

# mirova

Creating Sustainable Value

## BILAN & PERSPECTIVES MARCHÉS SEMI-ANNUEL

Actifs listés - Juillet 2024



## Sommaire

### 04

**Bilan second semestre  
2024**

10 faits marquants

### 06

**Perspectives  
Second semestre 2024**

### 10

**The long view  
Crise des classes  
moyennes occidentales :  
le pire est-il passé ?**

### 12

**Synthèse  
Vues de marchés**

# Éditorial



## IT'S POLITICS STUPID!<sup>1</sup>

À l'issue d'élections européennes marquées par une poussée de l'extrême-droite dans plusieurs pays, la France a vécu trois semaines de bouleversements politiques source d'incertitude sur les marchés avec l'organisation d'élections législatives anticipées. L'extrême droite française n'ayant pas obtenu de majorité absolue ni même relative comme annoncé, le spread des OAT<sup>2</sup> françaises contre le Bund est revenu à un niveau acceptable pour les finances publiques et les actions des banques et assureurs français ont repris des couleurs. Pour combien de temps ? À court-terme, les risques perdurent avec une situation institutionnelle dangereuse du fait d'une assemblée nationale reconstituée autour de trois blocs au coude à coude. Plus profondément la situation française n'est qu'une réplique des signaux électoraux observés depuis plus d'une dizaine d'années au sein des pays occidentaux : crise grecque, Brexit, premier mandat de Trump, alliance du mouvement 5 étoiles et de la Ligue en Italie, etc.

Quelles raisons profondes peut-on attribuer à ce phénomène de polarisation des résultats dans les urnes ? Pour une majorité croissante de citoyens, la mondialisation n'est plus heureuse. Perte de contrôle des frontières, délocalisations industrielles, montée de la précarité et des inégalités, craintes liées à un modèle économique qui épuise les limites planétaires. Mêmes causes, mêmes votes. Un point commun sur lequel semblent se rejoindre les cris populaires est la sensation de modes de vies se dégradant au seul profit d'une minorité des centres urbains où vivent les élites qui gouvernent politiquement et économiquement.

Il devient temps que les élites entendent ce cri non pour expliquer au peuple qu'il se trompe et que le « business as usual<sup>3</sup> » peut continuer *ad nauseam*<sup>4</sup> mais pour se mettre au travail à son service et donc organiser ce mouvement partiel de démondialisation de façon ordonnée qui selon nous ne peut passer que par une relocalisation industrielle et écologique et la fin du *winner-take-all*<sup>5</sup>. Mais si les élites continuent de faire sécession alors n'en doutons pas la première représentation suivra la répétition générale : sécession électorale, crise de la dette puis crise financière et économique seront les 3 actes d'une pièce au scénario cousu de fil blanc.

Pour l'heure, la pause estivale et Olympique s'annonce. Après un premier semestre euphorique, les marchés aspirent eux aussi à une pause avant de se replonger dans l'analyse des conséquences possibles des élections américaines.

**Hervé Guez**

*Global Head of Listed assets*

<sup>1</sup> « C'est politique, stupide »

<sup>2</sup> Obligations assimilables du Trésor

<sup>3</sup> Statut quo

<sup>4</sup> Indique que l'on fait quelque chose de façon obsessionnelle et répétitive

<sup>5</sup> Le gagnant remporte tout

# Le premier semestre en 10 faits marquants

## Macroéconomie : une normalisation maîtrisée



01

### ÉTATS-UNIS : SOFT LANDING 1 – NO LANDING 0

*No landing*<sup>6</sup>, *soft landing*<sup>7</sup>? Au début du semestre, les options restaient ouvertes. Jusqu'en mars, les indicateurs américains ne montraient aucun signe de décélération, avant de connaître un coup de frein.

Chez Mirova, notre scénario central misait sur celui, alors optimiste, d'un *soft landing*. Il s'est confirmé au fil des mois, au gré de la divulgation de nombreux indicateurs différents. L'activité aux États-Unis demeure très correcte même si on notera une baisse des surprises macro, désormais en territoire négatif depuis quelques temps. La production industrielle et manufacturière, portée jusqu'à présent par les plans de relance et le rapatriement d'une partie de la production dans le pays, semble ralentir. L'immobilier n'a pas flanché, avec des prix toujours très élevés et des mises en chantier qui faiblissent, de même que les transactions. Le marché du travail, toujours très solide, se normalise progressivement, pour revenir sur des niveaux pré-covid alors que l'inflation salariale ralentit progressivement. Les marges des entreprises demeurent élevées, raison pour laquelle l'investissement tient. Le consommateur cependant, surtout celui à revenus faibles ou modérés, commence à montrer quelques signes de faiblesse, si l'on en croit les derniers chiffres de vente aux détails ou la hausse des taux de défaut sur les cartes de crédit et crédits auto, même s'il s'agit là d'un rebond sur un point bas.

Au global la croissance américaine termine le semestre à son potentiel, c'est-à-dire une croissance de PIB<sup>8</sup> proche de 2%<sup>9</sup> en rythme annualisé, en ligne pour l'instant avec un scénario de *soft landing* réussi.

6 Pas d'atterrissage  
7 Atterrissage en douceur  
8 Produit intérieur brut  
9 Source : Bloomberg

02

## REPORT DES BAISES DE TAUX ET DÉBUT D'ASSOUPLISSEMENT

Les marchés ont débuté l'année en tablant sur 7 baisses de taux en 2024 de la part de la Réserve fédérale, sur la base d'un scénario économique plutôt récessif, auquel nous ne croyions pas du tout, et fortement désinflationniste, auquel nous croyions en revanche. Aucune de ces baisses n'a pour l'instant eu lieu côté US, car la désinflation s'y est enlégée au cours des premiers mois de l'année tandis que l'économie américaine résistait. La Fed a donc opté pour une politique dite *higher for longer*<sup>10</sup>, que le marché a fini par intégrer. Il n'y a en revanche pas eu d'anticipation de poursuite de hausse des taux de la part des investisseurs. Ce mouvement correspond davantage à un report de baisses des taux sur la fin de l'année et sur 2025/2026 plutôt que de leur annulation pure et simple.

Même si la voie n'est pas aisée, la BCE<sup>11</sup> a pu finalement se désolidariser de la Fed<sup>12</sup>, actant une première baisse de taux en juin. Le rythme apparaît là aussi moindre qu'anticipé en début d'année, quand le marché tablait sur 6 baisses, la BCE ne se montrant pas encline à une coupe trop rapide compte tenu de l'amélioration de la dynamique macro et de la rigidité du prix des services. Elle surveillera en particulier l'évolution de l'inflation salariale, qui devrait selon nous continuer à se normaliser.

La Banque centrale japonaise a, pour sa part, réhaussé ses taux de 10 bp<sup>13</sup> en mars pour la première fois depuis 2007 dans une fourchette de 0%<sup>13</sup> à 0,1%<sup>13</sup> (vs -0,1%<sup>13</sup> précédemment) et s'est engagée à réduire son bilan dès cet été. Nous projetons une poursuite du resserrement monétaire mais son rythme dépendra de la vigueur des salaires réels et de la consommation des ménages. Par ailleurs la faiblesse du Yen, à un plus bas historique face au dollar, augmente le risque de stagflation au cours des prochaines années et constitue un défi pour la Boj<sup>14</sup>.

En mars, la Banque nationale suisse a surpris en abaissant son taux directeur de 1,75%<sup>13</sup> à 1,5%<sup>13</sup>, avant d'effectuer une deuxième baisse de 25bps<sup>13</sup> en juin. En Suède, la Riksbank a aussi abaissé en mai son taux directeur principal pour la première fois en huit ans, à 3,75%<sup>13</sup>. La Banque du Canada a suivi, réduisant ses taux en juin.

La tendance baissière domine désormais dans les politiques des banques centrales à l'échelle mondiale.

<sup>10</sup> Plus haut pour plus longtemps

<sup>11</sup> Banque Centrale Européenne

<sup>12</sup> Banque Fédérale Américaine

<sup>13</sup> Source : Bloomberg

<sup>14</sup> Banque du Japon

03



## DICHOTOMIE PERSISTANTE ENTRE L'EUROPE DU NORD ET DU SUD

L'Europe du Sud a été la grande bénéficiaire des plans de relance de l'Union européenne et de la reprise du secteur des services. Les anticipations de baisse de taux de la BCE la favorisent également. L'Italie, en particulier, va devenir l'un des principaux bénéficiaires des aides européennes au cours des deux prochaines années et profite de la bonne santé de son industrie alors que l'Espagne bénéficie à plein de la vigueur de son secteur touristique et pourrait délivrer une croissance de PIB de plus de 2,5%<sup>13</sup> en 2024.

Si les pays du Sud affichent un dynamisme marqué, la croissance reste laborieuse en Allemagne et en France.

04

## DES RISQUES GÉOPOLITIQUES INÉDITS, IMPOSSIBLES À VALORISER ET DONC, IGNORÉS

Le monde s'est enfoncé dans une période inédite de cumul de risques géopolitiques, des risques que le marché ne sait pas évaluer et qu'il n'a d'autre choix que d'ignorer. Cela n'a donc pas eu de répercussions sur les actifs risqués à ce stade, malgré la multiplication de crises aiguës entre des puissances nucléaires, pétrolières et industrielles poussant plus loin les limites de la confrontation indirecte.

05

## DE TRÈS BONNS RÉSULTATS D'ENTREPRISE

Les résultats des entreprises ont atteint des niveaux record, notamment aux États-Unis dans le secteur de la technologie. En plus d'une hausse du chiffre d'affaires, il y a eu une expansion des marges. La hausse de la productivité des derniers trimestres, notamment aux États-Unis, a modéré les coûts unitaires du travail, ce qui a permis cette saine orientation des marges. Le marché attend désormais 11%<sup>15</sup> de croissance de BPA<sup>16</sup> 2024 aux États-Unis et 4 %<sup>15</sup> à 5 %<sup>15</sup> en Europe, ce qui nous semble raisonnable. À l'échelle mondiale c'est +8%<sup>15</sup> de croissance de BPA 2024 attendus après une stagnation en 2023. Cela reflète une dynamique macro mondiale dans l'ensemble positive depuis le début de l'année. Aussi davantage d'expansions de multiples ont-elles été réalisées aux États-Unis qu'en Europe, contribuant à la surperformance des actions américaines. La hausse du S&P 500<sup>17</sup> depuis le début de l'année est générée pour moitié par une croissance des bénéfices et pour moitié par une expansion de P/E<sup>18</sup>.



<sup>15</sup> Source : Bloomberg

<sup>16</sup> Bénéfice par action

<sup>17</sup> Le S&P 500 est un indice boursier basé sur 500 grandes sociétés cotées sur les bourses aux États-Unis

<sup>18</sup> Price earning ratio

## Marchés : les actions dominent le jeu



06

### SURPERFORMANCE DES ACTIONS

Aux États-Unis comme en Europe, la hausse des taux n'a pas pénalisé les actifs risqués. L'appétence pour le risque a conservé sa vigueur et, conjuguée aux bons résultats des entreprises, a fortement bénéficié aux actions.

En Europe, le secteur bancaire a très bien performé, notamment les banques françaises et italiennes, du moins jusqu'à l'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale française. Nous étions surexposés sur ce secteur depuis la fin 2023, car il demeure sous-détenu malgré une amélioration de ses bénéfices et de ses multiples. Nous sommes neutres en ce début de deuxième semestre car le secteur financier figure en première ligne face à la résurgence du risque politique en Europe.

En termes de style, la gestion *momentum* a largement surperformé, grâce à la technologie et plus généralement aux sociétés « *mega cap growth* » à fortes marges, forte croissance et faible endettement, plus immunes à cet environnement de taux élevé. Les thématiques qualité/ défensives ont pu rebondir en fin de semestre sur fonds de hausse de l'aversion pour le risque mais n'ont pas comblé le retard pris depuis le début de l'année. Au sein du segment value, seules les banques ont réellement performé et le début d'année a été compliqué pour les small caps. Au global, les valeurs cycliques ont surperformé les défensives, mais certains segments commencent à apparaître moins attractifs en termes de valorisation au vu de la dynamique macro, ce qui nous pousse à davantage de neutralité en ce début de second semestre.

La forte pondération des larges caps américaines dans les indices a contenu la volatilité réalisée et implicite sur les indices actions. La fin du semestre commence à voir certaines prises de profit sur ce segment, même si les fondamentaux restent très solides à ce stade avec une croissance attendue nettement supérieure au reste de la côte, grâce à une certaine dynamique de relèvement des recommandations, entre autres.

07

## HYPERCONCENTRATION DE PERFORMANCE ET CROISSANCE SUR LA TECHNOLOGIE AMÉRICAINE

Depuis le début de l'année, cinq valeurs seulement, Nvidia, Microsoft, Apple, Alphabet, Meta, ont ensemble contribué pour 60%<sup>19</sup> à la performance du S&P 500. Le groupe affiche une performance de l'ordre de 45%<sup>19</sup> et compte à lui seul pour ¼<sup>19</sup> de l'indice en capitalisation boursière. Plus largement, la croissance des résultats de la techno américaine (indice S&P 500 Info tech) ressort à 27%<sup>19</sup> (soit 3x la croissance moyenne du S&P500), celle des chiffres d'affaires à 8%<sup>19</sup> (le double de la croissance moyenne du S&P500) alors que les marges progressent de façon continue et dépassent désormais largement les 25%<sup>19</sup> soit le double du niveau de marges du S&P 500 hors Tech.

Aussi cette croissance fulgurante des bénéfices reste-t-elle soutenue par de nombreux facteurs structurels : le développement de l'IA<sup>20</sup>, les lois Biden (CHIPS et IRA), le développement de l'internet des objets (IoT), du métavers, de la cybersécurité, ou bien entendu la poursuite de la numérisation de l'économie mondiale voire la transition énergétique, fortement consommatrice de tech.

La croissance implicite du marché américain est donc liée aux entreprises technologiques, celles ayant la plus forte expansion de multiples : plus de 28x les bénéfices attendus à 12 mois, soit 7 points gagnés sur un an. En 2001, à l'heure de l'éclatement de la bulle internet, nous étions à 47. Si l'on retire les 10 plus grosses capitalisations du S&P500, le PE moyen tombe à 18. La prime de la Tech vs le S&P 500 s'établit désormais à 35%<sup>19</sup>, au plus haut depuis le milieu des années 2000.

Cette hyper-concentration s'explique aussi par les flux massifs provenant des particuliers américains et par le poids croissant des ETF<sup>21</sup> sur le marché. Au travers des indices, les investisseurs se positionnent principalement sur les grandes capitalisations, et les indices eux-mêmes participent ainsi à la concentration, en accentuant la capitalisation de certaines valeurs. Ce type d'investissement contribue également à réduire la volatilité ce qui, en retour, attire plus d'investisseurs.

19 Source : Bloomberg

20 Intelligence artificielle

21 Un ETF (ou « tracker ») est un placement cherchant à suivre l'évolution d'un indice boursier (CAC 40, Nasdaq, etc.)



08

## DE L'APPÉTIT POUR LE CRÉDIT

Le crédit, notamment le *high yield*<sup>22</sup>, a bien performé. Notre conviction qu'il valait mieux privilégier une exposition à de belles entreprises ayant accès aux marchés de capitaux plutôt qu'à des États semble avoir été également adoptée par le marché. Les CoCo (Contingent Convertibles) se sont aussi très bien comportées, avant de connaître une période plus difficile – comme le reste de la classe d'actifs – en fin de semestre, après la dissolution de l'Assemblée nationale en France.

La dichotomie de la performance économique entre la France et l'Allemagne d'un côté et l'Europe du Sud de l'autre s'est traduite par une surperformance des pays périphériques européens. Nous avons assisté à un fort resserrement des *spreads* de l'Italie, de l'Espagne et de la Grèce.

Côté marché primaire, il y a eu déséquilibre entre la demande et l'offre, avec une raréfaction sur le *high yield*, malgré de beaux volumes d'émissions en milieu de trimestre. De nombreux titres ont en effet été relevés à la catégorie *investment grade*<sup>23</sup>, grâce à la solidité des bilans. Dans la zone euro, les taux de défaut implicites sur l'*investment grade*, et le *high yield* paraissent cohérents avec le scénario de croissance modérée avec lequel nous sommes à l'aise. La hausse des taux de défauts touchent davantage les entreprises non cotées, comme les TPE<sup>24</sup> et TPI<sup>25</sup>.

22 Haut rendement

23 Titres investissables

24 Très petite entreprise

25 Très petites industries

09

## L'OR CARACOLE SUR DE HAUTS NIVEAUX

La performance de l'or s'est retrouvée déconnectée de celle des taux réels, ce qui s'explique notamment par le fort appétit de certaines banques centrales, notamment la Chine, suivie par d'autres pays émergents, ainsi qu'un regain d'intérêt de la part des ménages asiatiques. L'or reste également plébiscité par rapport au dollar dans un contexte global de démondialisation ; cela reflète aussi l'aversion aux risques géopolitiques. Le métal doré a atteint de nouveaux plus hauts historiques, et ce alors même que les actions montent également. Les actifs refuge et les actifs risqués progressent donc de concert, ce qui est rare mais la situation sur les taux, après deux ans de hausse, crée des circonstances différentes de celles de trente dernières années. Sur le semestre, l'or a gagné 9%<sup>26</sup> en dollar, soit autant que le S&P500 et plus que les actions mondiales hors États-Unis.

Cette hausse s'explique aussi par la sous-performance des souverains et démontre une certaine défiance envers les monnaies fiduciaires (*fiat currencies*), que le succès volatil du bitcoin illustre aussi à sa façon.

10

## UN DOLLAR TOUJOURS FORT



Le dollar se distingue par sa solidité. Il s'est apprécié dans la lignée de la politique *higher for longer* de la Fed. L'aspect valeur refuge du billet vert a joué face aux incertitudes géopolitiques, et les actifs américains ont bénéficié d'un afflux d'épargnants internationaux, hausse du dollar et hausse des actifs se nourrissant l'un l'autre.

## OLYMPIADES DE LA CONSOMMATION ; LES US PASSENT LE RELAIS



<sup>26</sup> Source : Bloomberg

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

# Perspectives second semestre 2024

Nous avons débuté l'année avec une vision bien plus optimiste que celle du consensus au sujet des perspectives de croissance des économies américaine, européenne et chinoise et le premier semestre se conclut sur des données macroéconomiques effectivement supérieures aux attentes. Avec la croissance acquise au cours des six derniers mois, les États-Unis devraient, sauf choc exogène, s'assurer une croissance annuelle proche de 2,5 %<sup>27</sup>, la Chine dépasser les 5 %<sup>27</sup> et celle de la zone Euro devrait avoisiner 0,7%-0,8%<sup>27</sup>. Alors, Mirova conserve-t-il son optimisme malgré les quelques nuages qui apparaissent çà et là ? La réponse penche vers l'affirmative ! Mais les tendances se feront bien moins spectaculaires qu'au cours des six mois passés.

## Beaucoup d'indicateurs restent au vert

L'économie mondiale bénéficie toujours d'une baisse graduelle et parfois heurtée de l'inflation, autorisant le retour à une croissance du revenu réel des ménages, ainsi que d'une activité très dynamique dans les services et de politiques budgétaires toujours accommodantes un peu partout dans le monde. Les entreprises restent en outre très profitables dans l'ensemble, ce qui maintient l'emploi et l'investissement. Autre facteur positif, le rebond du cycle manufacturier au niveau mondial, avec un début de restockage qui commence à soutenir l'industrie et des reprises progressives dans des pays qui ont souffert, comme l'Allemagne.

La désinflation a ainsi permis à plusieurs banques centrales d'amorcer une baisse des taux, comme au Canada, en Suède, en Suisse, en Zone Euro et dans plusieurs pays émergents. Le solde est désormais en faveur des banques centrales baissières par rapport à celles qui montent leurs taux, et le mouvement devrait se poursuivre au cours des prochains mois.

Sur les marchés, la tendance a été marquée par l'hyperconcentration de la performance sur les plus gros poids des indices, notamment les 7 Magnifiques

→ La tendance a été marquée par l'hyperconcentration de la performance

aux US, se resserrant progressivement sur 5 valeurs technologiques, à commencer par Nvidia. Le marché américain représente un peu moins des 2/3 des indices mondiaux et, en son sein, ces 5 valeurs pèsent plus de 25 %<sup>27</sup>.

Néanmoins l'agenda politique/géopolitique fait peser un risque baissier sur l'activité au second semestre. La moitié de la population mondiale est cette année appelée aux urnes et chaque élection a pour l'instant engendré des replis boursiers, comme nous avons pu le voir en Inde, en Zone Euro et notamment en France dans le sillage de la dissolution de l'Assemblée nationale. Cette dissolution a ravivé les craintes sur la trajectoire budgétaire que va prendre la France, avec une possible – probable ? – aggravation du déficit.

Les tensions politiques pourraient également s'accroître de l'autre côté de l'Atlantique jusqu'aux élections présidentielles en fin d'année. Des élections qui font elles aussi craindre un emballement de la dette pour les États-Unis, si l'on se fie aux programmes affichés par les deux candidats.

Les six prochains mois, la question politique restera à coup sûr au centre des attentions, alors que les tensions géopolitiques du premier semestre – Ukraine/Russie, Moyen-Orient, Chine/Taiwan – n'ont finalement eu que des répercussions contenues sur les marchés jusqu'à présent.

<sup>27</sup> Source : Bloomberg



Couplée à des signes de ralentissement de la croissance, il y a fort à parier que la période à venir se fasse plus agitée pour les marchés avec le maintien d'un biais positif. Nous n'anticipons en effet pas pour autant de forte correction, la croissance demeurant positive et les baisses de taux des principales banques centrales pouvant encore délivrer leurs fruits, mais un marché avec un régime de volatilité plus élevée, légèrement haussier, où une certaine finesse tactique sera de rigueur

## Europe : « *it's politics, stupid* »

Le premier semestre européen a surpris en bien, notamment via un rebond des exportations, conjugué à une légère reprise de la consommation. Les ménages ont profité d'une amélioration de leurs revenus réels, grâce à une poursuite de la désinflation, à un marché de l'emploi solide et aux hausses de salaire. La confiance des consommateurs a connu une embellie et les importantes réserves d'épargne laissent espérer un second semestre positif d'autant plus qu'on assiste à un début de détente des conditions financières, qui devrait s'accroître un peu avec les futures baisses de taux de la BCE.

Cette dynamique peut-elle être entravée par les bouleversements politiques français ? Nous ne le pensons pas à ce stade. Certes l'incertitude politique pourrait encourager les ménages à revenir sur des réflexes d'épargne, accompagnée d'un gel des investissements. Une période attentiste qui coûterait quelques dixièmes de points à la croissance française. Mais difficile d'extrapoler au-delà des frontières de l'hexagone à court terme.

Concernant la trajectoire de la dette française, ces élections mettent en lumière quelques fragilités du pays, avec la possibilité – très ténue – d'un bras de fer avec l'Union Européenne si l'alliance de Gauche tenait à mettre en œuvre une politique budgétaire très expansionniste, et qu'elle le pouvait, avec des conséquences négatives sur le *spread* OAT-Bund. Une coalition sans majorité viendrait bloquer les réformes d'ampleur pour se consacrer à des domaines plus consensuels, ce alors que l'UE somme la

<sup>28</sup> Source : Bloomberg

<sup>29</sup> C'est l'économie... et la politique, stupide

France de dénicher quelques dizaines de milliards d'euros d'économies à réaliser d'ici fin 2025. La prochaine grande échéance scrutée par les marchés sera la présentation du budget du prochain gouvernement, à la rentrée.

Aussi estimons nous que l'appréciation du marché sur le déficit français dépendra de l'orientation des investissements et dépenses publics. Si ces derniers servent à préparer un rehaussement de la croissance potentielle, en se dirigeant vers des secteurs tels que l'innovation, la transition, les infrastructures, le marché pourrait tolérer un déficit qui demeure encore quelques années au-dessus du seuil de 3%<sup>28</sup>. Sinon, il pourrait en prendre ombrage. Or, nous notons que les programmes politiques favorisés par les élus français semblent privilégier des dépenses courantes et non de tels investissements.

## DETTE QUI FILE ET CONTAGION : LE SCÉNARIO DU PIRE

Le scénario du pire, à la réalisation duquel nous n'adhérons pas néanmoins, consisterait en une incapacité du gouvernement français à stabiliser le ratio dette/PIB et le basculement dans une crise de la dette, avec effet de contagion. La Commission a mis sous surveillance la trajectoire de 7 pays européens et ceux-ci compteraient parmi les premiers à basculer, notamment l'Italie, premier récipiendaire net du budget européen. La France reste à l'inverse – jusqu'ici – le deuxième contributeur à ce même budget. Quant à l'Allemagne, elle se trouverait empêchée de voler au secours des autres Etats membres, la résistance politique au sein du gouvernement actuel s'accroissant sur ce sujet.

## ROYAUME-UNI, ÎLOT DE SÉRÉNITÉ

Le Royaume-Uni semble débiter un nouveau cycle. Il referme enfin l'épisode du Brexit, dont les répercussions politiques et économiques se seront donc ressenties sur plusieurs années et gouvernements. Les élections ont comme prévu porté au pouvoir les Travailleurs, étrangers au Brexit. Le pays pourrait désormais faire figure d'îlot de stabilité.

## États-Unis : « *it's the economy... and politics, stupid* »<sup>29</sup>

Après une fin d'année 2023 exceptionnelle, les États-Unis ont consolidé leurs acquis de croissance au premier semestre. Mais depuis, apparaissent certains signaux moins favorables, de nature à justifier davantage de baisses de taux de la part de la Fed sur les prochains trimestres afin d'éviter qu'elles ne prennent de l'ampleur d'ici 2025.



En premier lieu, notons la fragilité des ménages à revenus faibles et modérés, qui se traduit par une augmentation des défaillances sur les crédits consommation et automobile. Malgré un marché de l'emploi résilient, ces ménages se voient pénalisés par des prix toujours élevés et des loyers très coûteux. Les ménages à hauts revenus ont, quant à eux, profité de la bonne santé des actifs, actions et immobilier en tête, pour ne pas ressentir ces mêmes effets, du moins pas dans les mêmes proportions. Si cela s'avère très positif pour l'économie américaine, cela pose aussi la question de sa dépendance aux prix des actifs financiers.

Au second semestre, l'immobilier va se trouver au cœur des attentions. Avec un marché du neuf ralenti à cause de taux élevés, le report a été massif sur le marché de la location, qui ne peut absorber la demande, aboutissant donc à des loyers élevés, qui pénalisent les ménages. Pour dégripper le marché et faire cesser l'inflation des loyers, il pourrait devenir utile que la Réserve fédérale abaisse ses taux, afin de débloquer les transactions et les mises en chantiers. Le paradoxe tient à ce que si la Fed a pu briser la spirale inflationniste sur l'essentiel des biens courants par une hausse des taux, c'est par une baisse qu'elle pourra obtenir des résultats sur le plus essentiel des secteurs où l'inflation lui résiste : le logement.

L'afflux migratoire aux États-Unis a permis de combler un fort besoin de main d'œuvre après le covid, de faire gagner en productivité certains secteurs et de soutenir la consommation. Cependant, la pression qu'il met sur les loyers et les inquiétudes de certains Américains en font désormais un thème de campagne majeur pour les deux candidats. Cette question complexe rappelle que le pays fait actuellement face à des signaux contradictoires, et ce à plusieurs niveaux de son économie. La production industrielle a ainsi rebondi à la fin du premier semestre, les plans de relance continuent de stimuler l'économie, la situation de l'emploi se normalise, mais la politique *higher for longer* de la Fed commence à générer des conséquences notables sur le pouvoir d'achat des consommateurs. Sans oublier qu'une grande partie de la population est fortement exposée aux marchés actions et souffrirait en cas de retournement de tendance.

» Nous anticipons une poursuite du ralentissement de la croissance américaine

Au final, nous anticipons une poursuite du ralentissement de la croissance américaine qui devrait rapidement converger vers sa tendance de long terme (2%<sup>30</sup> de croissance réelle en rythme annualisé), une poursuite de la désinflation en raison de la décélération progressive des loyers et des salaires sur fonds de rééquilibrage offre/demande sur le marché de l'emploi et un début de cycle de baisse des taux Fed dès cet automne en amont des élections présidentielles, mais qui pourraient rapidement se heurter au programme des candidats.

## DEUX PROGRAMMES ET UNE INQUIÉTUDE SUR LA DETTE

Les programmes des candidats à la présidentielle Joe Biden et Donald Trump ne prévoient pas d'assainissement budgétaire et pointent plutôt en direction d'un déficit public autour de 6 % à 7 %<sup>30</sup> du PIB. Le coût de la dette serait de 3 %<sup>30</sup> par an, avec un solde primaire négatif. Les politiques telles qu'affichées aujourd'hui se feront inflationnistes, avec un effet haussier sur les taux. Cela pourrait ainsi écarter certaines baisses de taux de la Fed en 2025, en théorie du moins.

Si les programmes des candidats ont ceci de commun, ils diffèrent en revanche sur de très nombreux points. Joe Biden privilégierait pour sa part une hausse des dépenses sociales, ce qui creuserait le déficit. Il amorcerait également une hausse de la taxation sur les entreprises et les ménages à hauts revenus. Donald Trump, lui, affiche une volonté de réduire le déficit commercial et l'immigration et de poursuivre sa politique de baisses d'impôts entamée en 2017. Freiner l'immigration pourrait avoir des conséquences inflationnistes voire casser la dynamique de croissance. Quant à la politique de hausse de 10%<sup>30</sup> des tarifs douaniers sur toutes les importations, y compris d'Europe, elle ne saurait être sans effet sur le pouvoir d'achat des Américains. En revanche, ce choix pourrait écarter le risque de surproduction qui pèse sur l'économie américaine. Donald Trump n'aura pas besoin de l'approbation du Congrès pour les décisions portant sur l'immigration et la politique commerciale, en revanche celui-ci doit être consulté pour la prolongation de la loi sur les impôts et l'emploi. En cas de victoire de Trump, il faudrait s'attendre à des taux plus élevés sur la partie longue et une courbe plus pentue.

<sup>30</sup> Source : Bloomberg

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

## Les Banques centrales à la manœuvre

Au cours du second semestre, la Réserve fédérale devrait concrétiser une première baisse de taux, car l'économie montre des signes de ralentissement et la seule composante qui persiste réellement dans l'inflation est celle des loyers (voir ci-dessus). Notre scénario central est celui d'une décélération de l'économie au cours de l'été et d'une baisse de taux à la rentrée, suivie probablement d'une autre avant la fin de l'année. Une position plus *dovish* que celle du marché.

En Europe, certains effets de base défavorables ne permettront pas d'atteindre une inflation cible à 2%<sup>31</sup> rapidement ; néanmoins aucune réaccélération n'est attendue, d'autant que les salaires continuent de se normaliser. Une première baisse de taux de la Fed viendrait également conforter la BCE dans son propre cycle d'assouplissement. En revanche, si la Fed n'agissait pas, la zone euro subirait alors de l'inflation importée, avec une baisse de l'euro. Parmi les risques, demeurent les incertitudes politiques/géopolitiques et leurs conséquences sur la consommation, ainsi qu'une crise de la dette si les budgets des grands pays européens – notamment la France – ne sont pas maîtrisés. Une nouvelle preuve que la composante politique pourrait influencer sur les décisions de la BCE. Après la baisse de 25bp<sup>31</sup> en juin nous tablons sur 2 baisses supplémentaires d'ici la fin de l'année, a priori en septembre puis décembre.

Au Japon, la Banque centrale a la volonté de normaliser ses niveaux de taux (à la hausse), mais avancera prudemment car il n'est pas certain que la croissance à terme débouche sur une forte hausse des salaires réels, la faiblesse du Yen générant de l'inflation importée.

La Chine a suffisamment de latitude pour procéder à de nouvelles baisses de taux afin de soutenir son marché immobilier et la dynamique de crédit, d'autant que le pays n'est pas inquiet d'un yuan déprécié, alors que son économie repose sur les exportations. L'inflation a connu un léger rebond au premier semestre, mais devrait rester contenue au second entre 1%<sup>31</sup> et 1,5%<sup>31</sup> en raison de la baisse des prix de l'énergie et de la résistance à la hausse des prix de l'alimentation et des prix des services



## Chine et pays émergents dans un monde plus protectionniste

Au second semestre, la Chine va devoir continuer de trouver de nouveaux relais de croissance, alors que la crise de l'immobilier n'est toujours pas derrière elle. Les prix continuent de corriger, tandis que la dette des gouvernements locaux a explosé. Une solution envisageable serait de centraliser cette dette au niveau gouvernemental ou de forcer les institutions locales à racheter le parc invendu, afin de soutenir les prix. Cette situation continue de peser sur le moral des ménages, confrontés à un effet de richesse négatif. La contraction des prix de l'immobilier, des mises en chantier et de l'investissement se poursuit donc, alimentée d'un point de vue structurel par une tendance démographique défavorable. Le pays est également engagé dans une surproduction, alors même que les frontières du monde, notamment aux États-Unis et en Europe, se ferment pour la Chine.

Néanmoins, le soutien budgétaire et monétaire parvient à soutenir l'économie du pays, qui a affiché une production industrielle au-dessus des attentes. L'inflation devrait continuer à se renforcer au second semestre pour passer au-dessus de 1%<sup>31</sup>, le spectre de la déflation s'éloignant. Les PMI<sup>32</sup> composites sont en ligne avec une croissance annualisée pouvant atteindre 5,5 %<sup>31</sup> en 2024, avant un ralentissement en 2025. Les indices PMI ont ainsi touché au premier semestre leur plus haut depuis un an dans les services et depuis 2 ans sur le manufacturier.

<sup>31</sup> Source : Bloomberg

<sup>32</sup> Indicateur économique qui combine les données des indices PMI manufacturier et des services pour fournir une vision plus complète et globale de l'activité économique

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

Nous ne croyons donc pas à un choc récessif, ni à une aggravation brutale sur l'immobilier qui rendrait toute possibilité de croissance anémique sur les 18 prochains mois.

Il faut maintenant s'attendre à un renforcement de la concurrence de la part des pays d'Asie du Sud Est. Les pays occidentaux les plébiscitent dans leur stratégie de diversification, tandis que l'Inde renforce ses exportations de produits intermédiaires. Cette dernière a réélu Narendra Modi à sa tête, toutefois sans majorité absolue. Son objectif sera de poursuivre le développement du pays. Un pays de plus en plus puissant sur le plan industriel, qui est parvenu à sécuriser ses importations d'énergie et de matières premières. L'Inde apparaît désormais comme un relais pour les investisseurs qui délaissent la Chine.

La croissance indienne entraîne dans son sillage d'autres pays d'Asie du Sud Est, qui font ainsi mieux que prévu. La Corée, l'Indonésie, Taiwan, connaissent un rebond et profitent également de la reprise du cycle des semi-conducteurs. L'Asie apparaît donc comme un pôle de croissance et d'intérêt pour les investisseurs.

Sur les marchés, les émergents ont déçu au premier semestre, principalement sur les actions, mais dans une moindre mesure sur la dette. Ils devraient désormais profiter d'une normalisation de la politique de la Fed et d'un éventuel plafonnement du dollar.

## Conclusion : un second semestre trop tranquille ?

En guise de conclusion, nous n'avons cette fois guère d'éléments iconoclastes à offrir à nos lecteurs : le *soft landing* se poursuit tranquillement en ce second semestre, avec une résorption de l'inflation vers des niveaux restant toutefois supérieurs à ceux d'avant le covid... et permettant aux banquiers centraux d'abaisser les taux avec d'autant plus de probabilité que cela peut débloquer les loyers aux États-Unis, où ils représentent le dernier bastion inflationniste important.

Attention cependant, 2025 pourrait s'avérer plus chahuté, car MM. Biden et Trump semblent décidés, chacun à leur façon, à ajouter de l'expansionnisme budgétaire à l'expansion économique : inutile donc, selon nous, d'attendre un cycle de baisse des taux aussi marqué que ceux du passé, et cela, le marché l'anticipera dès les prochains mois.

# The long view

## Crise des classes moyennes occidentales : le pire est-il passé ?

Notre édito le rappelle, Mirova s'inquiète du désenchantement des classes moyennes occidentales, qui se plaçaient au cœur de la croissance économique et de l'amélioration, non sans heurts du reste, des conditions de vie depuis la fin du XIX<sup>e</sup> siècle en Europe, en Amérique du Nord anglophone et au Japon puis en Corée du Sud. Ce désenchantement envoie d'abord un signal sur de probables dysfonctionnements économiques actuels mais surtout, il a le potentiel de détériorer un cadre favorable à la prospérité. Pourtant, c'est au moment où tout le monde perçoit enfin le problème que celui-ci approche sans doute de sa phase la plus aiguë, s'il ne l'a pas déjà passée.

L'élection de M. Trump en 2016, le Brexit, le vote en faveur du M5S, de la Lega puis des fratelli d'Italia en Italie, de Vox en Espagne, du Vlaams Belang en Belgique, du PVV aux Pays-Bas ou de l'AfD dans les Landers est-allemands et des partis les plus à droite ou à gauche de l'échiquier politique français ont fini d'imposer le constat que les sociétés occidentales ne fonctionnaient plus assez bien, du moins plus pour assez de leurs membres. Nous renvoyons à toutes les analyses fines essayant d'expliquer l'origine de ces votes, leur caractère plus ou moins structurel, les classes sociales ou tranches d'âge qui l'alimentent ou le freinent et comment les mutations démographiques accélèrent ces dynamiques. Toutes pointent vers un rejet des options politiques usuelles qui paraissent, à tort ou à raison, ne plus répondre aux problématiques de bien des catégories socio-professionnelles... notamment celles reléguées au fil du temps à la périphérie des métropoles : l'électeur de Washington partage volontiers les vues des Parisiens, des Londoniens ou des Milanais, sans guère plus comprendre celles de ses propres concitoyens, si proches de lui géographiquement mais si éloignés de son quotidien.

Tous ces enjeux pourraient passer pour purement politiques, avec un vague contexte sociologique ou économique en toile de fond, et donc, ne pas concerner la Finance ni les marchés. Pourtant, parce qu'ils affectent le capital à certains projets et à certaines infrastructures économiques plutôt qu'à d'autres, et donc, parce qu'ils influencent nos organisations sociales qui les façonnent en retour, les investisseurs occupent une position centrale dans ce qui se passe, à double titre.

<sup>33</sup> Source : Bloomberg

D'abord, la Finance n'a rien à gagner à l'effondrement du système si favorable dans lequel elle opère, parfois sans bien s'en rendre compte, depuis près d'un siècle et demi ; ensuite elle peut jouer un rôle majeur pour sortir de l'ornière. La Finance et les marchés au service des classes moyennes ? Une gageure pas si irrationnelle... bien au contraire.

### LE GRAND EFFACEMENT DE LA CLASSE MOYENNE : FREIN AU DÉVELOPPEMENT ?

Ce sentiment de déclassement par un spectre élargi des occidentaux fait peser une menace sur la stabilité des systèmes démocratiques, eux-mêmes assez propices à la création des conditions de la prospérité. Il traduit cette érosion de la prospérité plus qu'il ne l'avait engendrée, mais il n'existe pour autant pas de contradiction : les deux phénomènes s'alimentent désormais l'un l'autre. Et qu'ils se cristallisent en des votes plus radicaux signifie que les classes moyennes ne tolèrent plus la situation dans laquelle elles se jugent acculées malgré elles.

Elles ont pourtant longtemps montré une forme de patience devant le recul des revenus médians et moyens qui s'observe notamment aux États-Unis, combiné à d'autres effets dont la rétractation de l'espérance de vie pour des catégories entières de la population américaine, ou encore la détérioration des indicateurs de mortalité infantile. D'autres indicateurs trahissent ces vents défavorables que subissent les classes moyennes. Pour rappel, dans les années 1970, le 1%<sup>33</sup> le plus fortuné de la population états-unienne représentait moins de 10%<sup>33</sup> des revenus nationaux totaux ; au milieu des années 2000, ils en représentaient un quart ! Les écarts de patrimoine exacerbent bien sûr ceux des revenus mais cela provient en grande partie de la baisse des taux, qui a accru la valorisation des biens immobiliers, et donc le patrimoine des propriétaires, sans pour autant qu'il n'y ait eu la moindre richesse supplémentaire en soi, hors transactions.

Le sentiment d'appartenance aux classes moyennes avait quant à lui entamé sa décrue il y a près de 25 ans désormais : plus de deux tiers des Américains estimaient en faire partie à la fin du XX<sup>e</sup> siècle contre moins de la moitié en 2012 d'après les données du World Value Surveys. Deux causes : la stagnation des revenus réels, au mieux, des dites classes moyennes, et le renchérissement du coût de la vie dû à l'envolée des prix immobiliers, que la baisse des prix des biens de consommation courante n'a pas vraiment compensée.

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

Mirova le réitère : si le monde de la Finance se figurait qu'il pourrait remplir ses fonctions sans écueil dans un cadre politique dont les classes populaires se détourneraient, il commettrait un péché de naïveté lourd de conséquences. Les marchés financiers tels qu'ils existent depuis la fin du XIX<sup>e</sup> siècle n'ont jamais eu à fonctionner dans une telle configuration sur longue période, et ils ne le pourraient que difficilement selon nous.

En clair, la Finance doit faire en sorte de préserver le cadre qui lui permet de fonctionner de manière assez optimale, bien qu'imparfaitement : le cadre démocratique, lequel ne saurait perdurer sans le soutien des classes moyennes et populaires. Il n'y a pas là d'approche morale, mais rationnelle. Or, elle a justement les moyens, actuellement, de participer à la restauration de ce cadre au moment-même où sa détérioration n'apparaît plus supportable, pour peu qu'elle alloue les capitaux aux activités à même d'enrayer la tendance à effiloche les classes moyennes.

## RÉINDUSTRIALISATION : VOUS L'IGNORIEZ, MAIS ELLE A DÉJÀ COMMENCÉ...

Certaines des conditions de la résolution des tourments des classes moyennes émergent d'elles-mêmes, en ce moment. La réindustrialisation et la remontée à peu près achevée des taux, qui en résulte pour partie, ouvrent en effet, et paradoxalement, des perspectives très favorables. L'Amérique du Nord en profite déjà, ce qu'illustre la baisse de plus de 100Mds \$<sup>34</sup> en valeur des importations en provenance de Chine en 2023<sup>35</sup>. Cela ne tient pas qu'au très malin *Inflation Reduction Act* de l'Administration Biden. Notons toutefois qu'il s'avère plus facile d'y parvenir pour l'Amérique du Nord, dont le taux d'emplois industriels reste plus faible qu'en Europe, et qui a accès à un large vivier de matières premières dont le vieux continent ne dispose hélas pas.

Petit rappel : en 2009, plus de la moitié des populations mondiales appartenant à la classe moyenne vivait en Amérique du Nord et en Europe, d'après l'OCDE, qui ajoute qu'en 2030, cette proportion devrait s'effondrer à environ 20%<sup>34</sup>. Trente points de pourcentage de baisse en trente ans, rien de moins. En revanche, la part des Asiatiques dans ces classes moyennes passerait pour sa part de 28% à 66%<sup>34</sup> sur cette même période. D'où provient la bascule ? Du transfert graduel des capacités de production industrielle de l'Occident vers la Chine depuis que Deng Xiao Ping en a ouvert en grand les portes au début des années 1990. Pourtant, cette mécanique de transferts semble avoir désormais ralenti voire reflué après que les Présidents Obama puis Trump ont commencé à remettre en cause la nature des échanges avec les producteurs

chinois, politique que le président Biden n'a guère infléchi et que le prochain locataire de la Maison Blanche, qui qu'il soit, ne remettra selon nous pas en cause. L'Europe semble suivre cette voie, malgré les réticences des industriels allemands, devenus très dépendants au marché chinois. Ajoutons que la Chine, bien que vieillissante, ne cache plus qu'elle a moins besoin que ces trente dernières années des apports de l'Occident maintenant que celui-ci lui a apporté les techniques et technologies qu'elle souhaitait maîtriser et qu'elle maîtrise parfois mieux que quiconque désormais.

Dès lors, chacun comprendra que la volonté de rapatriement de ces capacités de production vers l'Occident ne peut que s'inscrire dans la durée. S'il se concrétise, il alimentera l'offre d'emplois à l'heure où les évolutions démographiques ne peuvent que porter les salaires à la hausse, sauf à accélérer les flux migratoires pour satisfaire ces offres et équilibrer l'offre et la demande de travail, à moins que l'alliance de l'intelligence artificielle et de la robotique ne fournisse les capacités de travail nécessaires. Ce mouvement a déjà commencé aux États-Unis, mais aussi en Europe, notamment de l'Est et scandinave : Pologne, Danemark et Suède affichent des rebonds de la production industrielle très marqués depuis la crise Covid. Plus récemment, l'Irlande se reprend très vigoureusement. Allemagne, Pays-Bas, Belgique France et dans une moindre mesure, Italie, demeurent en déclin en revanche avec des productions industrielles toujours en berne.

Autre facteur favorable, et paradoxal : la pression qu'exerce la hausse des taux sur les prix de l'immobilier devrait faciliter l'accès au logement après quelques années délicates induites par la chute des volumes de construction, notamment pour les plus jeunes. L'effet richesse en pâtira certes, mais avec un impact a priori moindre qu'au paravant, car la génération appelée à l'absorber atteint graduellement un âge où le niveau de consommation par ménage s'estompe. En France par exemple, la plus grande proportion de propriétaires de leurs logements, à près de 75%<sup>36</sup>, se trouve chez les plus de 70 ans<sup>36</sup>. Cela se retrouve aux États-Unis, où seuls les plus de 65 ans, depuis vingt ans, affichent une proportion de propriétaires en hausse, quand elle a baissé pour toutes les autres tranches d'âge, parfois de manière spectaculaire d'ailleurs<sup>37</sup>.

Retour des emplois industriels bien rémunérés et atténuation de la ponction immobilière devenue intenable en trente ans pour les jeunes, forment ensemble le socle d'une reconstitution de classes moyennes à même de rebâtir patiemment un consensus politique plus stable, et de contribuer à une économie moins inégalitaire dans la formation des revenus, donc avec une plus forte probabilité de prospérité. A tout cela s'ajoute qu'une telle réin-

34 Source : Bloomberg

35 Source : Kearney

36 Source : INSEE

37 Source : US Census Bureau

dustrialisation s'intégrera avec fluidité dans la transition environnementale, tant le bilan carbone en Europe et en Amérique du Nord demeure moindre qu'en Chine, à productions équivalentes, notamment du fait de l'économie du transport par voies maritime ou aérienne. Si la réindustrialisation contribue à la fois à éviter une crise sociale et les effets indésirables d'une crise induite par les changements climatiques, que n'a-t-elle commencé plus tôt ? Le covid a servi de détonateur au mouvement, ainsi que les rivalités géopolitiques, mais bien sûr, les investissements industriels impliquent des décisions sur le temps long : le déplacement des capacités en Asie a pris près de quarante ans ; leur retour en occident s'étalera sur au moins une décennie.

## UN AVENIR RADIEUX, À CERTAINES CONDITIONS

Tout irait-il donc au mieux dans le meilleur des mondes ? Certainement pas. Il reste un écueil, et de taille : les niveaux d'endettement, notamment des agents publics générant des déficits record en période de paix, et donc, le vieillissement de la population occidentale qui s'il atténue l'effet richesse négatif de la hausse des taux, créé des problèmes propres. Ces deux facteurs de perturbation peuvent s'absorber avec un retour des gains de productivité. Or, ce retour a déjà lieu aux États-Unis, qui disposeraient en outre de larges marges de manœuvre fiscales s'il le fallait... notamment si MM. Trump ou Biden poursuivaient des stratégies budgétaires expansionnistes à un seuil trop agressif pour le dollar, au point de les contraindre à infléchir leurs politiques.

La capacité des États-Unis à, de nouveau générer des excédents budgétaires, comme à la fin du second mandat de M. Clinton, existe toujours en théorie, malgré les déficits fédéraux actuels, à plus de 6%<sup>38</sup> du PIB. En revanche, l'Europe occidentale ne jouit pas de ces deux leviers pour le moment. Les gains de productivité s'y font attendre...

Et c'est donc là que le monde de la Finance a les choix les plus cruciaux à faire pour allouer des capitaux à des investissements productifs, car les dirigeants politiques ne le peuvent pas à eux seuls. La hausse des taux a implicitement servi à cela : accroître le rendement desdits investissements productifs, ce alors que l'immobilier cessera d'engloutir une portion importante du stock de capital et que les besoins en énergie, sans laquelle il n'y a pas d'industrialisation possible, doivent se voir satisfaits. Or, pour l'Europe, comme pour l'Inde d'ailleurs, cette énergie doit en partie provenir de sources renouvelables. Une finance qui négligerait ces effets-là, ou pire, qui les oublierait, se condamnerait assez vite à l'atrophie : la Finance à impact se propose donc de favoriser la prospérité de ses clients et la prospérité collective en n'allouant le capital qu'aux agents qui ne les menacent pas, et ils sont nombreux. Une Finance ne tenant pas compte de ces critères pourrait aussi atteindre les mêmes objectifs, mais elle s'en donnerait moins les chances.

En somme, si l'impatience des classes moyennes paraît préparer l'arrivée du pire, à savoir la dislocation de nos sociétés et démocraties occidentales, la réorganisation de la Mondialisation selon des termes plus avantageux pour l'Occident par rapport aux dix dernières années, pourrait bien empêcher ce triste scénario de se réaliser. Or, cette réindustrialisation a déjà commencé, et prendra son temps pour se déployer, par définition, diffusant ses effets positifs sur une décennie. Le pire, décidément, n'est jamais certain.

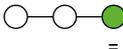
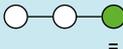
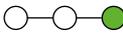
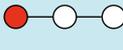


38 Source : Bloomberg

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

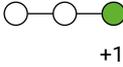
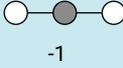
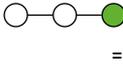
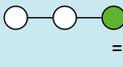
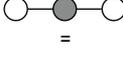
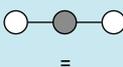
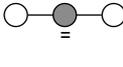
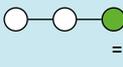
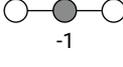
# Synthèse vues de marchés

## Résumé

CLASSE D'ACTIFS	LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
<b>Actions</b>		Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>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 concernant l'activité en Europe</li> <li>Néanmoins la résurgence des risques politiques/géopolitiques nous pousse à adopter une position plus neutre à court terme sur la zone euro</li> </ul>
<b>Crédit</b>		Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Long crédit car portage avantageux avec des spreads<sup>39</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 <i>trading range</i><sup>40</sup> privilégié à court terme compte tenu du fort resserrement des spreads ces derniers mois et de l'incertitude politique</li> </ul>
<b>Duration</b>		Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>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.</li> <li>Le ralentissement aux US et les derniers chiffres d'inflation confortent notre positionnement</li> </ul>
<b>Cash</b>		Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Couple rendement/risque attractif à court terme mais devrait pâtir d'une réallocation vers les autres classes d'actifs à mesure que les taux directeurs baissent et que notre scénario se concrétise.</li> </ul>

<sup>39</sup> 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

<sup>40</sup> Le Trading Range est un indicateur pertinent du marché notamment pour les indicateurs stochastiques.

Actions			
SEGMENTS	LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
US		Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Scénario de soft landing 30F31F<sup>41</sup> réussi, consommation résiliente via effet richesse, fin du déstockage et rebond manufacturier à venir. Poursuite du mouvement de désinflation justifiant une détente de la politique monétaire cet automne.</li> <li>Valorisation défavorable (prime de risque, price earning 31F32F<sup>42</sup> ratio, etc...) partiellement compensée par une dynamique de révisions bénéficiaires positive. Publications de résultats d'entreprises globalement supérieures aux attentes</li> <li>Risque spécifique lié à la surreprésentation des « sept magnifiques ».</li> </ul>
Euro			<ul style="list-style-type: none"> <li>Indicateurs avancés en nette amélioration, rebond macro en cours. Poursuite du mouvement de désinflation justifiant une poursuite de la détente de la politique monétaire. Gains de pouvoir d'achat réel positif pour la consommation</li> <li>Valorisation attractive, marché sous-détenu, potentielle reprise du commerce mondial favorisant les exportations européennes</li> <li>L'incertitude politique en France justifie une approche plus prudente à court terme</li> </ul>
Royaume-Uni		Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Amélioration des perspectives de croissance, poursuite du mouvement de désinflation cohérente avec une détente future de la politique monétaire (août)</li> <li>Valorisation attractive, rendement élevé. Élections anticipées début juillet perçues comme favorables par le marché</li> </ul>
Japon		Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Poursuite du rerating 32F33F<sup>43</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>
Marché émergents			<ul style="list-style-type: none"> <li>Rebond des PMI globaux et croissance chinoise au-dessus des attentes, début de baisse de taux directeurs pour certains pays émergents, primes de risque et valorisations raisonnables relatif DM.</li> <li>En négatif, croissances de BPA<sup>44</sup> attendues pour 2024/2025 un peu trop optimistes alors que la dynamique de révision relative vs pays développés demeure négative. Attente du pivot Fed pour être plus constructif</li> </ul>
Croissance vs Value			<ul style="list-style-type: none"> <li>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. Prudent sur les financières de la zone euro à court terme compte tenu de l'incertitude politique en France.</li> </ul>
Qualité vs Volatilité élevée			<ul style="list-style-type: none"> <li>Rebond de la qualité et des titres à faible volatilité en zone euro dans un contexte de hausse de l'aversion au risque liée à l'incertitude politique. Neutralité maintenue compte tenu du manque de visibilité.</li> </ul>
Petits vs larges capitalisations		Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Valorisation des petites capitalisations très attractives en relatif (vs large, historique et conjoncture macro)</li> <li>Amélioration de la dynamique bénéficiaire et début de surperformance stoppée par la hausse de l'aversion au risque liée à l'incertitude politique.</li> <li>Devrait bénéficier de la baisse des taux</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 élevée relativement à l'historique</li> <li>Hausse de l'aversion au risque liée à l'incertitude politique favorable aux défensives</li> </ul>

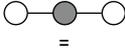
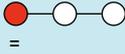
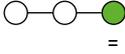
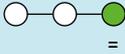
41 Atterrissage en douceur

42 Indicateur utilisé en analyse financière et boursière.

43 Ré-estimation

44 Bénéfices par action

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

Crédits			
SEGMENTS	MOYEN TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
<b>Investment Grade US</b>			<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>
<b>High Yield US</b>		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 spreads des émetteurs BB et B sont en dessous de leur moyenne historique depuis les années 2000</li> </ul>
<b>Investment Grade Euro</b>		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>Prudence à court terme compte tenu du contexte politique</li> </ul>
<b>High Yield Euro</b>		Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Facteurs techniques toujours 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</li> <li>Prudence à court terme compte tenu du contexte politique</li> </ul>

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	MOYEN TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
2 ans US			<ul style="list-style-type: none"> <li>Fin du cycle de resserrement FED et taux réels attractifs</li> <li>La poursuite du mouvement de désinflation et l'atterrissage en douceur de l'économie US précipite la baisse des taux, notamment sur la partie courte de la courbe.</li> </ul>
10 ans US		Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>En positif pouvoir de diversification et poursuite du mouvement de désinflation sur le S2.</li> <li>En négatif pressions structurelles vendeuses (déséquilibre offre/demande, révision à la hausse de la croissance potentielle...)</li> <li>Scénario de pentification via une légère baisse des taux courts à l'approche du pivot. Trading range privilégié sur la partie longue</li> </ul>
2 ans allemand		Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fin du cycle de resserrement : inflations headline et sous-jacente devraient converger graduellement vers l'objectif de la BCE. Bénéficie de la hausse de l'aversion au risque liée à la crise politique en France.</li> <li>2 baisses de taux attendues d'ici la fin de l'année après celle de 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 <i>pentification</i> résultant d'une poursuite de normalisation des politiques monétaires couplé à un rebond macro au second semestre qui limite le potentiel de baisse sur la partie longue de la courbe, nonobstant un scénario de <i>flight to quality</i> liée à la crise politique en France</li> </ul>
Dettes 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> <li>Réduction de la voilure du fait des répercussions négatives de la crise politique française</li> </ul>
Royaume-Uni			<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. Potentielle baisse des taux de la part de la Banque d'Angleterre début août. ; Carry attractif notamment sur la partie longue.</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> </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. Préférence pour la dette libellée en dollars</li> <li>En monnaies locales, risque de change lié au différentiel de politique monétaire vs FED. 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 de surprise macroéconomique favorable à la zone euro et à l'EUR en relatif (cf Indice Citigroup)</li> <li>Incertitudes politiques en zone euro favorable au dollar</li> </ul>

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



**David Bello, CFA**  
*Portfolio Manager,  
Strategist*



**Hervé Guéz**  
*Global Head  
of Listed Assets*



**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 juillet 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 31,1 milliards d'euros d'actifs sous gestion au 30 juin 2024. 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.

Un affilié de