



L'incertitude serait-elle la meilleure amie du marché action dans la durée ?

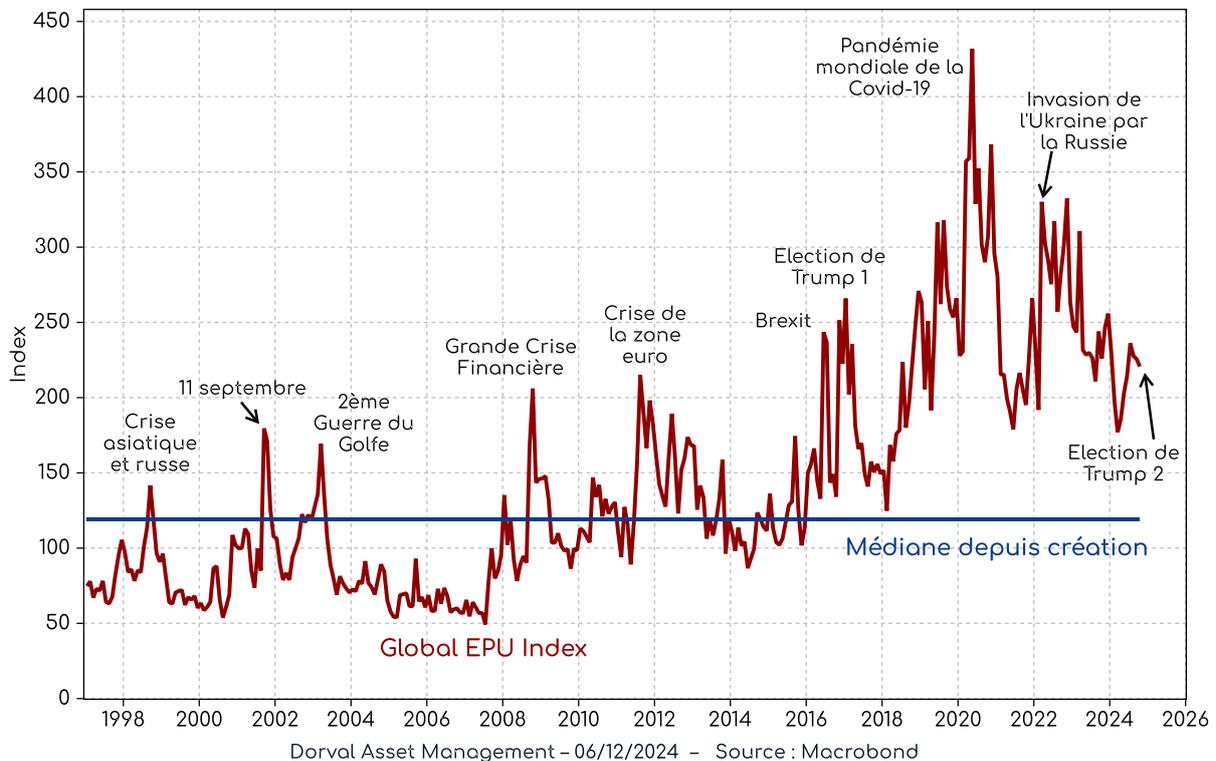
9 décembre 2024

Chers clients, chers partenaires,

Qu'elle soit politique, géopolitique ou financière l'incertitude est devenue un concept passe-partout. Grâce au « big data » il est aujourd'hui possible de mesurer cette incertitude en analysant le contenu de la presse nationale et internationale. Les indices ainsi construits sont historiquement élevés ; notamment ceux ayant trait au commerce international et à l'Europe. Si à court terme, les chocs d'incertitude ont un coût sur la croissance, ce dernier est généralement temporaire et rapidement absorbé. Le paradoxe c'est que l'incertitude, et l'anxiété des investisseurs qui l'accompagne, sont une des explications à l'excès de performance du marché des actions dans la durée.

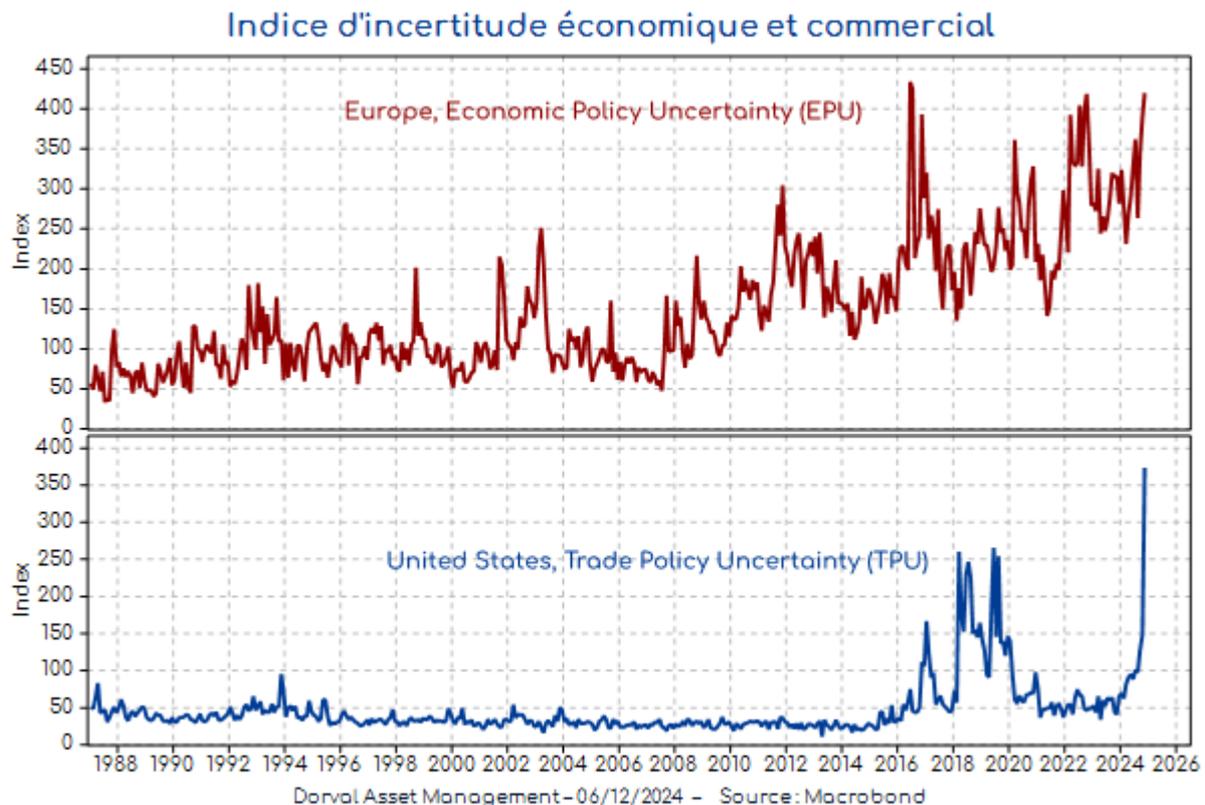
L'indice global d'incertitude construit par Baker, Bloom et Davis (<https://www.policyuncertainty.com/index.html>) dévie de sa médiane depuis 2016 et n'y est jamais revenu (graphique 1).

Indice Global d'incertitude économique





Dans les 24 derniers mois, l'Europe subit coup sur coup l'invasion de l'Ukraine par la Russie, accompagnée de l'interruption de l'approvisionnement en gaz russe, et les menaces de barrières douanières en provenance des Etats-Unis. Il en résulte un niveau historiquement élevé de l'indice d'incertitude (graphique 2).



La littérature économique sur l'impact des chocs d'incertitude sur l'économie met en avant ses effets délétères sur les décisions d'investissement et d'embauche. Le modèle théorique sous-jacent est celui des « options réelles ». Les décisions irréversibles (ou suffisamment coûteuses à inverser) ressemblent à des options sur les marchés financiers : plus l'incertitude est élevée plus l'attente à de la valeur. C'est ce que l'on constate empiriquement, lorsque l'incertitude augmente soudainement, les entreprises repoussent à plus tard leur projet d'investissement et d'embauche mais en général finissent par les réaliser. L'effet est donc temporaire, d'autant plus que comme beaucoup d'effet psychologique, l'accoutumance à l'incertitude finit par dominer.

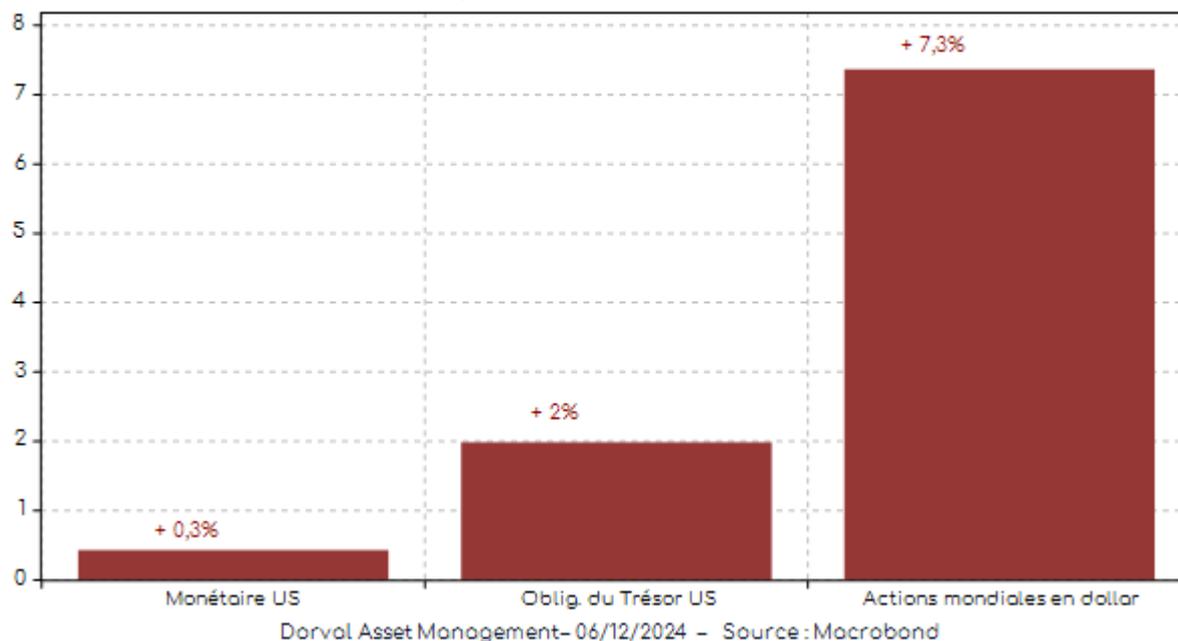
Quant à l'effet de l'incertitude sur les marchés financiers, il est également temporaire et tend à s'estomper assez rapidement. Paradoxalement, l'anxiété des investisseurs, plongés dans cet environnement incertain, est une des raisons de l'existence d'un excès de performance ajusté du risque des actions par rapport aux autres classes d'actifs moins risquées dans la durée. C'est la question de l'« equity premium puzzle » que Mehra et Prescott ont posé en 1985 et qui nourrit une abondante littérature financière depuis. Ainsi, entre 1971 et 2024, les actions mondiales ont connu une performance réelle



annuelle (i.e. corrigée de l'inflation) de +7,3% vs +2% pour les obligations et à peine positive pour le monétaire (graphique 3). Pour bénéficier de l'excès de performance il faut toutefois accepter l'amplitude des mouvements inhérents à la classe d'actif.

Performances réelles (= au-dessus de l'inflation) par classe d'actifs

moyennes annuelles 1971-2024



Dans nos portefeuilles globaux et européens, en dépit du bruit politique, nous conservons nos expositions aux actions et aux thématiques inchangées.

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 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 9%. 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.