



# La belle performance des actions européennes peut-elle continuer ?

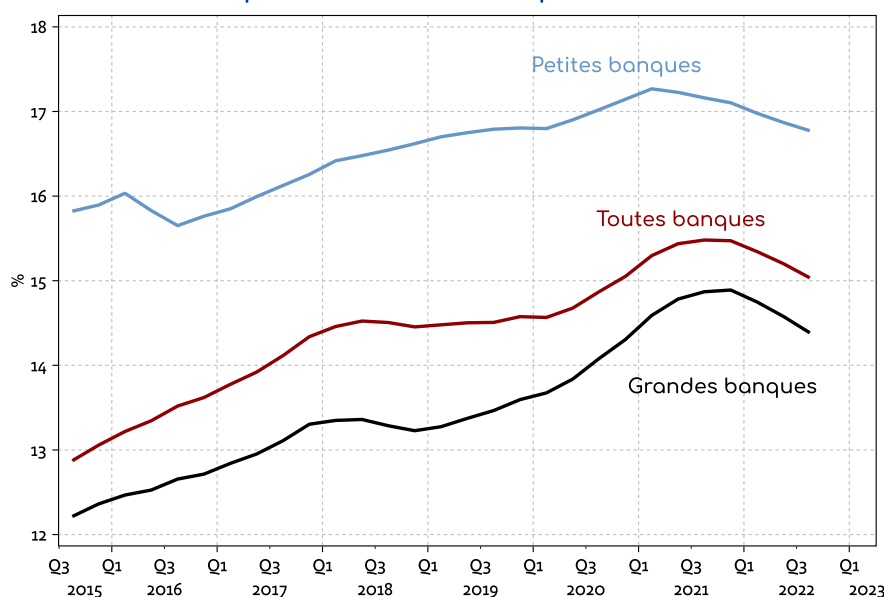
3 avril 2023

Chers clients, chers partenaires,

Interrompue par les récents soubresauts bancaires, la dynamique positive des actions européennes se manifeste à nouveau. La résilience des banques, la dynamique des profits et la désinflation des prix de l'énergie confortent pour l'instant les investisseurs.

La crise de l'euro des années 2011/2012 aura-t-elle servi à quelque chose ? Les mesures réglementaires prises pendant et après cette crise dans le cadre du projet d'Union Bancaire ont, en tous cas nettement renforcé la résilience du système bancaire européen. Les ratios de capital « Tier 1 » ont grimpé année après année depuis dix ans, pour atteindre 15% en moyenne dans la zone euro (graphique 1). A noter que les petites banques sont particulièrement bien capitalisées, avec un ratio Tier 1 de 17%. Aux Etats-Unis les banques sont elles aussi bien capitalisées, mais un certain relâchement réglementaire a eu lieu depuis 2018, en particulier au niveau des petites banques régionales. Les profits des banques européennes bénéficient de plus de la fin des taux négatifs, un effet de soulagement qui n'a pas eu lieu aux Etats-Unis. Cela ne signifie pas que les banques de la zone euro seront à l'abri des problèmes économiques et financiers que la hausse des taux provoquera (immobilier, private equity, LBO, etc.), mais les risques systémiques dont la zone euro a souvent été victime au cours des années 2010 semblent mieux maîtrisés.

Ratios de capital "Tier 1" des banques de la Zone Euro

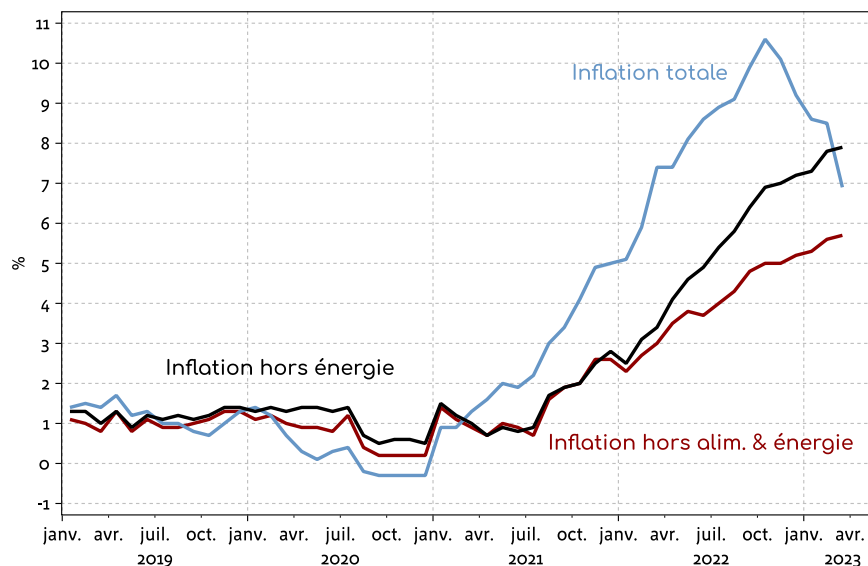


Dorval Asset Management - 31/03/2023 - Source : Macrobond



Après le soulagement d'un hiver sans pénurie d'énergie, puis – pour l'instant – l'absence de contagion bancaire, la question est désormais de savoir quel niveau de taux d'intérêt la zone euro peut supporter. Les marchés anticipent que la BCE remontera son taux de dépôt de 3% aujourd'hui à plus de 3,5% à l'automne, avant de les rebaisser un peu en 2024. Même si des dégâts sont à prévoir après une décennie de taux négatifs, ce scénario ne nous semble pas porter les germes d'une grave récession. Il faudra cependant que le processus de désinflation soit suffisamment rapide. Les chiffres du mois de mars indiquent sans surprise que les effets de base et la baisse des prix de l'énergie commencent à avoir un impact significatif sur les statistiques d'inflation en glissement annuel (+6.9% en zone euro, après +8,5% en février). Hors énergie, l'inflation continue cependant d'accélérer (graphique 2). D'ici quelques mois la désinflation devrait pouvoir se diffuser au secteur alimentaire, où la forte inflation provient en partie de la hausse des coûts de l'énergie de 2022. Dans le secteur des biens manufacturés, la normalisation des chaînes de production devrait aussi, comme aux Etats-Unis, réduire les tensions inflationnistes.

**La désinflation commence en Zone Euro, pour l'instant uniquement grâce à l'énergie**



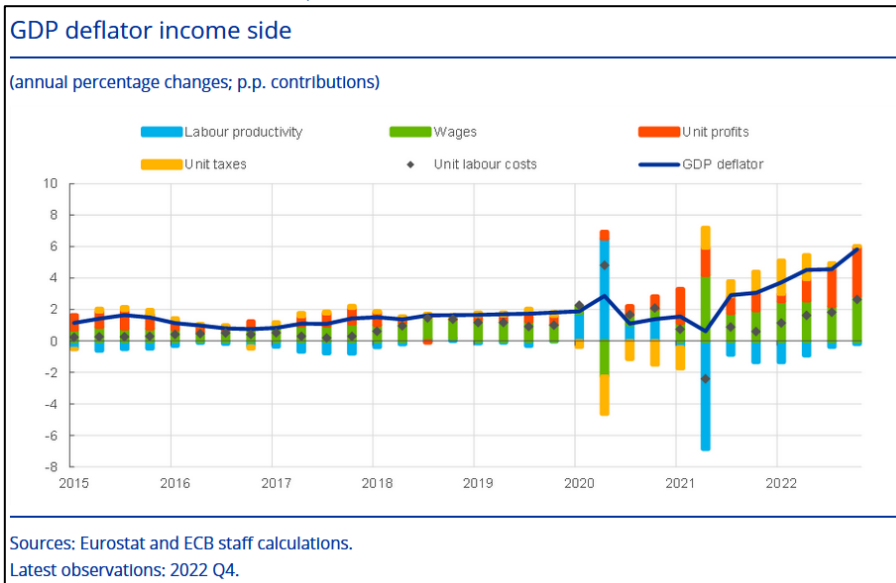
Dorval Asset Management – 31/03/2023 – Source : Macrobond

Si les effets de second tour liés à la fois au post-Covid et à l'Ukraine vont se renverser, l'inflation des services, souvent assez liée à la dynamique des salaires, pourrait avoir du mal à reculer dès cette année. Le taux de chômage de la zone euro est en effet au plus bas historique, et les tensions salariales sont significatives. La BCE n'est donc pas à la veille de rebaisser ses taux d'intérêt.

Enfin, le processus de désinflation s'accompagnera d'un questionnement à propos des profits des entreprises. Une étude récente de la BCE suggère que plus de la moitié de l'inflation du deuxième semestre 2022 est venue des profits, et non des salaires (graphique 3). Cette hausse des marges – en partie motivée par un effet d'aubaine libérant un pricing power longtemps contenu – semble difficile à soutenir. La désinflation s'accompagnera-t-elle d'une baisse des marges, ou d'autres facteurs (reprise chinoise, reprise de la consommation) contribueront-ils à les protéger ?



## Profits vs salaires : la répartition des sources de l'inflation en zone euro



Au total, la phase actuelle du cycle nous semble toujours favorable aux actions européennes, entre résilience bancaire, dynamique des bénéficiaires, désinflation réduisant la pression sur les taux d'intérêt et le pouvoir d'achat, et valorisations raisonnables. A terme, les risques se situent surtout du côté des secteurs les plus sensibles au resserrement du crédit, et aux questionnements sur les perspectives des marges des entreprises (désinflation, hausse de l'euro).

Dans nos fonds globaux nous conservons une exposition aux actions proche de nos indicateurs de référence. Le resserrement du canal du crédit nous a conduit à créer un panier équilibré d'une cinquantaine de valeurs défensives, très diversifié géographiquement mais concentré sur trois secteurs : la santé, la consommation non discrétionnaire et les services collectifs.

Nos taux d'exposition sont les suivants :

- Dorval Convictions : le taux d'exposition actions est de 57%.
- Dorval Convictions PEA : le taux d'exposition actions est de 57%.
- Dorval Global Convictions : l'exposition nette aux actions est de 40%, dont Sélection Responsable Internationale 30%, Relances vertes 5%, Global Ultra Défensif 5%. Le solde est en cash & Equivalents.
- Dorval Global Convictions Patrimoine : l'exposition nette aux actions est de 15%, dont Sélection Responsable Internationale 10%, Global Ultra Défensif 5%. Obligations européennes de maturité courte : 7%. Le solde est en cash & Equivalents.

### Dorval Asset Management

Société Anonyme au capital de 303.025 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.co](http://www.dorval-am.co)



## 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 pour l'Investisseur (DICI) de ce dernier. Le DICI et les documents périodiques sont disponibles gratuitement sur demande, auprès de Dorval Asset Management. Vous devez prendre connaissance du DICI, 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).