

DORVAL DAY

Jeudi 12 juin 2014

Vers un rééquilibrage durable de la croissance mondiale au profit des économies développées ?

Thierry Apoteker,  
Directeur de Thierry Apoteker Consulting  
François-Xavier Chauchat,  
Chef économiste chez GaveKal Research  
Gustavo Horenstein,  
Gérant chez Dorval Finance

Politique d'allocation d'actifs de Dorval Finance

Sophie Chauvillier  
Gérante des fonds flexibles internationaux

Dorval « Manageurs »

Stéphane Furet  
Directeur général de Dorval Finance

Dorval Convictions & Dorval Convictions PEA

Louis Bert  
Président de Dorval Finance

## ➤ Vers un rééquilibrage durable de la croissance mondiale au profit des économies développées ?

**La 5<sup>ème</sup> édition du Dorval Day a été l'occasion de recueillir l'analyse de trois économistes sur une tendance nouvelle, qui se dessine depuis quelques mois : le rééquilibrage de la croissance mondiale au profit des économies développées. Alors que la croissance dans les pays émergents semble en effet patiner, l'horizon s'éclaircit dans les pays développés.**

S'il y a désormais un consensus pour estimer que la croissance américaine est robuste, de nombreux observateurs, en particulier dans le monde anglo-saxon, estiment que la zone euro est entrée dans un régime de croissance très faible. L'euro apparaîtrait, à leurs yeux, comme une véritable « machine à déflation », entre impossibilité de dévaluation interne, austérité éternelle et interdiction du financement monétaire du déficit budgétaire, une voie empruntée par les Etats-Unis, l'Angleterre et le Japon pour répondre à la crise.

« *Pourtant des raisons de ne pas croire à la « japonisation » de l'Europe existent* », affirme François-Xavier Chauchat, chef économiste Europe de Gavekal Research. Depuis trois ans, l'austérité budgétaire a coûté un point de PIB par an, or cette année ce coût tombera à 0,2%, puis à 0,1% en 2015. « *La politique budgétaire est devenue plus intelligente, mettant autant l'accent sur l'offre que sur la demande, plus aucun pays n'aug-*



” Beaucoup de raisons de ne pas croire à la « japonisation » de l'Europe existent, la politique budgétaire est devenue plus intelligente, mettant autant l'accent sur l'offre que sur la demande, plus aucun pays n'augmentant ses impôts »  
François-Xavier Chauchat, Chef économiste de Gavekal Research



mentant ses impôts » observe François-Xavier Chauchat. En outre, l'examen des banques mené par la BCE s'achèvera à la fin de l'année et cette clarification de leurs bilans devraient les inciter à relancer le crédit. Et ce d'autant plus qu'elles y seront incitées par les prochaines fournitures de liquidité à 4 ans offertes par la Banque Centrale, dans le cadre du futur TLTRO. Enfin, François-Xavier Chauchat table sur une baisse de l'euro, observant qu'il ne progresse plus depuis le début de l'année et qu'un niveau de 1,25 euro début 2015 pourrait pousser la croissance vers un rythme de 2%.

### Le retour de la confiance précède celui de la demande

Un argument supplémentaire en faveur d'un retour de la croissance sur le Vieux continent est également la remontée très nette de la confiance des ménages, qui sont dotés d'une abondante épargne. « L'une des forces de la zone euro est la très importante capacité d'épargne des ménages, fait observer Thierry Apoteker, directeur de TAC. Elle est aujourd'hui trois fois supérieure à celle des ménages américains ou britanniques. Or, la consommation a été réprimée depuis cinq ans ». Aussi, dans un contexte de dissipation des risques systémiques, donc de retour de la confiance, un fort rebond de la demande peut être anticipé.

Dans le sillage du rebond économique attendu de la zone euro, François-Xavier Chauchat est également plutôt positif vis-à-vis de l'Europe de l'Est, « une région à surpondérer dans les portefeuilles » avance-t-il. Elle a en effet été particulièrement affectée par le ralentissement économique de l'Europe de l'Ouest, dont elle est très dépendante, mais connaît aujourd'hui une très forte reprise. « Les entreprises internationales ont réinvesti dans cette région, ce qui tire la production industrielle, dans un contexte à l'inverse d'écroulement de l'inflation » se réjouit le chef économiste de Gavekal Research, qui émet cependant un bémol : une croissance forte dépendra aussi à l'avenir du retour du crédit, or il reste lié aux décisions des banques de l'Ouest, qui détiennent encore 70% des actifs bancaires locaux.

### L'écart entre les zones émergentes et développées tend à légèrement diminuer

Plus largement, « la croissance plus rapide des pays émergents n'est pas une donnée permanente : jusqu'en 1995, celle des pays développés était même équivalente » constate Thierry Apoteker. Mais depuis, un écart spectaculaire, de l'ordre de 2,5 à 4 points chaque année, s'est creusé. La transformation radicale de la Chine a impacté l'ensemble des pays émergents, mais elle n'aura plus à l'avenir la même influence. « Le rattrapage technique lié à des gains de productivité, qui lui a permis une exceptionnelle période de croissance de 20 ans ne peut être la norme » ajoute Thierry Apoteker, qui table sur un taux de croissance tendanciel de 5% au cours des prochaines années, contre 10% auparavant. C'est ainsi que l'écart entre les zones émergentes et développées tend à légèrement diminuer. Précisément, en 2013-2014, la croissance moyenne des pays développés devrait progresser de 0,5 point à 2%, tandis que celle des pays émergents se tasse, en petit recul de 0,2 point, à 4,5% (l'Asie en développement affichant pour sa part toujours un grand dynamisme, à +7,7% attendu).

Cette évolution intervient cependant à un moment où la taille des économies émergentes est infiniment plus grande qu'auparavant. Aussi, malgré ce ralentissement, leur apport à la croissance globale en volume reste à un niveau bien supérieur à ce qu'elle était pendant les décennies précédentes. En conséquence, « leur contribution à la croissance du PIB mondial est aujourd'hui beaucoup plus importante : elle se chiffre par exemple à 0,8% pour l'Asie en développement » détaille Thierry Apoteker.

### Une exposition optimale aux émergents passe plutôt par les marchés obligataires

Difficile cependant de nier une certaine déception des investisseurs vis-à-vis de ces régions. « Les émergents ont surpris positivement pendant des années et suscité ainsi beaucoup d'espoir. Aujourd'hui il existe un grand doute » analyse Gustavo Horenstein, gérant chez Dorval Finance. Il juge ainsi que le rattrapage dont de-

” L'une des forces de la zone euro est la très importante capacité d'épargne des ménages. Elle est aujourd'hui trois fois supérieure à celle des ménages américains ou britanniques. Or, la consommation a été réprimée depuis cinq ans »  
Thierry Apoteker, Directeur de TAC

” **Créer des champions nationaux prend du temps, mais les émergents y parviendront** »  
Gustavo Horenstein, Gérant chez Dorval Finance

vraient bénéficier ces pays en termes de PIB par habitant est loin d'être automatique. Il reste conditionné aux réformes structurelles et à l'évolution des cycles économiques, qui s'avèrent très différents d'une zone à l'autre, dans un contexte d'ajustement pour beaucoup d'entre elles (la Chine vivant par exemple une phase de digestion, après la très forte croissance du crédit qu'elle a connue ces dernières années, tandis que l'Inde devrait bénéficier de l'amélioration de la politique économique, menée par son nouveau premier ministre).

En termes de stratégie d'investissement, Gustavo Horenstein relève qu'une exposition à l'amélioration des fondamentaux macroéconomiques des émergents passe plutôt par

les marchés obligataires qu'actions. La tendance majeure de ces dernières années a en effet été la capacité des émetteurs, souverains et corporate, à s'endetter en monnaie locale, et donc à créer un nouveau marché. A l'inverse, les performances financières et donc boursières des entreprises locales n'ont pas toujours été à la hauteur des performances économiques de leurs pays respectifs : elles représentent ainsi aujourd'hui 14% des bénéfices des entreprises au niveau mondial, tandis que le PIB de l'ensemble des pays émergents atteint 38%. « *Créer des champions nationaux prend du temps, mais les émergents y parviendront* » anticipe Gustavo Horenstein. Cependant, pour le moment, elles ne captent qu'une partie de la croissance de leurs marchés et ce sont donc les grandes entreprises occidentales qui en bénéficient en grande partie. Un thème d'investissement qui reste aussi d'actualité.

## > Allocations d'actifs : un environnement toujours porteur pour les actions des pays développés

Sophie Chauvillier  
Gérante des fonds flexibles internationaux

Si les mouvements de tension brutaux sur les taux provoquent en général des corrections ponctuelles sur les actions, ces dernières bénéficient toutefois d'un contexte toujours favorable : reprise cyclique, inflation basse, conditions financières favorables. Du point de vue du cycle des profits, les Etats-Unis sont déjà bien avancés et on y observe des pics historiques de rentabilité. En conséquence, le marché est aujourd'hui bien valorisé. Il n'en va pas de même pour l'Europe qui n'en est qu'au début du retournement du cycle des profits et qui de surcroît au deuxième semestre devraient voir s'atténuer les effets devises négatifs (devises émergentes et dollar faible) qui ont pesé sur les résultats du premier semestre. En conséquence, si le niveau de valorisation apparaît comparable à celui des Etats-Unis, la contribution des résultats reste à venir et constitue un réservoir de performance. Enfin, les opérations de fusions & acquisitions se multiplient, motivées par une croissance économique modérée et un coût de la dette faible. Pour accroître son potentiel de croissance,

il est aujourd'hui en effet plus intéressant de s'associer ou d'absorber un concurrent que d'investir dans de nouvelles capacités de production.

En terme d'allocation d'actifs, nous favorisons les actions européennes, dont les valeurs décotées et les actions émergentes d'Europe de l'Est, ainsi que certains actifs obligataires bénéficiant de la politique accommodante de la BCE dont le crédit bancaire et les dettes périphériques. Nous restons en revanche prudents sur les actifs à durée élevée, au regard du niveau très faible atteint par les taux souverains en Europe et aux Etats-Unis alors que dans les prochains mois la Fed pourrait entamer une normalisation de sa politique monétaire.

Sur le front des émergents il convient de continuer à adopter une approche sélective au regard des difficultés toujours existantes dans un grand nombre de pays. Nous favorisons dans ce contexte l'Europe de l'Est, les marchés frontières. Nous renforçons tactiquement la Chine afin de nous positionner sur la reprise cyclique en cours. Véritable vitrine de la politique d'allocations d'actifs de Dorval Finance, **le fonds Dorval Flexible**



**Monde affiche une performance robuste avec + 41%** depuis sa création, le 15 décembre 2008, soit **une performance annualisée de +6,3%** (part B), depuis son lancement avec une volatilité limitée à 6,0% depuis création. Ce fonds s'inscrit dans une logique de gestion patrimoniale et apporte aux investisseurs une solution globale de gestion répondant à leur demande d'allocation d'actifs.

# Performances des fonds

## DORVAL CONVICTIONS P

10/06/2014	2014	2013	2012	1 an	3 ans	5 ans	Depuis 31/12/2007 (2)
<b>Performance DORVAL CONVICTIONS P</b>	<b>+7.6</b>	<b>+15.8</b>	<b>+10.9</b>	<b>+21.2</b>	<b>+30.4</b>	<b>+34.1</b>	<b>+35.8</b>
<i>Performance Indicateur (1)</i>	+4.1	+10.7	+7.4	+12.3	+15.6	+22.9	-2.8
<i>Performance EuroStoxx50</i>	+7.9	+21.5	+13.8	+25.3	+27.4	+39.2	-20.9

(1) Indicateur de référence : 50% Eonia et 50% EUROSTOXX 50, calculé dividendes nets réinvestis depuis le 31 décembre 2012.

(2) Date de création du fonds : 31/12/2007. Performances nettes de la part P. Données arrêtées au 10/06/2014.

Source : Dorval Finance. Les chiffres des performances cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Période considérée : 31/12/2007 – 10/06/2014.

## DORVAL CONVICTIONS PEA

10/06/2014	2014	2013	2012	1 an	3 ans	Depuis 31/12/2008 (2)
<b>Performance DORVAL CONVICTIONS PEA</b>	<b>+9.4</b>	<b>+19.9</b>	<b>+12.5</b>	<b>+25.5</b>	<b>+38.5</b>	<b>+54.0</b>
<i>Performance Indicateur (1)</i>	+4.1	+10.7	+7.4	+12.3	+15.6	+25.3
<i>Performance EuroStoxx50</i>	+7.9	+21.5	+13.8	+25.3	+27.4	+42.3

(1) Indicateur de référence : 50% Eonia et 50% EUROSTOXX 50, calculé dividendes nets réinvestis depuis le 31 décembre 2012.

(2) Date de création du fonds : 31/12/2008. Performances nettes de la part. Données arrêtées au 10/06/2014.

Source : Dorval Finance. Les chiffres des performances cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Période considérée : 31/12/2008 – 10/06/2014.

## DORVAL MANAGEURS

10/06/2014	2014	2013	2012	1 an	3 ans	5 ans	Depuis (2) 18/03/2005
<b>Performance DORVAL MANAGEURS I</b>	<b>+10.6</b>	<b>+29.0</b>	<b>+20.2</b>	<b>+28.6</b>	<b>+43.3</b>	-	-
<b>Performance DORVAL MANAGEURS C</b>	<b>+10.2</b>	<b>+28.0</b>	<b>+19.3</b>	<b>+27.6</b>	<b>+39.8</b>	<b>+77.3</b>	<b>+85.0</b>
<i>Performance CAC 40 (1)</i>	+7.9	+20.9	+15.2	+21.8	+25.9	+44.5	+18.3

(1) Indicateur de référence : CAC40, calculé dividendes nets réinvestis depuis le 31 décembre 2012.

(2) Date de création du fonds : 31/12/2008. Performances nettes de la part. Données arrêtées au 10/06/2014.

Source : Dorval Finance. Les chiffres des performances cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Période considérée : 31/12/2008 – 10/06/2014.

## DORVAL MANAGEURS EUROPE

10/06/2014	2014	2013	2012
<b>Performance DORVAL MANAGEURS EUROPE PART I</b>	<b>+15.2</b>	<b>+35.3</b>	<b>+24.7</b>
<b>Performance DORVAL MANAGEURS EUROPE C</b>	<b>+14.8</b>	<b>+34.4</b>	<b>+23.8</b>
<i>Performance MSCI PAN-EURO (1)</i>	+7.6	+19.0	+12.7

(1) Indicateur de référence : MSCI PAN-EURO, calculé dividendes nets réinvestis depuis le 31 décembre 2012.

(2) Date de création du fonds : 30/06/2011. Performances nettes de la part C. Données arrêtées au 10/06/2014.

Source : Dorval Finance. Les chiffres des performances cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Période considérée : 30/06/2011 – 10/06/2014.

## > Dorval Convictions & Dorval Convictions PEA

Louis Bert  
Président de Dorval Finance



### Les atouts d'une sélection pertinente de valeurs européennes dans un environnement de risque maîtrisé

**Louis Bert reste plutôt confiant sur les 12 mois à venir, préférant des thématiques boursières suivantes :**

> **l'union bancaire.** Les valeurs bancaires dans la perspective des résultats des stress test et de l'AQR (Asset Quality Review) qui devraient s'avérer globalement rassurant sur le secteur européen.

> **le secteur pétrolier.** Nous avons renforcé notre position en valeurs pétrolières en raison de leur rendement supérieur à 5% et de leur sensibilité à une forte appréciation du dollar.

> **l'émergence du luxe abordable** (un bon couple croissance/valorisation (Folli Follie, Pandora...)).

> **la santé,** une meilleure visibilité sur la croissance (Sanofi, Korian, Curanum...).

Dorval Convictions et Dorval Convictions PEA sont actuellement investis autour de 75%. En termes de perspectives, nous estimons que le marché devrait continuer d'être porté par l'affirmation de la reprise économique en Europe et la poursuite de la politique accommodante des banques centrales dans un contexte géopolitique toutefois plus délicat.

## > La gamme « Managers » de Dorval finance

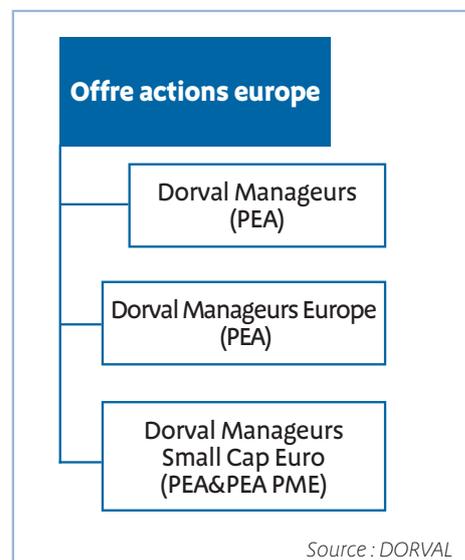
Stéphane Furet  
Directeur général de Dorval Finance



### La gamme « Managers » : le tandem manager-entreprise au cœur d'une stratégie de stock picking européenne performante.

Composée de Dorval Managers, Dorval Managers Europe et de Dorval Managers Small Cap Euro, le process de gestion de la gamme « Managers » est éprouvé depuis de nombreuses années.

Les fonds « Managers » ont la faculté d'investir jusqu'à 50% en petites et moyennes capitalisations boursières. L'univers des petites et moyennes capitalisations est un aspect de la cote que nous travaillons depuis de nombreuses années.

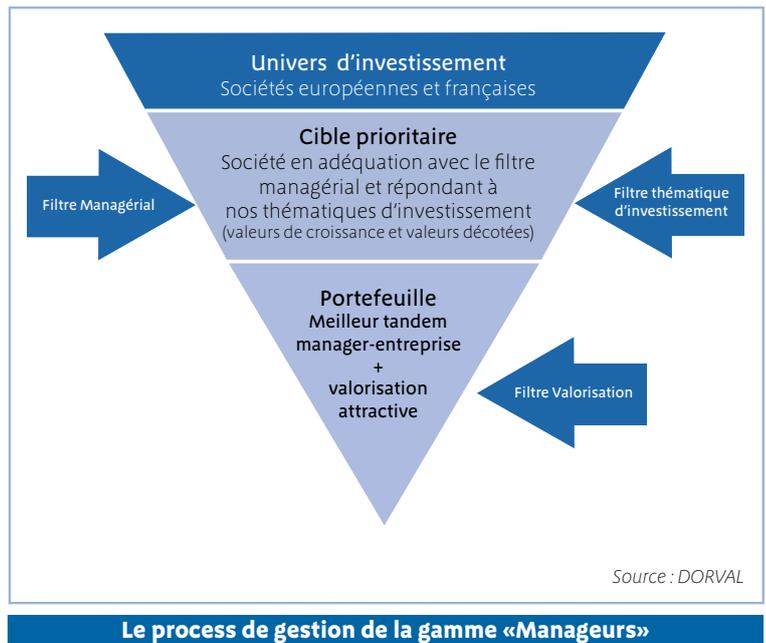


Source : DORVAL

**Cette méthodologie a permis aux fonds Dorval Manageurs et Dorval Manageurs Europe d'afficher des performances significativement supérieures à leurs indices de référence depuis leur création. En 2013, les performances respectives de Dorval Manageurs et Dorval Manageurs Europe sont de 28 % et +34,4 %.**

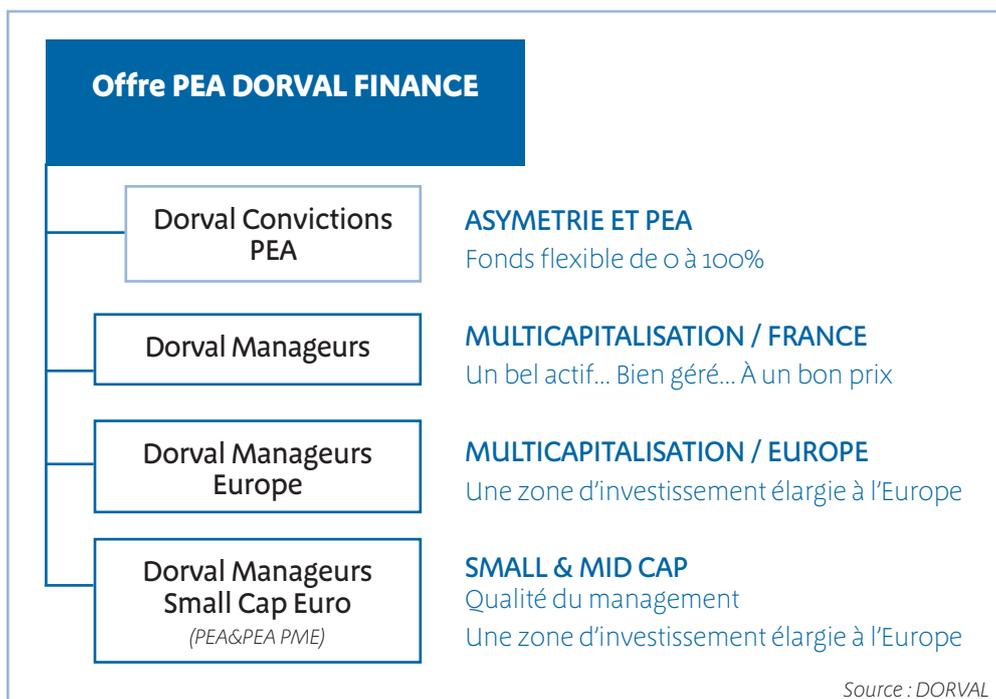
Avec un environnement de taux longs qui devrait rester durablement bas en Europe les investissements ont été renforcés sur les secteurs visibles en matière de cash flows et de dividendes élevés : Telecom (Deutsche Telekom) et Pétrole (ENI, PETROFAC). Les fonds privilégient les thématiques d'investissement suivantes : nouvelles technologies/numérique, émergence du luxe abordable, reprise cyclique de l'Europe, santé.

**Depuis le début de l'année Dorval Manageurs affiche une performance de +10,24 % et +15,17 % pour Dorval Manageurs Europe (données arrêtées au 10/06/2014).**



## Le PEA-PME : Est-ce une opportunité pour les clients ?

Le PEA-PME est le petit frère du PEA (créé en 1992) et qui a connu un grand succès. Leur fonctionnement est le même, sauf un plafond de 75 K€ pour le PEA-PME (150K€ pour le PEA) et les titres éligibles. C'est un dispositif simple à utiliser, complémentaire du PEA et de l'assurance-vie en UC. Il s'adresse à des personnes qui souhaitent se diversifier en actions et qui sont préparées aux fluctuations de la bourse.



### Chiffre clés Performances 1 an

**+25.5%**

Performance DORVAL CONVICTIONS PEA

**+28.6%**

Performance DORVAL MANAGEURS

**+37.5%**

Performance DORVAL MANAGEURS EUROPE

*Les chiffres des performances cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.  
(données arrêtées au 10/06/2014)*

# Quels sont les avantages de DORVAL MANAGEURS SMALL CAP EURO ?

**Une sélection rigoureuse de managers... pour un surplus de croissance dans la durée au sein des petites et moyennes capitalisations françaises et européennes:** Dorval Manageurs Small Cap Euro est un fonds actions de petites et moyennes capitalisations éligible au PEA et au PEA-PME. Dernier né de la gamme « Managers » de Dorval Finance, il bénéficiera de l'expérience de l'équipe de gestion, déjà mise à profit dans la sélection de managers de qualité, au sein des petites et moyennes sociétés. Les principaux avantages de ce fonds sont :

- **Qualité du management encore plus déterminante au succès de l'investissement dans l'univers des petites capitalisations.**
- **Une zone d'investissement élargie aux pays de la zone Euro** versus une offre franco-française permettant ainsi de limiter les effets de spécificités possibles sur la cote française.
- **La méthodologie propre à Dorval Finance** qui est mise en œuvre au travers de l'évolution du style de gestion entre valeurs de croissance et valeurs décotées, en fonction du scénario macro-économique, et d'un processus de sélection de sociétés basé sur l'analyse de la cohérence du couple « managers – entreprise », les perspectives de croissance des résultats et les niveaux de valorisation.



#### Société gestion de portefeuille et de conseils

1, rue Gramont  
75002 Paris  
tél: +33(0)1 44 69 96 44  
fax: +33 (0)1 42 94 18 37  
RCS Paris B391 392 768 code APE 6630Z  
SA au capital de 296747,50 e  
Agrément AMF 93-08

#### Vos contacts

##### Distribution externe

Gaëlle Guilloux  
gguilloux@dorvalfinance.fr  
+33 (0)1 44 69 90 45

##### Distribution institutionnelle

Denis Laval  
dlaval@dorvalfinance.fr  
+33 (0)1 44 69 90 43

[www.dorvalfinance.fr](http://www.dorvalfinance.fr)

#### AVERTISSEMENT

Ce document est destiné à des professionnels. 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 Finance à partir de sources qu'elle estime fiables. Dorval Finance se réserve la possibilité de modifier à tout moment et sans préavis les informations présentées dans ce document, qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Dorval Finance. Dorval Finance ne saurait être tenu 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.

Pour plus d'informations, retrouvez-nous sur notre nouveau site :

[www.dorvalfinance.fr](http://www.dorvalfinance.fr)

Achévé de rédiger le 18 juin 2014