Un contrechoc financier européen d'ampleur encore sous-estimé

12 janvier 2026

Chers clients, chers partenaires,

A première vue, l'Europe apparaît comme la grande perdante des bouleversements géoéconomiques à l'œuvre. Paradoxalement, sa finance présente pourtant un visage radieux. Explications.

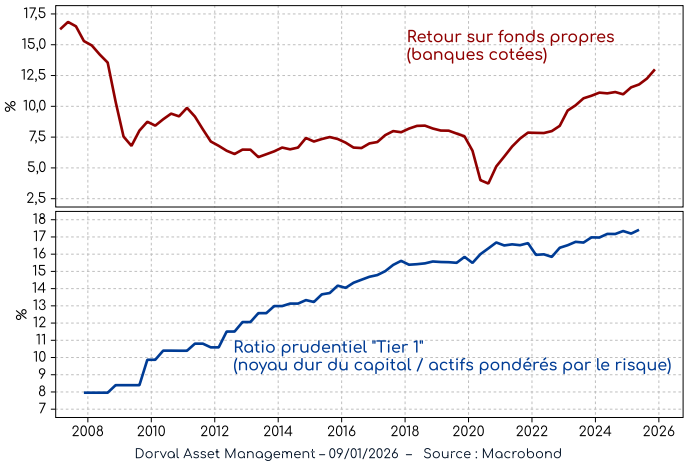
Provoquée en permanence par Donald Trump, attaquée par Poutine et laminée par la concurrence chinoise, l'Europe semble cernée de toute part. Malgré cela, les scénarios économiques et surtout boursiers des investisseurs sont plutôt constructifs à l'égard de l'Europe. Doit-on parler de complaisance ?

Côté économique, les attentes positives se basent d'abord sur le potentiel créé par la relance budgétaire allemande et nordique (Pays-Bas, Suède et Danemark). La progression du pouvoir d'achat – les salaires montent un peu plus vite que les prix – et l'abondance de l'épargne des ménages devraient par ailleurs soutenir la consommation. La baisse des prix de l'énergie (pétrole, gaz naturel), enfin, est favorable à l'économie du Vieux Continent.

Mais une autre dynamique est en place, qui reste sous-estimée par beaucoup d'observateurs, celle d'un cycle financier puissant. C'est en effet à un véritable contrechoc auquel nous assistons, après plus d'une décennie de crises bancaires et souveraines.

Commençons par les banques. L'amère potion de la régulation post-2008, de la crise de l'euro (2011-2012) puis des taux négatifs (2014-2020), a fini par être digérée. Selon le bon principe que ce qui ne vous tue pas vous rend plus fort, la rentabilité du secteur remonte en flèche, avec cette fois des ratios de solvabilité records (graphique 1). L'Europe bénéficie donc d'un secteur financier extrêmement solide.

Banques : le meilleur couple rentabilité/solvabilité de l'histoire de la zone euro



Dorval Asset Management – 09/01/2026 – Source : Macrobond

Un contrechoc lui aussi très significatif a lieu sur le marché obligataire des dettes souveraines. Malgré les ventes d'obligations par la BCE – qui poursuit pour l'instant la baisse de son bilan – et la situation politico-budgétaire en France, l'écart moyen de rendement des taux à long terme par rapport à l'Allemagne a atteint son niveau le plus bas depuis 2008 (graphique 2). Il est tout à fait remarquable que cette dynamique perdure sans le soutien de la BCE, qui ne baisse plus ses taux depuis six mois.

Les spreads souverains au plus bas depuis 2008

Moyenne (non-pondérée) des différentiels de taux 10 ans avec l'Allemagne

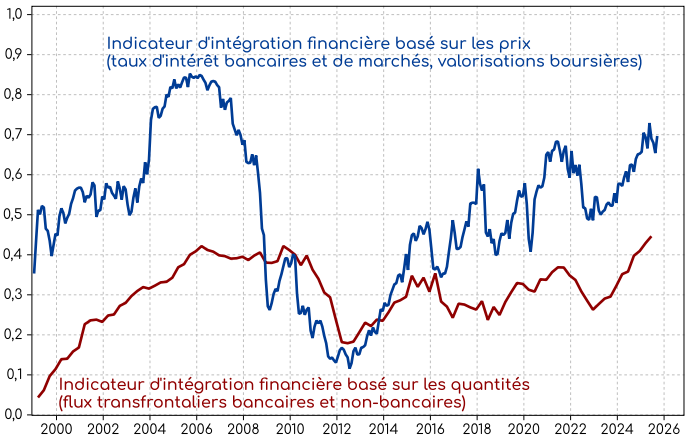
Dorval Asset Management – 09/01/2026 – Source : Macrobond

Le retour en grâce des pays de l'Europe du Sud constitue la dynamique principale de cette convergence des taux à long terme. Sortis des programmes sévères de consolidations budgétaires et boostés par le plan de relance européen conçu pendant le Covid, ces pays voient leur notation financière s'améliorer sensiblement.

Malgré ses limites toujours criantes – dont l'absence de budget commun et la vigueur des divisions politiques internes – la zone euro présente donc le visage le plus harmonieux possible, avec les pays du Nord qui dépensent plus et les pays du Sud sortis de l'ornière. Cette harmonie relative se traduit par une réaccélération des flux financiers transfrontaliers chez les banques, les assureurs et les fonds d'investissement, preuve que ces acteurs ne craignent plus la fragmentation de la zone euro. Au plus haut depuis 2007, les indicateurs d'intégration financière de la BCE témoignent de l'installation d'une forte confiance dans l'intégrité de la zone euro (graphique 3).

L'intégration financière de la zone euro progresse de nouveau

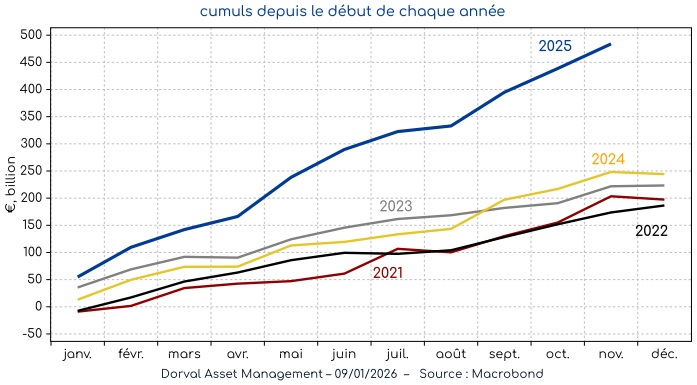
Indicateurs de la BCE ; 0=fragmentation maximale ; 1=intégration maximale



Dorval Asset Management – 09/01/2026 – Source : Macrobond

La confiance financière en Europe s'est enfin vue renforcée par la politique de Donald Trump, politique qui fragilise le statut du dollar. En recherche d'alternatives à un dollar à la fois cher et remis en question, certains investisseurs et émetteurs mondiaux ont largement utilisé l'euro pour se diversifier. En 2025, les émissions nettes d'obligations internationales en euro ont atteint près de 500 milliards d'euros, contre environ 200 milliards d'euros les années précédentes (graphique 4).

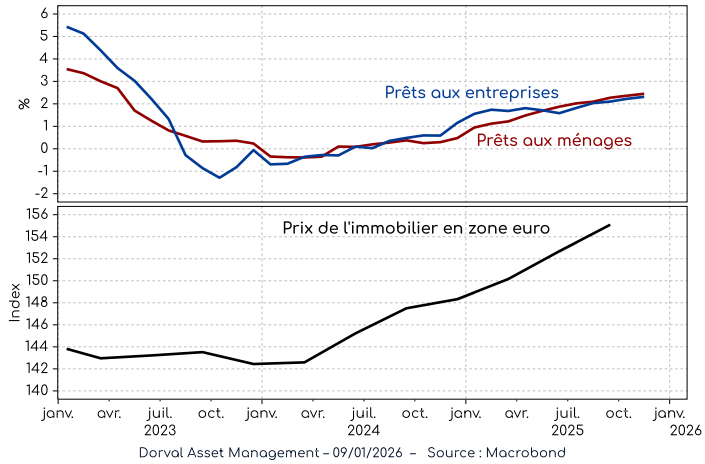
Boom des émissions nettes d'obligations en euro
par les émetteurs hors zone euro



Dorval Asset Management – 09/01/2026 – Source : Macrobond

Ces dynamiques bancaires et obligataires inédites expliquent pourquoi la finance européenne se porte beaucoup mieux que son économie. Mais la confiance financière a aussi des conséquences économiques. L'une d'entre elles, la hausse de 13% de l'euro contre le dollar depuis un an, est négative pour les exportations européennes, d'autant qu'elle s'ajoute aux droits de douane américains. Un euro plus fort permet cependant d'accentuer la baisse des prix de l'énergie importée – le baril de pétrole est à 50 euros – et améliore le pouvoir d'achat de manière générale. De plus, le crédit bancaire confirme sa reprise (+2,4% sur un an en novembre 2025), et les prix de l'immobilier remontent (graphique 5).

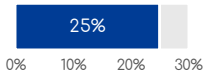
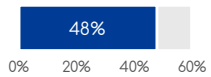
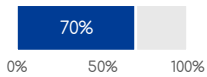
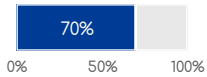
Reprise confirmée du crédit bancaire
et des prix de l'immobilier en zone euro



Dorval Asset Management – 09/01/2026 – Source : Macrobond

Fruit du contrechoc des crises bancaires et souveraines des années 2008-2012 et de la fragilisation du statut du dollar, la prospérité financière de l'Europe représente un atout de taille en ce moment économique et géopolitique particulièrement compliqué. Les risques principaux susceptibles de fragiliser cette prospérité semblent surtout politiques – montée de l'AfD en Allemagne, situation politico-budgétaire en France, etc. – même si le narratif anti-euro a beaucoup régressé au cours des dernières années. Pour le moment, cependant, les fortes pressions extérieures ont au moins l'avantage de neutraliser ces risques de divisions.

Nos taux d'exposition sont les suivants :

Fonds	Exposition nette aux actions*	Répartition par thème (en % du total actions)	Autres
Dorval Global Conservative		- Panier cœur hors thématiques : 76% - Financières Europe/Japon : 13% - Global pharma: 11%	Couvertures en options Nasdaq. 35% en obligations souveraines 2 - 8 ans et 30 ans. Positions en futures sur les 10 ans allemand et français. Solde en titres du marché monétaire.
Dorval Global Allocation		- Panier cœur hors thématiques : 64% - New Capex : 14% - Financières Europe/Japon : 8% - Reprise industrielle mondiale : 6% - Global pharma : 8%	Couvertures en options Nasdaq et ES50. 20% en obligations souveraines 2-8 ans et 30 ans. Positions en futures sur les Bons du Trésor américain, les 10 ans allemand et français. Solde en titres du marché monétaire.
Dorval Global Vision		- Panier cœur hors thématiques : 64% - New Capex : 17% - Financières Europe/Japon : 9% - Reprise industrielle mondiale : 4% - Global pharma : 6%	
Dorval Convictions		- Panier cœur hors thématiques : 55% - Financières : 27% - Reflation : 15% - Petites capitalisations : %	Couvertures en futures et en options Euro Stoxx 50
Dorval Convictions PEA		- Panier cœur hors thématiques : 55% - Financières : 27% - Reflation : 15% - Petites capitalisations : 4%	Couvertures en futures Euro Stoxx 50

* incluant le delta des options

Dorval Asset Management

Société anonyme au capital de 964 968 euros
RCS Paris B 391392768 - APE 6630 Z - Agrément AMF n° GP 93008
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.