



Dissonances macro/micro en Europe

04 novembre 2024

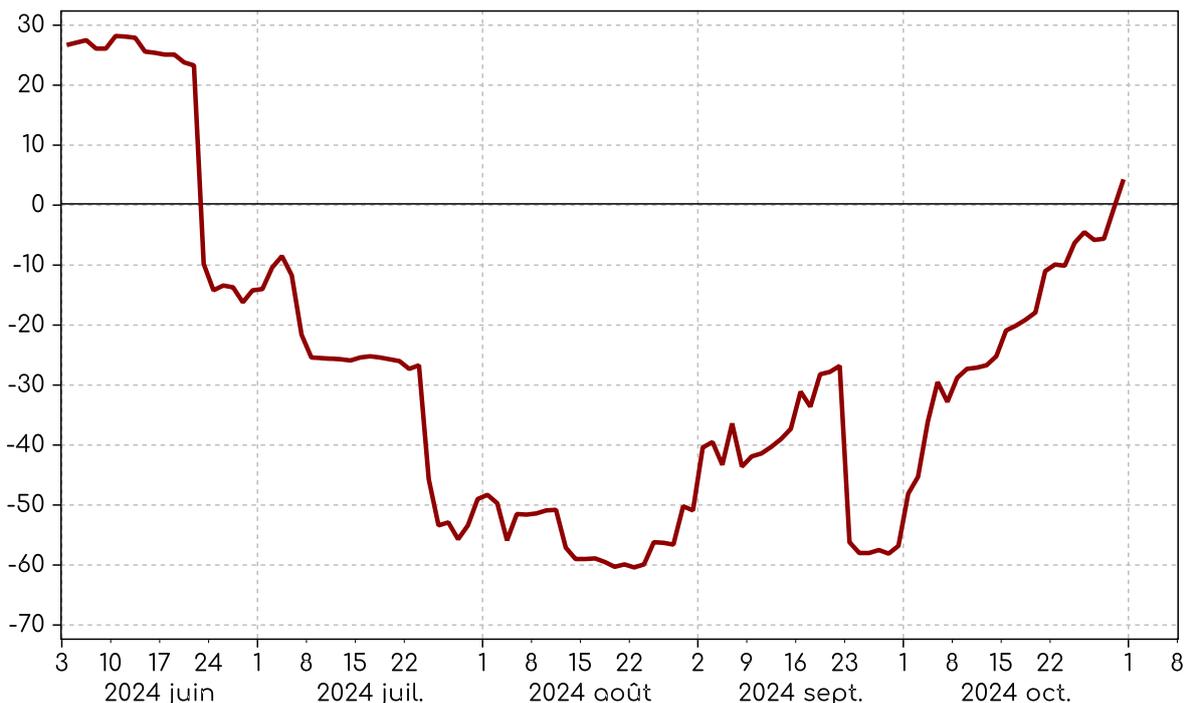
Chers clients, chers partenaires,

Alors que la macroéconomie européenne apparaît plus résiliente que prévue, les analystes réduisent leurs prévisions de bénéfices pour 2025. Contrairement aux habitudes des 15 dernières années, ce sont les valeurs financières qui résistent, alors que certains champions européens déçoivent.

Certains verront sans doute dans la sous-performance récente des bourses européennes l’empreinte inévitable d’un contexte macroéconomique et politique difficile. Pourtant, l’indice des surprises économiques de la zone euro calculé par Citi est repassé en territoire positif pour la première fois depuis le mois de juin (graphique 1). En particulier, la croissance de la zone euro a surpris à la hausse au troisième trimestre (+0,4%, soit +0,9% sur un an), menée par une économie espagnole euphorique (+0,8%) et moins limitée que prévue par l’Allemagne (+0,2% contre -0,1% attendu). Quant au risque politique français, il semble stabilisé, avec un différentiel de taux à 10 ans entre la France et l’Allemagne de 75 points de base, un peu en dessous de ses plus hauts récents de 80 points de base.

Après un été difficile, les statistiques économiques de la zone euro ne déçoivent plus les conjoncturistes

Indice Citi des surprises économiques en Zone Euro



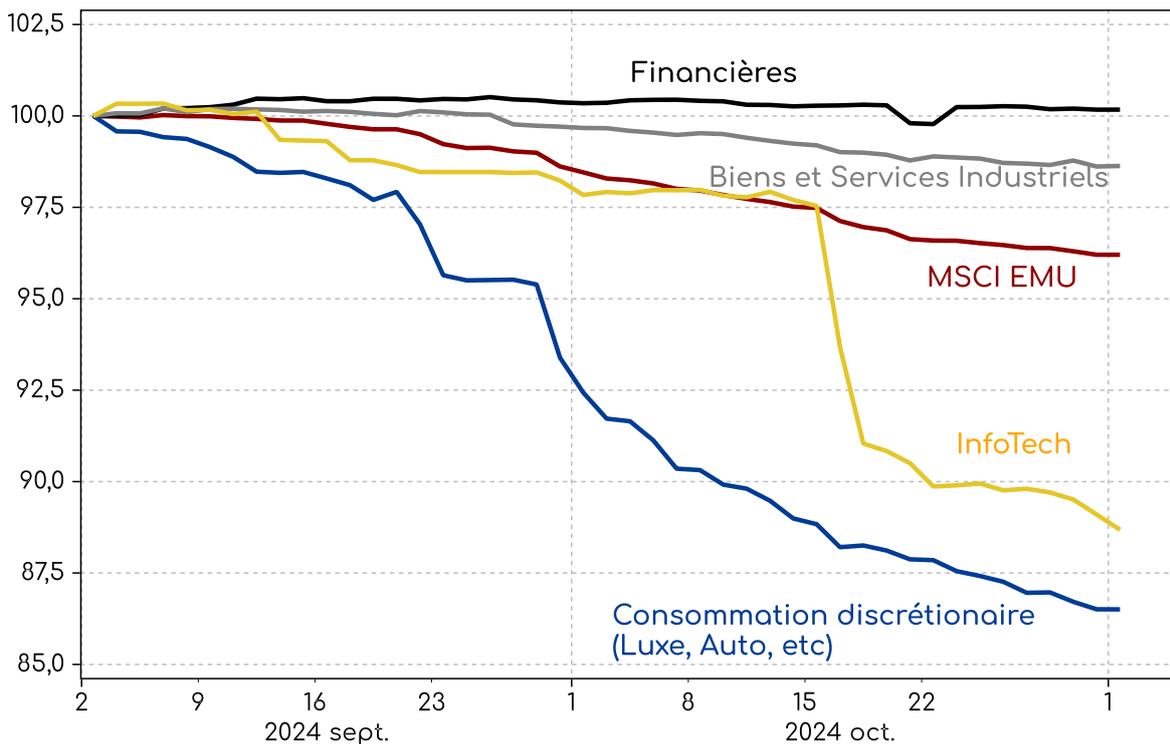
Dorval Asset Management – 01/11/2024 – Source : Macrobond



Si la macroéconomie européenne ne déçoit plus, il en va en revanche différemment de la microéconomie des entreprises cotées (graphique 2). Au total depuis début septembre, les estimations des analystes pour les BPA de l'année prochaine ont baissé d'un peu moins de 4% pour le MSCI EMU, principalement à cause du secteur de la consommation discrétionnaire (luxes et automobile, -14%) et d'ASML, qui déprime de tout son poids le secteur des technologies de l'information (-11%).

MSCI EMU : baisse des BPA attendus pour 2025

MSCI EMU & les 4 plus gros secteurs, indice 100 début sept. - Consensus Bloomberg



Dorval Asset Management - 01/11/2024 - Source : Macrobond

Les relations entre les déceptions sur les résultats de certaines multinationales et l'environnement général ne sont pas simples à mettre en évidence. Les entreprises de luxe et de cosmétiques témoignent certes le plus souvent d'un problème de croissance en Chine, mais suggèrent aussi que le secteur est globalement moins porteur en ce moment. Quant aux valeurs automobiles européennes, elles sont prises dans un réseau de contraintes et de chocs concurrentiels complexes, auxquelles s'ajoutent les questions que pourraient poser une guerre commerciale avec les Etats-Unis si Donald Trump était élu le 5 novembre. ASML, enfin, déçoit des attentes forcément très élevées en ces temps de boom de l'IA, mais cela ne révèle sans doute pas d'un problème de fonds pour l'ensemble du secteur, et encore moins d'un problème macroéconomique. Nous nous garderons donc de tirer des conclusions trop rapides à propos de ces déceptions.

Quant aux valeurs financières, qui est le seul secteur que nous surpondérons dans nos fonds flexibles européens, elles résistent en revanche plutôt bien en termes de résultats. Après avoir plombé les indices européens pendant près de 15 ans (de 2007 à 2020), voici donc les financières en positions de quasi-défensives ! L'amélioration considérable de leur solvabilité et les provisions que les banques ont accumulé pendant le Covid permettent cette résistance dans un environnement pourtant marqué par une hausse du coût du risque. Cette résistance reste cependant conditionnelle au maintien d'un équilibre satisfaisant entre croissance économique et niveau des taux d'intérêt en zone euro, scénario qui reste selon nous le plus probable à ce stade. Si nous avons raison sur ce point, les financières européennes conservent une réelle attractivité en termes de



valorisation relative, que ce soit par rapport à l'indice phare des 50 plus grandes valeurs de la zone euro, ou par rapport à leurs homologues non-européennes (graphique 3). Ce thème des financières européennes est aussi présent dans nos fonds globaux.

Financières européennes : une décote attractive

PER prospectif (consensus Bloomberg) - Indices sectoriels MSCI



Nos taux d'exposition sont les suivants :

- **Dorval Global Conservative** : 25% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 18%, Antifragiles 2%, Panier financières Europe/Japon 2%, Panier tactique 3%. Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Allocation** : 55% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 35%, Reprise industrielle globale 3,5%, New Capex 3,5%, Antifragiles 5%, Panier financières Europe/Japon 4%, Panier tactique 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%, Panier tactique 2% (tracker MSCI Emergents).
- **Dorval Convictions** : 65% 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** : 80% 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.