



Pourquoi l'Europe boursière fait aussi bien que l'Amérique depuis fin 2022

3 juin 2024

Chers clients, chers partenaires,

La montée en puissance de l'intelligence artificielle favorise le marché américain de manière disproportionnée. Et pourtant, l'Europe boursière fait mieux que tirer son épingle du jeu. Nous revenons sur les raisons de ce paradoxe.

« L'Amérique prend tout ! ». C'est le cri que les investisseurs ont eu maintes fois l'occasion de pousser au cours des quinze dernières années. Une politique monétaire ultra-agressive dès 2008, une politique budgétaire très accommodante à partir de 2018, avec de juteuses baisses d'impôts pour Corporate America, et, surtout, l'apparition d'un oligopole triomphant dans la numérisation. Résultat : la capitalisation boursière du MSCI Monde (pays développés) est aujourd'hui dominée à 70% par les valeurs américaines, contre 50% en 2009.

Avec l'intelligence artificielle (IA), la tendance des quinze dernières années ne semble pas prête de se retourner puisque les champions de l'IA – dont l'explosive Nvidia – sont presque tous américains. On aurait dès lors pu s'attendre à ce que la reprise boursière en vigueur depuis le point bas d'octobre 2022 soit marquée par une nouvelle surperformance du marché américain, en particulier par rapport à l'Europe, où les grandes valeurs technologiques sont rares. Ce n'est pourtant pas le cas. Depuis le point bas d'octobre 2022, les performances nettes, dividendes réinvestis, du MSCI USA et du MSCI EMU ont été similaires, aux alentours de +50% en monnaies locales (graphique 1).

Les actions de la zone euro ont fait aussi bien que Wall Street depuis le début de la reprise boursière en octobre 2022

Performances "net return" en monnaies locales



Dorval Asset Management – 31/05/2024 – Source : Macrobond

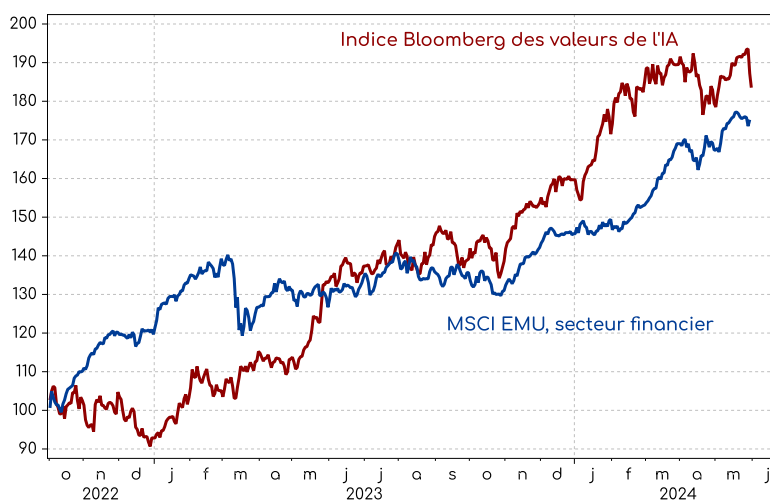


Les raisons de cette performance européenne sont multiples. Il y a d'abord un effet de base puisqu'en octobre 2022, la valorisation des marchés européens était totalement déprimée par la crise énergétique issue de la guerre en Ukraine. Plus récemment, l'Europe boursière a aussi bénéficié d'un contexte favorable de remontée des anticipations de croissance en même temps que la BCE annonçait l'arrivée de la baisse des taux, dont la première aura lieu le 6 juin prochain. Enfin, beaucoup de grandes valeurs européennes sont des multinationales championnes dans leur secteur qui ont été portées par la solidité de la croissance mondiale.

Mais il y a autre chose de bien plus important. Le plus gros secteur de la cote européenne en termes de capitalisation boursière, c'est le secteur financier (près de 20% du marché). Ce secteur, beaucoup d'investisseurs pensent raisonnable de le sous-pondérer structurellement du fait de son opacité supposée, et parce que sa profitabilité semble bien trop dépendre du bon vouloir des régulateurs et des politiques. Pendant 13 ans, de 2008 à 2020, ils ont eu entièrement raison mais, depuis 2021, le vent a tourné. Les augmentations de capital sont devenues beaucoup plus rares, les taux d'intérêt négatifs qui déprimaient les marges des banques et l'équilibre financier des assureurs ont disparu, et les financières ont versé de forts dividendes. Depuis octobre 2022, la performance « net return » des financières européennes aura atteint +75%, soit presque autant que les valeurs « IA » sur la même période ! (Graphique 2).

Les financières européennes font presque aussi bien que l'IA !

Performances "net return" en euros



Dorval Asset Management - 31/05/2024 - Source : Macrobond

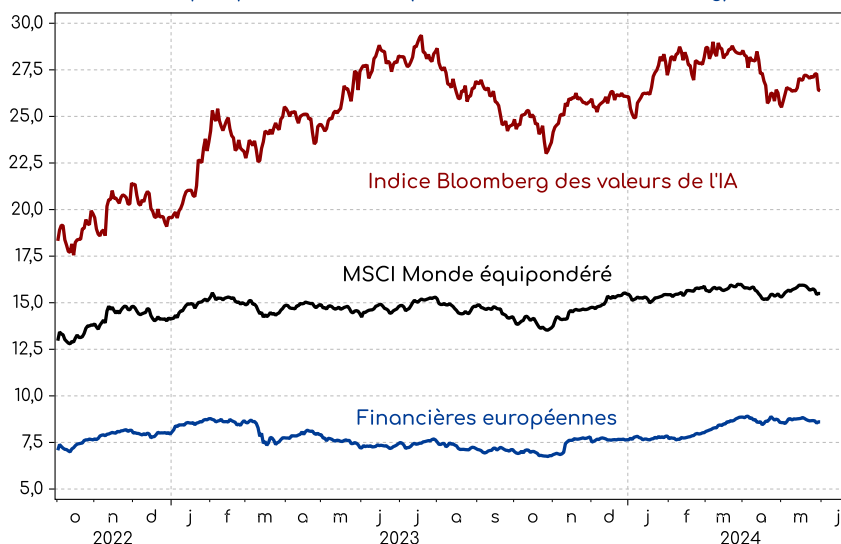
Cette performance spectaculaire d'un mal-aimé de la cote peut-elle se poursuivre ? Pour le moment, la dynamique bénéficiaire des financières européennes reste positive, et le PER du secteur demeure attractif, à moins de 9 fois les bénéfices attendus (graphique 3). Nous voilà donc aux prises avec deux thématiques porteuses aux contours et aux valorisations radicalement différentes. Le thème de l'IA embarque des valeurs surtout américaines (pour l'instant en tous cas) dont le PER moyen dépasse 25x les bénéfices et où les taux de croissance sont parfois spectaculaires. A l'autre bout, le thème des financières européennes est porté par une logique de normalisation des profits après 13 ans de marasme, un tandem croissance/taux d'intérêt enfin favorable en Europe, et une valorisation toujours très attractive. Pour comparaison, les financières américaines sont près de deux fois plus chères en termes de PER. Voici donc deux thématiques très complémentaires



que nous retrouvons sous forme de paniers diversifiés dans les fonds globaux de Dorval AM.

Deux stratégies "growth" et "value" complémentaires

PER prospectifs à 12 mois (calculs et données Bloomberg)



Dorval Asset Management - 31/05/2024 - Source : Macrobond

Nos taux d'exposition sont les suivants :

- **Dorval Convictions** : 70% d'exposition nette aux actions dont panier cœur Euro Stoxx 50 ISR 60%, panier financières 6.5%, Panier petites capitalisations 12%. Couverture en future Euro Stoxx 50.
- **Dorval Convictions PEA** : 88% d'exposition nette aux actions dont panier cœur Euro Stoxx 50 ISR 70%, panier financières 6.5%, Panier petites capitalisations 15%. Couverture en future Euro Stoxx 50.
- **Dorval Global Conservative** : 25% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 19%, Reprise industrielle globale 3%, New Capex 3%, Panier financières européennes 1%, couverture en options S&P 500 : -1%. Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Allocation** : 55% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 40%, Reprise industrielle globale 5%, New Capex 5%, Antifragiles 3%, Panier financières européennes 4%, couverture en options S&P 500 : -2%. Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Vision** : Sélection Responsable Internationale 73%, Reprise industrielle globale 9%, New Capex 9%, Antifragiles 4%, Financières européennes 5%.

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



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.