



Europe : un mur d'inquiétudes à gravir

18 novembre 2024

Chers clients, chers partenaires,

Tout le monde ou presque s'accorde sur l'idée que l'élection de Donald Trump est un nouveau choc négatif pour l'Europe. C'est pour nous l'occasion de passer les actions européennes au crible de nos quatre piliers d'analyse : la macroéconomie, la microéconomie, l'analyse des valorisations, et la finance comportementale.

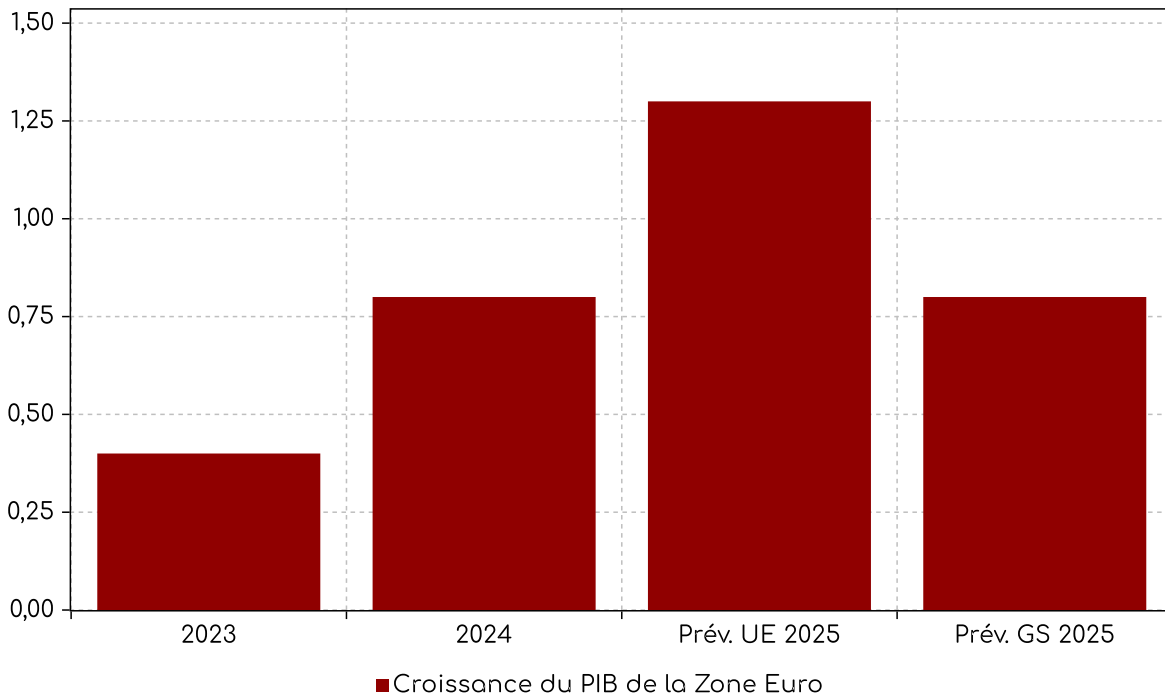
Macroéconomie. La livraison semestrielle des prévisions de croissance que la Commission Européenne vient de publier (le 15 novembre) inciterait plutôt à un certain optimisme. Le PIB de la zone euro croîtrait de 1,3% en 2025, après 0,8% en 2024 et 0,4% en 2023, et l'inflation s'installerait durablement à 2%. Finalisées avant la présidentielle américaine, ces projections sont forcément remises en question par l'élection de Donald Trump.

Déjà confrontée aux défis de la crise énergétique issue de la guerre en Ukraine et des finances publiques, l'Europe semble particulièrement vulnérable au scénario de guerre commerciale. La Bundesbank estime que ce scénario pourrait coûter 1% à l'économie allemande, et Goldman Sachs a coupé ses prévisions pour la zone euro de +1,1% à +0,8% en 2025 (graphique 1). L'impact direct des futurs droits de douane américains serait probablement négligeable, d'autant que la baisse de l'euro absorberait une part importante du choc. Mais les économistes craignent surtout les effets indirects des incertitudes commerciales sur l'investissement des entreprises. Selon Goldman Sachs, cet effet pourrait coûter 0,5% de PIB à la zone euro d'ici au début de 2026.



La guerre commerciale remettrait en cause la perspective d'une reprise européenne en 2025

prév. UE = Com. Européenne ; prév. GS = prév. Goldman Sachs intégrant l'effet Trump



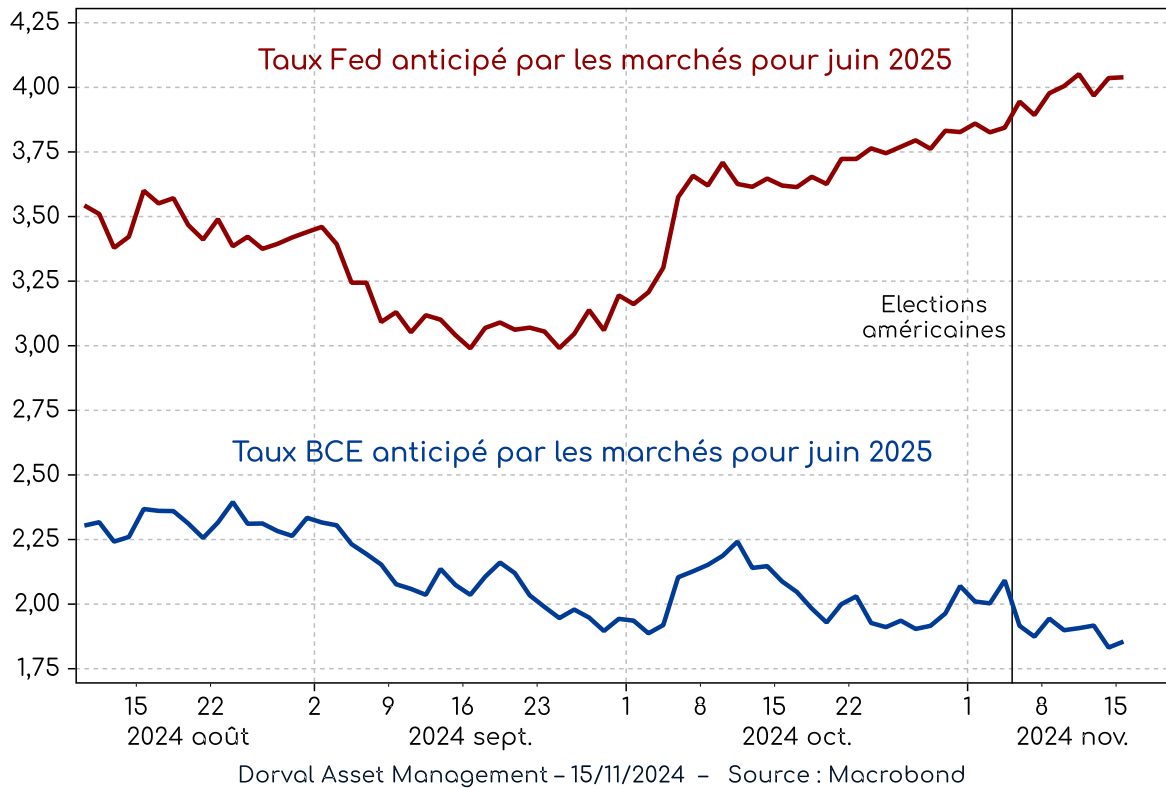
Dorval Asset Management – 15/11/2024 – Source : Macrobond

Certaines des bases du scénario de la Commission Européenne sont cependant toujours valables. La forte hausse de l'épargne des ménages européens depuis la guerre en Ukraine, le processus de remontée progressive du pouvoir d'achat et la baisse des taux d'intérêt à court terme qui s'accélère conduisent logiquement à prévoir une amélioration de la consommation. Cette amélioration semble déjà à l'œuvre depuis le mois d'août si l'on en croit les statistiques de ventes au détail. Le marché du travail sera cependant à surveiller, les entreprises signalant depuis peu un affaiblissement des perspectives en Allemagne et en France.

Enfin, le choc Trump pourrait être en partie compensé. L'élaboration d'une réponse budgétaire européenne prendrait du temps, mais la BCE, elle, a la capacité de redonner une impulsion positive plus rapidement. Les marchés anticipent que les taux de la BCE passeraient légèrement sous les 2% dès le printemps prochain (graphique 2) – contre 3,25% aujourd'hui – un scénario qui semble désormais très probable.



La grande divergence d'anticipation de taux d'intérêt entre la Fed et la BCE



Microéconomie. L'analyse de l'influence du choc Trump sur les entreprises européennes cotées en bourse est forcément complexe. Les champions européens de l'exportation, déjà fragilisés par la perte de vitesse de la consommation chinoise de luxe et par la compétition des constructeurs automobiles chinois, semblent en première ligne de la guerre commerciale qui s'annonce. Mais beaucoup d'entreprises très exposées au marché américain produisent déjà sur place, et la demande américaine promettant d'être soutenue, l'effet sur les bénéfices pourrait être favorable – d'autant plus si l'euro s'affaiblit encore.

Les perspectives pour les bénéfices des entreprises financières européennes sont aussi questionnées dans la mesure où celles-ci dépendent en partie de l'équilibre entre la croissance économique et le niveau et la structure des taux d'intérêt. Le risque principal serait que la BCE soit forcée de revenir à des taux d'intérêt quasi-nuls qui endommageraient nettement les marges des banques et le bilan des assureurs. Ce risque a clairement monté, mais il ne constitue pas à ce stade, selon nous, le scénario central.

Quant aux résultats du reste de la cote européenne – dont les petites et moyennes valeurs – ils souffriraient des doutes accrus sur le secteur industriel, mais seraient soutenus par le scénario de reprise possible de la consommation, et par les effets positifs de la baisse des taux d'intérêt.

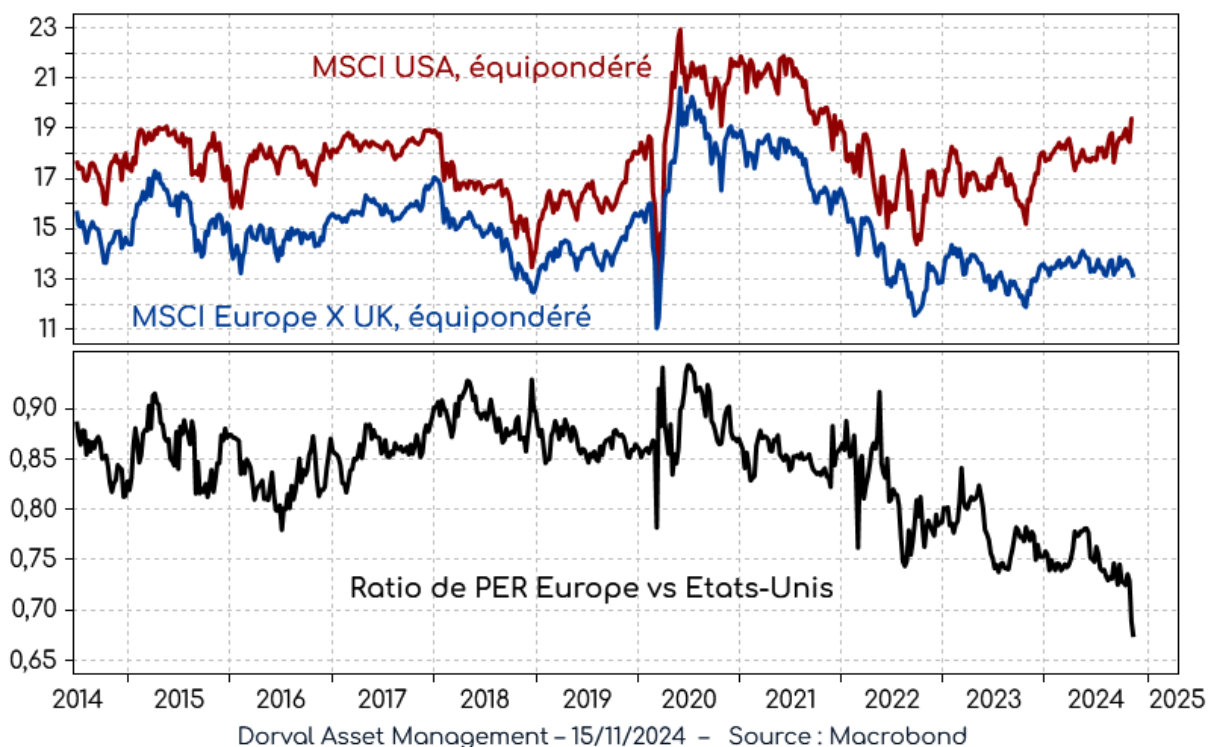
Valorisations. Si la valorisation relative des actions européennes par rapport aux actions américaines avait relativement bien résisté à la première guerre commerciale de 2018/2019, elle a considérablement décroché depuis la guerre en Ukraine (graphique 3).



Et depuis l'élection de Donald Trump, la décote de l'Europe a atteint un nouveau point bas historique de 33% en termes de PER sur les indices équipondérés (cette mesure permet d'effacer l'effet des « sept magnifiques » américaines sur les valorisations). Le constat est frappant : alors que les PER américains se situent dans la partie haute de leur bande de fluctuation des 10 dernières années, les PER européens sont dans la partie basse. Que ce soit en absolu ou, encore plus, en relatif, la décote des actions européennes est donc criante, ce qui implique que beaucoup des risques perçus sont aujourd'hui dans les prix.

Décote record de plus de 30% des actions européennes par rapport aux actions américaines

PER prospectifs calculés par Bloomberg

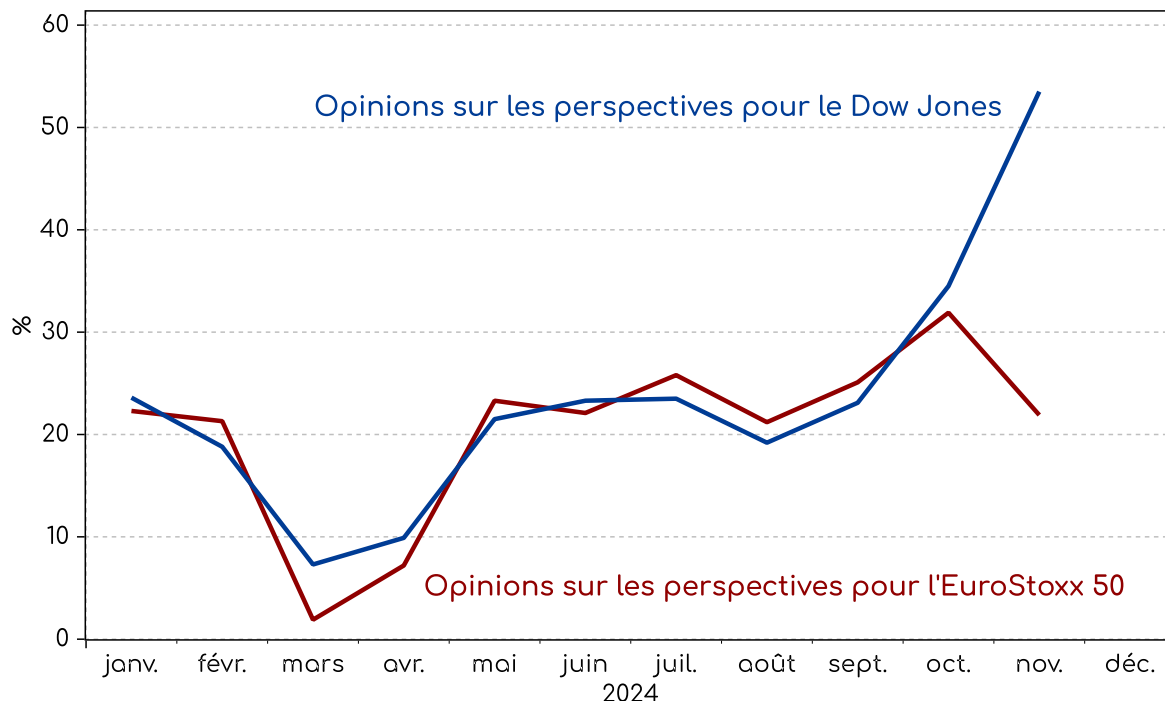


Finance comportementale. L'optimisme américain et le pessimisme européen, attestés par la dernière enquête de Bank of America auprès des investisseurs mondiaux, et par celle de l'institut ZEW (graphique 4), semblent à première vue justifiés. Mais ce constat pourrait aiguïser l'appétit des investisseurs « contraires », attirés par une bourse européenne qui gravirait le mur des inquiétudes. Les actions européennes pourraient être soutenues par exemple par la détermination de la BCE, qui se réunira le 12 décembre, par la baisse de l'euro et celle du prix du pétrole, par les perspectives offertes par la relance chinoise, et enfin par un scénario d'une guerre commerciale américaine relativement restreinte à l'égard de l'Europe.



Enthousiasme des investisseurs pour Wall Street, mais pas pour les actions européennes

Enquête ZEW - solde des opinions positives vs négatives



Dorval Asset Management - 15/11/2024 - Source : Macrobond

Le diagnostic combiné de nos quatre piliers d'analyse ne nous conduit pas, à ce stade, à des mouvements forts de réallocation. Dans nos portefeuilles nous conservons une vision globalement constructive du marché des actions, vision basée sur des perspectives de croissance globale relativement solide, d'inflation normale ou presque, et d'assouplissement monétaire. Tactiquement, nous avons un peu réduit nos taux d'exposition, en ligne avec la hausse du risque de scénario négatif en Europe et/ou de prise de profit à Wall Street après l'euphorie des derniers jours. Nous surveillons cependant avec attention les différents éléments politiques et économiques qui pourraient nous conduire à remonter significativement notre exposition aux actions européennes.

Nos taux d'exposition sont les suivants :

- **Dorval Global Conservative** : 23% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 19%, 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 3,5%, New Capex 3,5%, Antifragiles 5%, Panier financières Europe/Japon 4%. Couvertures en futures Euro Stoxx Banques. 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** : 57% 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 et futures Euro Stoxx Banques.
- **Dorval Convictions PEA** : 72% 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 et futures Euro Stoxx Banques.

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.