



Entre guerre et paix, les actions européennes montent-elles trop vite ?

17 février 2025

Chers clients, chers partenaires,

Après les estimations des dégâts de la guerre commerciale sur l'économie européenne, voici venue celle des bénéfices espérés d'un cessez-le-feu en Ukraine. Les marchés européens, qui ont fortement grimpé depuis six semaines, sont-ils en passe de devenir trop optimistes ?

Dans la foulée de l'élection de Donald Trump, les économistes ont tenté d'estimer les dégâts qu'une guerre commerciale pourrait infliger à l'économie de la zone euro. Les estimations s'étalaient entre 0,3% et 0,7% environ de perte de PIB en 2025. Tous les modèles considèrent l'impact direct des droits de douane américains comme négligeable – d'autant qu'ils seraient en grande partie absorbés par la baisse de l'euro. Ce que les économistes craignaient en début d'année concernait essentiellement le canal de l'incertitude, avec un impact négatif sur l'investissement, et celui d'une dégradation des conditions financières (baisse de la bourse, etc.)

S'il est encore bien trop tôt pour faire un bilan du canal de l'incertitude – les droits de douane ne sont toujours pas vraiment annoncés – on peut être en revanche totalement rassuré, à ce stade, sur le deuxième point. Les conditions financières européennes se sont non pas dégradées mais fortement améliorées depuis l'élection de Donald Trump (graphique 1). Les actions européennes ont en effet fortement grimpé, les spreads de crédit souverains et d'entreprises se sont réduits, et l'euro est devenu plus compétitif.

Nette amélioration des conditions financières en zone euro

Indice composite des conditions financières, moy. Bloomberg et Goldman Sachs

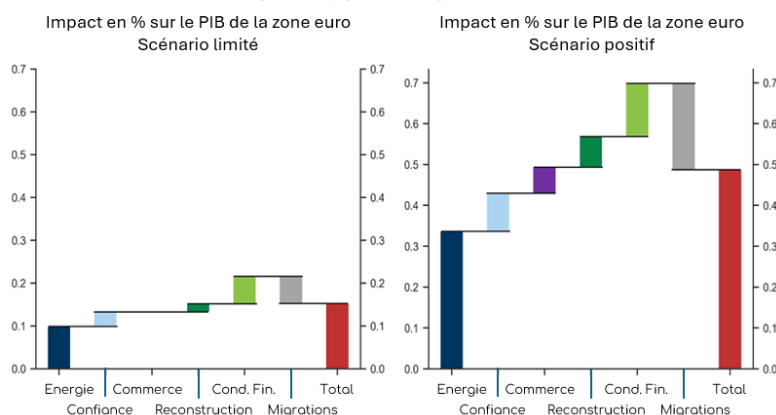




Parmi les éléments favorables qui ont joué depuis trois mois, dont en particulier la baisse des taux de la BCE, il y a la perspective d'un cessez-le-feu en Ukraine sous l'égide d'une administration américaine qui ne désire plus soutenir l'effort de guerre. Économiquement, l'enjeu principal se situe bien entendu du côté du prix de l'énergie, avec, à terme, la perspective éventuelle d'une réouverture partielle ou totale du gazoduc russe qui passe par l'Ukraine. Cet effet positif potentiel de baisse des prix de l'énergie se cumulerait avec un effet positif sur la confiance des ménages et des marchés financiers. L'impact serait marginalement augmenté par le potentiel de reconstruction de l'Ukraine, mais réduit par le retour des immigrés Ukrainiens chez eux. Selon Goldman Sachs, qui présente deux scénarios (graphique 2), les effets nets pourraient atteindre +0,2% à +0,5% du PIB de la zone euro selon les cas, et l'inflation baisserait de 0,15% à 0,5%.

Impact potentiel d'un cessez-le-feu en Ukraine

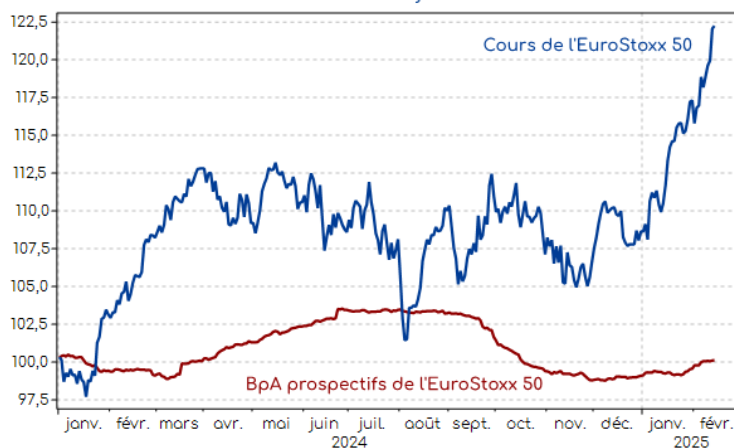
Source : Goldman Sachs



Ces scénarios demeurant encore très hypothétiques, certains investisseurs commencent à se demander si les marchés européens ne sont pas allés un peu trop vite depuis le début de l'année, avec des gains de près de 15% pour l'Euro Stoxx 50 par exemple. Cette question semble d'autant plus pertinente que, malgré une saison des résultats pour l'instant rassurante, les bénéfices par action agrégés ne se redressent que très lentement (graphique 3). Le moteur principal de la hausse du marché est donc celui de la remontée des valorisations. Pour soutenir la hausse des marchés, il faudra donc, à plus ou moins court terme, que la hausse des bénéfices se fasse plus convaincante, et, le cas échéant, soit perçue comme durable.

Les cours de bourse remontent nettement plus vite que les BpA

Indices base 100 en janvier 2024



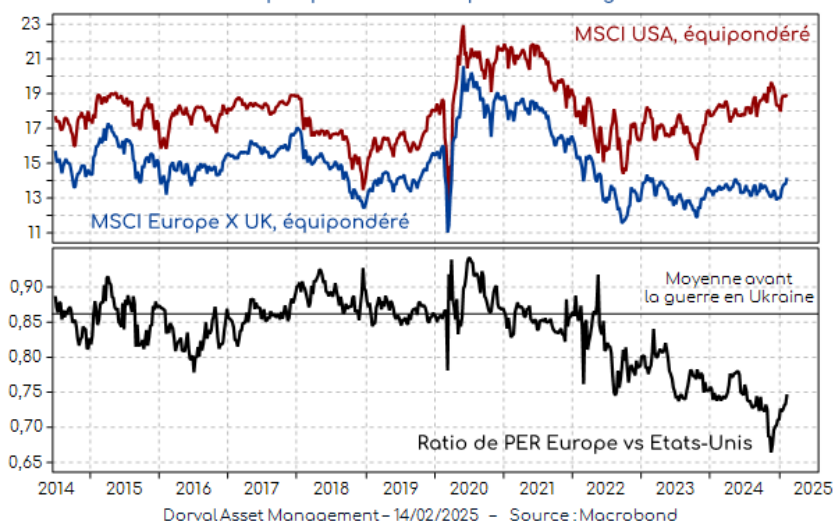
Dorval Asset Management - 14/02/2025 - Source : Macrobond



En termes relatifs, cependant, le rattrapage des actions européennes reste encore assez modeste par rapport aux actions américaines. Le poids des « 7 magnifiques » rendant peu pertinentes les comparaisons de valorisation des indices classiques, nous avons mesuré le ratio de PER entre l'Europe et les Etats-Unis à l'aide des indices MSCI équilibrés. Ce ratio, qui avait décroché en 2022 en grande partie à cause de la crise énergétique liée à la guerre en Ukraine, reste encore très bas (graphique 4). Les actions européennes sont encore 25% moins chères que les actions américaines, contre une décote moyenne de 15% avant 2022. Le potentiel de rattrapage demeure donc important.

Les actions européennes restent très décotées par rapport aux actions américaines

PER prospectifs calculés par Bloomberg



Dans nos portefeuilles, nous conservons nos positions inchangées, avec un poids des actions supérieur à celui de nos indices de référence dans tous nos fonds flexibles et diversifiés européens et mondiaux. Nous surveillons l'évolution de la guerre commerciale et des négociations sur l'Ukraine, ainsi que les signes possibles mais à ce jour encore hésitants d'une amélioration du climat économique en Europe.

Nos taux d'exposition sont les suivants :

- **Dorval Global Conservative** : 28% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 25%, Panier financières Europe/Japon 3%. Couvertures en options (S&P 500, Euro Stoxx 50, Topix). Solde en titres du marché monétaire et obligations souveraines 3-5 ans.
- **Dorval Global Allocation** : 56% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 45%, Reprise industrielle globale 3%, New Capex 3%, Panier financières Europe/Japon 5%. Couvertures en options (S&P 500, Euro Stoxx 50, Topix). Solde en titres du marché monétaire et obligations souveraines 3-5 ans.
- **Dorval Global Vision** : Sélection Responsable Internationale 84%, Reprise industrielle globale 5%, New Capex 5%, 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 4%. Couvertures en futures et en options 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 6%. 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.