mais ne plaide pas en faveur d'un diagnostic de bulle. Reste que le PER équilibré de Wall Street est devenu 35% plus cher que celui du reste du monde, un record (graphique 1). En termes relatif, le thème de « l'Amérique prend tout » paraît donc de plus en plus intégré dans les prix des marchés.

¹ La prime de risque est ici calculée en soustrayant les taux longs réels de l'inverse du PER des actions



L'exceptionnalisme américain déjà bien intégré dans les prix

PER des indices équipondérés MSCI USA et Monde hors USA



Dorval Asset Management - 03/01/2025 - Source : Macrobond

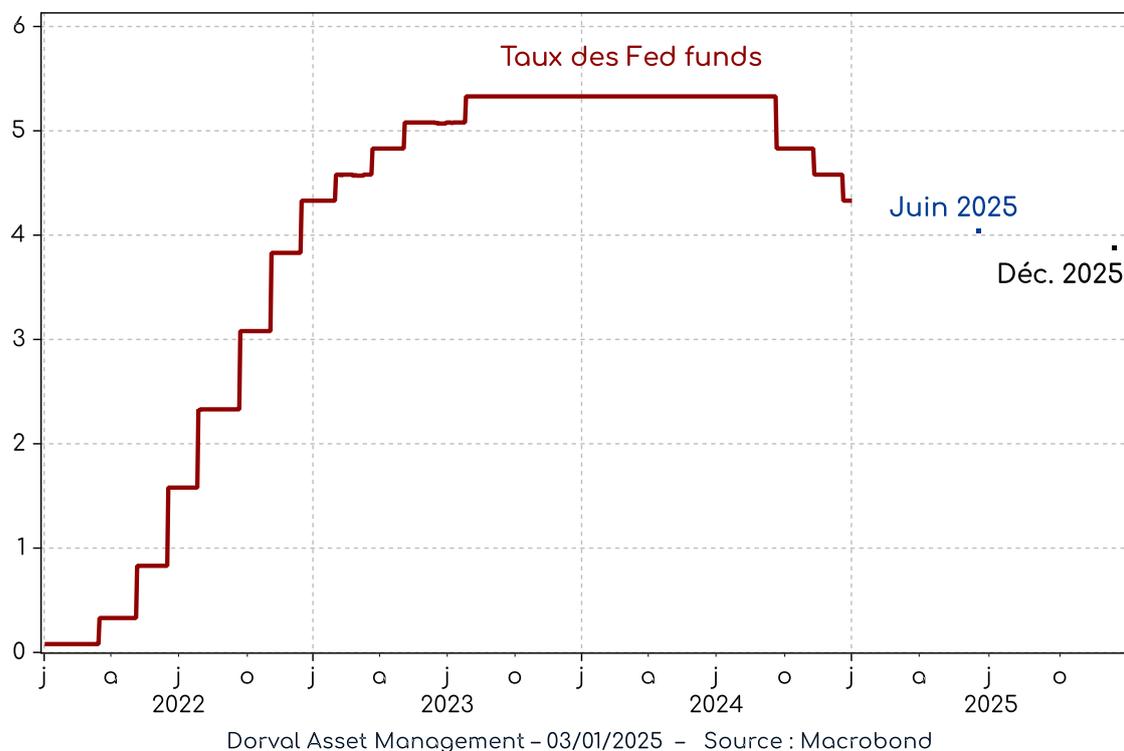
Le mix croissance-taux d'intérêt américain en question

Le scénario « Boucle d'or » d'une économie américaine ni trop chaude ni trop froide se déroule devant nos yeux depuis 2023. La maturité du processus de désinflation et l'arrivée de Donald Trump questionnent la poursuite de ce scénario. Sa politique - dont on ignore aujourd'hui l'agenda et les contours exacts - pourrait en effet s'avérer inadaptée à la phase actuelle du cycle. Combinées à un net ralentissement de l'immigration et de fortes hausses des droits de douane, les baisses d'impôts pourraient faire renaitre le thème de la surchauffe et stopper, voire inverser, la dynamique baissière des taux d'intérêt à court terme (graphique 2). Connaissant la sensibilité du cycle financier global à la dynamique des taux d'intérêt et de la devise américaine, cela ne présagerait rien de bon.



La Fed doit-elle continuer à baisser ses taux ?

Taux Fed et taux anticipés par les marchés pour 2025



Ce scénario de risque est déjà en partie dans les prix, les marchés anticipant que la Fed ne pourra baisser les taux en dessous de 4% en 2025, contre 4.25-4.50% au jour d'hui. Quant aux taux réels à long terme, ils sont déjà revenus à leur niveau d'avant la crise de 2008, à plus de 2%. Enfin, le marché du travail a sensiblement ralenti en 2024, ce qui réduit les risques d'un retour rapide au scénario de surchauffe. Mais nul doute que les chiffres d'inflation américains seront scrutés avec une grande attention par les investisseurs.

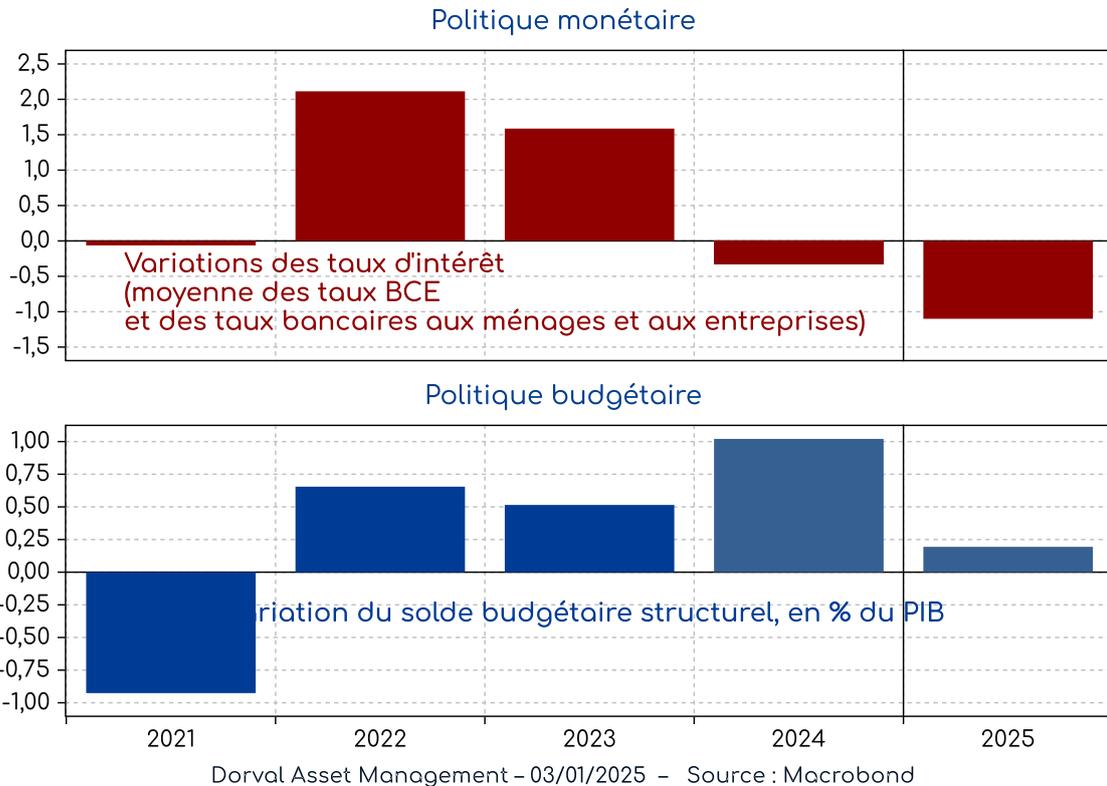
Hors des Etats-Unis, les contrefeux s'organisent

Créatrice d'incertitudes, la politique d'instrumentalisation des droits de douane par Donald Trump fait peser un risque à la baisse sur les prévisions économiques mondiales. Ces craintes poussent cependant la Chine et l'Europe dans la direction d'une politique conjoncturelle plus favorable à la croissance domestique. La Chine, plombée par sa crise immobilière mais boostée par ses exportations, s'est dotée depuis septembre 2024 d'un plan de relance qu'elle s'apprête à intensifier pour crédibiliser son objectif de croissance d'environ 5% en 2025 quoiqu'il arrive.

Quant à l'Europe, affaiblie économiquement et politiquement mais désormais (presque) libérée du problème de l'inflation, elle s'engage sur la voie d'une politique monétaire plus accommodante et d'une politique budgétaire moins restrictive (graphique 3). Il faudra bien cela, car les prévisionnistes, qui se basent sur le précédent de 2018 et 2019, estiment que la guerre commerciale pourrait coûter de 0,3% à 0,7% au PIB de la zone euro d'ici au début de 2026 – même si beaucoup dépendra du déroulé et du niveau des tensions commerciales à venir.



Un "policy mix" européen plus favorable en 2025



A court terme, il faudra aussi surveiller la dynamique de l'emploi, qui s'affaiblit dangereusement en Allemagne et en France – mais pas dans le reste de la zone euro. La relance du canal du crédit par la BCE, la remontée du pouvoir d'achat et la baisse attendue du taux d'épargne des ménages – très élevé aujourd'hui – soutiendront cependant la croissance. N'oublions pas non plus que le plan d'investissement décidé au moment du Covid continue de produire ses effets positifs dans les pays du sud et de l'est de l'Europe. Enfin, un cessez-le feu en Ukraine, encore très hypothétique, pourrait alléger la pression.

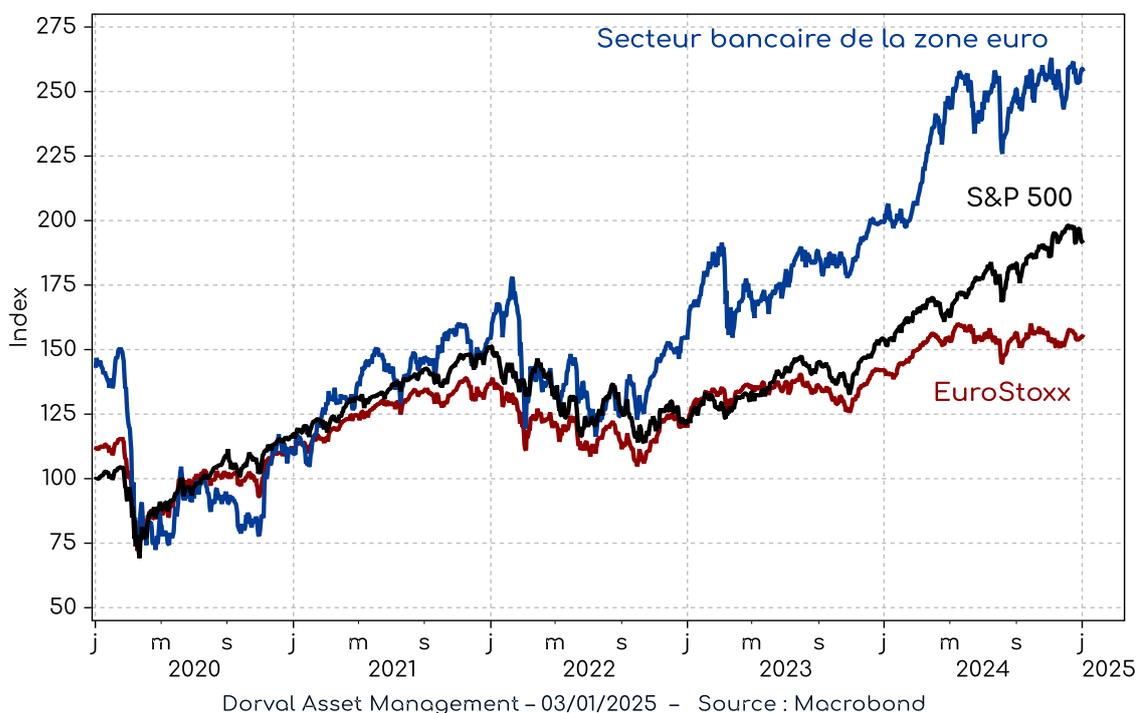
Des rotations thématiques inédites en Europe

En bourse, l'impression de vulnérabilité de l'Europe a été renforcée par des interrogations structurelles sur certains secteurs champions de la cote, comme le luxe français et l'automobile allemande. Mais le secteur financier, qui avait pénalisé les bourses européennes de 2006 à 2020, continue sa renaissance boursière (graphique 4) grâce à un triptyque rentabilité-solvabilité-valorisation qui, selon Dorval AM, demeure très favorable. C'est un point crucial car ce secteur représente plus de 20% de la capitalisation de la zone euro.



La renaissance boursière des banques européennes

Performances nettes, dividendes inclus - base 100 en 2000



Quant aux petites valeurs, très décotées avec un PER en moyenne inférieur à 11, elles constituent toujours une option très bon marché si l'économie domestique européenne, dont surtout l'industrie, déjoue le sort que lui promettent les Cassandra. Désinflation, baisse de taux et forte épargne pourraient finir par faire émerger des opportunités dans le thème de la consommation et de l'immobilier.

Les fonds « global macro » de Dorval AM bien investis en actions sur des thèmes diversifiés

Dans ses stratégies internationales, Dorval AM reste investie dans un panier cœur reflétant la répartition régionale et sectorielle du MSCI Monde équilibré. Cette équilibrage conduit à une diversification satisfaisante, avec un poids des Etats-Unis à 45% au lieu des 75% du MSCI Monde classique. Aux côtés de ce panier cœur, nous investissons dans des paniers d'actions équilibrés sur les thématiques suivantes : les nouveaux investissements des entreprises (dont l'IA), les financières européennes et japonaises, et les valeurs défensives de croissances « anti-fragiles ». A ces paniers s'ajoute celui des valeurs qui pourraient le plus rebondir sur un scénario de reprise industrielle en 2025. Dans ces fonds, la partie non investie en actions reste investie en monétaire car les marchés des obligations d'Etat ne nous semble pas encore suffisamment attractifs. Des opportunités pourraient cependant émerger en cours d'année sur ce segment.

Les fonds flexibles européens, quant à eux, privilégient les grandes valeurs de l'EuroStoxx 50, qui bénéficient du dynamisme de la croissance mondiale, croissance qui devrait atteindre ou dépasser à nouveau 3% en 2025. Nous restons surpondérés en valeurs financières (banques et assurance) et investissons dans un panier de petites valeurs susceptibles de profiter d'une amélioration du contexte monétaire et économique en Europe.



Nos taux d'exposition sont les suivants :

- **Dorval Global Conservative** : 27% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 22%, Antifragiles 2,5%, Panier financières Europe/Japon 2,5%. Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Allocation** : 54% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 39%, Reprise industrielle globale 3%, New Capex 3%, Antifragiles 5%, Panier financières Europe/Japon 4%. Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Vision** : Sélection Responsable Internationale 77%, Reprise industrielle globale 5%, New Capex 5%, Anti-fragiles 7%, Financières Europe/Japon 6%.
- **Dorval Convictions** : 65% d'exposition nette aux actions dont panier cœur Euro Stoxx 50 ISR 60%, panier financières 6.5%, Panier petites capitalisations 6%. Couvertures en futures Euro Stoxx 50.
- **Dorval Convictions PEA** : 80% d'exposition nette aux actions dont panier cœur Euro Stoxx 50 ISR 70%, panier financières 6.5%, Panier petites capitalisations 8%. Couvertures en futures Euro Stoxx 50.



Dorval Asset Management

Société Anonyme au capital de 493.876 euros
RCS Paris B 391392768 - APE 6630 Z - Agrément AMF n° GP 93-08
111, boulevard Pereire, 75017 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 (DIC) de ce dernier. Le DIC et les documents périodiques sont disponibles gratuitement sur demande, auprès de Dorval Asset Management. Vous devez prendre connaissance du DIC, 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.