

# La résilience macro ne remet pas en cause la valeur de la protection optionnelle des banques centrales

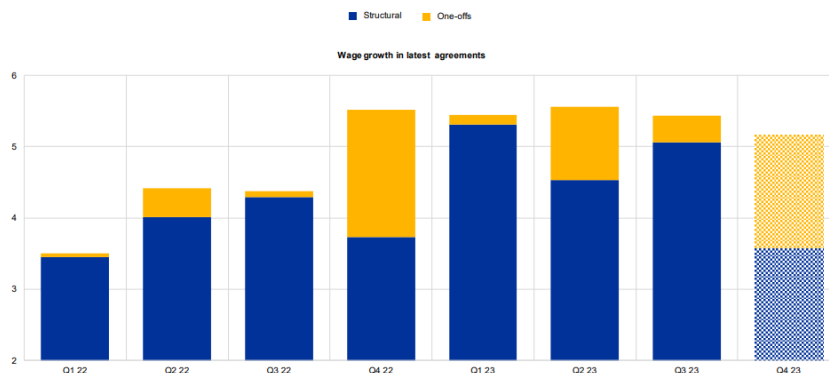
12 février 2024

Chers clients, chers partenaires,

Mars, avril, mai, juin ? Le débat fait rage entre économistes à propos de la date de la première baisse des taux de la Réserve fédérale et/ou de la Banque centrale européenne. Si cette question est de première importance pour les investisseurs sur le marché monétaire, elle semble bénigne pour les investisseurs en actions. Le timing compte moins que la direction. C'est l'idée de la protection optionnelle par les banques centrales. Contrairement aux craintes de certains analystes, les dernières statistiques des deux côtés de l'Atlantique ne remettent pas en cause la valeur de la protection, elles ne font que prolonger sa maturité.

En attendant la délivrance, la dernière analyse de la BCE sur les salaires dans la zone euro indique une stabilisation de la hausse et un début de décrue (graphique 1). Le rythme reste trop élevé mais la décomposition de la hausse entre dynamique structurelle et hausse ponctuelle (« one-off ») est favorable. Le scénario de reprise économique en 2024 sur lequel table la BCE s'appuie sur une hausse des salaires plus importante que l'inflation en 2024 i.e. une hausse du salaire réel qui rattrape, au moins partiellement, la perte de pouvoir d'achat cumulée depuis deux ans. En revanche, il ne faudrait pas que le rattrapage se transforme en boucle prix-salaire. Pour le moment, rien n'indique que c'est le cas. Par exemple, la progression des salaires au 4<sup>e</sup> trimestre 2024 en France est de 0,3% après respectivement 0,5%, 1% et 1,9% au cours des trois trimestres précédents.

**Euro area wage tracker**  
(percentage point contributions)

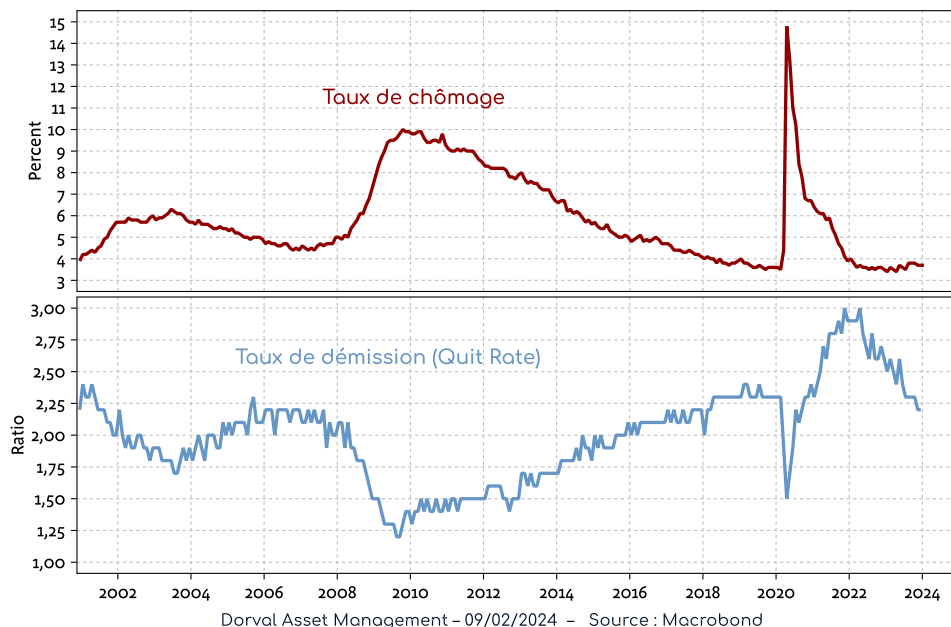


Source: Calculated based on micro data on wage agreements provided by Deutsche Bundesbank, Banco de España, the Dutch employer association (AWVN), Oesterreichische Nationalbank, Bank of Greece, Banca d'Italia and Banque de France.  
Notes: Euro area aggregate based on DE, FR, IT, ES, NL, AT, GR, as of December 2023. The indicator of latest agreements reflects wage growth in the agreements reached in a certain quarter for the 12 months after an agreement. One-offs payments are spread over 12 months from the agreed disbursement date - smoothing the impact of one-off payments on wage growth. 2023Q4 for wage growth in latest agreements is preliminary as not all collective agreements reached in 2023Q4 are available yet. For the methodology, see also Górnicka, L. and G. Koester (eds.) 2024: "A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area". Eurosystem wage tracker experts. ECB Occasional Paper No. 338. European Central Bank (forthcoming).  
Latest observations: 2023 Q4.



Aux Etats-Unis, la vigueur de l'économie interroge. Il faut dire qu'après une croissance de 4,1% annualisée au 2<sup>e</sup> semestre 2023, les derniers indicateurs coïncidents (Nowcast de Atlanta Fed, NY Fed et Now-Cast.com) convergent vers une croissance légèrement supérieure à 3% en rythme annualisé au 1<sup>er</sup> trimestre 2024. Que faut-il en déduire ? Que les conditions monétaires sont toujours trop souples ? Que la politique monétaire n'a pas d'effet sur la demande ? Que la politique budgétaire expansionniste compense la politique monétaire restrictive ? Il nous semble que la normalisation des conditions de l'offre après les perturbations du Covid joue toujours un rôle prépondérant dans l'économie en ce début d'année, que ce soit sur le marché du travail, la consommation des ménages ou la dynamique des prix. Sur le marché du travail, par exemple, le taux de chômage reste bas mais le taux de démission, souvent considéré comme un bon indicateur de l'état du marché du travail, est revenu à son niveau pré-Covid (graphique 2).

### Un refroidissement progressif du marché du travail américain



La présence rassurante des banques centrales n'est pas, en lui-même, un moteur de performance des marchés mais c'est un facteur facilitateur de la prise de risque. Grâce à cette réassurance, les investisseurs peuvent regarder au-delà du creux conjoncturel en Europe, du stress dans les banques régionales aux Etats-Unis (plus généralement dans l'immobilier commercial) ou encore de la géopolitique.

Dans nos fonds diversifiés globaux, nous avons réduit la duration obligatoire, que nous maintenons comme couverture en cas de ralentissement économique marqué, mais maintenons la surpondération des actions. Dans les fonds flexibles européens, l'exposition reste forte avec des couvertures optionnelles (deux couvertures valent mieux qu'une !).

Nos taux d'exposition sont les suivants :

- Dorval Convictions : le taux d'exposition actions est de 70%.
- Dorval Convictions PEA : le taux d'exposition actions est de 75%.



- **Dorval Global Conservative (ex-Dorval Global Convictions Patrimoine)** : 27% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 18%, Global Ultra Défensif 3%, Relances Vertes 5%, Panier tactique 0,6% (tracker Eurostoxx ESG). Sensibilité aux taux 1.0 dont US 0.4 et Europe 0.6 (BTP, OAT et Schatz). Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Allocation (ex-Dorval Global Convictions)** : 51% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 37%, Relances Vertes 5%, Global Ultra Défensif 4%, Panier tactique 5% (tracker Eurostoxx ESG). Sensibilité aux taux 1.2 dont US 0.4 et Europe 0.9 (BTP, OAT, Schatz). Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Vision** : Sélection Responsable Internationale 77%, Relances Vertes 15%, Global Ultra Défensif 8%.

## Dorval Asset Management

Société Anonyme au capital de 303.924 euros

RCS Paris B 391392768 - APE 6630 Z - Agrément AMF n° GP 93-08

1 rue de Gramont, 75002 Paris – T : +33 1 44 69 90 44 – F : +33 1 42 94 18 37

[www.dorval-am.com](http://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](http://www.dorval-am.com).