

mirova

Creating Sustainable Value

**BILAN & PERSPECTIVES
MARCHÉS MENSUEL
Mars 2025**

mirova

en bref

Faits marquants - Février 2025

- **Taux** : Baisse des taux longs américains sur fond d'incertitude macro.
- **Actions** : Poursuite de la surperformance des actions européennes vs actions américaines.
- **Guerre tarifaire** : L'indice *Bloomberg Global Trade Policy Uncertainty* à un plus haut historique.

Chiffre clé

25 %

La hausse des tarifs douaniers que Donald Trump envisage d'appliquer sur certains produits européens.

Perspectives macro

- Derrière la chute de confiance des Américains, l'heure du ralentissement économique sonne-t-elle aux Etats-Unis ?
- Réveil de l'Europe, face au défi de sa propre sécurité.
- Guerre commerciale mondiale, bis repetita ?



The Long view

L'Allemagne Défense sans compter

- Un double objectif : relancer l'économie, se renforcer militairement
- Une manne allemande à même d'adoucir M. Trump
- Un enjeu de souveraineté allemande, un élément de disparité européenne ?

Sources : Mirova, Bloomberg.



Février : Trump fatigue (les autres)

Comme un air de déjà-vu : le mois de février a débuté sur des annonces américaines de relèvement de tarifs douaniers contre le Canada, le Mexique et la Chine, repoussé d'un mois à la dernière minute en ce qui concerne les deux premiers, et s'est terminé sur des menaces de tarifs similaires, cette fois à l'encontre de l'Union européenne. De quoi amplifier la volatilité de marché, alimentée par les divers coups d'éclat de Donald Trump sur la scène internationale ainsi qu'une certaine perplexité, pour ne pas dire crainte des investisseurs, quant aux effets négatifs de sa politique sur l'économie américaine.

Pour l'instant ces annonces ont eu pour effet une hausse des anticipations d'inflation pour l'année à venir ainsi qu'une perte de confiance qui tend à se généraliser parmi les ménages et les entreprises comme en témoigne la baisse des PMI ou des indicateurs de confiance des consommateurs tels que le Conference Board ou l'indice de sentiment de l'Université du Michigan. Aussi l'indice de surprise économique est-il passé en territoire négatif pour la première fois depuis cinq mois, même si un certain nombre de données demeurent solides, telles que les créations d'emplois. Autre effet de ces annonces, une accélération du déficit commercial avec un record d'importations relativement aux exportations, en anticipation d'une hausse du coût des intrants, engendrant un impact négatif sur la croissance du PIB au premier trimestre. Bref, des premiers signes de méfiance envers la politique de Trump apparaissent çà et là, et cela se ressent sur les marchés. D'autant que les investisseurs se détournent également de la thématique de l'IA aux Etats-Unis. L'arrivée de l'entreprise chinoise spécialisée dans l'IA – DeepSeek - a rebattu les cartes et les plans d'investissement dans les infrastructures posent question. Dans ce contexte, les 7 Magnifiques¹ ont été lourdement sanctionnés, perdant 9 % sur le mois de février, leur plus forte baisse mensuelle depuis plus de deux ans. La société américaine Nvidia, leader mondial de l'IA, n'y coupe pas malgré de bons résultats. Le repli des taux américains paraît également notable, avec un retour de l'aversion au risque. Le taux à 10 ans a baissé de -33 pb sur le mois à 4,21 %. Il s'agit de la plus forte baisse mensuelle des taux américains depuis plus de 18 mois, et ce via la composante réelle des rendements du fait de craintes sur un rabaissement du potentiel de croissance. Des craintes qui se répercutent sur les actions américaines, en baisse de l'ordre de -2 %, et sur le bitcoin, en forte chute, alors que l'or atteint un sommet historique en fin de mois.

Les actions européennes, en revanche, ont largement surperformé, en hausse de l'ordre de 3 à 4 % sous le coup de plusieurs bonnes nouvelles. L'horizon s'éclaircit en Allemagne, avec une victoire de la CDU-CSU² et la formation d'une coalition bipartite avec le SPD³. Les taux allemands ont d'ailleurs résisté au mouvement de baisse des taux américains tout au long du mois dans l'anticipation d'un plan de relance budgétaire et de dépenses de défense à la suite des élections. Les négociations entre les Etats-Unis et la Russie sur un potentiel cessez-le feu en Ukraine ont évidemment occupé le centre de l'actualité, et ont contribué à faire baisser le prix du gaz ainsi que le risque géopolitique, avec un effet bénéfique sur la confiance et l'activité en Europe. Même si le clash entre Donald Trump et Volodymyr Zelensky en toute fin de mois a semé le doute chez les investisseurs.

Aussi les marchés se sont-ils ensuite focalisés sur la saison des résultats d'entreprises, et leurs prévisions pour 2025, globalement encourageantes, avec nettement moins de révisions baissières que lors des trimestres précédents. Le momentum semble plus favorable aux entreprises européennes pour l'instant ; des secteurs cycliques tels que l'industrie, la consommation discrétionnaire ou les financières contribuant aux bonnes surprises, là où les valeurs technologiques américaines semblent décevoir le consensus.

Sources : Mirova, Bloomberg.

¹ **Les 7 Magnifiques** : désignent un groupe de sept entreprises technologiques américaines qui se distinguent par leur performance exceptionnelle sur les marchés financiers (Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta, Nvidia, Tesla).

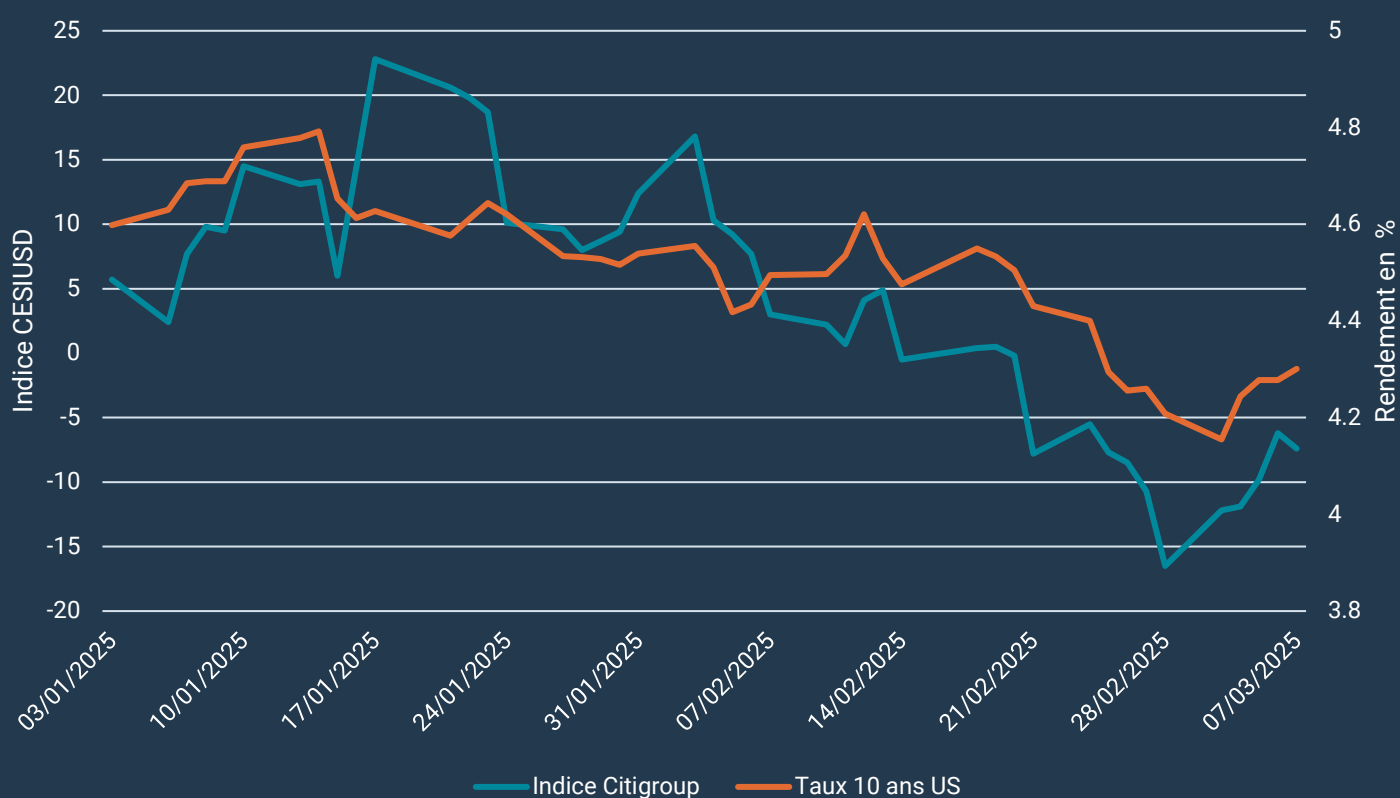
² **CDU-CSU** : partis conservateurs allemands de l'Union chrétienne-démocrate (CDU) et de l'Union chrétienne-sociale (CSU).

³ **SPD** : parti social-démocrate allemand.



Graphique du mois

Indice Citigroup de surprises économiques US versus taux 10 ans US



Indice CESIUSD : indice mesurant la différence entre les données économiques réelles et les prévisions des économistes et des analystes de marché.

Source : Bloomberg.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



Bilan et perspectives macro

Un équilibre fragile

Comme pressenti fin 2024, le potentiel de bonnes surprises économiques et politiques se trouve du côté européen en ce début d'année et c'est finalement Trump et sa politique décosue qui en auront constitué le principal instigateur. Attention néanmoins à ce que ce moment favorable pour l'Europe ne se voit pas entravé à court terme par une résurgence du risque politique/géopolitique ou d'un potentiel trou d'air en provenance des Etats-Unis.



Etats-Unis : L'impossible équation ?

Comment délivrer la croissance attendue par les acteurs du privé sans faire dérailler le déficit public, d'ores et déjà à des niveaux records hors période de récession ? Voici le délicat équilibre auquel Trump et son administration vont devoir s'atteler. Leur objectif : tenir la promesse de campagne de réduire les impôts, avec une prorogation des allègements fiscaux de 2017. Un enjeu de taille, car l'absence de réforme fiscale pourrait entailler de 1,5 point la croissance du PIB⁴. Mais reste à trouver, en face, de quoi compenser ces absences de recettes, et c'est bien là que les difficultés s'annoncent.

Si douloureux soient-ils pour les autres nations, les tarifs douaniers ne rapporteront pas aux Etats-Unis une manne suffisante, pas plus que les coupes du DOGE⁵ dans les dépenses. Celui-ci est parvenu à sabrer 100 milliards de dollars de dépenses pour l'instant, soit 0,3 point de PIB, mais les réelles économies passeront par la suppression ou réduction d'avantages sociaux, tels que le Medicare⁶ ou le financement des retraites. De quoi déplaire aux ménages, déjà inquiets des hausses de prix causées par la politique tarifaire de Trump. Les anticipations d'inflation repartent à la hausse, avec un impact

Sources : Mirova, Bloomberg.

⁴ PIB (Produit Intérieur Brut) : valeur totale des biens et services produits dans un pays au cours d'une période donnée, généralement une année.

⁵ DOGE (Department of Government Efficiency) : Département de l'efficacité gouvernementale des Etats-Unis.

⁶ MEDICARE : système d'assurance-santé géré par le gouvernement fédéral des États-Unis au bénéfice des personnes de plus de 65 ans, ainsi qu'à certaines personnes plus jeunes avec des handicaps ou des maladies spécifiques.

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.

direct sur les dépenses des consommateurs et les investissements des entreprises. Point notable car peu coutumier, les Américains ont recommencé à épargner. Faut-il y voir une respiration dans leurs dépenses, ou une nouvelle tendance de fond ?

La menace sur la croissance, et sur le déficit américain, semble en tout cas bien réelle. En rythme annualisé, la dette fédérale – 120 % du PIB – se place sur une trajectoire haussière de quasiment 7 %. Le poids des intérêts dépassera bientôt celui du budget de la Défense.

Trump a donc besoin d'abaisser les dépenses, de rassurer les ménages et les entreprises, et de trouver de nouveaux relais pour alimenter les gains de productivité. Il peut néanmoins compter sur un marché de l'emploi encore robuste d'autant plus que les effets des licenciements de fonctionnaires ou des départs « volontaires » dans le cadre du DOGE ne se voient pas encore et qu'il parie sur un transfert des effectifs publics vers le secteur privé.

Dans cet exercice d'équilibriste, il faudra suivre les prochaines publications économiques, pour savoir si les inquiétudes des ménages et des entreprises palpables à travers les données d'enquête (soft data⁷), reflètent un réel ralentissement de l'économie avec des impacts sur l'emploi, la consommation, la production, les investissements, ou si elles restent résilientes. La FED⁸ se trouve également face à un scénario complexe du fait du manque de visibilité liée à la politique tarifaire et migratoire de Trump. Néanmoins le président de la FED Jerome Powell a souligné qu'il aurait besoin de voir des progrès convaincants sur l'inflation et/ou un affaiblissement plus fort qu'attendu du marché de l'emploi pour continuer sa détente monétaire.

Europe : le réveil

Le réveil européen porte sur plus d'un sujet. Et il est brutal, tout d'abord, face au potentiel retrait du parapluie militaire américain et à une nécessaire reprise en main de la défense. L'illustration la plus emblématique vient d'Allemagne. La nouvelle coalition au pouvoir entre le CDU/SCU et le SPD a dévoilé un plan de relance budgétaire sans précédent, correspondant à un vrai changement de paradigme via :

- 1) Une exemption de l'application du 'frein à l'endettement' sur les dépenses de défense en excès de 1 % du PIB ;
- 2) Le lancement d'un fonds de 500Mds€ (12 % du PIB 2024) destiné aux infrastructures qui s'étalerait sur dix ans ;
- 3) Une hausse des déficits structurels autorisés pour les Landers, aujourd'hui à 0 %, et qui passerait à 0,35 % du PIB.

Pour faire passer ce projet, le futur Chancelier Merz devra reconvoquer le Bundestag sortant, élu en 2021, et obtenir le soutien des Verts, avant le 25 mars, date à laquelle le nouveau parlement siègera et au sein duquel l'AfD⁹ et Die Linke¹⁰ disposent collectivement d'une minorité de blocage... Si l'ancien parlement n'adopte pas le projet, ou si la Cour constitutionnelle s'y oppose, Merz et son nouveau gouvernement pourront toujours invoquer la clause d'urgence du frein à l'endettement, probablement en avril, mais selon des bases revues à la baisse.

Cela s'accompagne presque simultanément d'un nouveau dispositif de la Commission Européenne de 800Mds€, soit quasiment 5 % du PIB de l'UE, qui comprend lui-même deux composantes : un fonds de prêt de défense de 150Mds€ ainsi qu'un assouplissement des règles budgétaires de l'UE pour permettre un financement supplémentaire de 650Mds€ de la part des États membres.

En l'état, ces plans de relance budgétaire, nettement plus ambitieux et rapides que ce que les marchés anticipaient, impliquent un sérieux potentiel de révision de croissance, déficit et niveau de dette de l'Allemagne et dans une moindre mesure des pays européens (de l'ordre de 0,5 % à 1 % de croissance de PIB par an supplémentaire pour l'UE et davantage pour l'Allemagne). D'où la réaction des marchés

⁷ **Soft data** : désigne des informations qui ne sont pas quantitativement mesurables et qui reposent souvent sur des observations subjectives, des avis, des impressions ou des expériences individuelles. Contrairement aux "hard data".

⁸ **FED** : Réserve fédérale des Etats-Unis

⁹ **AfD (Alternative für Deutschland)** : parti politique allemand d'extrême droite.

¹⁰ **Die Linke** : parti politique de la gauche radicale allemande.



actions et obligataires de la zone euro début mars avec une hausse de plus de 40bp sur une semaine pour le Bund, une appréciation de quasiment 5 % de l'Euro vs Dollar ou une accélération de la surperformance des actions européennes, notamment allemandes.

Il y a toutefois un bémol à court terme : le multiplicateur des dépenses budgétaires dans le secteur des dépenses militaires est limité en Europe, celle-ci ayant un nombre restreint d'entreprises dans le secteur, d'où des contraintes d'offre sur les prochaines années. Nous pensons toutefois que cette fois, l'enjeu porte en partie justement sur la constitution d'une industrie de Défense couvrant un spectre plus exhaustif des matériels et systèmes à concevoir et produire. Il s'agit d'un chantier long (voir ci-dessous : The Long View : l'Allemagne Défense sans compter).

Autre point positif : un cessez-le-feu en Ukraine, perspective qui demeure crédible malgré la rudesse des négociations, viendrait également soulager le Vieux Continent, notamment sur les coûts des matières premières énergétiques. Cela devrait jouer favorablement sur la prime de risque de l'UE par rapport à celle des Etats-Unis.

Le réveil est également économique, avec un indice de surprise économique qui passe positif en février, à l'inverse de ce qui s'observe outre-Atlantique. On note une amélioration sur plusieurs plans : la consommation, la dynamique d'investissement, les nouvelles commandes manufacturières ou encore les indices PMI¹¹ composites de la France et de l'Allemagne, en berne ces derniers mois. La dynamique de crédit pour les ménages et les entreprises rebondit légèrement alors que la décélération progressive de l'inflation dans les services et la baisse des prix de l'énergie devraient permettre à la BCE¹² de réaliser deux nouvelles baisses de taux en juin et septembre et tendre ainsi vers son niveau cible de 2 %. Un ciel qui s'éclaircit, même si le rebond de la croissance restera progressif.

La relation commerciale avec les Etats-Unis, qui semblent manifester leur intention de porter les droits de douane à 25 % sur certains produits demeure néanmoins problématique. En fonction de leur ampleur, cela pourrait coûter quelques dixièmes de points de PIB à la zone euro. Nous pensons que la politique de relance de Merz a en partie pour objectif de s'en prémunir.

La Chine desserre les verrous

Le Parti communiste chinois tient son Congrès jusqu'à la fin du mois de mars. Une occasion de voir se dessiner de légères inflexions dans la politique de Xi Jinping, qui cherche lui aussi de nouveaux ressorts pour alimenter sa croissance. Et cela passera par un souffle de liberté accordé au secteur privé et aux entrepreneurs. Le pays compte aussi sur l'innovation dans le domaine de l'IA et pousse la technologie, porté par le succès de DeepSeek, pour réhausser ses gains de productivité.

Réitérant ses objectifs 2025 d'une croissance à 5 % largement dopée à la dépense publique, Xi Jinping privilégie également la relance de la consommation, avec des hausses de salaire des fonctionnaires ou des pensions de retraites, une relance du crédit... Cela pourrait commencer à porter ses fruits. Voitures, voyages, logements : les Chinois consomment davantage d'autant plus que l'effet de richesse dont certains bénéficient grâce à la reprise de la Bourse commence à jouer favorablement, compensant pour certains types de ménage l'impact de la chute de l'immobilier

Comme l'Europe, au milieu de ces signaux encourageants, la Chine va devoir jouer avec les nouveaux droits de douane américains. Si le géant asiatique n'a dans un premier temps pas tellement réagi aux annonces de relèvement, il se montre désormais prêt à riposter. La hausse des tarifs douaniers devrait toutefois avoir un impact limité sur l'économie chinoise. Les activités touchées ne pèsent que 3 % du PIB, et sont concernées à hauteur de 20 %. Sous réserve d'annonces contraires de la part de Trump, bien entendu...

Sources : Mirova, Bloomberg.

¹¹ Indice PMI (Purchasing Manager's Index) : Indicateur permettant de connaître l'état économique d'un secteur

¹² BCE : Banque centrale européenne



The Long View

L'Allemagne Défense sans compter

Le cinq février dernier, les marchés obligataires européens connaissaient un authentique krach, à leur échelle, avec une montée des taux allemands à dix ans de pas moins de 0,3 point de pourcentage. Les dettes publiques française, italienne, espagnole et belge connaissaient un sort idoine.

Pourquoi un tel rebond ? Parce que la veille, Friedrich Merz, futur chancelier allemand, dévoilait sa volonté de lancer un plan de réarmement de son pays de 900Mds€ sur dix ans. Pour rappel, nous avions estimé en avril 2024 (OTAN : instrument de protection... des dettes publiques européennes) que les besoins de la défense allemande en cas de rééquilibrage des budgets au sein de l'OTAN, avoisineraient les 80Mds€ par an. L'objectif officiel d'un tel plan consiste à faire face à la menace russe, mais il apparaît clair que la vraie cible est double, à la fois économique-commerciale et politico-militaire.

La meilleure Défense, c'est la relance

Merz n'a pas évoqué que la Défense comme bénéficiaire de son plan d'investissement, il a mentionné aussi les infrastructures de son pays, auxquelles il dédierait 400Mds€ du total. Ce montant paraît crédible tant Angela Merkel a pu se voir reprocher d'avoir accumulé les excédents sans se préoccuper de l'obsolescence de routes, ponts, voies ferroviaires de l'Allemagne. Combiné aux 500Mds€ consacrés au budget de la Défense, l'ensemble forme bien sûr un gigantesque plan de relance après deux années de récession pour l'Allemagne, qui a largement les moyens de le mener. Nous calculons que via les retombées probables sur la croissance, que nous pensons voir remonter à 1% annuels en moyenne sur la période, au minimum, l'endettement public allemand atteindrait 75% du PIB à l'issue de ce programme, contre environ 62,5% aujourd'hui. Il n'y aurait donc pas d'incidence en termes de notation souveraine, dans la situation la moins optimiste, chez les agences de notation. L'Allemagne conserverait son AAA. En réalité, le retour d'une croissance de 1,2% paraît tout à fait envisageable au vu de la manne économique dont bénéficieront au premier chef les industries et les foyers allemands, et ce sans même miser sur des effets de diffusion massifs.

Or, cette manne économique que vont créer ces 900Mds€ d'investissements aura aussi, par ricochets, un effet d'attraction sur des agents économiques étrangers, européens ou non. Il y a dans les propos de Merz un message subliminal, mais limpide, à l'adresse de M. Trump : si ce dernier veut que les intérêts américains profitent indirectement de ce plan de relance massif, il devra sans doute y songer à deux fois avant de relever les tarifs douaniers sur les produits allemands. Après tout, M. Trump ne se targue-t-il pas d'aimer conclure des « deals » : en voilà un aux termes posés assez clairement, et sans joute verbale à la clef.

Le mercantilisme parfois reproché à Mme Merkel, qui avait en effet beaucoup orienté ses politiques sur la capacité exportatrice de ses industriels tout en maintenant les lois Hartz du Chancelier Schroder et des excédents budgétaires, muterait donc vers une relation un peu plus équilibrée avec les partenaires commerciaux. A l'heure où le gouvernement de Berlin se propose de stimuler, par la dépense publique, la consommation nationale, il apparaîtrait dommage d'ériger des barrières commerciales avec ce pays. Cela d'autant que l'appréciation induite de l'Euro renforcera le pouvoir d'achat des citoyens et entreprises allemandes tout en érodant un peu leur compétitivité commerciale à l'export. Merz a retiré le tapis sous les pieds de M. Trump et de ses hausses de tarifs, si tant est qu'il ait vraiment voulu y procéder.

Sources : Mirova, Bloomberg.



Défense : un membre vous manque, et l'OTAN est dépeuplé

La Russie pourrait bel et bien représenter une menace à terme, une menace à laquelle les Allemands n'ont d'autre choix que de se préparer dès maintenant si les Etats-Unis se détournent de l'Europe. Pour le moment, elle reste diffuse, fort heureusement, tant l'armée russe ressort émoussée du conflit ukrainien au cours duquel elle a subi une attrition majeure pour obtenir une victoire étriquée, à laquelle Vladimir Poutine a sacrifié bien davantage de ressources qu'il ne pensait y consacrer en février 2022.

En outre, s'il y a un enseignement à tirer des trois ans de cette guerre terrible, il provient bien du constat que la combinaison de l'emploi massif de drones sur le champ de bataille et du renseignement satellitaire et électronique restreint les capacités de surprise, et de prise d'initiative, de tous les belligérants à peu près dotés de telles capacités. L'armée russe, quoi que supérieure aux combattives forces ukrainiennes, l'a appris à ses dépens, même si elle y a gagné une précieuse expérience, qu'elle ne pourrait guère employer que contre les pays baltes voire la Moldavie pour le moment. Toutefois, si l'Allemagne cherche à se doter d'une Défense plus performante, elle n'a vraisemblablement pas en tête que ce péril russe.

Il s'agit aussi pour elle de palier le désengagement, a priori partiel, des armées américaines de l'OTAN, qui stationnent 35 000 hommes sur son sol, répartis sur plusieurs bases dont certaines accueillent des capacités de dissuasion nucléaire états-uniennes. Et, nous l'avons mentionné ci-dessus, les nouvelles configurations probables des conflits à venir rendent le renseignement incontournable ; or, sur ce point, les capacités américaines n'ont tout simplement pas d'équivalent dans le monde : ni les Russes, ni les Français, pas plus que les Britanniques, pourtant performants dans ce domaine, ou les Chinois, ne disposent des moyens d'observer, donc d'anticiper, les mouvements d'un rival avec le même niveau d'exhaustivité et de précision que celui des Nord-Américains. Nous ne prenons pas de grands risques à dire que Merz, quand il parle Défense, songe aussi à se doter de satellites et d'intelligence artificielle, meilleur moyen d'optimiser l'emploi des drones. Il faudra bien substituer aux ressources états-uniennes des ressources allemandes. A noter que les 500Mds€ que le futur chancelier entend consacrer à la Défense pourraient s'avérer plus importants que nécessaire : développer des flottes de drones n'exige absolument pas les mêmes niveaux de dépenses que pour des plates-formes telles que des avions de chasse ou des navires, par exemple, ou que pour des systèmes tels que des missiles.

Enfin, il s'agit aussi de ne pas laisser la France et le Royaume-Uni acquérir dans un tel contexte une suprématie dans le seul domaine industriel où l'Allemagne ne domine pas en Europe, à savoir le secteur de l'aéronautique-défense. Dépendre des capacités militaires d'une puissance qu'un océan sépare de son territoire est une chose, qui vient de montrer ses limites ; dépendre de celles d'un voisin immédiat en représente une autre. Personne ne portera de jugement sur ce point, sinon le constat qu'a priori, l'intérêt de Berlin le conduira bel et bien à rechercher une dotation en capacités de défense propres, conception et production incluses. Bien sûr, cela n'empêchera pas des coopérations avec des industriels italiens, britanniques, espagnols, suédois ou français, mais les dirigeants allemands voudront selon nous garder un droit de regard sur les producteurs des équipements et composants militaires de leurs armées.

Conclusion : prospérité pour les uns, austérité pour les autres, volatilité pour tous

Puisque les Etats-Unis considèrent que leur aide aux Ukrainiens ne permettra plus à ces derniers de l'emporter, sauf à l'accroître dans des proportions que les 35 500Mds\$ de dette et les 6% de déficits fédéraux n'autorisent pas, et puisque l'Allemagne se résout à enfin enclencher une relance à la hauteur des circonstances, les marchés n'ont-ils que des motifs d'optimisme ? Pour les actifs risqués européens, oui : malgré leur appréciation de ces dernières années, la relance allemande, ou celle de la Chine, aboutira petit à petit à des volumes d'affaires accrus et des marges préservées, même pour des entreprises hors du secteur de la Défense. Pour l'obligataire européen, la perspective de baisses de taux paraît en revanche repoussée, avec des émissions de Bund accrues d'un quart à un tiers par rapport aux volumes bruts passés et que le marché devra absorber, aux dépens d'autres dettes

Sources : Mirova, Bloomberg.



souveraines. Le maintien à des taux supérieurs à l'inflation peut aussi avoir ses vertus, notamment sur la productivité, point faible de la croissance européenne depuis plus de trente ans.

Reste qu'il faudra savoir discerner si cette paix relative et cette prospérité s'inscriront dans la durée. D'abord parce que si la Russie éprouve un urgent besoin d'apaisement comme de se dégager de la vassalisation rampante de l'espace sibérien par Beijing, elle ne perdra pas de vue que l'horizon indépassable de son développement équilibré passe par l'Europe, et qu'à ce titre, une alliance américaine ne formerait qu'un soulagement, certes bienvenu alors que son économie commence à montrer quelques signes de fatigue, mais transitoire. Ensuite parce que certains pays européens devront inéluctablement suivre la course à l'armement que lance Merz alors que pour leur part, ils n'en ont pas les moyens, au risque d'alimenter la volatilité, et de finir par des politiques d'austérité.

Il y a un an, nous concluions de cette « divergence atlantique » que « les pays européens s'exposaient au risque de voir les marchés financiers demander une prime plus élevée pour accepter de refinancer leurs dettes publiques ». Maintenant que cela se vérifie, d'autres divergences devraient se creuser, entre trajectoires économiques, d'inflation, et de spreads intra-européens...

Décidément, la paix version Trump n'apparaît pas de tout repos.

Sources : Mirova, Bloomberg.



Synthèse

Vues de marchés

| Résumé | | | | |
|------------------|-----------------|--------------------|---------------------|--|
| CLASSES D'ACTIFS | VUE MOYEN TERME | VUE MOIS PRÉCÉDENT | VARIATION MENSUELLE | COMMENTAIRES |
| ACTIONS | | | = | <ul style="list-style-type: none"> Toujours un potentiel de surperformance des actions sur fond de détente des politiques monétaires, résilience macro à l'échelle mondiale et bonne tenue des résultats d'entreprises. Néanmoins, changement de régime à court terme lié au contexte géopolitique et à l'intensification de la guerre commerciale. Approche flexible en termes d'exposition actions. |
| CRÉDIT | | | = | <ul style="list-style-type: none"> Portage avantageux. Facteurs techniques toujours favorables (déséquilibre offre/demande, relativement peu de refinancement en 2025). Hausse des taux de défaut modérée compte tenu de la résilience macro. |
| DURATION | | | = | <ul style="list-style-type: none"> Manque de visibilité lié à la guerre commerciale. Léger long duration au global et préférence pour les taux courts. Poursuite du mouvement de pentification en zone euro suite au plan allemand. |
| CASH | | | = | <ul style="list-style-type: none"> Rendement réel du cash limité. Poursuite de l'assouplissement graduel des politiques monétaires dans le monde. |

| Vues de marché | Évolution des vues de marché par rapport au mois précédent |
|----------------|--|
| Très positif | Renforcement |
| Positif | Maintien |
| Neutre | Allègement |
| Négatif | |
| Très négatif | |



| ACTIONS | | | | |
|------------------------------------|-----------------|--------------------|---------------------|--|
| CLASSES D'ACTIFS | VUE MOYEN TERME | VUE MOIS PRÉCÉDENT | VARIATION MENSUELLE | COMMENTAIRES |
| US | | | ↓ | <ul style="list-style-type: none"> Economie toujours résiliente mais détérioration du mix croissance/inflation à court terme liée à la politique de l'administration Trump. Valorisation encore défavorable. Flexible, en attente de catalyseurs positifs (Fed put, Trump put, baisse d'impôts, etc...) pour être plus positif. |
| EURO | | | = | <ul style="list-style-type: none"> Rehaussement de la croissance potentielle sur fond de relance budgétaire, poursuite de la baisse des taux BCE et potentiel cessez le feu en Ukraine. Valorisation et positionnement toujours attractifs en relatif. Risque lié à l'intensification de la guerre commerciale. |
| ROYAUME-UNI | | | = | <ul style="list-style-type: none"> Dégradation du mix croissance/inflation. Biais défensif et rendement élevé. |
| JAPON | | | = | <ul style="list-style-type: none"> Pression inflationniste, appréciation du yen et poursuite du resserrement monétaire. Risque lié aux tarifs douaniers américains. |
| MARCHÉS ÉMERGENTS | | | ↑ | <ul style="list-style-type: none"> En positif, amélioration des conditions financières (baisse des taux réels US, dépréciation du dollar...), recherche de diversification géographique et exposition au plan de relance chinois. En négatif, risque lié aux tarifs douaniers américains. |
| CROISSANCE VS. VALUE | | | = | <ul style="list-style-type: none"> Positionnement <i>barbell</i>¹³ constitué à la fois de sociétés à forte croissance (techno, santé, etc...) et de sociétés décotées (banques, telecom, utilities...). Au global, préférence maintenue pour les sociétés <i>value</i> dont la dynamique de révision de bénéfices est positive. |
| QUALITÉ VS. VOLATILITÉ ÉLEVÉE | | | ↑ | <ul style="list-style-type: none"> Renforcement des thématiques qualité/<i>low vol</i> du fait du changement de régime de marché. |
| PETITES VS. LARGES CAPITALISATIONS | | | = | <ul style="list-style-type: none"> Valorisation des petites capitalisations attractive en relatif (vs large, vs historique et conjoncture macro). Dynamique de flux encore poussive. Préférence pour les <i>small cap</i> allemandes |
| CYCLIQUE VS. DÉFENSIF | | | = | <ul style="list-style-type: none"> Positionnement équilibré. Facteurs favorables pour les cycliques européennes (plan d'infrastructure allemand, potentiel cessez le feu Ukraine, plan de relance chinois, etc...). Valorisation de certains secteurs défensifs demeure attractif en relatif (santé). |

¹³ Investir dans les deux extrêmes, les investissements à haut risque et les investissements à faible risque, tout en excluant les investissements à risque moyen.



| CREDIT | | | | |
|---------------------------|-----------------|--------------------|---------------------|--|
| CLASSES D'ACTIFS | VUE MOYEN TERME | VUE MOIS PRÉCÉDENT | VARIATION MENSUELLE | COMMENTAIRES |
| INVESTMENT GRADE US | | | = | <ul style="list-style-type: none"> Préférence pour l'IG EUR en termes de valorisation. Manque de dispersion de l'indice IG US. |
| HIGH YIELD US | | | = | <ul style="list-style-type: none"> Préférence pour le HY EUR en termes de valorisation. Convexité moins favorable, risque de refinancement potentiellement sous-estimé. |
| INVESTMENT GRADE EURO | | | = | <ul style="list-style-type: none"> Actifs de qualité à prix raisonnable. Facteurs techniques toujours favorables, risque bancaire relativement faible. |
| HIGH YIELD EURO | | | = | <ul style="list-style-type: none"> Facteurs techniques toujours favorables (déséquilibre offre/demande et réduction de l'offre disponible HY au profit de fonds de <i>private debt</i> et de financements bancaires). |
| DURATION | | | | |
| 2 ANS US | | | = | <ul style="list-style-type: none"> Manque de visibilité quant aux conséquences de la politique Trump sur les anticipations de croissance et d'inflation. Statu quo. |
| 10 ANS US | | | = | <ul style="list-style-type: none"> Peu de potentiel de baisse en l'absence de récession. Pression à la hausse sur la prime de terme. |
| 2 ANS ALLEMAND | | | = | <ul style="list-style-type: none"> Poursuite du mouvement de désinflation. Les annonces de relance budgétaire compensent les potentiels effets récessifs de la guerre commerciale à court terme. La BCE devrait converger vers un taux terminal égal à 2 %. |
| 10 ANS ALLEMAND | | | = | <ul style="list-style-type: none"> Plafonnement erratique du Bund post effet relance budgétaire allemande avant un recul graduel. Poursuite du mouvement de pentification à court terme. |
| DETTE PÉRIPHÉRIQUE EUROPE | | | = | <ul style="list-style-type: none"> Légère surpondération maintenue. |
| ROYAUME-UNI | | | = | <ul style="list-style-type: none"> Portage attractif mais l'inflation résiste à la baisse et la dynamique macro s'effrite. |
| JAPON | | | = | <ul style="list-style-type: none"> Hausse des anticipations d'inflation. Hausse des taux directeurs. Fin du contrôle de la courbe des taux. |
| MARCHÉS ÉMERGENTS | | | = | <ul style="list-style-type: none"> Préférence pour la dette libellée en dollars. |
| CASH | | | | |
| TAUX DE CHANGE EUR/USD | | | = | <ul style="list-style-type: none"> Contexte géopolitique incertain et manque de visibilité liée à la guerre commerciale. |



Contributeurs



DAVID BELLOC, CFA

Portfolio Manager,
Strategist



HERVÉ GUEZ

Global Head of Listed
Assets



BERTRAND ROCHER

Co-Head Of Fixed
Income

COMITÉ ÉDITORIAL

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



Ne manquez pas les prochaines
publications de Mirova

→ [Inscrivez-vous ici](#)



MENTIONS LÉGALES

Ces informations sont destinées exclusivement aux clients professionnels au sens de la directive MIF.

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

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

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

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

Document non contractuel, rédigé en mars 2025.

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 private equity à impact, Solidaire et Capital naturel), calculée à partir d'une méthodologie propriétaire pouvant comporter des biais.

INVESTISSEMENTS ESG – RISQUE ET LIMITES MÉTHODOLOGIQUES

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



À PROPOS DE MIROVA

Mirova est une société de gestion globale d'actifs dédiée à l'investissement durable et une filiale de Natixis Investment Managers. À la pointe de la finance durable depuis plus d'une décennie, Mirova développe des solutions d'investissement innovantes dans toutes les classes d'actifs, visant à combiner création de valeur à long terme avec un impact environnemental et social positif. Basée à Paris, Mirova propose une large gamme de stratégies actions, taux, diversifié, infrastructures de transition énergétique, capital naturel et private equity conçues pour les investisseurs institutionnels, les plateformes de distribution et les investisseurs particuliers en Europe, Amérique du Nord et Asie-Pacifique. Mirova et ses sociétés affiliées comptaient 32 milliards d'euros d'actifs sous gestion au 31 décembre 2024. Mirova est une entreprise à mission, labellisée B Corp*.

*Les références à un classement, un label, un prix et/ou à une notation ne préjugent pas des résultats futurs de ces derniers/du fonds ou du gestionnaire

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 KENYA LIMITED

Mirova Kenya Limited
Société à responsabilité limitée de droit kenyan
KOFISI,
c/o Sunbird Support Service Kenya Limited, Riverside Square, 10th Floor, Riverside Drive,
P.O. Box 856-00600
Nairobi, Kenya
Mirova Kenya Limited est agréée en tant que Conseiller en investissement par l'Autorité des marchés financiers (CMA) en vertu des dispositions de la loi Capital Markets Act (Cap 485A of the Laws of Kenya).
Mirova Kenya 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.

Veillez lire attentivement le prospectus et le Document d'Information Clé avant d'investir. Si le fonds est enregistré dans votre juridiction, ces documents sont également disponibles gratuitement et dans la langue officielle du pays d'enregistrement sur le site Internet de Natixis Investment Managers (im.natixis.com/intl/intl-fund-documents).

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

En France : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société par actions simplifiée –SAS 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 International, Luxembourg BRANCH (Numéro d'immatriculation: B283713), 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International, Belgian BRANCH (Numéro d'immatriculation: 1006.931.462), Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique.

En Suisse : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl (Numéro d'immatriculation: CHE-114.271.882), 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, les opinions et certains des thèmes et processus mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur(s) référencé(s) à la date indiquée. Celles-ci, ainsi que les valeurs mobilières en portefeuille et les caractéristiques présentées, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Il n'y a aucune garantie que les développements se produiront comme cela peut être prévu dans ce matériel. Les analyses et opinions exprimées par des tiers externes sont indépendantes et ne reflètent pas nécessairement celles de Natixis Investment Managers. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

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.