



Comment bénéficier de la désinflation européenne

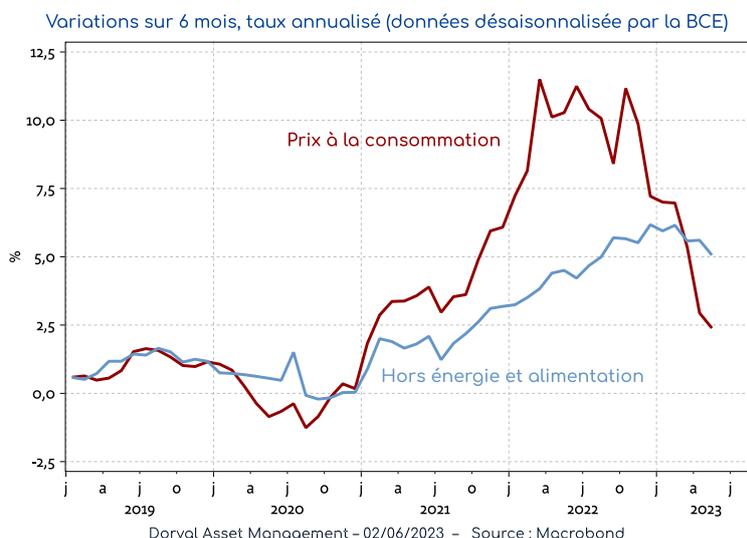
5 juin 2023

Chers clients, chers partenaires,

Avec plusieurs mois de retard sur les Etats-Unis, la désinflation européenne semble bien enclenchée. La question est de savoir quels actifs financiers vont le plus bénéficier de cette bonne nouvelle.

Stimulée par la baisse des prix de l'énergie (-14% depuis le point haut d'octobre 2022), la désinflation européenne embarque désormais à la fois le secteur alimentaire et celui des biens industriels. Au cours des six derniers mois, le rythme annualisé de l'inflation en zone euro revient à +2,5% au mois de mai (graphique 1). Hors énergie et alimentation, elle commence enfin à se replier, même si elle reste élevée (+5%). La baisse des prix de l'énergie devrait continuer à se diffuser, ce qui devrait faire baisser cette inflation sous-jacente.

Tendance récente de l'inflation en zone euro



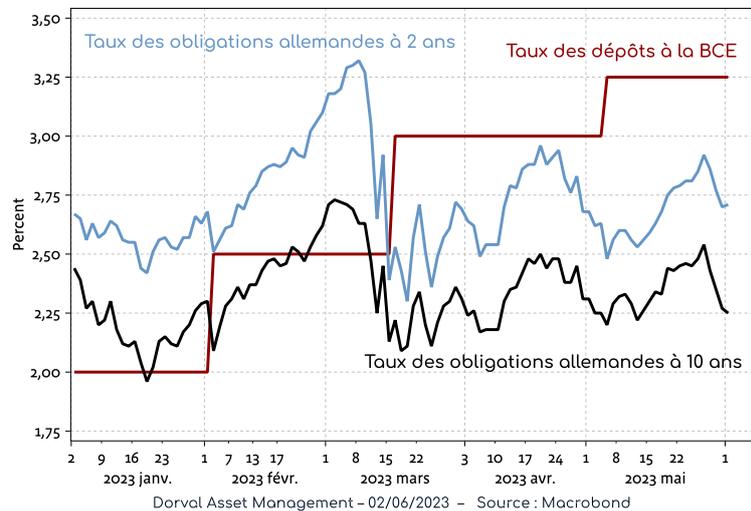
A première vue, la confirmation de cette désinflation devrait être une bonne nouvelle pour les marchés obligataires souverains. La baisse de l'inflation dans un contexte de ralentissement économique mènerait en effet la BCE à bientôt arrêter la hausse des taux d'intérêt, et même à les rebaisser l'année prochaine. Cette logique bien huilée se heurte toutefois à deux obstacles.

En premier lieu, les marchés obligataires ont déjà largement anticipé à la fois la désinflation et son impact supposé sur la politique de la BCE. Sur le marché des obligations indexées sur l'inflation, le point mort d'inflation en zone euro se situe déjà à un niveau proche de 2% pour les deux prochaines années. De plus, la courbe des taux d'intérêt est clairement inversée (graphique 2), ce qui reflète des anticipations de baisse des taux à partir du début de l'année prochaine. Enfin, les taux réels, après inflation



anticipée, restent très faibles en Europe (ils sont nuls en Allemagne), ce qui ne nous semble pas très attractifs.

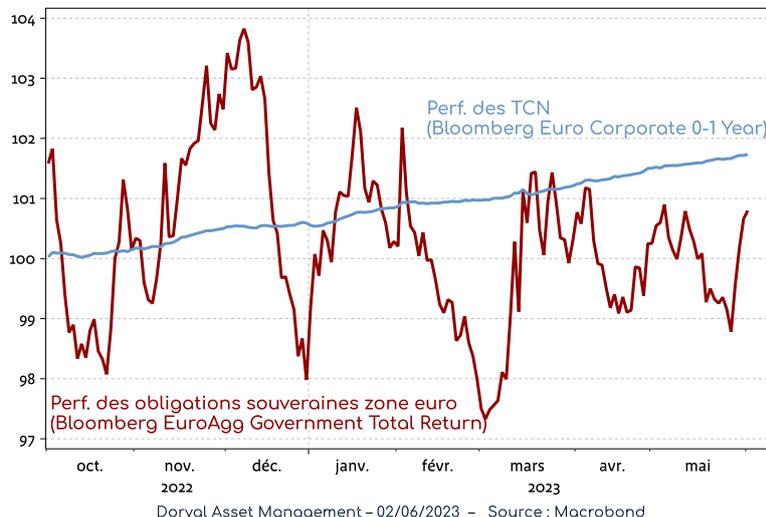
Les marchés obligataires anticipent déjà la baisse des taux BCE à partir de 2024



Parier sur les obligations souveraines en zone euro nécessite donc de croire que les anticipations d'inflation passeront bientôt sous les 2%, et/ou qu'une récession économique forcera la BCE à rebaisser nettement ses taux d'intérêt. Ce scénario est loin d'être totalement improbable, mais sa pertinence risque d'être mise en défaut par un deuxième obstacle. Une désinflation rapide devrait en effet avoir des effets bénéfiques sur le pouvoir d'achat et donc sur la consommation – aujourd'hui déprimée – en zone euro. Le scénario de récession perdrait alors en crédibilité, ce qui permettrait à la BCE de conserver des taux d'intérêt légèrement supérieurs à 3% pour un temps plus long que ce que le marché anticipe aujourd'hui.

Dans cette hypothèse, les titres courts du marché monétaire (TCN), dont le rendement suit peu ou prou les taux de la BCE, continueraient à bénéficier d'un rapport performance-volatilité nettement plus confortable que celui des obligations souveraines (graphique 3). Aujourd'hui, le taux moyen des TCN à trois mois dépasse les 3,5%, contre 2,75% pour les taux allemands à 2 ans.

TCN vs obligations souveraines en Europe depuis que les taux BCE sont positifs





Selon nous, la nette désinflation européenne n'augmente donc pas significativement l'intérêt des obligations souveraines dans une allocation d'actifs. Le rôle de ces obligations est surtout de représenter une valeur refuge en cas de récession, scénario que la désinflation rend plutôt moins probable.

Dès lors, plutôt que les obligations d'Etat, ce sont les actions européennes les plus sensibles à la consommation domestique qui pourraient trouver un certain intérêt auprès des investisseurs. La désinflation européenne nous semble en tous cas susceptible de diminuer les craintes d'un ralentissement excessif de l'économie, craintes qui se sont traduites par une sous-performance des marchés européens depuis quelques semaines. Enfin, la désinflation réduit le scénario de risque d'une BCE très agressive qui viendrait casser la croissance.

Dans nos fonds globaux nous maintenons une allocation en actions de 20% sur la stratégie prudente, de 40% pour la stratégie équilibrée et de 100% sur le fonds long-only. La poche actions est investie dans un panier-cœur très diversifié de 200 valeurs, et dans deux thématiques complémentaires (« relances vertes » et valeurs défensives). Notre durée obligataire reste nulle en raison de la cherté et de la volatilité des marchés de dette souveraine. Nous continuons d'engranger un rendement croissant sur la partie non investie en actions, via les titres du marché monétaire (TCN) émis en zone euro.

Nos taux d'exposition sont les suivants :

- Dorval Convictions : le taux d'exposition actions est de 56%.
- Dorval Convictions PEA : le taux d'exposition actions est de 56%.
- Dorval Global Convictions : l'exposition nette aux actions est de 41%, dont Sélection Responsable Internationale 31%, Relances vertes 5%, Global Ultra Défensif 5%. Le solde est en cash & Equivalents.
- Dorval Global Convictions Patrimoine : l'exposition nette aux actions est de 19%, dont Sélection Responsable Internationale 11.5%, Global Ultra Défensif 5%, Relances Vertes 2.5%. Obligations européennes de maturité courte : 7%. Le solde est en cash & Equivalents.
- Dorval Global Vision : Sélection Responsable Internationale 70%, Relances vertes 15%, Global Ultra Défensif 15%.



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 pour l'Investisseur (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.