



Le découplage Europe/États-Unis peut-il continuer ?

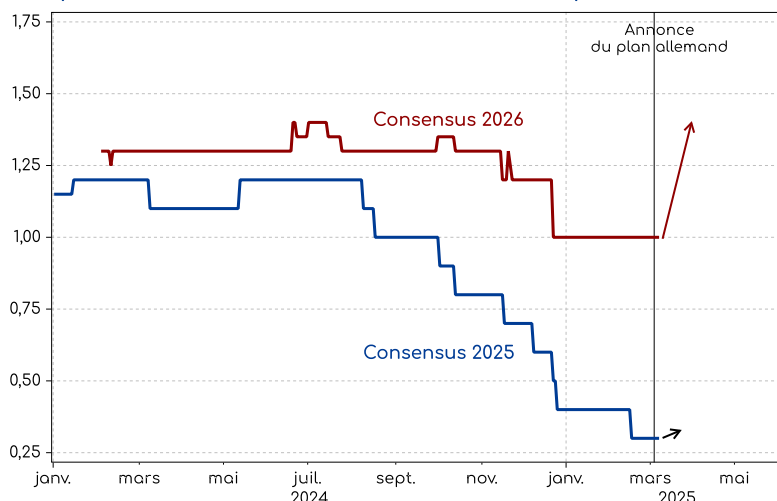
10 mars 2025

Chers clients, chers partenaires,

Alors que l'euphorie américaine a laissé place au doute et même parfois au pessimisme, la déprime économique européenne vient de recevoir un traitement de choc avec l'annonce d'un ambitieux plan budgétaire allemand. A quel point ce renversement est-il déjà dans les prix ?

La stagnation économique, la montée en puissance de l'AfD et la double menace de l'administration américaine sur les droits de douane et le désengagement en Ukraine ont finalement produit une réaction allemande à la hauteur de la situation. En prévoyant d'amender une règle constitutionnelle d'équilibre budgétaire qui confinait au sadomasochisme, l'Allemagne porterait donc ses dépenses militaires à 3,5% du PIB dans les prochaines années, contre 1,3% en 2021 et 2,1% en 2024, et lancerait un plan de dépenses d'infrastructure d'environ 1% du PIB par an pour les dix prochaines années. Il est prévu qu'une grande partie de ces décisions soit prises avant le 25 mars par le Parlement sortant, l'AfD disposant d'une minorité de blocage dans le nouveau Bundestag. Ce plan devrait permettre à l'Allemagne de contrecarrer les menaces de récession liées à l'affaiblissement de son industrie et de l'emploi, et aux droits de douane américains à venir. Après plusieurs trimestres de révisions à la baisse, les économistes ont commencé à réviser leurs prévisions à la hausse, surtout à partir de 2026. Dans un scénario de mise en place progressive du plan, les experts de Goldman Sachs anticipent par exemple une croissance de +1,5% en 2026 (contre 1% précédemment) et de +2% en 2027 (contre 1,5%).

Vers un renversement du momentum de prévisions pour la croissance allemande, surtout à partir de 2026

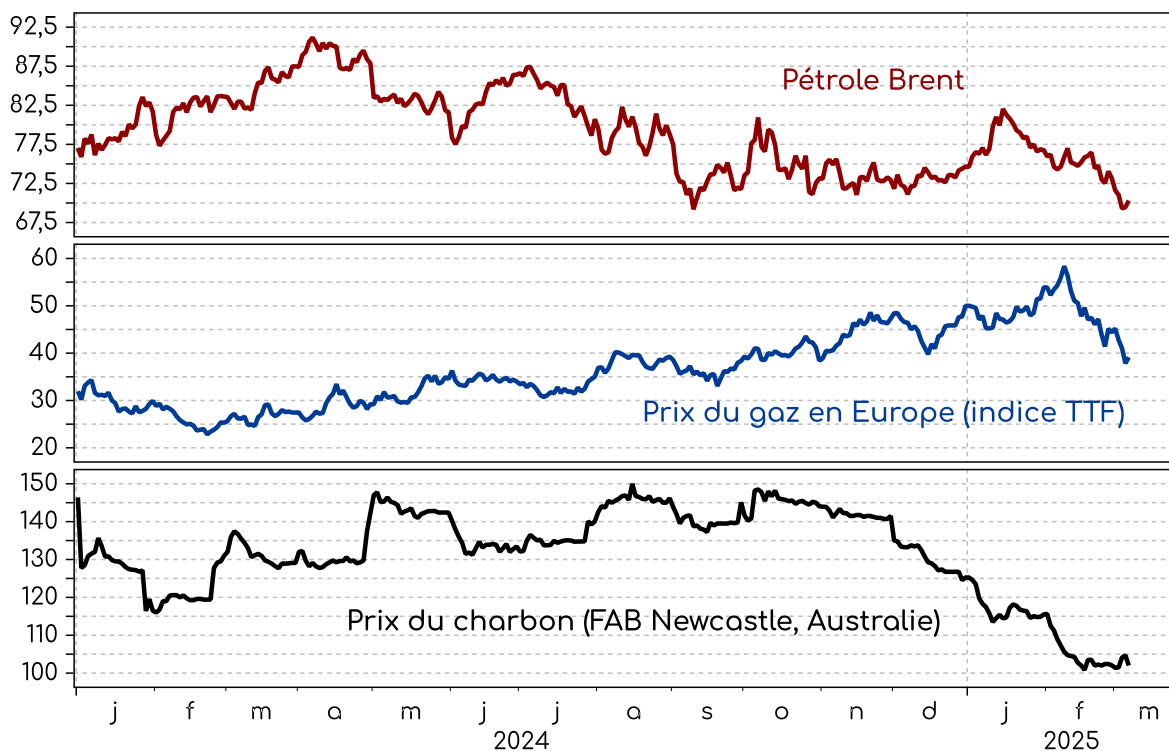


Dorval Asset Management - 07/03/2025 - Source : Macrobond



Si le principe d'un plan allemand était attendu, son ampleur surprend agréablement. Pour la zone euro, il y a du bon et du moins bon, mais le positif domine. Le redressement attendu de l'économie allemande et la hausse des dépenses publiques détériorent certes une partie des conditions financières de la zone euro via des taux à long terme plus élevés et un euro moins faible. Cet inconvénient doit cependant être relativisé. L'Allemagne a de la place pour croître sans tensions inflationnistes, son PIB étant, selon les calculs de la Commission européenne, environ 1,5% en dessous de son potentiel. Cette marge devrait limiter la hausse des taux à long terme et laisser encore un peu de potentiel d'assouplissement à la BCE. De plus, le plan allemand – s'il est voté – intervient à un moment favorable de repli des prix mondiaux de l'énergie (graphique 2), ce qui laisse intact le scénario de reprise du pouvoir d'achat et de normalisation de l'inflation. Enfin, le plan allemand aura des (petits) bénéfices directs pour les économies voisines, mais aussi des bénéfices indirects par relâchement de la pression politique à la consolidation budgétaire dans les pays les plus endettés. L'Europe s'achemine en particulier vers une exclusion d'une partie des dépenses militaires dans le calcul des règles budgétaires communes.

S'ils se confirment, la sagesse des prix mondiaux de l'énergie devrait limiter la hausse des taux à long terme en Europe

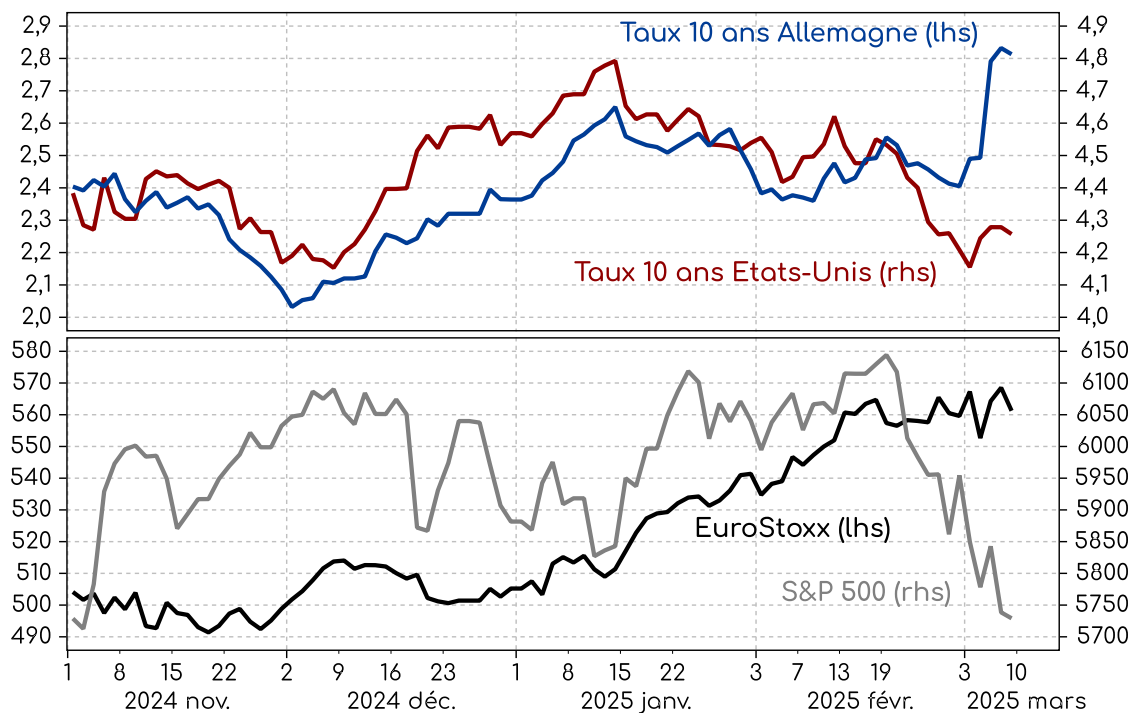


Dorval Asset Management – 07/03/2025 – Source : Macrobond



Pendant que l'Europe fête, à juste titre, le retournement décisif de la politique allemande, les Etats-Unis sont en pleine gueule de bois après l'euphorie de la fin de l'année 2024. Le monopole de l'IA menace d'échapper aux sept magnifiques avec l'arrivée du « low cost », et les ménages américains comme les milieux d'affaires commencent à s'inquiéter sérieusement de l'impact de l'explosion annoncée des droits de douane sur l'économie. Si l'économie américaine reste solide, les anticipations se dégradent, comme en atteste la baisse des taux à long terme et de la bourse aux Etats-Unis, en contraste frappant avec ce qui se passe en Europe (graphique 3).

Brusque découplage des anticipations entre l'Europe et les Etats-Unis

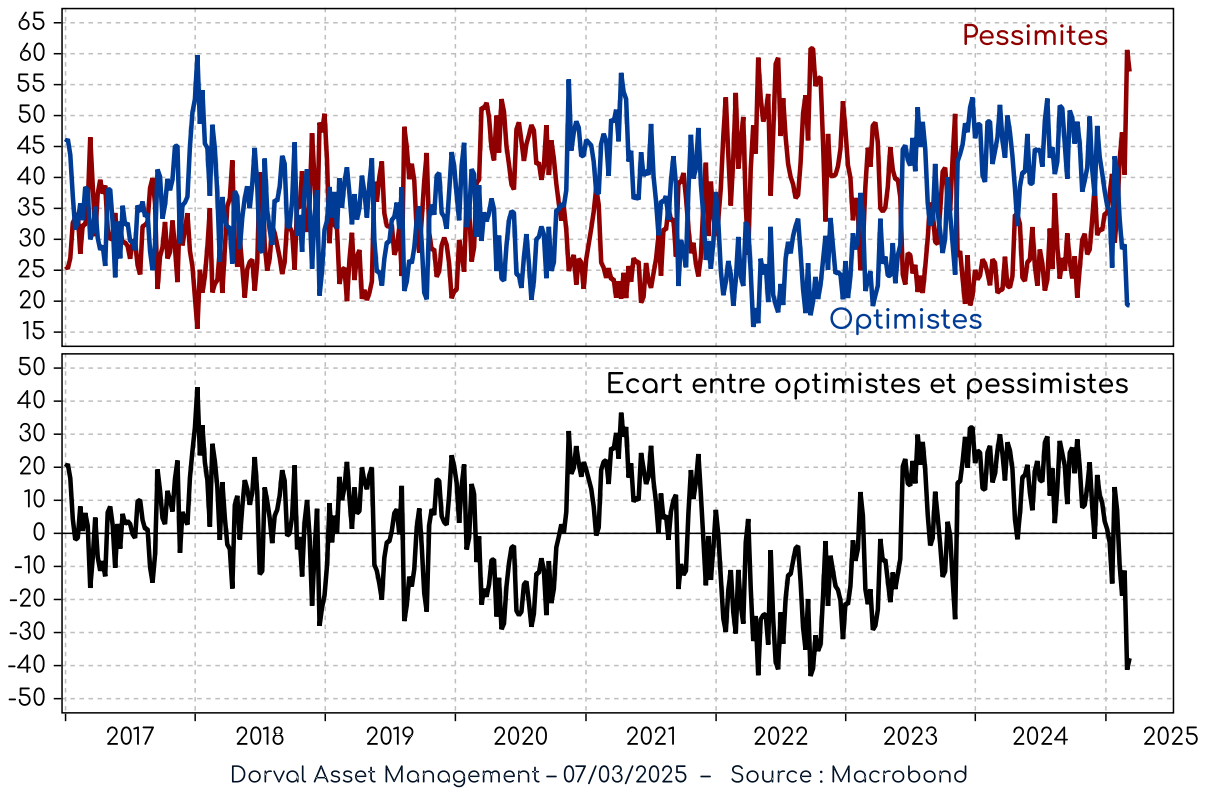


Dorval Asset Management - 07/03/2025 - Source : Macrobond

L'espoir a donc changé de camp, les investisseurs pariant sur les effets reflationnistes des politiques de contrefeux européens et chinois en réaction aux coups de boutoirs de Donald Trump, et sur les effets négatifs des potentiels droits de douane sur l'économie nord-américaine. Cette logique a du sens, mais elle est déjà sans doute en grande partie dans les esprits, comme le suggère le niveau désormais très déprimé du moral des investisseurs individuels aux Etats-Unis (graphique 4). 60% d'entre eux sont négatifs sur la bourse américaine, contre seulement 20% de positifs, un écart assez rare que l'on observe généralement (mais pas toujours) à des moments proches de retournement des marchés à la hausse.



L'optimisme des investisseurs individuels américains s'est écroulé

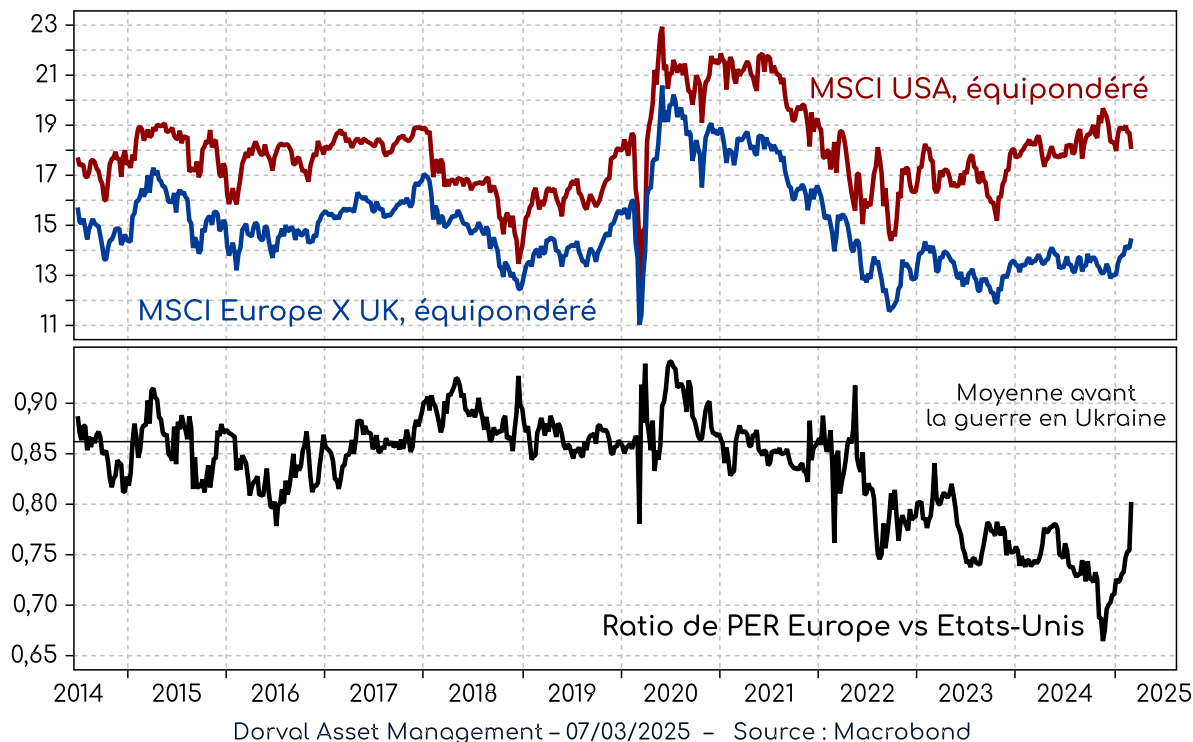


Sous-pondérer le marché américain sur la base des événements récents pourrait donc s'avérer tactiquement assez dangereux, d'autant plus que l'administration américaine pourrait rassurer (temporairement ?) les marchés et les milieux d'affaires, comme elle l'a fait récemment en décalant d'un mois les droits de douane sur le Canada et le Mexique. Dans une perspective plus long-terme, la valorisation relative des actions européennes par rapport aux américaines plaide toujours en faveur des premières, mais l'écart s'est désormais nettement réduit, à 20% contre 15% en moyenne de décote avant l'invasion de l'Ukraine (graphique 5).



La décote des actions européennes se réduit par rapport aux actions américaines

PER prospectifs calculés par Bloomberg



Nous conservons donc une approche géographiquement très diversifiée dans nos fonds globaux, avec un taux d'exposition aux actions que nous avons récemment un peu réduit. Notre panier d'actions les plus sensibles à l'IA a sous-performé, mais celui lié à la perspective d'une reprise industrielle bénéficie du plan allemand, et le panier des valeurs financières européennes et japonaises se porte toujours bien. Notre duration obligataire reste très modeste pour le moment, et nous restons couverts contre le risque de change. Dans nos fonds flexibles européens nous avons tactiquement un peu réduit notre exposition aux actions après la forte hausse des dernières semaines.

Nos taux d'exposition sont les suivants :

- **Dorval Global Conservative** : 22% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 20%, Panier financières Europe/Japon 3%. Couvertures en options (S&P500, Euro Stoxx 50, Topix). Solde en titres du marché monétaire et obligations souveraines 3-5 ans.
- **Dorval Global Allocation** : 50% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 39%, Reprise industrielle globale 3%, New Capex 3%, Panier financières Europe/Japon 3%, tracker MSCI China 2%. Couvertures en options (S&P500, Euro Stoxx 50, Topix). Solde en titres du marché monétaire et obligations souveraines 3-5 ans.
- **Dorval Global Vision** : Sélection Responsable Internationale 80%, Reprise industrielle globale 5%, New Capex 5%, Financières Europe/Japon 6%, tracker MSCI China 4%.



- **Dorval Convictions** : 55% d'exposition nette aux actions dont panier cœur Euro Stoxx 50 ISR 60%, panier financières 3%, Panier petites capitalisations 2%. Couvertures en futures et en options Euro Stoxx 50.
- **Dorval Convictions PEA** : 70% d'exposition nette aux actions dont panier cœur Euro Stoxx 50 ISR 70%, panier financières 3%, Panier petites capitalisations 3%. Couvertures en futures et en options 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.