



# Le prix à payer pour de meilleures perspectives de croissance en Europe

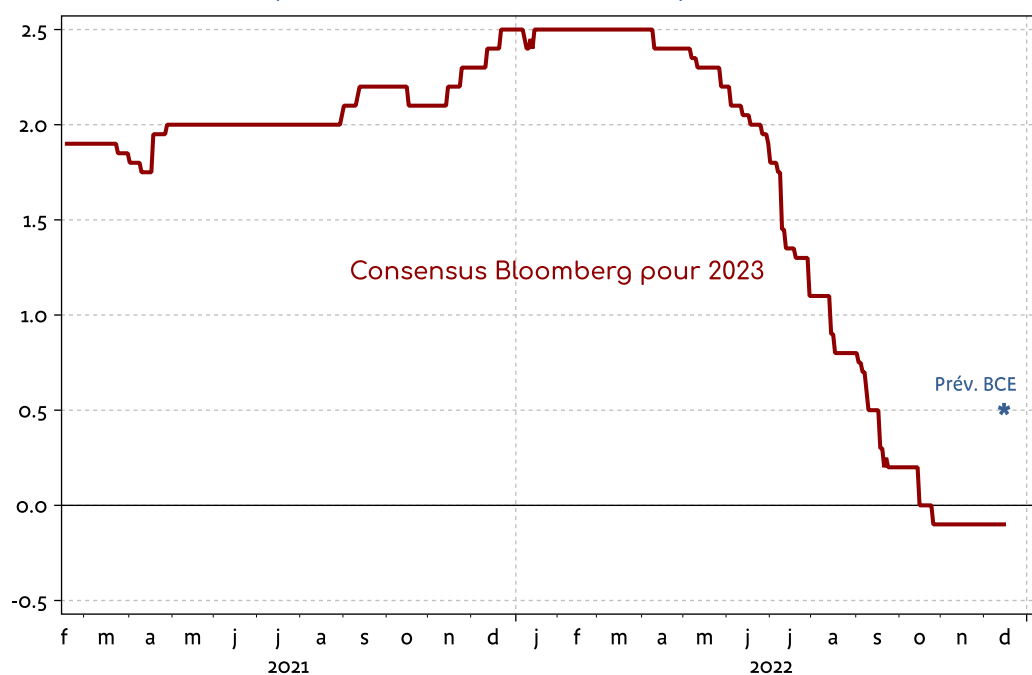
19 décembre 2022

Chers clients, chers partenaires,

Longtemps contraintes par la peur d'une forte récession européenne cet hiver, la BCE a finalement décidé de s'engager plus nettement dans la lutte contre l'inflation. Pour les investisseurs, la hausse des taux monétaires en zone euro sera le prix à payer pour de meilleures perspectives européennes que celles prévues par le consensus.

Au cours d'une semaine d'abord marquée par de très bons chiffres d'inflation aux Etats-Unis, puis par un discours ferme mais sans grande surprise de Jerome Powell, les marchés financiers ont plié sous le poids d'un net changement de ton de la Banque Centrale Européenne. En faisant tourner ses modèles, la BCE aboutit au même résultat que l'OCDE il y a deux semaines : la croissance européenne sera probablement moins faible que ce qui était craint en 2023 (graphique 1) avant de rebondir modérément en 2024. Le taux de chômage resterait très proche de son plus bas historique actuel en zone euro (à moins de 7%). La hausse surprise de l'indice PMI composite allemand au mois de décembre - de 46,3 à 48,9 - va d'ailleurs dans ce sens.

## La BCE moins pessimiste que le consensus pour la croissance européenne

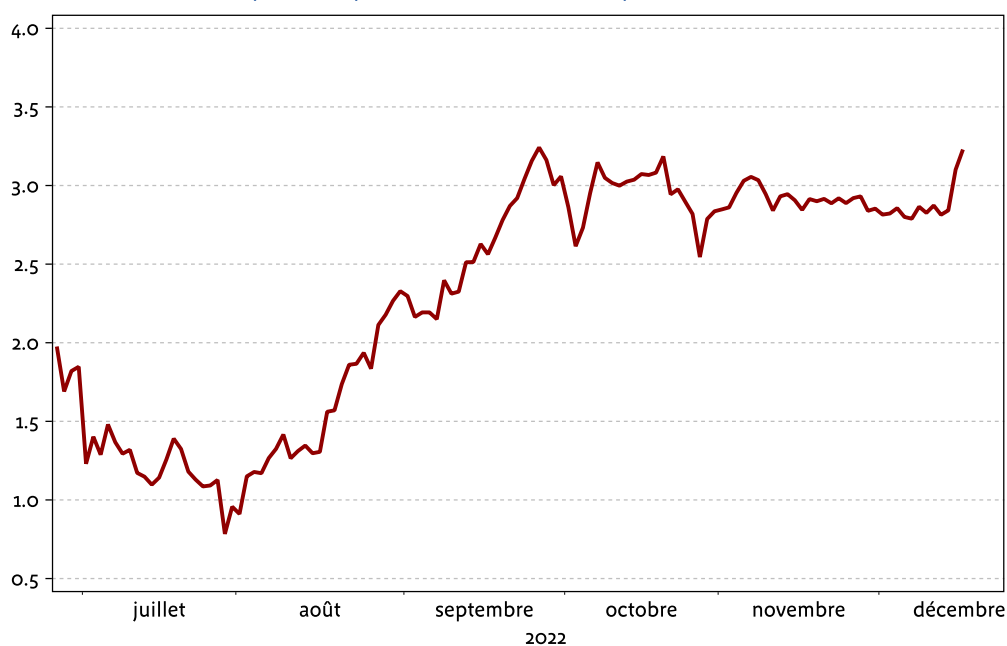


Dorval Asset Management - 16/12/2022 - Source : Macrobond



L'inflation serait dès lors plus persistante, à plus de 6% en 2023, 3,4% en 2024 et 2,3% en 2025. Comme nous l'avons souligné à de nombreuses reprises ces dernières semaines, il était dès lors difficile de défendre que les taux de la BCE resteraient inférieurs à 3% en 2023, ainsi que le prévoyait le marché jusqu'alors. Il est probable que le consensus va s'orienter vers un objectif de taux d'environ 3,5% assez rapidement (graphique 2). Notons que ce taux de 3,5% resterait encore bien en dessous de l'inflation prévue pour l'année prochaine (mais en ligne avec l'inflation prévue pour 2024). Le resserrement de la BCE sera cependant intensifié par une baisse de son bilan (resserrement quantitatif) et par une diminution de la liquidité bancaire.

## Evolution du taux terminal (ESTR) prévu par les marchés pour 2023



Dorval Asset Management - 16/12/2022 - Source : Macrobond

Quand une grande banque centrale annonce sa volonté de devenir restrictive, ce n'est jamais une bonne nouvelle pour les marchés. La BCE est néanmoins très en retard sur les autres banques centrales qui, elles, sont de plus en plus proches d'un « pivot ». C'est le cas en Angleterre, au Canada et en Australie, et peut-être bientôt aux Etats-Unis. De plus, l'attitude logique de la BCE est permise par une bonne nouvelle sur un sujet qui a beaucoup inquiété les marchés en 2022 : l'économie européenne ne va pas s'effondrer. Ces meilleures perspectives vont probablement consolider la baisse du dollar, ce qui est souvent plutôt positif pour les marchés. Enfin, la disparition du scénario catastrophe pour l'économie européenne devrait pouvoir réduire, à terme, les primes de risques sur certains actifs comme, selon nous, celle des petites valeurs européennes. Avec un PER prospectif médian de 11,5, les valeurs du MSCI Euro small caps intègrent déjà beaucoup de mauvaises nouvelles.

Dans nos portefeuilles internationaux, nous demeurons modérément investis. Il faut laisser le temps au marché de digérer les événements monétaires des derniers jours, d'autant que les gérants s'étaient réinvestis. Nous demeurons bien entendu négatifs sur les obligations d'Etat en Europe (position vendeuse de 5 ans allemand), et conservons notre position longue sur les Treasuries, position qui couvre une partie du risque actions. Nous avons à nouveau incrémenté notre exposition au marché des small caps en Europe.



Nos taux d'exposition sont les suivants :

- Dorval Convictions : le taux d'exposition actions est de 99%.
- Dorval Convictions PEA : le taux d'exposition actions est de 99%.
- Dorval Global Convictions : l'exposition nette aux actions est de 40%, dont Sélection Responsable Internationale 30%, Relances vertes 4%, futures 6% (MSCI EM 4%, Tracker MSCI EMU Small cap 2%). Position vendeuse d'obligations allemandes 5 ans et acheteuse d'obligations à 5 ans américaines : durée nulle. Le solde est en cash & Equivalents.
- Dorval Global Convictions Patrimoine : l'exposition nette aux actions est de 20%, dont Sélection Responsable Internationale 15%, Relances vertes 2%, futures MSCI EM 2%, Tracker MSCI EMU Small cap 1%. Position vendeuse d'obligations allemandes 5 ans et acheteuse d'obligations à 5 ans américaines : durée nulle. 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.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 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).