



Les doutes sur la conjoncture accentuent la pression sur les banques centrales

9 septembre 2024

Chers clients, chers partenaires,

Alors que les statistiques conjoncturelles ont généralement déçu depuis la fin du printemps, les investisseurs hésitent entre plusieurs attitudes. Faut-il se focaliser sur les risques cycliques ou sur les effets stabilisateurs de la baisse des taux, voire sur le potentiel de bonnes surprises qui se reconstitue maintenant que les anticipations de croissance sont revues à la baisse ?

Boostée par de bons chiffres américains et européens au cours des premiers mois de l'année 2024, la perception de la dynamique économique s'est nettement affaiblie depuis le mois de mai. Selon l'indicateur de Citi, le niveau agrégé des surprises économiques dans les grands pays a rejoint son niveau le plus bas depuis l'été 2022 (graphique 1). D'abord centrée sur la Chine puis l'Europe, les déceptions se diffusent désormais à l'économie américaine, où la dynamique de la consommation et celle du marché du travail sont scrutées avec attention.

Depuis mai, les chiffres économiques ont déçu les attentes

Indice des surprises économiques dans le G10 (calculs de Citi)



Dorval Asset Management - 06/09/2024 - Source : Macrobond

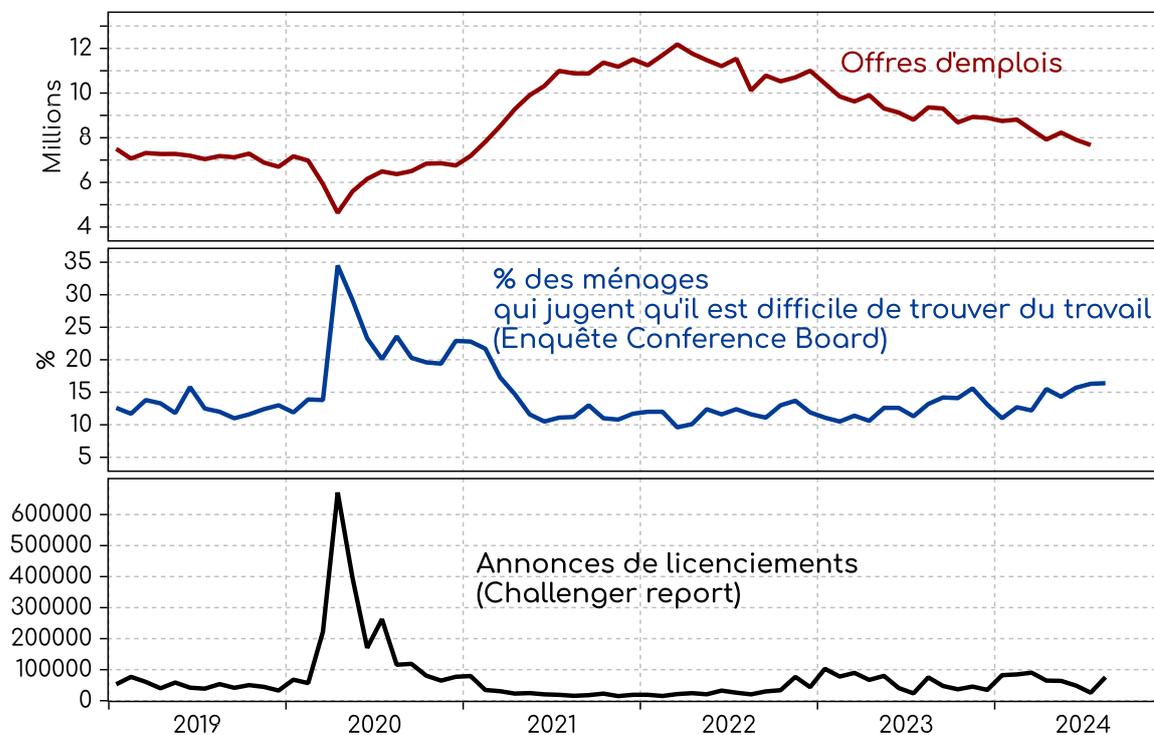


Après un accident significatif mais bref sur le marché des actions au début du mois d'août, l'effet de ce changement de climat conjoncturel a été pour le moment compensé en bourse par l'effet positif de la baisse des taux d'intérêt. Reste que, comme souvent sur les marchés, les débats font rage. La détérioration du climat conjoncturel, pour l'instant modeste, va-t-elle s'accélérer et faire passer l'économie mondiale par une phase récessive ? Ou faut-il plutôt se focaliser sur la volonté retrouvée des banques centrales à stabiliser les anticipations de croissance en assouplissant les conditions de crédit ?

Notre diagnostic, à ce stade, est que la dynamique conjoncturelle nécessite désormais que les banques centrales interviennent, et que ces interventions devraient pouvoir suffire à empêcher un cercle vicieux menant à la récession. La nécessité d'agir s'impose selon nous au regard de la modération de la dynamique du marché du travail américain, de la rechute du climat des affaires dans l'industrie manufacturière mondiale, et de la faiblesse de la consommation dans certaines zones, notamment en Europe.

Sur le marché du travail aux Etats-Unis, les indicateurs montrent que la surchauffe héritée de l'après Covid a pris fin, mais sans remontée sensible des licenciements (graphique 2). La Réserve fédérale américaine devra cependant veiller à ce que le ralentissement de l'emploi ne se poursuive pas. Comme Jerome Powell l'a signalé au symposium de Jackson Hole à la fin du mois dernier, la Fed dispose d'une marge de manœuvre importante pour assouplir les conditions de crédit, et va commencer la décrue de ses taux d'intérêt dès le 18 septembre.

Le marché du travail américain s'est normalisé sans casse. La Fed devra veiller à sa stabilisation



Dorval Asset Management - 06/09/2024 - Source : Macrobond



Au niveau mondial, les espoirs de stabilisation puis de reprise industrielle qui s'étaient fait jour en début d'année ont été remis en question par les dernières enquêtes. Le PMI manufacturier mondial est repassé légèrement en dessous du niveau de 50 cet été (graphique 3). Le secteur automobile et ceux liés à la construction (métaux, matériaux) sont les principales victimes de la rechute.

Le cycle industriel mondial a rechuté cet été

Indice PMI issu des enquêtes auprès des entreprises manufacturieres mondiales



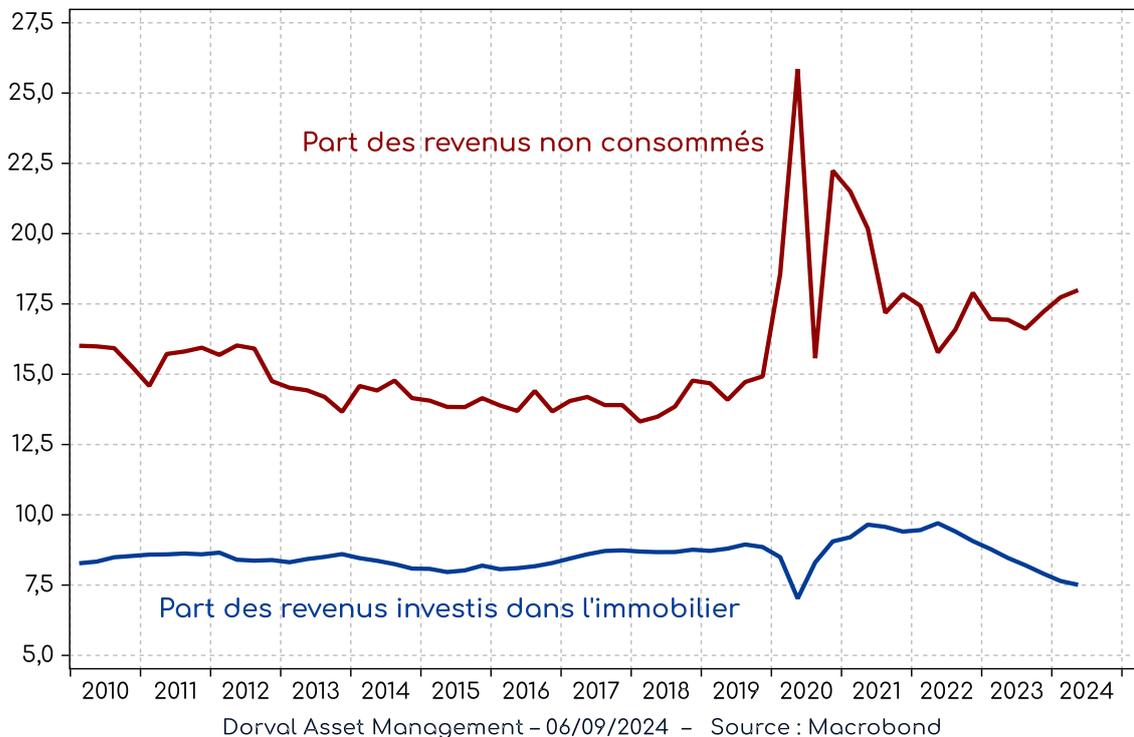
Dorval Asset Management - 06/09/2024 - Source : Macrobond

En Europe, enfin, outre les déboires de l'industrie, c'est du côté de la demande, et en particulier des dépenses des ménages, que le bât blesse toujours. Malgré la remontée du pouvoir d'achat des ménages depuis un an et le niveau historiquement bas du chômage, les dépenses stagnent. En France, par exemple, le taux d'épargne des ménages n'est jamais revenu à son niveau d'avant Covid, et il est même remonté au cours des derniers trimestres (graphique 4). Qu'attendent donc les ménages - en France et dans certains autres pays européens comme l'Allemagne - pour au moins stopper leur sur-épargne ? Sur ce point, le BCE semble la seule à pouvoir créer une dynamique positive, les politiques budgétaires étant paralysées. La baisse des taux de la BCE et l'amélioration des conditions de crédit qui s'amorce devrait pouvoir contribuer à un changement d'attitude des ménages. Sur l'immobilier par exemple, certaines banques anticipent déjà une remontée de la demande de crédit pour le quatrième trimestre. Et la baisse des taux d'intérêt pourrait contribuer à normaliser les taux d'épargne.



Remontée du taux d'épargne en France, en attendant la BCE ?

en % du revenu disponible des ménages



Dans nos stratégies flexibles mondiales et européennes, nos portefeuilles gardent donc un taux d'investissement en actions au-dessus de la position neutre. Nous avons cependant pris nos profits sur la surexposition que nous avons mise en place après la forte chute des marchés de début août, et nous avons réduit l'exposition aux thèmes les plus sensibles au cycle industriel (panier « rebond industriel » dans les portefeuilles globaux, et panier « petites valeurs » dans les fonds européens). Nous avons aussi réduit la taille du panier des valeurs investis dans le thème de l'IA et de la productivité (« New Capex »).

Nos taux d'exposition sont les suivants :

- **Dorval Global Conservative** : 23% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 18%, Antifragiles 2%, Panier financières Europe/Japon 2%. Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Allocation** : 50% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 35%, 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 75%, Reprise industrielle globale 5%, New Capex 5%, Anti-fragiles 7%, Financières Europe/Japon 6%
- **Dorval Convictions** : 60% d'exposition nette aux actions dont panier cœur Euro Stoxx 50 ISR 60%, panier financières 6.5%, Panier petites capitalisations 7%. Couvertures en futures Euro Stoxx 50.



- **Dorval Convictions PEA** : 75% d'exposition nette aux actions dont panier cœur Euro Stoxx 50 ISR 70%, panier financières 6.5%, Panier petites capitalisations 10%. 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.