



mirova

Creating Sustainable Value

BILAN & PERSPECTIVES MARCHÉS
MENSUEL
Mars 2024

Les 7 Magnifiques et le High Yield : encore gagnants

Février s'affiche comme un très bon mois pour les actifs risqués, avec de nouveaux records franchis pour de grands indices. Le S&P 500¹ est passé au-dessus des 5 000 points pour la première fois de son histoire, après avoir progressé de 5,2 %² sur le mois et le Nikkei a atteint des niveaux qui n'avaient pas été vus depuis 1989. Ces performances s'expliquent notamment par la poursuite de l'engouement autour de la thématique de l'intelligence artificielle (voir The Long View) et l'attrait toujours aussi vigoureux pour les grosses capitalisations américaines, notamment à la suite des résultats solides de Nvidia, Meta ou Amazon, les 7 Magnifiques tirant encore largement l'indice américain (+12 %)². A bien y regarder toutefois, toutes n'ont pas connu un début d'année aussi positif que Nvidia (+60 % à fin février %)² à l'image d'Apple ou Tesla clairement plus à la peine.

De manière générale les grandes capitalisations ont continué de surperformer, de même que les valeurs cycliques, par rapport aux défensives. Le S&P 500 enchaîne ainsi son 4^{ème} mois de hausse consécutif. A noter que les valeurs bancaires régionales demeurent sous surveillance, leur indice ayant perdu 3 %² sur le mois, après une chute de 10 %² en janvier.

En Europe, le marché actions affiche une progression plus modérée, + 2 %², en dépit d'une nette surperformance des valeurs cycliques et alors que les gros poids de la cote surprennent globalement positivement (ASML, Novo Nordisk, LVMH, SAP...). Les publications de résultats ressortent en moyenne plus mitigées qu'outre-Atlantique alors que la croissance peine à y redémarrer, même si on notera une légère amélioration. Plus à l'est les marchés ont connu une forte hausse. Le Nikkei a en effet progressé de 8 %², tout comme le marché chinois, qui affiche ainsi sa meilleure performance mensuelle depuis deux ans. Un rebond que l'on pourrait qualifier de tactique à ce stade, attribuable en partie au fort interventionnisme du gouvernement qui a notamment procédé à des achats d'actions.

Sur les marchés obligataires les investisseurs ont dû digérer un léger sursaut de l'inflation au cours du mois, ce de part et d'autre de l'Atlantique. Cela les a conduit à repousser une fois de plus les dates de premières baisses de taux directeurs en l'occurrence à juin désormais, d'après le consensus pour la Fed³ comme pour la BCE⁴. L'inclination des banquiers centraux à patienter encore quelques mois afin de s'assurer du bon retour de l'inflation vers leurs niveaux cibles les y a encouragés. Face à la hausse des taux courts et longs, de 40 points de base pour le 10 ans américain à 4,3%² et 23 points de base pour le 10 ans allemand à 2,41%², les obligations d'État ont perdu du terrain, fléchissant de l'ordre de -1,5 %² pour les *Treasuries*⁵ américaines et -1 %² pour les indices obligataires européens. En revanche, on observera sur le mois une poursuite du resserrement des *spreads*⁶ de crédit, tant *investment grade*⁷ que *high yield*⁸, avec un marché primaire qui demeure vigoureux mais peine à satisfaire l'appétit des investisseurs pour ces classes d'actifs.

Aussi la hausse des taux courts et longs n'a-t-elle pas affecté le marché actions, ce qui met un terme, au moins temporaire, à la corrélation positive et inhabituellement forte entre actions et obligations à laquelle on a assisté tout au long de l'année dernière. En effet les marchés actions ont progressé malgré les hausses de taux, trouvant leurs propres catalyseurs de performance dans la macroéconomie comme la microéconomie. Les investisseurs démontrent ainsi leur conviction que l'économie se porte bien et le marché revient sur des comportements plus sains.

Du côté des devises, le dollar progresse de 1 %² et ressort renforcé par rapport aux devises du G10, après la hausse des taux américains au cours du mois. Le yen poursuit son repli, perdant 2 %² en février, ce qui porte à 6 %² sa chute depuis le début de l'année. Cela profite aux actions, comme le démontre la performance du Nikkei.

¹ Le S&P 500 est un indice boursier basé sur 500 grandes sociétés cotées sur les bourses aux États-Unis

² Source : Bloomberg

³ Réserve fédérale des États-Unis

⁴ Banque Centrale Européenne

⁵ Titres du Trésor américain

⁶ Ecart

⁷ Notations des agences de rating situées entre AAA et BBB- selon l'échelle de Standard & Poor's

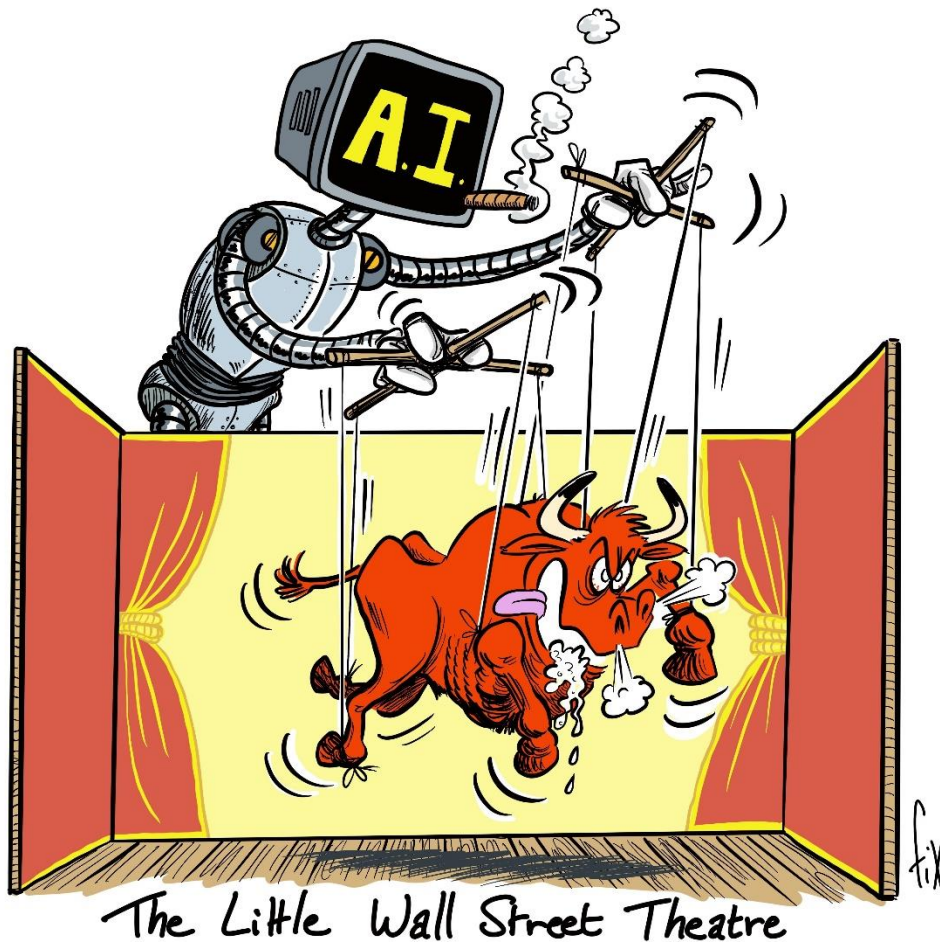
⁸ Haut rendement

2 Les données mentionnées reflètent l'opinion de Mirova et la situation à la date du présent document et sont susceptibles d'évoluer sans préavis. Toutes les valeurs mobilières mentionnées dans ce document, le sont à titre illustratif uniquement et ne constituent en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente.



Le Brent a progressé de 2 %⁹ contrairement aux prix des produits de base, notamment le gaz naturel en Europe. Son prix a reculé en effet de 18 %⁹ sur le mois, renforçant l'hypothèse d'une poursuite du mouvement de désinflation, avec une baisse des coûts de production pour les secteurs à forte intensité énergétique et un regain de pouvoir d'achat pour les ménages.

Dernier fait notable du mois, l'exceptionnelle performance du bitcoin. Avec une hausse de 45 %⁹ à plus de 60 000 \$, il réalise sa meilleure performance mensuelle depuis décembre 2020.



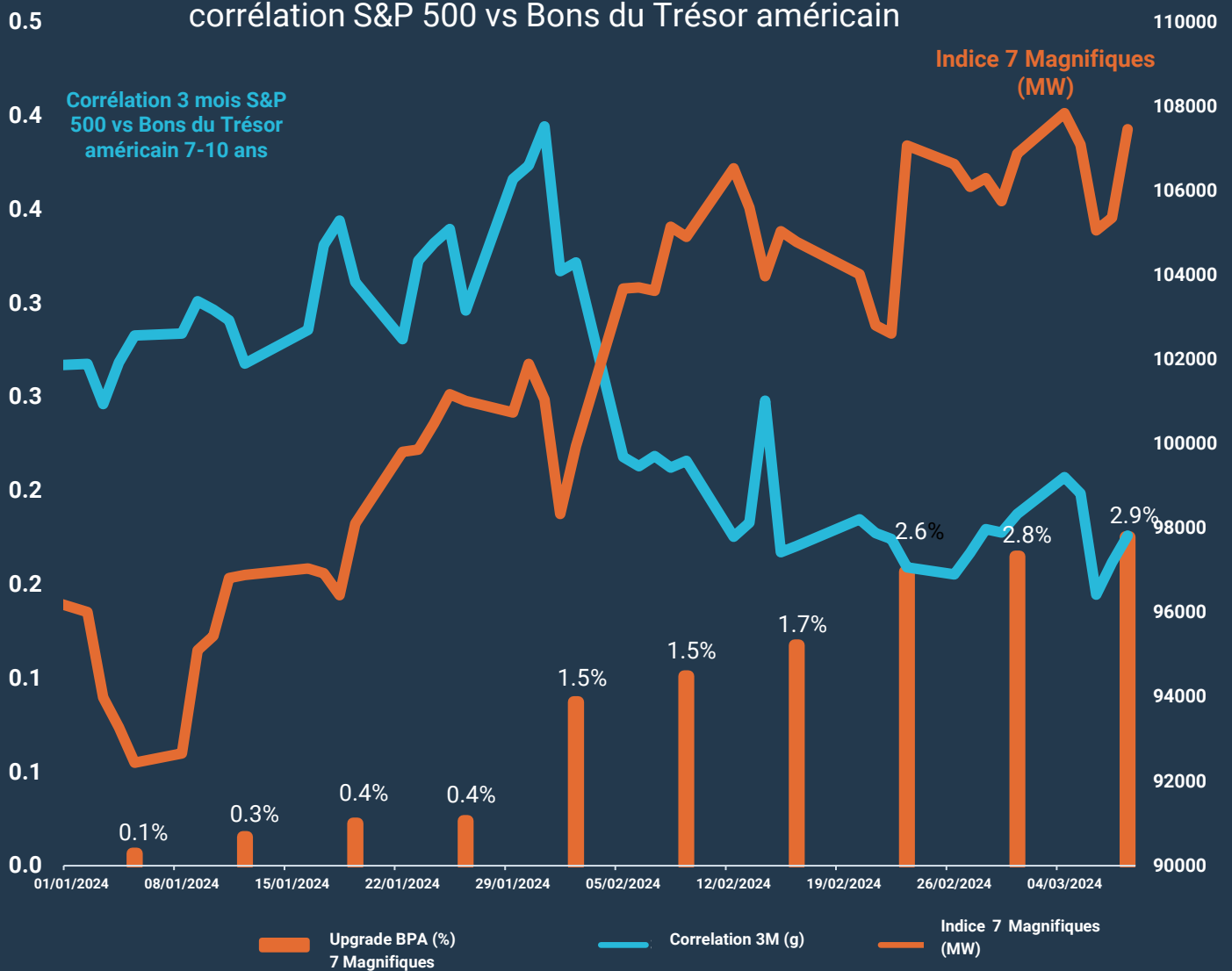
⁹ Source : Bloomberg

3 Les données mentionnées reflètent l'opinion de Mirova et la situation à la date du présent document et sont susceptibles d'évoluer sans préavis. Toutes les valeurs mobilières mentionnées dans ce document, le sont à titre illustratif uniquement et ne constituent en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente.



Graphique du mois

Indice 7 Magnifiques (MW) - Upgrade BPA (%) -
corrélation S&P 500 vs Bons du Trésor américain



Source : Bloomberg



Bilan et perspectives macro

Inflation surprise : pourquoi elle ne doit pas inquiéter

Ce fut inattendu, l'inflation core¹⁰ au titre du mois de janvier et février a surpris à la hausse. Aux États-Unis, le CPI¹¹ est ressorti à 0,4 %¹² sur chacun de ces deux mois le mois contre des attentes à +0,3 %¹² (base mensuelle). Un plus haut depuis 9 mois. Sur trois mois, en rythme annualisé, le CPI core se porte à 4,1 %¹². En parallèle d'un PPI¹³ sorti également nettement au-dessus des attentes et d'un déflateur sous-jacent de la consommation des ménages (core PCE deflator) à 2,8 %¹², toujours supérieur à l'objectif de la Fed, la question de savoir si la poursuite de la dynamique de désinflation reste de mise en ce début d'année 2024 apparaît tout à fait légitime.

Et pour cause les investisseurs, pilotés par les banquiers centraux n'ont eu de cesse de repousser les dates de première baisse de taux directeurs (désormais juin selon le consensus pour la Fed et la BCE) et de réviser leurs estimations quant à l'ampleur de ces baisses. Leurs estimations sont ainsi passées d'environ 160 points¹² de base à fin décembre à 90-90 points de base¹² de baisse attendue pour les taux directeurs américain et européen ; le nombre de baisses attendues sur l'année 2024 se réduit mécaniquement au nombre de 3-4 de part et d'autre de l'Atlantique alors qu'il était supérieur à 6 en fin d'année dernière.

Il ne faut cependant pas voir dans les chiffres de ce début d'année le retour d'un mouvement inflationniste selon nous, ni le début d'un scénario similaire à celui des années 1970, avec une boucle prix-salaires. Cela démontre plutôt que la normalisation de la situation prendra davantage de temps que prévu, et qu'elle apparaîtra plus erratique également. Il faut, de plus, tenir compte du fait que cette inflation provient aussi d'effets de hausse de prix saisonniers et résulte pour partie de la hausse de cotisations spécifiques à verser en cette période, tels les frais de gestion de portefeuille, ou des frais d'assurances. Une reprise de l'inflation ne fait pas partie de notre scénario central. Le ralentissement de la croissance des coûts unitaires du travail aux États-Unis (lié aux gains de productivité ainsi qu'à la normalisation progressive du marché du travail) devrait au contraire continuer d'exercer une légère pression baissière sur l'inflation durant les prochains trimestres.

D'ailleurs selon le *beige book*¹⁴ de la Fed¹⁵, les entreprises signalent une amélioration de la disponibilité et de la rétention de la main-d'œuvre, ce qui est cohérent avec la baisse observée du taux de démission des salariés. Plusieurs Etats notent également un assouplissement des pressions inflationnistes, en partie parce que les entreprises ont de plus en plus de mal à répercuter les hausses de coûts sur leurs clients. Par ailleurs les chaînes d'approvisionnement continuent de se normaliser et la baisse des prix des biens, facteur de désinflation important dans les économies développées ces deux dernières années, devrait se poursuivre cette année.

Aussi les créations d'emploi non agricoles se sont accompagnées d'une croissance plus modérée des salaires (0,1 %¹² sur le mois, 4,3 %¹² en glissement annuel, contre 4,4 %¹² en janvier), d'un recours toujours plus important au travail temporaire et d'une hausse du taux de chômage.

Par ailleurs ces surprises d'inflation ne semblent pas inquiéter la banque centrale américaine outre mesure. Ainsi Jerome Powell a précisé début mars devant le congrès que l'inflation avait reculé de manière « substantielle » après avoir atteint en 2022 un pic de 40 ans, et que « la Fed n'était plus loin d'avoir la confiance nécessaire pour baisser les taux ».

La BCE lui a emboîté le pas lors de son comité début mars en abaissant ses prévisions d'inflation (et de croissance) pour la zone euro cette année. L'inflation attendue pour 2024 se situe désormais à 2,3 %¹² contre 2,7 %¹² il y a seulement 3 mois !, ce alors que les anticipations pour 2025 et 2026 sont tombées à 2 %¹² et 1,9 %¹² respectivement.

¹⁰ La core inflation est une inflation dont on a retiré certains éléments fluctuants

¹¹ Consumer Price Index, indice des prix à la consommation

¹² Source : Bloomberg

¹³ Plan pluriannuel d'investissement

¹⁴ Le Livre beige est un rapport écrit de la Réserve fédérale américaine. Répondant au nom de « Résumé des commentaires des conditions économiques actuelles des Réserves fédérales de District »

¹⁵ Réserve fédérale des États-Unis



États-Unis : un possible *no landing*¹⁶ ?

La croissance américaine devrait dépasser 2 %¹⁷ cette année hors choc exogène, c'est-à-dire quasiment le double de ce que le consensus attendait il y a encore quelques mois. L'acquis de croissance de début d'année s'avère en effet nettement supérieur aux prévisions initiales. Les 3,2 %¹⁷ de croissance annualisée réalisés au quatrième trimestre 2023, dont une large part provienne de la consommation privée, expliquent en partie cet écart, de même que les données des deux premiers mois 2024, en ligne avec une croissance supérieure à 2 %¹⁷. Pour rappel, les PMI manufacturier et services, y compris les composantes nouvelles commandes, ont monté, parallèlement à la publication de bons chiffres de l'emploi, à une dynamique des refinancements hypothécaires favorable à l'amélioration des conditions financières et à un effet richesse positif pour les ménages, etc.).

Sur le marché du travail en particulier, nous avons assisté à de solides créations d'emplois, malgré une légère hausse du taux de chômage. Selon le *Bureau of Labor Statistics* des États-Unis, la masse salariale non agricole a bondi de 275 000 emplois en février après une hausse révisée à la baisse, mais toujours décente, de 229 000 en janvier. La moyenne des créations d'emplois sur les trois derniers mois ressort à 265 000, autrement dit supérieure à la moyenne sur les 12 derniers mois (229 000).

Autre indicateur positif, l'indice de confiance des CEO concernant les perspectives économiques aux États-Unis (sondage trimestriel basé sur leurs attentes au cours des 6 prochains mois) dépasse pour la première fois depuis 2022 sa moyenne historique.

Dans ces conditions, certains se demandent si l'économie US ne se trouverait pas sur le point de réaccélérer et, par suite, d'alimenter un rebond de l'inflation de repartir à la hausse. Raphael Bostic de la Fed d'Atlanta parle à ce sujet d'une « exubérance refoulée » qui n'attendrait plus que le signal de la baisse des taux directeurs pour se matérialiser.

À ce stade il nous semble trop tôt pour conclure. Une des variables clés pour les prochains trimestres pourrait résider dans la poursuite ou non des gains de productivité réalisés par l'économie américaine. Sur les trois derniers trimestres, ils ont avoisiné les 4 %¹⁷ en rythme annualisé, soit un niveau équivalent à celui de la fin des années 90, marqué par une poursuite du cycle bien au-delà des attentes. Quoi qu'il en soit les conditions semblent d'ores et déjà réunies pour un scénario de *soft landing* réussi voir de *no landing*, et nous restons en ce sens plus agressifs que le consensus.

L'Europe a encore du mal à trouver sa voie

En Europe aussi, la désinflation s'est faite plus hésitante depuis le début de l'année, mais sans pour autant que cela ne constitue un point d'inquiétude. L'effet saisonnier représente une composante importante dans le léger rebond de l'inflation.

Plus que ces mouvements temporaires de l'inflation, ce que scrute attentivement la Banque centrale actuellement se trouve plutôt du côté de l'emploi et des salaires. Sur ce front, les chiffres démontrent toujours une forte solidité, ce qui explique que la première baisse de taux ne devrait pas intervenir avant le début du mois de juin. Malgré une stagnation économique en zone euro, le chômage poursuit en effet sa tendance baissière, affichant un taux de 6,4 %¹⁷ en janvier, après un niveau de 6,5 %¹⁷ en décembre dernier. Face à un resserrement structurel de l'offre de main d'œuvre, les entreprises ont tendance à conserver leurs salariés, voire à embaucher, en anticipant une reprise économique au deuxième semestre.

Ce resserrement du marché du travail est favorable aux salariés, toujours en position de force en matière de négociation salariale. Le discours belliqueux de Christine Lagarde face à une future baisse de taux s'explique en grande partie par ces éléments. La BCE¹⁸ va se montrer très attentive aux résultats des négociations salariales qui se déroulent au cours de ce premier trimestre. Les salaires pourraient en ressortir sur une hausse

¹⁶ Absence d'atterrissage

¹⁷ Source : Bloomberg

¹⁸ Banque Centrale Européenne

6 Les données mentionnées reflètent l'opinion de Mirova et la situation à la date du présent document et sont susceptibles d'évoluer sans préavis. Toutes les valeurs mobilières mentionnées dans ce document, le sont à titre illustratif uniquement et ne constituent en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente.



de 4 %¹⁷ à 5 %¹⁷. Or, pour être en ligne avec un objectif d'inflation à 2 %, la BCE privilégie une croissance des salaires autour de 3 %¹⁷. Nous estimons que les niveaux de salaire devraient se normaliser en zone euro, comme cela commence à être perceptible dans les offres d'emploi, validant ainsi l'hypothèse d'une baisse des taux en juin. En zone euro, l'inflation pourrait retomber autour de 2 %¹⁹ d'ici la fin de l'année, sans redescendre plus bas, sur des niveaux tels que connus pré-Covid.

Sur le plan plus général de la croissance, la reprise se fait attendre, mais nous semblons avoir touché un point bas, comme en témoignent les dernières publications des indices PMI, qui affichent un léger rebond, ainsi qu'un frémissement de reprise au niveau des services. L'indice PMI composite de février atteint son plus haut niveau depuis 8 mois. À cela se conjugue un meilleur sentiment des industriels, même si celui-ci reste sur de faibles niveaux. L'amélioration des nouvelles commandes constitue un point positif de même que la baisse des prix de gros de l'énergie qui devrait bénéficier à terme aux industries à forte intensité énergétique. Un point d'attention pour les prochains mois devra se chercher du côté de la construction et de l'immobilier, en particulier en Allemagne et en France. Le nombre de permis de construire s'inscrit en repli, le nombre de crédits immobiliers reste faible. Une détente des conditions de crédit constituerait un signal positif fort en faveur de la reprise.

Chine : voir la réalité derrière le rebond du marché

En Chine, la bonne performance mensuelle des actions domestiques, en partie liée aux mesures mises en place par les autorités afin de stabiliser le marché, ne doit pas faire oublier les difficultés structurelles de l'économie., les ménages chinois subissent un effet richesse négatif lié à l'effondrement de l'immobilier et la consommation domestique peine à rebondir. Du côté de l'offre, les données industrielles restent poussives avec un indice PMI manufacturier en contraction pour le cinquième mois consécutif en février (à 49,1, toujours inférieur à 50).

La dynamique des prix à la consommation ressort proche de zéro contrairement aux pays occidentaux, alors que celle des prix à la production affiche une baisse sur un an. Les plans de relance budgétaire au service de l'offre et non de la demande n'ont fait qu'accentuer cette tendance jusqu'à présent. Ce qui fait dire à certains que la Chine devrait continuer à exporter ses pressions déflationnistes dans le reste du monde cette année, via un rebond de ses exportations.

Enfin le gouvernement chinois s'est fixé un objectif de croissance du PIB²⁰ de 5,0 %¹⁹ pour la deuxième année consécutive. Objectif atteint, voire dépassé l'année dernière, mais à priori plus ambitieux cette année. Une certitude : d'autres mesures de relance monétaire et budgétaire vont venir, y compris un potentiel soutien direct à la consommation des ménages, si la dynamique des dépenses devait s'estomper dans les prochains mois.

Les résultats des entreprises scrutés par les marchés

Le saison des résultats touche à sa fin aux États-Unis et ceux-ci ont dépassé les attentes. En effet, trois quarts des entreprises ont publié des résultats meilleurs qu'attendus et plus de la moitié ont dépassé les prévisions de chiffre d'affaires. Le taux de croissance anticipé pour les entreprises américaines en 2024 est de 10 %¹⁹ à 12 %¹⁹. A la suite de ces résultats, il faut noter une augmentation des valorisations sur le compartiment technologique, malgré 40 centimes de hausse sur le taux américain à 10 ans. Un phénomène, qui démontre que les investisseurs se montreront prêts à payer plus cher pour participer à cette croissance. De tels niveaux de valorisation mettent une certaine pression sur les entreprises concernées ; une baisse des taux permettrait de la faire retomber en partie.

En Europe, les trois quarts des entreprises ont publié leurs résultats, mais seule la moitié dépasse les attentes. Sur le chiffre d'affaires, là encore, un peu moins de la moitié surpasse les prévisions. Il s'agit du trimestre le plus faible depuis le T4 de 2019 et de nouvelles dégradations sur les prévisions de croissance anticipée des entreprises en 2024 sont envisageables.

¹⁹ Source : Bloomberg

²⁰ Produit Intérieur Brut

7 Les données mentionnées reflètent l'opinion de Mirova et la situation à la date du présent document et sont susceptibles d'évoluer sans préavis. Toutes les valeurs mobilières mentionnées dans ce document, le sont à titre illustratif uniquement et ne constituent en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente.



The Long View

Investisseurs : même pas (small) caps !

La sous-performance des petites et moyennes capitalisations (*small & mid caps*) depuis plusieurs mois prend des airs de phénomène de fond, alimenté par des facteurs cohérents, dont la hausse des taux formait la trame. Il présente aussi des aspects assez mécaniques. En schématisant à l'extrême, il provient de la vente des plus petites valeurs par les investisseurs voulant exposer, notamment, leurs portefeuilles aux perspectives de croissance très soutenue de l'Intelligence Artificielle (IA). Il ne se trouve en effet plus une entreprise, une université, une organisation plus ou moins étatique qui ne valide désormais le lancement de projets de recherche ou de développement d'envergure sans y avoir intégré une composante assise sur l'IA. Or, il faut pour cela accéder, par exemple, aux produits de Nvidia... si ce dernier daigne vous les fournir sous des délais raisonnables et à des prix décents. Chacun aura compris que jamais perspectives de développement d'une industrie n'avaient paru plus limpides, et cette fois sans les hypothèses audacieuses que les marchés avaient prises au début des années 2000 pour modéliser le cours des valeurs dites internet.

Conclusion ? Aucun investisseur actions n'ose se passer d'actions Nvidia. Et comme nous nous trouvons dans une période où la création monétaire tous azimuts paraît révolue, il faut bien trouver de quoi financer le renforcement sur Nvidia ou toute autre compagnie à peu près équivalente à forte capitalisation (*large caps*). Dans ce contexte, alléger les *small & mid caps* constitue une option d'autant plus rationnelle que la hausse des taux pénalise ces valeurs souvent perçues comme offrant le moyen de miser sur la croissance ou sur la consolidation. Par ailleurs, rappelons que les années 1970 avaient montré que la capacité d'une entreprise à préserver voire accroître ses marges en période inflationniste dépendait très largement de sa taille : les plus gros acteurs surperformaient leurs pairs plus petits, avec quelques exceptions. Enfin dans certains secteurs, les niveaux d'endettement relatifs ne jouent pas en faveur des petites sociétés, plus endettées en moyenne que les plus grandes de leurs concurrentes. La divergence induite par ce comportement – vente de *small & mid caps* pour financer l'achat de *large caps* – ne surprendra donc pas. Elle s'auto-alimente.

La question porte alors sur ce qui pourrait la freiner. Pas besoin de recourir à des prévisions sophistiquées : c'est l'évolution des taux, non les niveaux qu'ils ont atteints, qui procure la clef de voute évidente de l'éventuel retour en grâce des *small & mid caps*. Toutefois, il convient de distinguer deux situations : l'une en Europe, l'autre en Amérique du Nord.

Jouer des valeurs technologiques ou la croissance de l'Amérique ?

Bien que partageant de nombreuses caractéristiques, les petites et moyennes capitalisations ont des dynamiques de valorisation qui ne se fondent pas sur les mêmes sous-jacents selon que nous parlons d'Europe ou d'Amérique du Nord.

Small & mid caps européennes : jouer la baisse des taux

Pendant longtemps, les *small & mid caps* européennes avaient permis de jouer des tendances somme toute très domestiques, mais la mondialisation y avait mis fin : peu à peu, ce segment du marché a endossé la fonction de vecteur d'exposition à la croissance mondiale, tout en ajoutant une composante d'innovation qui faisait défaut aux larges caps.

C'est donc sans surprise que la hausse des taux a pénalisé ces valeurs, jusqu'à ce que leurs multiples de valorisation indiquent des décotes record, et que nous ne comprenons tout simplement plus.

Le MSCI Europe small caps a un P/E²¹ actuellement de 11,6x²² sous sa médiane sur vingt ans, de 14,6x²², quand celui du MSCI Europe, à 12,3x²², se situe légèrement en dessous de cette médiane, à 12,9x²².

21 Price-earnings ratio est un indicateur utilisé en analyse financière et boursière

22 Source : Bloomberg

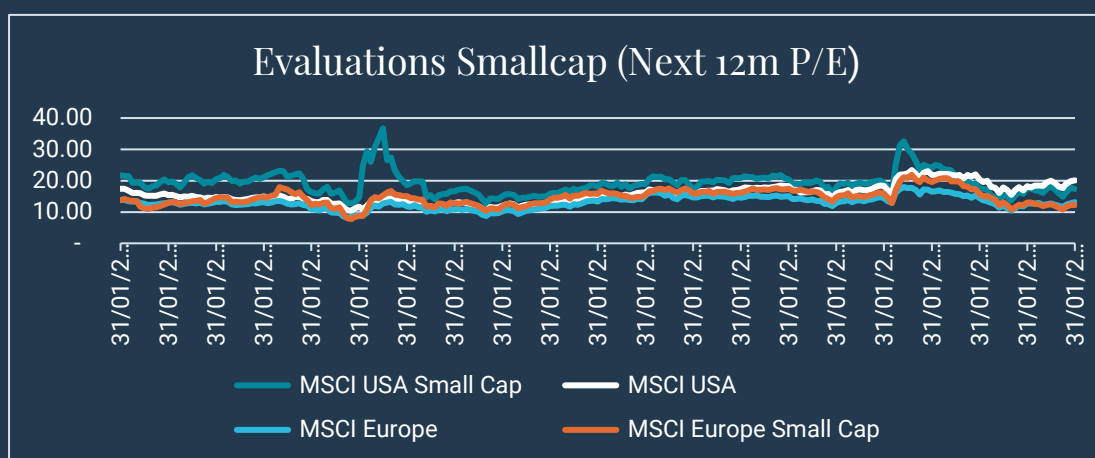


Small & mid caps US : jouer la croissance US

Vu des États-Unis, le monde développé se limite parfois... aux États-Unis. Cela en tous cas, se retrouve un peu dans les *small & mid caps* locales, qui pour l'essentiel, représentent des valeurs domestiques dans d'importantes proportions. Autre différence avec les *small & mid caps* européennes, celles d'Amérique du Nord ne reposent pas sur l'innovation voire la disruption. Elles permettent plutôt de s'exposer à des croissances assez stables, fondées sur l'expansion d'un modèle opérationnel de qualité que le management déploie peu à peu sur l'ensemble des états américains.

Le MSCI US small Cap a un P/E actuellement de 16,2x²³ sous sa médiane sur vingt ans, de 19,1x²³, quand celui du MSCI US, à 19x²³, se situe très au-dessus de sa propre médiane, à 15,4x²³.

P/E des indices MSCI sur vingt ans



Tous les chemins mènent aux small & mid caps

Si les taux ont bel et bien atteint un plateau, alors les small & mid caps européennes ressemblent à une opportunité. Si la croissance nord-américaine se comporte comme Mirova l'attend depuis plus d'un an, c'est-à-dire bien mieux que le marché ne le croit, alors les small & mid caps nord-américaines ressemblent aussi à une opportunité. Et si, comme nous croyons le percevoir, les taux baissent un peu et que la croissance US tient bon, alors, ce sont toutes les small & mid caps qu'il faudra reconsidérer. En un sens, il faut même voir au-delà du contexte macroéconomique pour parvenir – une fois de plus – à la même conclusion sur ce segment du marché, notamment sa partie européenne : la quête d'exposition à des valeurs à même de bénéficier de ruptures technologiques comporte trop de risques si elle ne se matérialise qu'à travers le portage de quelques large caps seulement. Cela comporterait trop de risques à la moindre déception sur Nvidia par exemple, tandis que le potentiel d'appréciation le plus élevé se situe forcément chez de plus petites entreprises.

Autre écueil à éviter : opposer systématiquement les larges caps aux small & mid caps. Les secondes apportent la solution de compléter les premières, pour accroître la probabilité qu'un portefeuille donné profite des perspectives de croissance qu'offre la révolution de l'IA et de ce qu'elle induit pour de nombreuses industries. Au vu des niveaux de valorisation désormais atteints, le moment nous paraît particulièrement propice pour revenir sur ces valeurs. Les marchés les ont délaissées pour des raisons rationnelles, mais dépendantes de circonstances qui s'atténuent voire disparaissent.

L'histoire des marchés a plusieurs fois cruellement rappelé que les changements apparents de paradigme ne laissent, quelques années après leur invalidation, que le souvenir de simples anomalies. La valorisation actuelle des small & mid caps semble relever de cette catégorie.

23. Source : Bloomberg

9 Les données mentionnées reflètent l'opinion de Mirova et la situation à la date du présent document et sont susceptibles d'évoluer sans préavis. Toutes les valeurs mobilières mentionnées dans ce document, le sont à titre illustratif uniquement et ne constituent en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente.



Synthèse

Vues de marchés

RÉSUMÉ			
CLASSES D'ACTIFS	LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
Actions		forte	<ul style="list-style-type: none"> Surperformance des actions sur 2024 sur fond de désinflation, détente des politiques monétaires, rebond macro à l'échelle mondiale et bonne tenue des résultats d'entreprises. Surprises positives en provenance des Etats-Unis Toute correction substantielle serait mise à profit pour renforcer les positions
Crédit		modérée	<ul style="list-style-type: none"> Long crédit car partage avantageux avec des <i>spreads</i>²⁴ restant attractifs. Facteurs techniques toujours favorables (déséquilibre offre/demande, relativement peu de refinancement en 2024) Hausse des taux de défaut modérée compte tenu de la résilience macro Scénario de <i>trading range</i>²⁵ privilégié à court terme compte tenu du fort resserrement des <i>spreads</i> ces derniers mois
Duration		modérée	<ul style="list-style-type: none"> Léger long duration en raison de la fin du cycle de resserrement monétaire, d'une poursuite du mouvement de désinflation et d'un effet diversification vs actifs risqués désormais bénéfique. Niveaux de taux réels attractifs en l'absence d'un scénario de réaccélération de la croissance aux États-Unis. Attention néanmoins à une potentielle poursuite du <i>repricing</i>²⁶ à court terme lié au recalibrage du nombre de baisse de taux directeurs attendus sur l'année 2024.
Cash		modérée	<ul style="list-style-type: none"> Couple rendement/risque attractif à court terme mais devrait pâtir d'une réallocation vers les actifs risqués à mesure que les taux directeurs baissent et que notre scénario se concrétise.

ACTIONS			
SEGMENTS	LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
US		modérée	<ul style="list-style-type: none"> Scénario de <i>soft landing</i>²⁷ réussi, consommation résiliente via effet richesse, poursuite du mouvement de désinflation justifiant une détente de la politique monétaire mi-2024 (juin). Fin du déstockage et rebond manufacturier au second semestre. Valorisation défavorable (prime de risque, <i>price earning ratio</i>, etc...) partiellement compensée par une dynamique de révisions bénéficiaires attractive en relatif comme en témoigne la dernière saison de résultats. Attention au risque spécifique lié à la surreprésentation des « sept magnifiques ». Elargissement du leadership sectoriel à venir
Euro		forte	<ul style="list-style-type: none"> Stagnation macro suivi d'un rebond au second semestre. Poursuite du mouvement de désinflation justifiant une détente de la politique monétaire (juin) Valorisation attractive, marché sous-détenu, potentielle reprise du commerce mondial favorisant les exportations européennes
Royaume-Uni			<ul style="list-style-type: none"> Perspective de croissance faible, inflation élevée et persistante justifiant une valorisation très attractive. Biais défensif (santé, consommation durable)
Japon		modérée	<ul style="list-style-type: none"> Poursuite du <i>rerating</i>²⁸ en cours lié au mouvement de libéralisation du secteur privé (amélioration de la gouvernance). La hausse des salaires et des anticipations d'inflation devrait soutenir la consommation Le risque à court terme demeure un potentiel resserrement monétaire entraînant une appréciation du Yen. Alléger les secteurs profitant de la faiblesse du yen, renforcer les bancaires
Marchés émergents			<ul style="list-style-type: none"> Croissances de BPA²⁹ attendues pour 2024/2025 un peu trop optimistes alors que la dynamique de révision relative vs pays développés demeure négative. En positif début de baisse de taux directeurs de certaines banques centrales des marchés émergents, primes de risque et valorisations raisonnables. Attente d'un pivot Fed³⁰ pour être plus constructif
Croissance vs. Value			<ul style="list-style-type: none"> Fin de la hausse des taux réels et anticipation de détente monétaire constituent des catalyseurs positifs pour la surperformance de la croissance vs value. L'amélioration de l'environnement macro-économique mondial devraient favoriser les compartiments Value dont la valorisation reflète un scénario de récession. D'où positionnement barbell constitué à la fois de sociétés à forte croissance (techno, santé, etc...) et de sociétés très décotées (banques, foncières, utilities...). Préférence pour les sociétés dont la dynamique de révision de marge et de bénéfices est positive
Qualité vs. Volatilité élevée			<ul style="list-style-type: none"> Forte surperformance du style qualité dans un contexte de hausse des taux et résultats au-dessus des attentes. Style suracheté, attention à une potentielle rotation à court terme
Petits vs. larges capitalisations		modérée	<ul style="list-style-type: none"> Valorisation des petites capitalisations attractives en termes relatif, limitant le potentiel de sous-performance. Saison de résultats et dynamique de révision de bénéfices défavorable depuis le début de l'année. Toujours positif sur le compartiment à moyen/long terme tout en restant sélectif à court terme.
Cyclique vs. Défensif		modérée	<ul style="list-style-type: none"> Amélioration de l'environnement macro-économique mondial. Consommation discrétionnaire soutenue par la hausse des salaires réels Valorisation cyclique vs défensive en ligne avec l'historique

24. Le « spread » est l'écart ou la différence entre les deux prix d'un actif dans le secteur financier. D'une part on a la valeur de l'achat et de l'autre on a le prix de vente.

25. Le Trading Range est un indicateur pertinent du marché notamment pour les indicateurs stochastiques.

26. Le repricing consiste à automatiquement changer ses prix en fonction de la concurrence

27. Atterrissage en douceur

28. Ré-estimation

29. Bénéfice par action

30. Banque Fédérale américaine



CRÉDIT			
SEGMENTS	LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
Investment Grade US			<ul style="list-style-type: none"> Préférence pour l'IG EUR en termes de valorisation. Taux de défaut plus faible. Besoins de refinancements : 2024 gérable ; 2025/2026 plus compliqué
High Yield US		modérée	<ul style="list-style-type: none"> Leviers dans la moyenne historique haute tandis que les ratios de couverture des charges d'intérêt baissent, dû à un recul des revenus et des marges. Les spreads des émetteurs BB et B sont en dessous de leur moyenne historique depuis les années 2000.
Investment Grade Euro		modérée	<ul style="list-style-type: none"> Actifs de qualité à un prix raisonnable qui devraient continuer à surperformer dans l'environnement actuel Préférence pour l'IG Euro vs US car la dynamique de rehaussement de notation relatif y est plus favorable et les spreads moins serrés. Scénario de trading range privilégié à court terme compte tenu du fort resserrement des spreads ces derniers mois
High Yield Euro		modérée	<ul style="list-style-type: none"> Facteurs techniques toujours très favorables (déséquilibre offre/demande, pas de problèmes de refinancement à court terme). Valorisation relative HY vs IG plus favorable en EUR qu'aux US. Préférence pour les hybrides EUR
DURATION			
SEGMENTS	LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
2 ans US		modérée	<ul style="list-style-type: none"> Fin du cycle de resserrement FED, taux réels attractifs dans un contexte de poursuite du mouvement de désinflation. 4 baisses de taux attendues dont la première en juin, en ligne avec les attentes du marché. Risque de <i>no landing</i>³¹ limite le potentiel, à fortiori après les chiffres d'inflation de début d'année
10 ans US		modérée	<ul style="list-style-type: none"> En positif pouvoir de diversification et poursuite du mouvement de désinflation. En négatif pressions structurelles vendeuses (déséquilibre offre/demande, révision à la hausse de la croissance potentielle...) Scénario de <i>bull steepening</i>³² via surtout baisse des taux courts à l'approche du pivot. Trading range privilégié sur la partie longue
2 ans allemand		forte	<ul style="list-style-type: none"> Fin du cycle de resserrement BCE : inflation <i>headline</i> et sous-jacente en rythme annualisé sur les derniers mois converge vers l'objectif même si l'inflation salariale demeure un frein à court terme. 4 baisses de taux attendues dont la première en juin, en ligne avec les attentes du marché. Révision à la baisse des projections d'inflation par la BCE sur 2024 et 2025
10 ans allemand		modérée	<ul style="list-style-type: none"> Pouvoir de diversification des obligations souveraines et poursuite du mouvement de désinflation. Scénario de <i>bull steepening</i> résultant d'une poursuite de normalisation des politiques monétaires couplé à un léger rebond macro au second semestre.
Dettes périphérique Europe		modérée	<ul style="list-style-type: none"> Baisse des taux favorables à la soutenabilité des dettes périphériques. Baisse de l'inflation et statu quo concernant la réduction du bilan de la BCE réduisent les inquiétudes à court terme concernant l'Italie. Proche de nos niveaux cibles à présent
Royaume-Uni		modérée	<ul style="list-style-type: none"> Poursuite de la désinflation à partir d'un niveau supérieur à celui des autres marchés développés; via baisse des prix de l'énergie et normalisation progressive du marché du travail. Pause de la Banque d'Angleterre en ligne avec les autres banques centrales ; Carry attractif notamment sur la partie longue. Le plan de relance budgétaire annoncé devrait avoir peu d'impact sur la courbe des taux
Japon		modérée	<ul style="list-style-type: none"> Hausse des anticipations d'inflation. Potentielle hausse des taux directeurs. Fin du contrôle de la courbe des taux ? À court terme, dynamique macro calme la tendance haussière.
Marchés émergents			<ul style="list-style-type: none"> En positif, dynamique de désinflation et baisse de taux directeurs dans certains marchés émergents mais potentiel d'appréciation modéré vs cash USD à court terme. Préférence pour la dette libellée en dollars En monnaies locales, risque de change lié au changement de politique monétaire. Potentiel limité à court terme, plus favorable à long terme.
CASH			
SEGMENTS	LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
Taux de change EUR/USD			<ul style="list-style-type: none"> Croissance US plus vigoureuse mais dynamique de surprise macroéconomique plus favorable à la zone euro en relatif (cf Indice Citigroup) compte tenu des attentes de marché Timing et nombre de baisse de taux directeurs Fed vs BCE identique en 2024 selon notre scénario central

31. Absence d'atterrissage

32. Les taux d'intérêt sont en baisse et la courbe de rendement est plus inclinée.



Contributeurs



DAVID BELLOC, CFA

Portfolio Manager,
Strategist



PAUL BETHELL, CFA

Portfolio Manager



ISABELLE DE GAVOTY

Thematic Equity Direct



HERVÉ GUEZ

Global Head of Listed Assets



BERTRAND ROCHER

Co-Head Of Fixed Income

COMITÉ ÉDITORIAL

David Belloc, CFA, Portfolio Manager, Strategist ; **Paul Bethell**, CFA, Portfolio Manager; **Marc Briand**, Co-Head of Fixed Income; **Isabelle De Gavoty**, Thematic Equity Director ; **Hervé Guez**, Global Head of Listed Assets ; **Jens Peers**, CFA, CIO Sustainable Equity ; **Bertrand Rocher**, Co-Head of Fixed Income

Ne manquez pas les prochaines
publications de Mirova

→ [Inscrivez-vous ici](#)



MENTIONS LÉGALES

Ces informations sont destinées exclusivement aux clients non professionnels et professionnels au sens de la directive MIF. Ce document et son contenu ne constituent pas une invitation, un conseil ou une recommandation de souscrire, acquérir ou céder des parts émises ou à émettre par les fonds gérés par la société de gestion Mirova. Les services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique d'un destinataire en particulier. Mirova ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans cette présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement.

L'information contenue dans ce document fondée sur les circonstances, intentions et orientations actuelles et peuvent être amenées à être modifiées. Bien que Mirova ait pris toutes les précautions raisonnables pour vérifier que les informations contenues dans cette vidéo sont issues de sources fiables, plusieurs de ces informations sont issues de sources publiques et/ou ont été fournies ou préparées par des tiers. Mirova ne porte aucune responsabilité concernant les descriptions et résumés figurant dans ce document. Mirova ne s'engage en aucune manière à garantir la validité, l'exactitude, la pérennité ou l'exhaustivité de l'information mentionnée ou induite dans cette vidéo ou toute autre information fournie en rapport avec le fonds. Les destinataires doivent en outre noter que cette vidéo contient des informations prospectives, délivrées à la date de cette présentation. Mirova ne s'engage pas à mettre à jour ou à réviser toute information prospective, que ce soit en raison de nouveaux renseignements, d'événements futurs ou pour toute autre raison. Mirova se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment, sans préavis.

Les informations contenues dans ce document sont la propriété de Mirova. La distribution, possession ou la remise de cette présentation dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer.

La politique de vote et d'engagement de Mirova ainsi que les codes de transparence sont disponibles sur son site Web : www.mirova.com.

Document non contractuel, achevé de rédiger en février 2024.

Pour l'ensemble de ses investissements, Mirova vise à proposer des portefeuilles cohérents avec une trajectoire climatique inférieure à 2°C définie dans les accords de Paris de 2015, et affiche systématiquement l'impact carbone de ses investissements (hors gestions Solidaire et Capital naturel), calculée à partir d'une méthodologie propriétaire pouvant comporter des biais.

INVESTISSEMENTS ESG – RISQUE ET LIMITES MÉTHODOLOGIQUES

En utilisant des critères ESG dans la politique d'investissement, l'objectif des stratégies Mirova concernées est en particulier de mieux gérer le risque de durabilité et de générer des rendements durables et à long terme. Les critères ESG peuvent être générés à l'aide des modèles propriétaires, des modèles et des données de tiers ou d'une combinaison des deux. Les critères d'évaluation peuvent évoluer dans le temps ou varier en fonction du secteur ou de l'industrie dans lequel l'émetteur concerné opère. L'application de critères ESG au processus d'investissement peut conduire Mirova à investir ou à exclure des titres pour des raisons non financières, quelles que soient les opportunités de marché disponibles. Les données ESG reçues de tiers peuvent être incomplètes, inexactes ou indisponibles de temps à autre. En conséquence, il existe un risque que Mirova évalue incorrectement un titre ou un émetteur, entraînant l'inclusion ou l'exclusion directe ou indirecte incorrecte d'un titre dans le portefeuille d'un Fonds. Pour plus d'informations sur nos méthodologies, veuillez consulter notre site Web Mirova : www.mirova.com/fr/durabilite



À PROPOS DE MIROVA

Mirova est une société de gestion globale d'actifs dédiée à l'investissement durable et une filiale de Natixis Investment Managers. À la pointe de la finance durable depuis plus d'une décennie, Mirova développe des solutions d'investissement innovantes dans toutes les classes d'actifs, visant à combiner création de valeur à long terme avec un impact environnemental et social positif. Basée à Paris, Mirova propose une large gamme de stratégies actions, taux, diversifié, infrastructures de transition énergétique, capital naturel et private equity conçues pour les investisseurs institutionnels, les plateformes de distribution et les investisseurs particuliers en Europe, Amérique du Nord et Asie-Pacifique. Mirova et ses sociétés affiliées comptaient 29,7 milliards d'euros d'actifs sous gestion et 1,2 milliard d'euros d'actifs en portefeuilles modèles au 31 décembre 2023. Mirova est une entreprise à mission, labellisée B Corp*.

** La référence à un label ne préjuge pas de la performance future des fonds ou de ses gérants*

MIROVA

Société de gestion de portefeuille
Société Anonyme RCS Paris n°394 648 216
Agrément AMF n°#GP 02-014
59, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris
Mirova est un affilié de Natixis Investment Managers.
[Website](#) – [LinkedIn](#)

NATIXIS INVESTMENT MANAGERS

Société anonyme
RCS Paris 453 952 681
59, avenue Pierre Mendès France – 75013 Paris
Natixis Investment Managers est une filiale de Natixis.

MIROVA US

888 Boylston Street, Boston, MA 02199.
Tél : 857-305-6333
Mirova US est une filiale implantée aux États-Unis, détenue par Mirova. Mirova US et Mirova ont conclu un accord selon lequel Mirova fournit à Mirova US son expertise en matière d'investissement et de recherche. Mirova US combine sa propre expertise et celle de Mirova lorsqu'elle fournit des conseils à ses clients.

MIROVA UK

Mirova UK Société anonyme à responsabilité limitée de droit anglais Numéro d'agrément de la société : 7740692 Autorisée et régulée par l'autorité de régulation financière anglaise (la "FCA")
Siège social : Quality House By Agora, 5-9 Quality Court, London, England, WC2A 1HP
Les services de Mirova UK sont réservés exclusivement aux clients professionnels et aux contreparties éligibles. Ils ne sont pas disponibles aux clients non professionnels. Mirova UK est un affilié de Mirova.

MIROVA SUNFUNDER EAST AFRICA LIMITED

Mirova SunFunder East Africa Limited
Société à responsabilité limitée de droit kenyan
Workify 11th Floor,
Wood Avenue Plaza
P.O. BOX 59067 GPO
Nairobi
Mirova SunFunder East Africa Limited est une filiale de Mirova SunFunder Inc.

Mentions légales

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

Pour obtenir un résumé des droits des investisseurs dans la langue officielle de votre juridiction, veuillez consulter la section de documentation légale du site web (im.natixis.com/intl/intl-fund-documents)

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sarl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

Natixis investment managers peut décider de cesser la commercialisation de ce fonds conformément à la législation applicable