

# mirova

Creating Sustainable Value



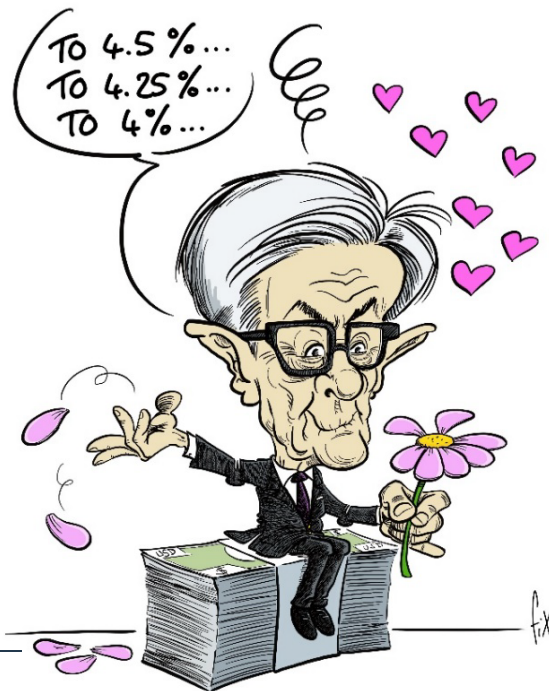
## BILAN & PERSPECTIVES MARCHÉS MENSUEL Février 2024

## Des performances divergentes pour débiter l'année

En ce mois de janvier, les marchés se sont animés après de nombreuses publications macro-économiques en provenance des États-Unis, assez nettement supérieures aux attentes, à l'image d'une croissance au quatrième trimestre en rythme annualisé de 3,3%<sup>1</sup>, ou de données d'enquête telles que l'indice de confiance des consommateurs de l'université du Michigan, au plus haut depuis quasiment 3 ans. En zone euro, même si la croissance reste faible, une récession technique semble avoir été évitée fin 2023, les pays d'Europe du Sud compensant la faiblesse de l'Allemagne. Les enquêtes les plus récentes laisseraient présager d'une légère reprise de l'activité au courant de l'année.

Ces bonnes surprises profitent aux actifs risqués, comme en témoigne le nouveau sommet historique atteint par le S&P500<sup>2</sup>, qui a gagné 1,7 %<sup>1</sup> sur le mois. Le rallye haussier reste néanmoins concentré sur une poignée de valeurs, comme l'année dernière. Le S&P500 équilibré termine en effet en baisse de 0,8 %<sup>1</sup> en janvier. En Europe, les marchés continuent de progresser pour le 3<sup>ème</sup> mois consécutif, avec un gain de 1,5 % pour le Stoxx 600<sup>3</sup>.

La saison des résultats a débuté et les entreprises technologiques se démarquent encore une fois. Les médias et la santé performant également bien, au détriment des secteurs des ressources de base et des secteurs négativement sensibles à la hausse des taux comme l'immobilier ou les services aux collectivités. Globalement les thématiques croissance/qualité ainsi que les plus grosses capitalisations boursières se démarquent. Un point d'attention revient à propos du secteur bancaire régional américain. L'annonce de pertes sur des prêts immobiliers et la révision à la hausse de provisions par la New York Community Bancorp le 31 janvier a réveillé le spectre de la faillite de la Silicon Valley Bank ou des difficultés de Signature et First Republic.



1 Source : Bloomberg

2 Le S&P 500 est un indice boursier basé sur 500 grandes sociétés cotées sur les bourses aux États-Unis. L'indice est possédé et géré par Standard & Poor's, l'une des trois principales sociétés de notation financière. Il couvre environ 80 % du marché boursier américain par sa capitalisation.

3 Le STOXX Europe 600 ou STOXX 600 est un indice boursier composé de 600 des principales capitalisations boursières européennes, conçu par STOXX

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.



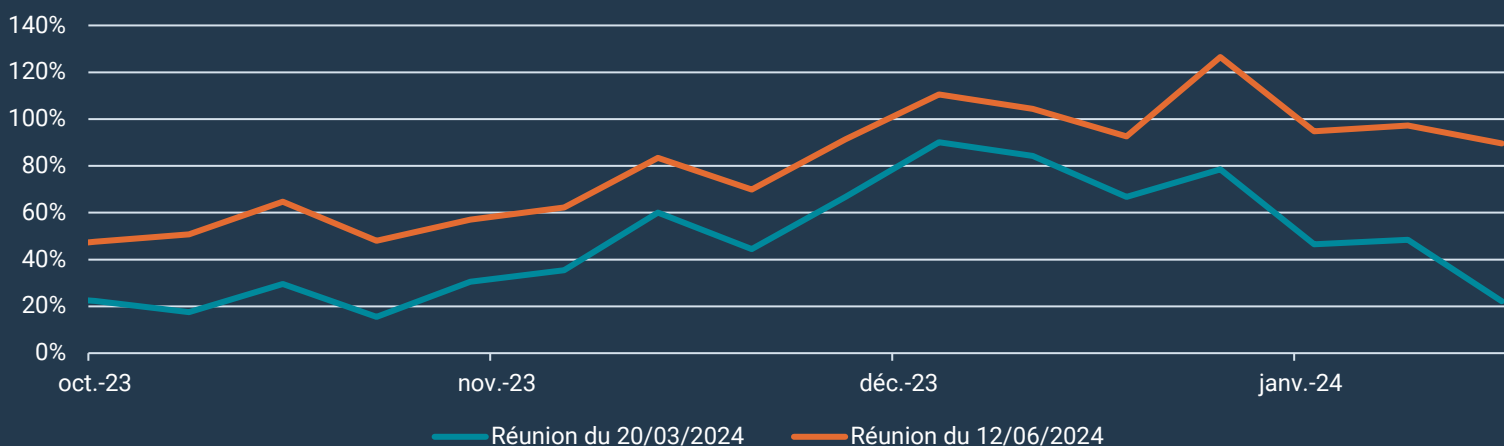
La résilience de l'économie américaine tire logiquement le dollar à la hausse. Il s'apprécie de 2 %<sup>4</sup> par rapport à un panier de devises du G10, inversant ainsi la tendance par rapport au mois de décembre.

Le tableau paraît en revanche différent du côté des obligations. Ce segment réagit aux reports des baisses de taux, Jerome Powell ayant au cours du mois écarté le scénario d'une première action de la Réserve fédérale (Fed)<sup>5</sup> qu'il préside dès mars. L'abaissement des taux ne se trouve pour autant pas remis en question, mais la perspective s'en voit simplement repoussée des deux côtés de l'Atlantique. Autre facteur marquant en ce début d'année, la montée des tensions en mer Rouge, avec les attaques des Houthis contre des navires occidentaux, ravivant les tensions sur le prix du pétrole, en hausse de 6%<sup>4</sup> sur le mois. Dans ce contexte, les obligations souveraines ont perdu du terrain et légèrement sous-performé. Le taux allemand à 10 ans par exemple a pris 14 points de base alors que le 10 ans américain finit en légère hausse (3 points de base). Le marché du crédit se porte mieux, bénéficiant toujours d'une forte demande de la part des investisseurs.

Aussi la bonne performance<sup>6</sup> des actifs risqués n'a pas atteint le monde émergent. La Chine, qui affronte certains défis économiques, a vu ses actions chuter à leur plus-bas niveau depuis 5 ans, après une perte de 6,3 %<sup>4</sup> en janvier. Le MSCI Marchés Émergents<sup>7</sup> lâche quant à lui 4,6 %<sup>4</sup> et les obligations émergentes 1,2 %<sup>4</sup>. Ce premier mois de l'année apparaît donc contrasté, en raison des différences de performance tant entre classes d'actifs qu'entre zones géographiques.

## Le graphique du mois

### Évolution des probabilités anticipées de baisse de 25 bp des taux de la Fed<sup>5</sup> en mars et juin 2024



Source : Bloomberg

4 Source : Bloomberg

5 La Réserve fédérale (officiellement en anglais : Federal Reserve System, souvent raccourci en Federal Reserve ou Fed) est la banque centrale des États-Unis

6 Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

7 Le MSCI Emerging Markets est un indice boursier mesurant la performance des marchés boursiers de pays à économie émergente, géré par MSCI

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.



# Bilan et perspectives macro

## Résilience de l'activité, désinflation, baisse de taux directeurs vont rythmer l'année 2024

Les indicateurs macroéconomiques parus en janvier semblent indiquer que les dynamiques macroéconomiques du second semestre 2023 n'ont pas fléchi en ce début 2024, avec une résilience de l'activité visible tant via les données dures que via les données d'enquête. Ainsi le PMI<sup>8</sup> global composite prend un point au mois de janvier à 51,6<sup>9</sup>, porté entre autres par le rebond de sa composante manufacturière qui finit par sortir de la zone de contraction. Généralement ce niveau de PMI s'inscrit en ligne avec une croissance annualisée du PIB<sup>10</sup> mondial de 2,5 %, <sup>9</sup>niveau qui pourrait se voir révisé à la hausse en cas de no landing aux Etats-Unis.

Sur ce point, la surperformance de l'économie américaine se confirme au 4<sup>ème</sup> trimestre. La croissance du PIB en rythme annualisé y ressort à 3,3 %<sup>9</sup> sur la période, soutenue à la fois par une consommation particulièrement résiliente des ménages (en croissance de 0,7 %<sup>9</sup> notamment en décembre) ainsi qu'une bonne dynamique des exportations. Ces deux moteurs de croissance restent à l'œuvre. Les consommateurs bénéficient d'un marché du travail toujours dynamique et de hausses de salaires désormais supérieures à l'inflation puisque la désinflation se poursuit, bien qu'à un rythme moindre qu'à l'automne dernier. La rentabilité des entreprises reste solide – les premières salves de résultats sont d'ailleurs positives sur ce point. Elles n'ont donc pas de raison de licencier, ni de réduire leurs investissements.

Par ailleurs, cette inflation salariale ne constitue pas en soi une menace immédiate à la poursuite du mouvement de désinflation car d'importants gains de productivité la contrebalancent, qui entraînent une baisse des coûts unitaires du travail, indicateur de référence suivi par la Fed. En zone euro l'inflation salariale interroge davantage les autorités monétaires compte tenu de l'absence de gains de productivité mais elle devrait continuer à ralentir selon nous dans les prochains mois. Notre hypothèse centrale reste une inflation sous-jacente qui devrait converger vers les 2 %<sup>9</sup> à mi-année.

Face à ces facteurs rassurants, les banques centrales vont bel et bien abaisser leurs taux au cours de l'année, même si cela interviendra plus tardivement qu'anticipé initialement par le marché. En effet, la Fed et la Banque centrale européenne (BCE), ont dû temporiser, de manière relativement coordonnée, les attentes trop optimistes des investisseurs en termes de calendrier de baisse des taux.

Autre source d'optimisme, l'économie devrait bénéficier du soutien que constituent les plans de relance et les stratégies industrielles expansives dans les plus grandes économies mondiales. Le plan massif des États-Unis couvre la prochaine décennie, l'Union européenne n'a déployé que 20 à 30 %<sup>9</sup> de son [Pacte vert](#) et la Chine devrait soutenir son économie au moyen d'un plan de relance budgétaire et monétaire d'envergure. Des conditions rassurantes, d'autant qu'aucun déséquilibre financier majeur, à l'exception de la crise immobilière en Chine, n'est à l'œuvre pour faire basculer l'économie et les marchés, comme ce fut le cas en 2000 ou en 2008.

### Amérique du Nord : les Américains profitent d'un effet de richesse

Aux États-Unis, la croissance s'est peu infléchi entre le troisième et le quatrième trimestre 2023, atteignant 3,3%<sup>11</sup> au 4<sup>ème</sup> trimestre 2023%<sup>11</sup>. Une robustesse notamment due au consommateur, qui devrait continuer à faire tourner l'économie cette année. Il bénéficie d'un effet de richesse qui viendra amplifier son pouvoir d'achat ainsi que d'une hausse de son salaire réel.

---

8 L'indice PMI, pour "Purchasing Manager's Index" (indice des directeurs des achats), est un indicateur permettant de connaître l'état économique d'un secteur.

9 Source : Bloomberg

10 Le produit intérieur brut est l'indicateur économique qui permet de quantifier la valeur totale de la « production de richesse » annuelle effectuée par les agents économiques résidant à l'intérieur d'un territoire.

11 Source : Bloomberg

4 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.



La hausse des salaires, certes moindre qu'en 2023, reste solide, autour de 3,5 à 4 %<sup>11</sup> et se conjugue à un repli de l'inflation sous-jacente hors services immobiliers (sur les trois à six derniers mois, en rythme annualisé, celle-ci converge déjà vers les 2 % aux États-Unis)<sup>11</sup> Cet effet de gain de pouvoir d'achat compense en partie la fonte de l'épargne que les Américains, contrairement aux Européens, n'ont pas hésité à dépenser dans les années suivant le Covid, soutenant ainsi leur économie nationale. Aussi les ménages ont-ils recours au crédit à la consommation ; ils pourraient se reposer sur leur marché immobilier, en progression depuis 3 ans en profitant du levier que représente les possibilités de refinancement de leurs biens, fondées sur les prix actuels. Ce levier deviendrait intéressant avec le desserrement des conditions de crédit (baisse des taux hypothécaire) et aurait pour résultat de faire figurer à l'actif des ménages des biens immobiliers aux valorisations plus élevées. Autres actifs qui contribuent également à amplifier cet effet richesse, les obligations et les actions, ces dernières flirtant avec leurs plus hauts.

Enfin, la période électorale constitue également un atout pour les foyers américains. Démocrates et républicains devraient parvenir à un accord bipartisan autour de réductions nettes d'impôts pour l'exercice 2024. De quoi soutenir encore la demande. L'hypothèse d'un effondrement du consommateur américain ne semble donc peu probable ; la consommation continuera d'alimenter l'économie cette année.

## Comprendre le *push back*<sup>12</sup> des banques centrales

En ce début d'année, la révision par le marché du timing, qu'il reporte à plus tard, et du nombre de baisse de taux de la part de la Fed et de la BCE a pour effet de faire remonter les taux courts et longs. Le marché avait en effet voulu, fin 2023, se positionner pour une baisse de taux dès le mois de mars et les banques centrales ont douché cet enthousiasme, afin de ne pas perdre les effets bénéfiques de leur action.

Ce mouvement de *push back* ne remet pas en cause, à nos yeux, l'amorce d'une baisse des taux dès la fin du printemps, il en change simplement le calendrier. Un consensus émerge autour d'une première baisse aux États-Unis et en zone euro au mois de juin, à l'occasion de la réunion de la BCE, et non plus mars.

Les banques centrales ont également voulu contrer les attentes tablant sur 7 baisses courant 2024. Le mouvement de *push back* « efface » environ deux de ces baisses. Nous pensons qu'une de ces baisses pourrait encore potentiellement être effacée, ou du moins reportée à 2025.

Après le violent mouvement de baisse au cours des deux derniers mois de 2023, nous assistons donc à un léger coup de frein des banques centrales, attachées au maintien d'un cadre monétaire suffisamment restrictif.

## Europe : un rebond plus tardif

En Europe, le potentiel de consommation des ménages demeure intact, grâce à une épargne préservée. Le scénario le plus positif serait celui d'une reprise de la confiance des consommateurs dans le sillage d'une baisse des taux. Si elle se conjugait avec un rebond manufacturier en Allemagne, concomitante à une reprise du commerce mondial, nous nous trouverions alors en droit d'attendre une nette reprise de la croissance.

En l'état la croissance de la zone euro a stagné à 0 %<sup>13</sup> en glissement trimestriel au T4 2023, après -0,1 %<sup>13</sup> au T3 2023. L'Espagne se distingue à nouveau avec une croissance de 0,6 %<sup>13</sup>, soutenue par la consommation privée et publique. En revanche, la croissance du PIB a baissé de -0,3 %<sup>13</sup> en Allemagne avec un fléchissement de l'investissement, la faiblesse de la demande mondiale de biens et l'industrie lourde ayant souffert des prix élevés de l'énergie. Les enquêtes sur la confiance des entreprises et des consommateurs laissent présager une stabilisation de l'activité à court terme.

En termes d'inflation, les composantes globale et sous-jacente s'établissent respectivement à 2,8 %<sup>13</sup> et 3,3%<sup>13</sup> en glissement annuel avec une persistance de l'inertie des prix des services (à 4 %<sup>13</sup> en glissement annuel depuis novembre), malgré une décélération des prix des biens, de l'alimentation et une contribution négative de l'énergie.

Outre les niveaux d'inflation, la BCE se montrera également attentive aux niveaux des salaires au cours du premier trimestre, comme évoqué par Christine Lagarde.

---

<sup>12</sup> Frein

<sup>13</sup> Source : Bloomberg

5 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.



Néanmoins, à mesure que la croissance des salaires réels se redresse et que les conditions financières s'assouplissent, nous parions sur une reprise de l'investissement et de l'activité au second semestre de cette année.

## Chine : l'interventionnisme comme politique centrale

En Chine, le marasme engendré par la crise de l'immobilier ne fait que s'aggraver, alors que la liquidation judiciaire du géant du secteur Evergrande a été annoncée en janvier. Malgré les mesures de soutien visant à stimuler le crédit bancaire et les marchés boursiers, les autorités chinoises n'ont pas réussi jusqu'à présent à réactiver les catalyseurs susceptibles d'inverser durablement le sentiment négatif des investisseurs.

Cependant, le contexte macroéconomique reste relativement stable en ce début d'année 2024 après le creux cyclique observé mi-2023. L'intensification des mesures de relance du côté de l'offre a contribué à redynamiser le marché du travail chinois, même si des poches de faiblesse structurelle, telles que le chômage des jeunes, persistent. L'amélioration des revenus du travail et la baisse des taux réels pour les ménages devraient être de nature à soutenir la consommation privée, alors que la production industrielle pourrait légèrement rebondir en raison du fait de l'amélioration de la demande extérieure.

Globalement, nous pensons que la croissance chinoise pourrait avoisiner 4,5 % à 5 %<sup>13</sup> cette année compte tenu des soutiens budgétaires et monétaires déployés par les autorités mais restons pessimistes à moyen/long terme quant au potentiel de croissance du pays compte tenu des nombreux défis structurels auquel il se confronte.

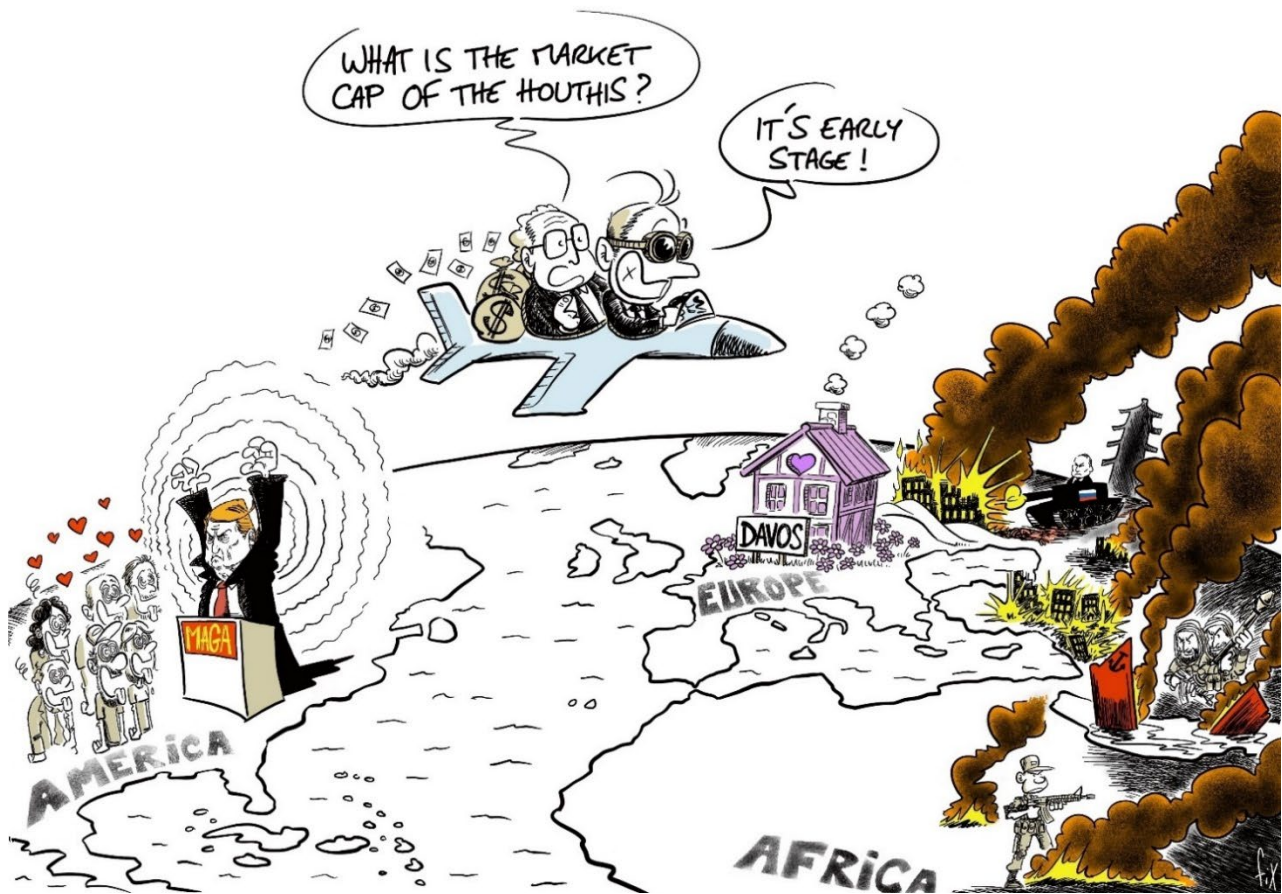
## Tensions en mer Rouge : à quel point faut-il s'inquiéter ?

Le point noir géopolitique de ce début d'année vient de la mer Rouge et des tensions engendrées par les actes des rebelles Houthis sur les navires occidentaux. Comme le démontrent les indices PMI publiés en janvier, les entreprises anticipent d'importantes hausses des délais de livraison, ce qui conduirait à un choc d'offre, avec des chaînes de production perturbées. Ce choc sera néanmoins sans commune mesure avec celui subi pendant le Covid et ne devrait transparaître dans les chiffres que d'ici 6 à 12 mois. Actuellement, le commerce est soutenu par les commandes accrues des entreprises, qui souhaitent reconstituer leurs stocks à court terme.

Les conséquences de ce conflit pourraient également se faire sentir sur l'énergie, le Qatar a prévenu que ses exportations en direction de l'Union européenne, notamment de GNL <sup>Erreur ! Signet non défini.</sup>, seraient ralenties par la situation. Pour l'instant, le prix du gaz est plutôt à la baisse, mais une hausse est un risque auquel l'Union européenne est exposée. Les États-Unis, eux, y sont plus immunisés grâce à leur production locale de gaz et pétrole de schiste.

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.





« Quelle est la valeur boursière des Houthis ? ! » ; « C'est le début ! »

## Vers un desserrement du crédit en zone euro

Avec des normes d'octroi rendues plus strictes en 2023, le crédit a connu un important resserrement, comme le montrent les enquêtes portant sur le dernier trimestre de l'année. La faiblesse des offres de crédit plaide désormais pour un desserrement de ces conditions, car les secteurs de la construction et de l'immobilier sont désormais très affectés en France et en Allemagne. Les demandes de crédit des ménages et des entreprises s'affaiblissent également et cela pèse sur leur confiance.

Ces éléments contribuent à mettre la pression sur la BCE. Perspective encourageante, un abaissement des taux pourrait avoir des effets plus rapides sur l'économie réelle en Europe qu'aux États-Unis. Sur le marché intermédié européen, les banques devraient en effet jouer un rôle plus actif pour relancer le crédit et ainsi amplifier les effets de ces baisses de taux.

---

14 Gaz naturel liquéfié

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

## L'OCCIDENT VOIT-IL SES ROUTES D'APPROVISIONNEMENT MENACÉES ?

Dix ans durant, l'armée saoudienne, bien équipée et appuyée par des forces d'une dizaine de pays alliés, a essayé de défaire les rebelles Houthis. Dix ans durant, les Houthis l'ont mise en échec, grâce à différents facteurs dont la topographie du Yémen et la culture de sa population, riche d'une histoire millénaire. Ces dix ans de guerre, parfois très dure, nous semblent rendre illusoire tout espoir que les bombardements des armées britannique et des Etats-Unis amèneront ces mêmes Houthis à renoncer à leurs tentatives, d'ailleurs réussies, d'entraver la circulation des navires de commerce sur la Mer Rouge. Ils continueront probablement à le faire et ni Washington ni Londres ne semblent en mesure d'y rien changer à brève échéance, du moins pas avec les moyens engagés actuellement.

Ces rebelles, qui occupent tout de même l'essentiel de leur pays, poursuivent là des objectifs rationnels à leurs yeux, quelque crédibilité que chacun voudra accorder aux justifications qu'ils avancent et qu'ils lient à la situation actuelle dans la bande de Gaza. L'un de ces objectifs semble s'inscrire dans un contexte très particulier, celui de la brouille croissante entre l'Occident et ce qu'il devient convenu d'appeler le Sud Global. Les actions hostiles des Houthis ne visent en effet que les bâtiments occidentaux et épargnent ceux battant pavillon chinois, par exemple. Cela n'a bien sûr rien d'anodin. Deux phénomènes, d'ailleurs liés, s'en trouvent donc stimulés : l'inflation, non pas tant par accroissement des coûts de l'énergie que par altération de l'appareil productif restreignant l'offre, et l'expulsion graduelle des économies européennes de leurs zones d'influence traditionnelles.

### La désinflation enrayée

Parmi les facteurs ayant contribué au surgissement de l'inflation après le pic de la crise du Covid, il y a bien sûr la compression de l'offre alors que les entreprises éprouvaient des difficultés à réorganiser leurs productions et la chaîne logistique. Or, ce que font actuellement les Houthis aboutit au même résultat, dans une bien moindre mesure : ils ne vont pas à eux seuls faire exploser les prix de tous les biens, mais enrayer la mécanique de désinflation qui paraissait enfin bien huilée depuis presque un an. Contourner l'Afrique par le canal du Mozambique et le Cap ne coûte pas plus cher que de s'acquitter des droits de franchissement du canal de Suez ; en revanche, cela réclame une ou deux semaines de transit en plus. A l'heure du *lean management*<sup>15</sup>, certes pas toujours appliqué à 100% en Europe, les perturbations ne resteront pas indolores très longtemps, notamment pour l'industrie automobile. En soi, avec peut-être un quart de point d'inflation en plus, cela suffit à reporter les anticipations d'abaissement des taux par les principales banques centrales, notamment la Banque Centrale Européenne.

### L'Europe démondialisée

A l'heure où la flotte navale chinoise se renforce, où s'accroît l'emprise des intérêts russes et chinois en Afrique tandis que perdurent des frictions plus ou moins tacites entre l'Arabie Saoudite et les Etats-Unis, les attaques houthis viennent perturber davantage les circuits habituels de la Mondialisation. Or, nos lecteurs savent que depuis plusieurs années, nous nous inquiétons de certaines des conséquences de la Démondialisation, ou plutôt, de la sortie à bas bruit de l'Europe des circuits de la Mondialisation. Que l'Iran se dote de l'arme nucléaire, ce qui selon nous devrait intervenir d'ici la fin de la décennie au plus tard, et elle pourra exploiter une forme de tutelle sur les détroits de la péninsule arabique. Les Houthis, majoritairement chiites et entretenant de bonnes relations avec Téhéran, dont ils peuvent accessoirement jouer les supplétifs, donnent un avant-goût de ce que cela pourrait créer comme situation pérenne. Seuls les Etats-Unis disposent des moyens d'interférer pour empêcher cette issue, mais s'ils ne le font pas, alors l'Europe aura une épine de plus dans le pied qu'elle essaie de garder dans les échanges commerciaux mondiaux.

8 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.





## Qu'en conclure pour les marchés ?

À ce stade, les conséquences restent très gérables, mais rajoutent un peu de pression sur la BCE, dont nous n'avons de cesse de répéter qu'elle doit veiller à ce que l'euro ne décroche pas des autres monnaies de référence mondiales pour maintenir son pouvoir d'achat de matières premières. Les énergies renouvelables aident le vieux continent à s'autonomiser sur ce point, mais il faut du temps encore pour que la dépendance au pétrole et au gaz devienne moins encombrante.

À plus long terme, la situation ne semble pas tenable : soit les États-Unis interviennent pour empêcher l'Iran de contrôler les détroits de la Péninsule arabique, fut-ce indirectement mais ils n'y ont pas forcément intérêt, soit l'Europe, évincée de portions importantes du « Sud Global » et largement désarmée, se remet à la recherche de débouchés et d'approvisionnements alternatifs. Impossible ? Elle l'a déjà fait dans le passé pourtant, dans les cinquante ans qui suivirent la chute de ce qui restait de l'empire romain d'Orient. Peu après la prise de Constantinople, qui interdisait aux Européens la route de l'Asie, ou la leur complexifiait, les explorateurs portugais, espagnols, italiens, français, britanniques, néerlandais, se lancèrent à l'assaut des océans du monde afin d'ouvrir des nouvelles voies commerciales pour les substituer à celles que les Ottomans leur avaient fermées. Ils y trouvèrent l'Amérique... sans l'avoir cherchée.

# Synthèse Vues de marchés

RÉSUMÉ			
CLASSES D'ACTIFS	LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
Actions		forte	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Surperformance des actions sur 2024 sur fond de désinflation, détente des politiques monétaires et rebond macro à l'échelle mondiale. Surprises positives en provenance des États-Unis</li> <li>• Toute correction substantielle serait mise à profit pour renforcer les positions</li> </ul>
Crédit		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Long crédit car portage avantageux avec des spreads<sup>16</sup> restant attractifs. Facteurs techniques toujours favorables (déséquilibre offre/demande, relativement peu de refinancement en 2024)</li> <li>• Hausse des taux de défaut modérée compte tenu de la résilience macro</li> <li>• Scénario de trading range<sup>17</sup> privilégié à court terme compte tenu du fort resserrement des spreads ces derniers mois</li> </ul>
Duration		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Léger long duration au global 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.</li> <li>• Attention néanmoins à une potentielle poursuite du repricing<sup>18</sup> à court terme lié au recalibrage du timing et du nombre de baisse de taux directeurs attendus sur l'année 2024.</li> </ul>
Cash		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 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.</li> </ul>

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.



ACTIONS			
SEGMENTS	LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
US		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Scénario de soft landing<sup>19</sup> 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.</li> <li>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.</li> <li>Attention au risque spécifique lié à la surreprésentation des « sept magnifiques ». Elargissement du leadership sectoriel à venir</li> </ul>
Euro		forte	<ul style="list-style-type: none"> <li>Stagnation macro suivi d'un rebond au second semestre. Poursuite du mouvement de désinflation justifiant une détente de la politique monétaire (juin)</li> <li>Valorisation attractive, marché sous-détenu, potentielle reprise du commerce mondial favorisant les exportations européennes</li> </ul>
Royaume-Uni			<ul style="list-style-type: none"> <li>Perspective de croissance faible, inflation élevée et persistante justifiant une valorisation très attractive.</li> <li>Biais défensif (santé, consommation durable)</li> </ul>
Japon		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Poursuite du <i>rerating</i><sup>20</sup> en cours lié au mouvement de libéralisation du secteur privé (amélioration de la gouvernance).</li> <li>La hausse des salaires et des anticipations d'inflation devrait soutenir la consommation</li> <li>Le risque à court terme demeure un potentiel resserrement monétaire entraînant une appréciation du Yen</li> </ul>
Marchés émergents			<ul style="list-style-type: none"> <li>Croissances de BPA<sup>21</sup> attendues pour 2024/2025 un peu trop optimistes alors que la dynamique de révision relative vs pays développés demeure négative.</li> <li>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 Fed<sup>22</sup> pour être plus constructif</li> </ul>
Croissance vs. Value			<ul style="list-style-type: none"> <li>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.</li> <li>D'où positionnement barbell constitué à la fois de sociétés à forte croissance (techno, santé, etc...) et de sociétés très décotées (banques, utilities...). Préférence pour les sociétés dont la dynamique de révision de marge et de bénéfices est positive</li> </ul>
Qualité vs. Volatilité élevée			<ul style="list-style-type: none"> <li>Forte surperformance récente du style qualité dans un contexte de hausse des taux et résultats au-dessus des attentes.</li> <li>Style suracheté, attention à une potentielle rotation à court terme</li> </ul>
Petits vs. larges capitalisations		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Valorisation des petites capitalisations attractives en termes relatif, limitant le potentiel de sous-performance.</li> <li>Saison de résultats et dynamique de révision de bénéfices défavorable depuis le début de l'année.</li> <li>Toujours positif sur le compartiment à moyen/long terme tout en restant sélectif à court terme.</li> </ul>
Cyclique vs. Défensif		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Amélioration de l'environnement macro-économique mondial. Consommation discrétionnaire soutenue par la hausse des salaires réels</li> <li>Valorisation cyclique vs défensive en ligne avec l'historique</li> </ul>

CRÉDIT			
SEGMENTS	LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
Investment Grade US			<ul style="list-style-type: none"> <li>Préférence pour l'IG EUR en termes de valorisation. Taux de défaut plus faible.</li> <li>Besoins de refinancements : 2024 gérable ; 2025/2026 plus compliqué</li> </ul>
High Yield US		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>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.</li> <li>Les <i>spreads</i>* des émetteurs BB et B sont en dessous de leur moyenne historique depuis les années 2000.</li> </ul>
Investment Grade Euro		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Actifs de qualité à un prix raisonnable qui devraient continuer à surperformer dans l'environnement actuel</li> <li>Préférence pour l'IG Euro vs US car la dynamique de rehaussement de notation relatif y est plus favorable et les spreads moins serrés.</li> <li>Scénario de trading range privilégié à court terme compte tenu du fort resserrement des spreads ces derniers mois</li> </ul>
High Yield Euro		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Facteurs techniques toujours très favorables (déséquilibre offre/demande, pas de problèmes de refinancement à court terme).</li> <li>Valorisation relative HY vs IG plus favorable en EUR qu'aux US. Préférence pour les hybrides EUR</li> </ul>

16. 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.

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

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

19. Atterrissage en douceur

20. Ré-estimation

21. Bénéfice par action

10 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.



DURATION			
SEGMENTS	LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
2 ans US		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fin du cycle de resserrement FED, taux réels attractifs dans un contexte de poursuite du mouvement de désinflation.</li> <li>4 baisses de taux attendues dont la première en juin. Pricing<sup>23</sup> de marché agressif sur ce point, limite le potentiel à court terme, à fortiori après les surprises macro positives de début d'année</li> </ul>
10 ans US		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>En positif pouvoir de diversification et poursuite du mouvement de désinflation.</li> <li>En négatif pressions structurelles vendeuses (déséquilibre offre/demande, révision à la hausse de la croissance potentielle...)</li> <li>Scénario de bull steepening<sup>24</sup> via baisse des taux courts lorsqu'on se rapprochera du pivot. Trading range privilégié sur la partie longue</li> </ul>
2 ans allemand		forte	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fin du cycle de resserrement BCE<sup>25</sup> : inflation headline 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.</li> <li>5 baisses de taux attendues dont la première en juin.</li> </ul>
10 ans allemand		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pouvoir de diversification des obligations souveraines et poursuite du mouvement de désinflation.</li> <li>Scénario de bull steepening résultant d'une poursuite de normalisation des politiques monétaires couplé à un léger rebond macro au second semestre.</li> </ul>
Dette périphérique Europe		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Baisse des taux favorables à la soutenabilité des dettes périphériques.</li> <li>Baisse de l'inflation et statu quo concernant la réduction du bilan de la BCE réduisent les inquiétudes à court terme concernant l'Italie.</li> </ul>
Royaume-Uni		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>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.</li> <li>À court terme incertitudes autour des plans de relance budgétaire, freine la baisse des taux</li> </ul>
Japon		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hausse des anticipations d'inflation. Potentielle hausse des taux directeurs. Fin du contrôle de la courbe des taux ?</li> <li>À court terme, dynamique macro calme la tendance haussière.</li> </ul>
Marchés émergents			<ul style="list-style-type: none"> <li>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.</li> <li>En monnaies locales, risque de change lié au changement de politique monétaire. Potentiel limité à court terme, plus favorable à long terme.</li> </ul>

CASH			
SEGMENTS	LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
Taux de change EUR/USD			<ul style="list-style-type: none"> <li>Dynamique macro et recalibrage du timing et nombre de baisse de taux directeurs Fed favorable au dollar.</li> </ul>

23. Prix

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

25. Banque Centrale Européenne

11 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.



## Contributeurs



**HERVÉ GUEZ**

Global Head of Listed Assets



**DAVID BELLOC**

Portfolio Manager,  
Strategist

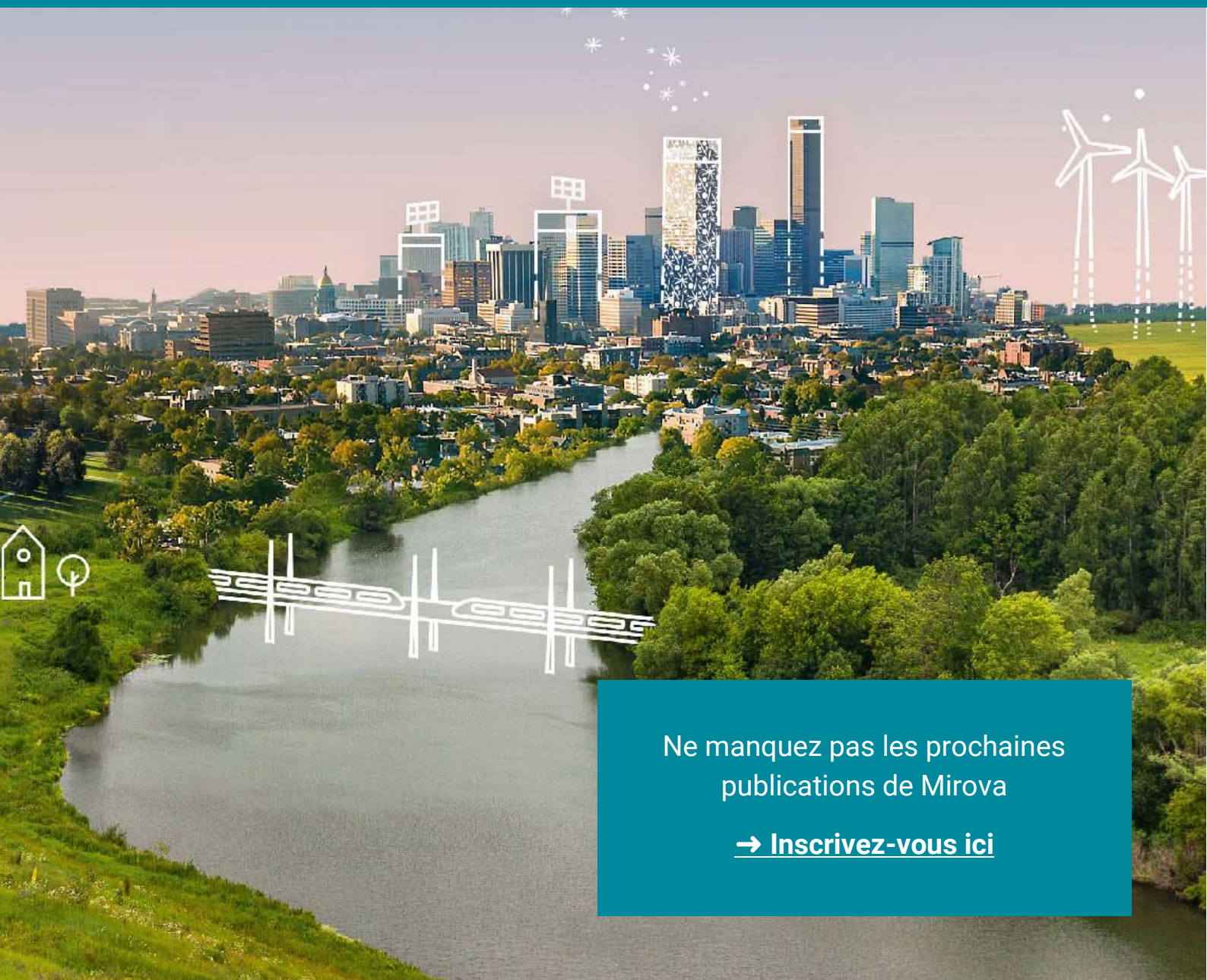


**BERTRAND ROCHER**

Co-Head Of Fixed Income

## COMITÉ ÉDITORIAL

**David Belloc**, Portfolio Manager, Strategist ; **Paul Bethell**, Portfolio Manager; **Marc Briand**, Co-Head of Fixed Income; **Isabelle De Gavoty**, Thematic Equity Director ; **Hervé Guez**, Global Head of Listed Assets ; **Jens Peers**, 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](http://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](http://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](http://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