

mirova

Creating Sustainable Value

BILAN & PERSPECTIVES MARCHÉS MENSUEL

Mai 2024

Comprendre toutes les nuances du mois d'avril

Après une fin de premier trimestre exceptionnelle pour les actifs risqués, le mois d'avril a débuté par un mouvement de prise de profit avant de se redresser par la suite. Durant la première quinzaine le Nasdaq et le Nikkei ont en effet corrigé de l'ordre de 10 %¹, les indices européens d'environ 3 %¹ sur fonds de surperformance des valeurs défensives.

Les multiples de valorisation élevés de certains compartiments de marché ainsi que le positionnement excessif des investisseurs fin mars ne permettent d'expliquer qu'en partie ce changement de ton. Sur la première partie du mois, les tensions géopolitiques ont repris de la vigueur, avec la première attaque directe de l'Iran sur Israël le 13 avril. Cela a fait bondir le baril de pétrole à 92\$¹ tout en alimentant une hausse des taux, des craintes stagflationnistes et un retour de l'aversion au risque. Le VIX, l'indice de volatilité implicite des actions américaines, a ainsi réalisé une incursion rapide au-delà du seuil de 20 %¹ en milieu de mois. Les tensions se sont ensuite apaisées, permettant au cours de Brent de terminer avril à 88 \$¹.

Si la seconde partie du mois a été plus constructive avec des actions européennes et américaines en baisse respectivement de l'ordre de -1,5 % et -4,5 %¹ sur avril, c'est aussi grâce à la robustesse de la croissance économique et des résultats des entreprises.

En effet les sociétés ont présenté leurs chiffres trimestriels, et les résultats ont en moyenne nettement dépassé le consensus. Des deux côtés de l'Atlantique, les leaders délivrent, technologie en tête chez les Américains, tandis qu'en Europe les banques et les assurances démontrent leur solidité alors que les secteurs défensifs font mieux qu'attendu, notamment la pharmacie et la consommation de base. Notons également ce trimestre un élargissement des révisions positives de bénéfices à l'ensemble des secteurs ainsi qu'une amélioration des marges.

Aussi les investisseurs européens ont-ils pu accueillir avec ferveur les dernières données d'enquête PMI Services, désormais en ligne avec une activité en expansion, ou encore une croissance de PIB² plus forte que prévu au premier trimestre, confirmant que l'Europe se place bien sur la voie de la reprise. La croissance y atteint +0,3 %¹ t/t³ versus +0,1 %¹. Au Royaume-Uni, elle s'élève à +0,6 % t/t¹ versus 0,4 %¹. Du côté des consommateurs, leur confiance s'est encore améliorée en avril, bien qu'à un rythme lent. Autre bonne nouvelle, l'inflation globale est restée stable à 2,4 %¹ y/y⁴ en avril en zone euro tandis que l'inflation sous-jacente a continué de ralentir, passant de 2,9 %¹ à 2,7 %¹, conformément aux attentes.

Aux États-Unis même si la demande domestique reste vigoureuse, en hausse de 0,7 %¹ sur le mois d'avril et 3 %¹ sur le Trimestre 1 on notera une légère détérioration du mix croissance/inflation. La première estimation de PIB s'élève en effet à 1,6 %¹ t/t, en deçà des 2,5 %¹ attendus et des 3,4 %¹ du trimestre précédent, alors que les chiffres d'inflation ne reculent plus, à 0,4 %¹ sur le mois d'avril, contre 0,3 %¹ attendu, se maintenant donc au même niveau pour le 3^{ème} mois consécutif. Sur un an l'inflation CPI⁵ ressort à 3,8 % et l'indice core PCE à 2,8 %¹, toujours au-dessus de l'objectif de la Réserve fédérale.

Assez logiquement cette dernière a décidé de maintenir ses taux inchangés lors de sa dernière réunion, citant un manque de progrès significatif dans la lutte contre l'inflation, tout en écartant la possibilité d'une prochaine hausse des taux, déclaration plébiscitée par les investisseurs.

Nous estimons que la Fed⁶ devrait procéder à une ou deux baisses de taux d'ici la fin de l'année, concentrées après l'été. Quant au marché, ses anticipations de baisses de taux d'ici fin 2024 sont passées de 67 points¹ de base à

¹ Source : Bloomberg

² Produit intérieur brut

³ Trimestre

⁴ Year

⁵ Indice des prix à la consommation

⁶ Banque Fédérale américaine

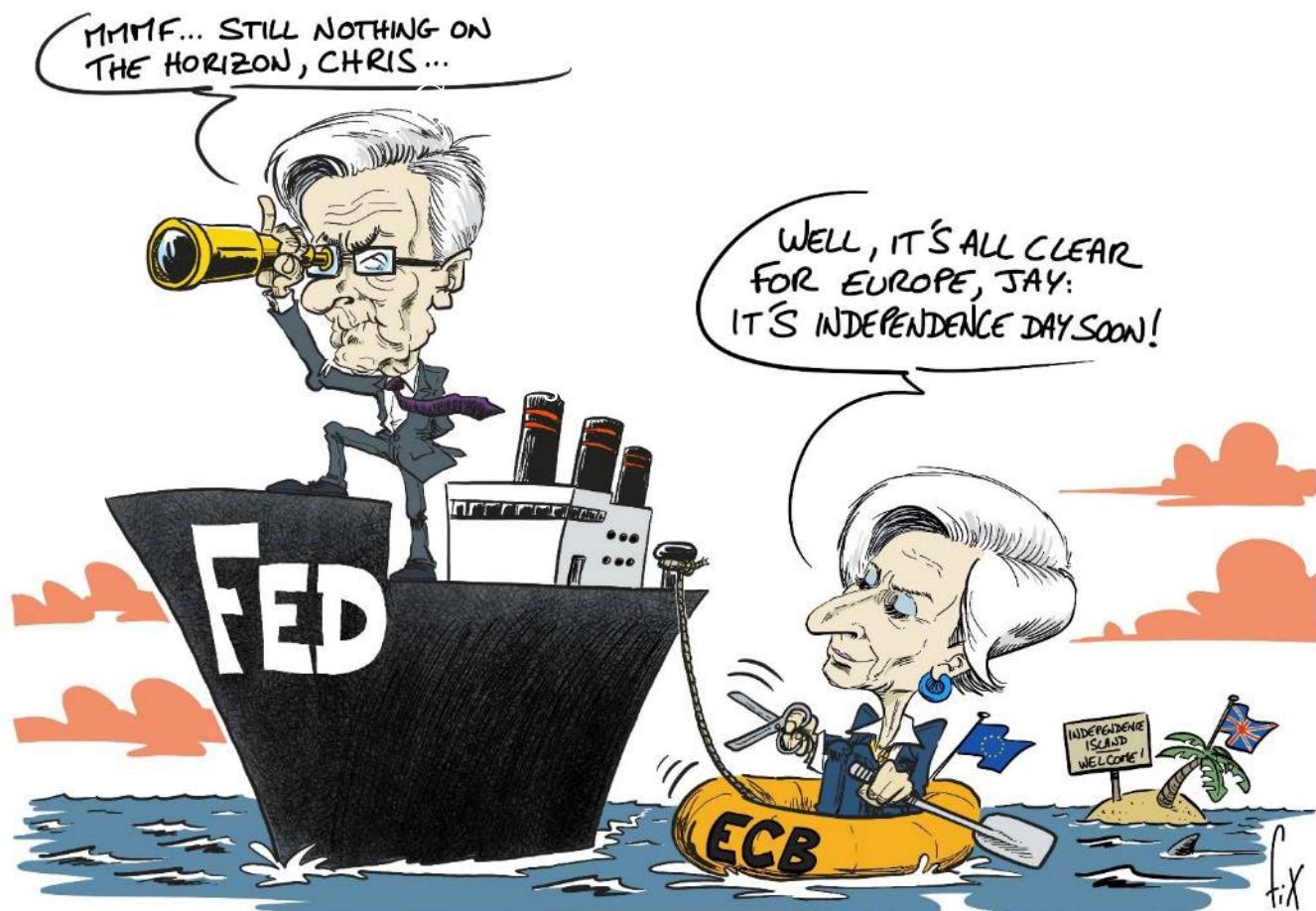


27bp⁷ sur le mois d'avril puis ont rebondi à 40bp⁷ suites aux derniers chiffres de création d'emploi légèrement en dessous des attentes.

En Europe, la BCE⁸ a quant à elle démontré son optimisme avec une première baisse de taux très probable le 6 juin prochain. Christine Lagarde et son équipe se montrent confiants sur un retour de l'inflation à 2%⁹ et devraient donc s'engager sur une voie divergente de la Fed. Les anticipations moyennes des investisseurs en matière de baisses de taux de la BCE d'ici fin 2024 ont toutefois reculé de 89bp⁷ à 66bp⁷ au cours d'avril, effaçant ainsi quasiment une baisse.

Au final, le Bund allemand perd en prix 1,8 %⁹, les OAT¹⁰ françaises lâchent 1,5 %⁹ et les BTP¹¹ italiennes 1,1 %⁹. La plus forte baisse est pour les bons du Trésor américains à 10 ans : -2,4 %⁹. Les marchés obligataires souverains ont donc reculé de concert.

Autres mouvements notables sur les marchés en avril, le fort repli du bitcoin, qui perd de l'ordre de 15 %⁹. À l'inverse, le cuivre, plébiscité dans la transition énergétique, a gagné 14 %⁹, signant sa meilleure performance mensuelle depuis février 2021, porté par un déséquilibre entre l'offre et la demande.



*- HMM..toujours rien à l'horizon - c'est clair pour l'Europe Jay, c'est bientôt le jour de l'indépendance

⁷ Points de base

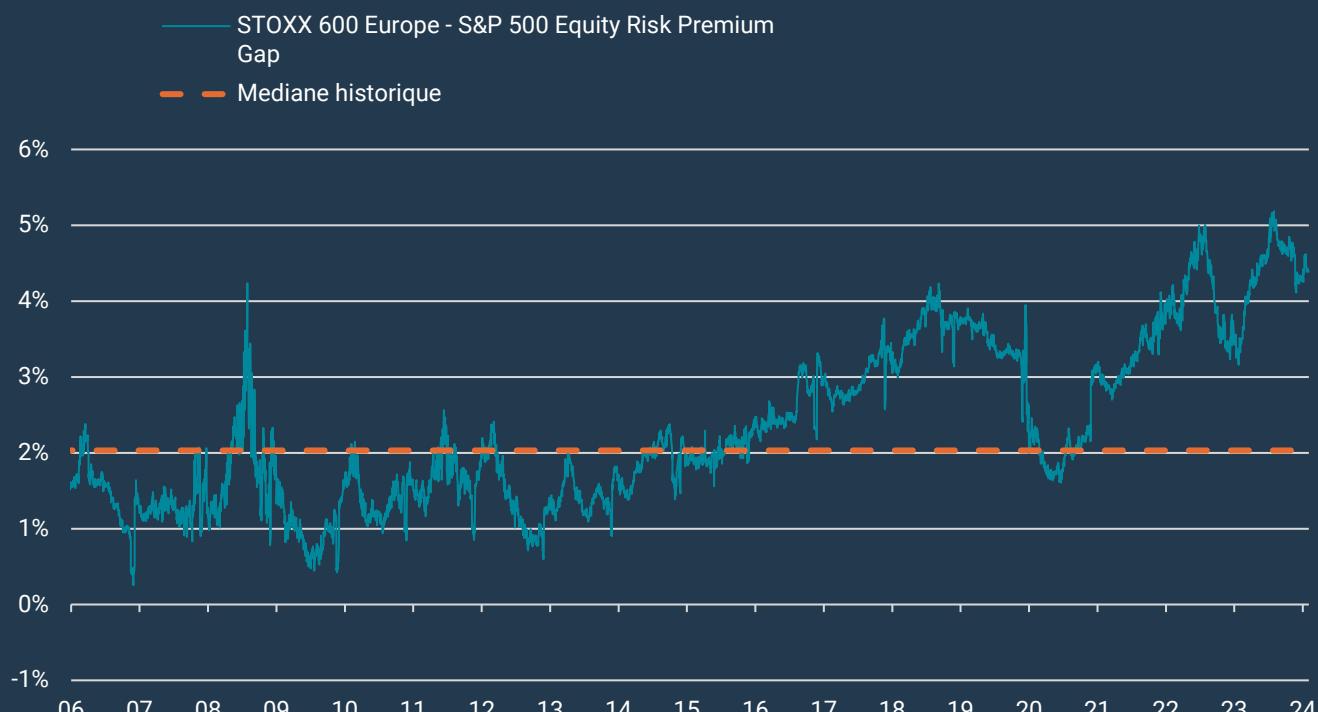
⁸ Banque centrale européenne

⁹ Source : Bloomberg

¹⁰ Obligations assimilables du Trésor

¹¹ Obligations d'Etat italiennes

Graphique du mois : différentiel de prime de risque favorable aux actions européennes vs américaines



* Prime de risque actions basé sur la différence entre le taux de rendement actions (1/PE) et le taux 10 ans

Source : Bloomberg

Bilan et perspectives macro

Solidité macroéconomique de part et d'autre de l'Atlantique

Avril confirme notre scénario macroéconomique favorable, comme le démontrent les indicateurs avancés et réels, notamment en Europe. Réserve Fédérale et BCE¹² ont clarifié leurs politiques pour les prochains mois et ne devraient pas adopter le même tempo pour leurs baisses de taux.

États-Unis : la Fed aux commandes

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a maintenu son taux directeur à 5,5 %¹³, face à une désinflation qui semble avoir fait une pause. À l'issue de la réunion du FOMC¹⁴, il est clair que l'institution n'abaissera pas ses taux dans l'immédiat, adoptant une ligne *higher for longer*¹⁵. Toutefois, cette fermeté ne semble pas inquiéter le marché, et ce pour plusieurs raisons.

D'abord, les craintes d'une accélération des créations d'emplois conduisant à une surchauffe de l'économie semblent désamorcées. Les derniers chiffres sont sortis en effet inférieurs aux attentes en avril, et les estimations pour les deux mois précédents révisées à la baisse. Le salaire horaire moyen a augmenté de 0,2 %¹³, soit un peu moins que les 0,3 %¹³ attendus, ce qui réduit la hausse d'une année sur l'autre à 3,9 %¹³, contre 4,1 %¹³ en mars. Il s'agit de la plus faible augmentation annuelle depuis juin 2021. Le salaire horaire moyen ne représente pas la mesure salariale préférée de la Fed, car trop bruité, mais d'autres indicateurs indiquent aussi un relâchement des pressions salariales, notamment une baisse du taux de démissions volontaires à des niveaux inférieurs à ceux d'avant la pandémie.

Par ailleurs, l'impact des chocs externes tels que la hausse des prix du pétrole ou les coûts du transport semble contenu à ce stade.

Aussi une grande partie de la désinflation pourrait-elle désormais provenir du ralentissement des loyers, représentant plus de 40 %¹³ du poids de l'indice des prix des services, et qui selon toute vraisemblance devraient fléchir dans les prochains mois/trimestres.

L'arrêt de la désinflation aurait pu en théorie laisser craindre un réhaussement des taux, mais Jerome Powell semble l'avoir écarté lors du dernier meeting. Au contraire même, la Fed souhaite réduire le rythme du *quantitative tightening* (resserrement quantitatif), ce que le marché a bien perçu.

Quant à la consommation des Américains, elle reste soutenue. Leur épargne fond, notamment celle des ménages les plus fragiles. Néanmoins, la montée des marchés boursiers et des prix de l'immobilier, ainsi qu'une croissance des salaires toujours supérieure à l'inflation, leur procurent un gain de pouvoir d'achat réel. Ainsi, les ventes au détail ont progressé en mars (en avril aussi), ce qui porte sur le premier trimestre leur hausse à près de 3 %¹³ en rythme annualisé. De plus, la part de la consommation privée dans le PIB sur le trimestre ressort au-dessus des attentes, démontrant qu'il s'agit d'une croissance solide. Les Américains bénéficient également d'un marché du travail dynamique. Créations d'emploi, licenciements faibles, augmentation du nombre d'heures travaillées et temps partiel moins subi que ces derniers mois : les données sur la qualité de l'emploi sont rassurantes.

Les points à surveiller se situent plutôt du côté de l'immobilier et du secteur manufacturier. Les ventes dans l'ancien pâtissent des niveaux des taux et la construction résidentielle faiblit. Sur le marché, les stocks augmentent mais ce ralentissement pourrait aussi contribuer à freiner l'inflation. Quant à l'indice ISM manufacturier¹⁶, il ne parvient pas vraiment à franchir le seuil des 50 points¹⁷. Le secteur manufacturier reste à la peine aux États-Unis depuis 18 mois, à l'exception de l'automobile et de la haute technologie. Des taux d'intérêt élevés plus longtemps et un dollar

¹² Banque Centrale Européenne

¹³ Source : Bloomberg

¹⁴ Le Federal Open Market Committee, qui signifie en français le comité fédéral de marché ouvert est un organe de la réserve fédérale américaine, chargé du contrôle de toutes les opérations d'open market aux États-Unis.

¹⁵ Plus élevé pour plus longtemps

¹⁶ Indice qui rend compte de la santé économique du secteur manufacturier

¹⁷ Source : Bloomberg



fort pourraient ralentir la reprise à court terme, néanmoins la faiblesse des stocks, les mesures de relance budgétaire par le biais de la loi CHIPS¹⁸, la nécessité de construire des logements et l'amélioration de la situation en termes de chaînes d'approvisionnement devraient favoriser une reprise graduelle. Aussi l'augmentation de la composante « prix payés » au sein des indices PMI ne constitue-t-elle pas un motif d'inquiétude à l'heure actuelle ; elle tient plus à la hausse temporaire du prix du baril.

Europe : bonnes nouvelles en cascade

Bonnes nouvelles et bonnes surprises, les diverses publications de la zone euro en avril ont rassuré sur tous les fronts. Bien que l'inflation globale soit demeurée inchangée à 2,4 %¹⁹, l'inflation sous-jacente a baissé, tout comme l'inflation des services à 3,7 %¹⁹, pourtant tenace après cinq mois de blocage à 4 %¹⁹, tandis que l'économie rebondit enfin, après cinq trimestres de stagnation. Le PIB réel a surpris, avec une hausse de 0,3 %¹⁹ au premier trimestre, ce qui laisse espérer une croissance annuelle légèrement inférieure à 1 %¹⁹, nettement au-delà des prévisions faites en début d'année par le consensus.

Cette conjugaison de facteurs va permettre à la BCE d'amorcer avec plus de sérénité sa baisse de taux. Un repli de 25 points¹⁹ de base au mois de juin semble quasiment acquis.

La confiance du marché demeure également nourrie par des publications positives émanant de l'ensemble des pays de la zone euro. Ainsi, l'Allemagne sort de la stagnation, avec une croissance de 0,2 %¹⁹ sur le trimestre. Les exportations et les investissements dans la construction reprennent des couleurs et nous estimons que l'inflation devrait y repasser sous les 2 %¹⁹ d'ici l'été. La France se démarque de son côté par une accélération de la consommation des ménages, + 0,4 %¹⁹, contre 0,2 %¹⁹ au trimestre précédent. La croissance en Italie ou en Belgique ressort à 0,3 %¹⁹ et atteint même 0,7 %¹⁹ en Espagne ou au Portugal.

L'amélioration de la situation européenne se lit aussi dans l'expansion des indices PMI, qui atteint sur la zone 51,7 points¹⁹ en avril pour l'indice composite (vs 50,3 en mars)¹⁹, un plus haut depuis 11 mois, dépassant celui des États-Unis pour la première fois depuis un. Il s'élève même à 53,3¹⁹ pour le secteur des services. La France se situe autour de 50, un seuil que franchit enfin l'Allemagne, après neuf mois bloqués en dessous. L'Europe du Sud poursuit sur sa lancée, avec des indices solides.

Autre point positif, le marché du travail se porte bien. Les services continuent de créer des emplois, et les réductions de postes dans le secteur manufacturier ralentissent. Les Européens profitent d'une augmentation de la demande extérieure, qui favorise les exportations et soutient l'emploi ainsi que les revenus réels. Enfin, les points noirs de l'économie européenne, la construction et l'immobilier, pourraient profiter d'ici peu d'un allègement des conditions de financement dans l'hypothèse (hautement probable) d'une baisse des taux au début du mois de juin.

UK : rattrapage en vue

Après avoir sous-performé les États-Unis et la zone euro depuis le début de la pandémie, la chute ayant été plus profonde en 2020 et la reprise qui a suivi plus poussive à la suite de la flambée des prix de l'énergie et des denrées alimentaires, l'économie britannique a commencé à rattraper une partie du terrain perdu. Cela transparaît dans la première estimation de croissance de PIB réel du premier trimestre 2024, à 0,6 %¹⁹. L'investissement fait son retour au Royaume-Uni, où on notera une accélération dans les services tandis que la pression sur les prix s'y atténue, bien qu'elle reste trop élevée. Nous attendons, comme le consensus, une première baisse des taux de la BoE²⁰ dès cet été, début août, après la BCE mais avant la Fed.

¹⁸ Loi Chips Act : loi doit permettre d'augmenter la cadence de production, de réduire les coûts pour les consommateurs américains et de stimuler l'innovation et l'emploi

¹⁹ Source : Bloomberg

²⁰ Bank of England



Chine : une croissance à risque

La hausse réelle de 5,3 %²¹ du PIB chinois en glissement annualisé n'a pas vraiment impressionné le marché. Il a en réalité porté plus d'intérêt à la baisse des ventes de détail et de la production industrielle en Chine en cette fin de premier trimestre. Investisseurs et économistes ne semblent pas approuver le choix d'une stimulation de la croissance par un choc d'offre. Le gouvernement a en effet fait le choix d'alimenter l'économie en favorisant le secteur manufacturier, au travers d'aides à la production, ce qui a mécaniquement favorisé la reconstitution de stocks. Cela a pour avantage de soutenir entreprises et emplois, du moins à court terme. Néanmoins, cela impose de trouver des débouchés pour ces stocks, principalement hors de Chine. Face aux réticences des occidentaux, qui préparent ou annoncent des hausses des taxes sur les importations chinoises, cette politique pourrait mettre sous pression les prix et le PIB. À cela s'ajoute un essoufflement de la consommation domestique, qui se normalise après le Nouvel An chinois.

Après avoir stabilisé le marché de l'emploi grâce à des mesures de relances budgétaires, le gouvernement entend maintenir son soutien au secteur de l'immobilier, qui a beaucoup souffert. Nous nous attendons ainsi à une poursuite des baisses de taux d'ici la fin de l'année. Les ventes ont d'ailleurs déjà commencé à se stabiliser dans certaines villes. Il en faudra cependant beaucoup plus pour rassurer les ménages. Quant aux entreprises et aux investisseurs, l'inquiétude demeure face à l'absence de perspectives réglementaires fixes et stables.

Fed et élections américaines : les scénarios possibles

La première baisse de taux américains pourrait survenir avant les élections, en septembre ou octobre, c'est d'ailleurs ce qu'anticipe le marché. Il pourrait aussi y en avoir une autre post-élections, en fonction de la composition des deux Chambres. Si l'un des partis remporte la majorité dans les deux Chambres du Congrès, cela laisse au nouveau Président et à son administration toute latitude pour une nouvelle impulsion budgétaire – dont les priorités différeront selon qu'il s'agit des Démocrates ou des Républicains. Leurs dépenses pourraient relancer l'inflation et convaincre la Fed de demeurer sur des positions conservatrices.

À l'inverse, si le Congrès reste divisé, les possibles réductions d'impôts voulues par les Républicains, ou les dépenses sociales prévues par les Démocrates, se verront beaucoup plus limitées, voire bloquées. Un contexte qui pourrait cette fois encourager la Fed à réaliser une nouvelle baisse de taux.

²¹ Source : Bloomberg

The Long View

HY²² : inépuisable (sur)performance ou énième exubérance ?

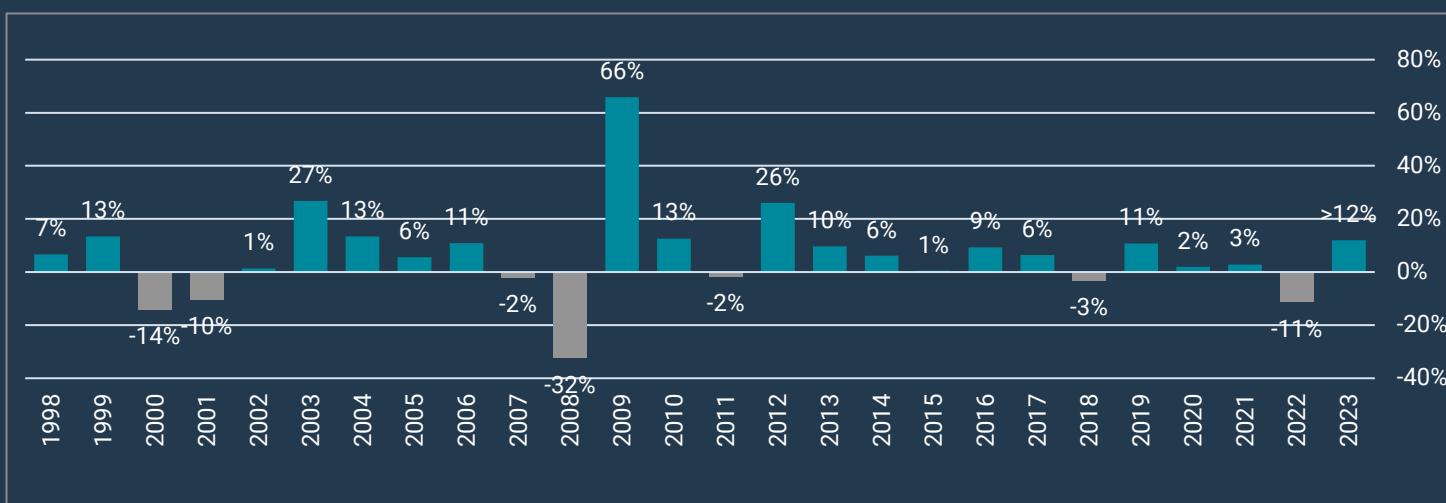
Les performances récentes, et spectaculaires, du segment High Yield (HY), particulièrement depuis l'été 2022, suscitent sinon du scepticisme, du moins des interrogations. Sa soi-disant cherté relative anime donc les débats depuis des mois sans toutefois en avoir infléchi la tendance haussière. Ce que certains investisseurs tiennent pour la résultante d'une exubérance de marché n'a cessé de surprendre en 2022, puis en 2023 et encore aujourd'hui en 2024. Mirova a pour sa part fait son choix : selon nous, des éléments probants sous-tendent ces performances et pourraient même en augurer de belles à venir. Alors, comment en sommes-nous arrivés à cette conclusion ?

D'abord, rappelons que l'indice HE40 a délivré 5,3 %²³ de performance annuelle moyenne depuis 1997 ; cela remet déjà en perspective les récents mouvements, qui au regard de l'histoire, n'apparaissent pas si exceptionnels. La détention de HY s'inscrit donc bien dans une optique de long terme.

Rendement annuel équivalent de 5,3 % depuis sa création en 1997 et en croissance

Les chiffres données se réfèrent aux années précédentes. Le rendement passé n'est pas un indicateur fiable du rendement futur

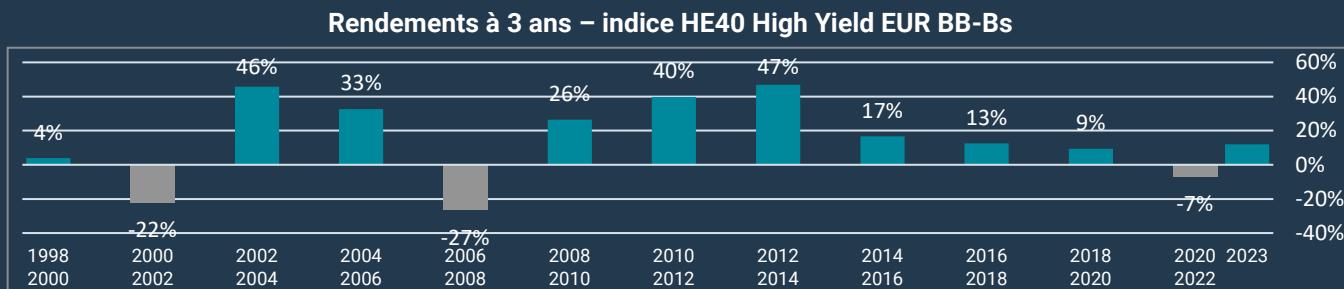
Rendements annuels – indice HE40 High Yield EUR BB-BS



Source : Bloomberg, ICE 31/12/2023

²² High Yield

²³ Source : Bloomberg



Source : Bloomberg ICE, 31/12/2023

Trop d'émissions fût un temps, trop peu dorénavant !

Trois facteurs conjoncturels, devenus, avec le temps, presque structurels n'ont eu de cesse de renforcer les facteurs techniques et fondamentaux de cette classe d'actifs obligataires. Leur combinaison produit une sorte de nouveau paradigme, d'après nous parti pour durer ; il provient du déséquilibre offre/demande, d'une corrélation quasi nulle aux taux et subséquemment de convexités favorables aux porteurs. Tout cela a posé les jalons de la surperformance du HY.

Reprendons ces trois facteurs :

1. Le Covid a des effets secondaires...

L'épisode covid a eu des implications notables. En effet, entre les dégradations d'émetteurs Investment Grade (IG) à HY et la ruée vers les liquidités de tous ces émetteurs, IG compris, les indices HY avaient grossi, jusqu'à atteindre un pic en 2021.

Nous le savons aujourd'hui, les entreprises ont emprunté davantage que ce dont elles avaient vraiment besoin. Or, les événements géopolitiques ont, par la suite, « fermé » l'accès au marché primaire en 2022-2023 par aversion au risque. Ajoutons enfin les faibles tombées de dettes résultant des refinancements réalisés sur la période 2020-2021 avec des maturités 5-7 ans à des taux très favorables, une certaine flexibilité sur les CapEx²⁴ requis après des années d'importants investissements, un M&A atone en l'absence d'acquisitions transformantes, un nombre significatif de *rising stars*²⁵ et nous avions là les conditions d'une contraction de l'offre.

2. Le débat hard / soft / no landing²⁶

Nos lecteurs réguliers savent que Mirova a tranché il y a longtemps en faveur d'un scénario de soft landing, mais le marché a pour sa part tergiversé, ce qui a induit des interrogations sur les perspectives de hausse des taux, lesquelles ont d'abord troublé la perception du HY.

De nombreux acteurs de marché voient dans la hausse des taux, des matières premières, du coût des intrants, bref de l'inflation, des catalyseurs extrêmement négatifs pour le HY. Cela s'observait d'ailleurs dans les niveaux de décollecte record en 2022. Il s'agit selon nous d'une approche induisant parfois en erreur ceux qui l'adoptent, du moins actuellement car le HY peut tout à fait se targuer d'une corrélation nulle au taux, et ce sur des périodes longues. Nombre d'émetteurs se révèlent agnostiques aux effets de l'inflation, quand ils n'en tirent pas profit via les mécanismes de transmission de prix, du fait de leur hyper spécialisation, ou parce qu'ils se situent très en amont dans la chaîne de valeur.

²⁴ Dépense d'investissement de capital

²⁵ Rising stars : émetteurs dont la notation, précédemment de la catégorie spéculative, c'est-à-dire égale ou inférieure à BB+/ Ba1, se voit relevée à la catégorie investment grade, c'est-à-dire égale ou supérieure à BBB-/ Baa3

²⁶ Atterrissage brutal / en douceur

(Très) faible corrélation historique entre HY et les mouvements des taux souverains

De 2010 au 30/01/2023	DBR 10Y	DBR 5Y	DBR 2Y	€ Crédit IG	€ BB-B
DBR 10Y		0.05	0.01	-0.18	-0.03
DBR 5Y	0.05		0.02	-0.14	0.03
DBR 2Y	0.01	0.02		-0.08	0.02
€ Credit IG	-0.18	-0.14	-0.08		0.69
€ BB-B	-0.03	0.03	0.02	0.69	

Sources : Bloomberg au 30/01/23, outil matrice de corrélation, « CORR », Mirova

3. Le spectre de la dégradation : qui croit encore aux fantômes ?

Aucune entreprise ne souhaite subir de dégradation de sa notation alors que les taux sans risque explosent. Les entreprises HY historiques n'ont pas échappé à cette règle, et leurs actionnaires non plus, qui ont su faire preuve de flexibilité financière. Dans de nombreux cas, le montant de la dette a été significativement réduit lors des exercices de refinancement, par injection en capital des sponsors, ventes d'actifs ou utilisation de liquidités au bilan limitant ainsi significativement l'impact de la hausse des taux, le tout pour préserver les notations et contenir les frais financiers. De nombreuses entreprises HY ont aussi restreint leurs politiques de distribution et abaissé leurs cibles de levier net. Les entreprises se trouvent, plus que jamais, motivées à ajuster leurs politiques financières afin de conserver leurs notations voire à les améliorer.

“He who matures early lives in anticipation.” - Theodor W. Adorno

Des effets techniques comme jamais auparavant / Contraction de 21 % du HY en deux ans / La variation pic/creux pourrait atteindre 40 % si les niveaux d'avant COVID-19 étaient retrouvés

Sources : Bloomberg au 31/03/24, Mirova

Tous ces éléments ont contribué à l'attrition record de la classe d'actifs. Les indices se sont tellement réduits sous ces effets, qu'ils ont aisément compensé la décollecte.

La demande nette – émissions - remboursements - collecte nette - *rising stars + fallen angels*²⁷ – a ainsi explosé depuis 2022. Résultats des comptes, l'indice s'est contracté de 21% depuis son pic de 2021. Pour information, s'il devait revenir à ses niveaux d'antan (ceux de 2019), cela signifierait encore 20 % de rétrécissement d'indice supplémentaires.

²⁷ Fallen angels : émetteurs dont la notation, précédemment de la catégorie investment grade, c'est-à-dire égale ou supérieure à BBB-/ Baa3, se voit reléguée à la catégorie spéculative, c'est-à-dire égale ou inférieure à BB+/ Ba1

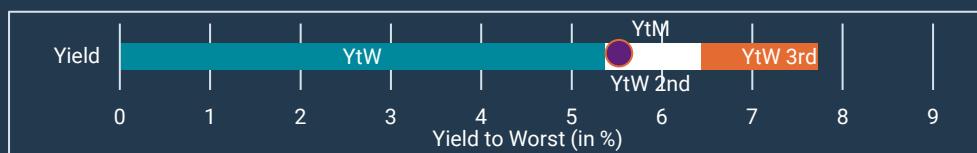
Cher en surface, attractif en profondeur ?

Le HY tire une grosse partie de son « *expected return*²⁸ » i) de son rendement courant (ou coupons/intérêts), ii) des variations de son spread, iii) dans une moindre mesure, des taux sans risque et iv) des structures de call, c'est-à-dire de la convexité. Il reste courant de voir plus de trois options de remboursements, sous la forme de dates et prix différents. Plus la date s'avère proche, plus le prix s'élève pour compenser les investisseurs.

Il faut aussi préciser que le rendement HY reste mesuré « au pire », c'est-à-dire au niveau minimal auquel l'investisseur peut s'attendre. **Toutes choses égales par ailleurs, il ne peut donc y avoir que mieux !**

Pour résumer cette notion, tout remboursement intervenant plus tôt qu'escompté, sachant qu'actuellement la majorité des obligations traite en dessous du pair (signifiant que le marché s'attend en moyenne à des remboursements à maturité, donc au plus tard possible), augmente considérablement le rendement dans la configuration actuelle. Ce n'est pas du tout le cas pour la plupart des classes d'actifs, IG ou subordonnées compris.

Le potentiel latent du HY : les dynamiques de call et la convexité



Sources : Bloomberg au 31/03/24 sur un échantillon d'environ 100 titres, Mirova

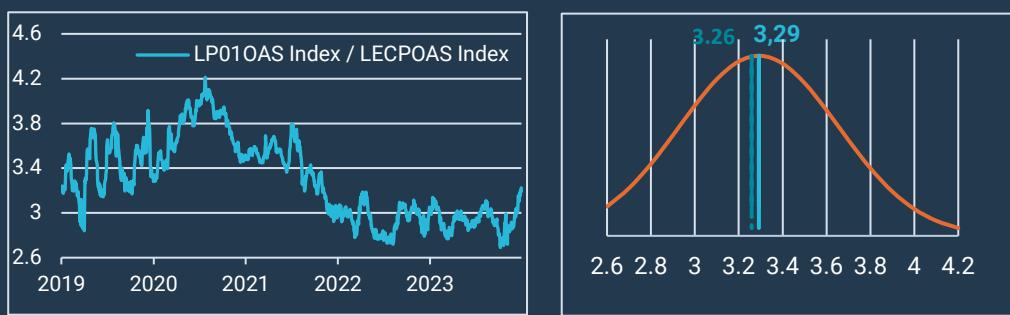
Si nous corigeons les spreads et rendements de cet effet en retenant l'hypothèse d'un remboursement prématûré d'un à trois ans, alors le HY, hors subordonnées, peut délivrer jusqu'à 2,4 % de rendement supplémentaire par rapport au rendement au pire affiché. L'effet est donc radical. Or, la baisse des taux peut rendre cette hypothèse de remboursement anticipé plus que plausible car en faisant augmenter le prix des obligations, elle incite les émetteurs à refinancer par anticipation. Il convient en outre de noter que les émetteurs single B avec une structure du capital concentrée sur une maturité se trouvent plus qu'incités par les agences de notations à rappeler leurs obligations au moins un an avant leur maturité afin d'éviter un downgrade en catégorie CCC sur le facteur de la liquidité.

Même en l'état, sans recourir à ces hypothèses, les spreads du HY ne nous paraissent pas aberrants ni extrêmes contre d'autres classes d'actifs :

- les multiples vs IG se situent à leur niveau médian de 3,3 ;
- les indices CDS reflètent un taux de défaut de 1,9 % en nombre d'émetteurs, en ligne avec les occurrences de défaut sur un an glissant.

²⁸ Rendement attendu

Le portage et le rendement élevé absolu sont revenus au niveau des 5 % et plus. Le multiple HY vs IG à 3,3, est très proche de la moyenne/médiane historique.



Sources : Bloomberg au 31/03/24, sur indice ci-mentionnés, outil « HS », Mirova

N'oublions pas en définitive que l'univers HY Euro reste mieux noté que bien des observateurs ne semblent le penser car ceux-ci négligent souvent la forte prépondérance des BBs et composé de plus de « subordonnées » contractuelles, souvent émises par des entreprises notées IG (A, AA au niveau senior) qu'ils ne le croient. Tout cela implique de mettre en perspective les spreads actuels et devrait inviter à la prudence au moment d'effectuer des comparaisons historiques. Aujourd'hui, le HY tend vers une meilleure qualité que celle de sa moyenne historique, et le marché ne nous paraît pas l'avoir pris totalement en compte.

Synthèse

Vues de marchés

Résumé

CLASSES D'ACTIFS	LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
Actions	○—○—● =	Forte	<ul style="list-style-type: none"> Surperformance des actions sur 2024 sur fond de désinflation, détente des politiques monétaires, rebond macro à l'échelle mondiale et bonne tenue des résultats d'entreprises. Surprises positives en provenance de l'Europe Toute correction substantielle serait mise à profit pour renforcer les positions
Crédit	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> Long crédit car portage avantageux avec des <i>spreads</i>²⁹ restant attractifs. Facteurs techniques toujours favorables (déséquilibre offre/demande, relativement peu de refinancement en 2024) Hausse des taux de défaut modérée compte tenu de la résilience macro Scénario de <i>trading range</i>³⁰ privilégié à court terme compte tenu du fort resserrement des spreads ces derniers mois
Duration	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> Léger long duration en raison de la fin du cycle de resserrement monétaire, d'une poursuite du mouvement de désinflation et d'un effet diversification vs actifs risqués désormais bénéfique. Niveaux de taux réels attractifs en l'absence d'un scénario de réaccélération de la croissance aux États-Unis. Attention néanmoins à la volatilité sur la courbe US encore trop dépendante des données macro/inflation. Préférence pour la zone Euro et le UK.
Cash	●—○—○ =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> Couple rendement/risque attractif à court terme mais devrait pâtrir d'une réallocation vers les actifs risqués à mesure que les taux directeurs baissent et que notre scénario se concrétise.

²⁹ 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

³⁰ Le Trading Range est un indicateur pertinent du marché notamment pour les indicateurs stochastiques.

ACTIONS			
SEGMENTS	MOYEN/LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
US	○—●—○ =		<ul style="list-style-type: none"> Scénario de <i>soft landing</i>³¹ réussi, consommation résiliente via effet richesse, fin du déstockage et rebond manufacturier à venir. Pause en termes de désinflation justifiant une détente de la politique monétaire plus tardive qu'anticipé (septembre). Valorisation défavorable (prime de risque, <i>price earning ratio</i>, etc...) partiellement compensée par une dynamique de révisions bénéficiaires positive. Publications de résultats au T1 supérieures aux attentes Risque spécifique lié à la surreprésentation des « sept magnifiques ». Elargissement du leadership sectoriel en cours
Euro	○—○—● =	Forte	<ul style="list-style-type: none"> Indicateurs avancés en nette amélioration, rebond macro en cours. Poursuite du mouvement de désinflation justifiant une détente de la politique monétaire (juin). Gains de pouvoir d'achat réel positif pour la consommation Valorisation attractive, marché sous-détenu, potentielle reprise du commerce mondial favorisant les exportations européennes Dynamique de révisions bénéficiaires positive. Publications de résultats au T1 supérieures aux attentes
Royaume-Uni	○—○—● =	Forte	<ul style="list-style-type: none"> Amélioration des perspectives de croissance, poursuite du mouvement de désinflation cohérente avec une détente future de la politique monétaire (août) Valorisation attractive, rendement élevé
Japon	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> Poursuite du <i>rerating</i>³³ en cours lié au mouvement de libéralisation du secteur privé (amélioration de la gouvernance). La hausse des salaires et des anticipations d'inflation devrait soutenir la consommation Le risque à court terme demeure un potentiel resserrement monétaire entraînant une appréciation du Yen. Alléger les secteurs profitant de la faiblesse du yen, renforcer les bancaires
Marchés émergents	○—●—○ =		<ul style="list-style-type: none"> En positif, rebond du PMI manufacturier global 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. En négatif, croissances de BPA³⁴ attendues pour 2024/2025 un peu trop optimistes alors que la dynamique de révision relative vs pays développés demeure négative. Pénalisé par le narratif « <i>higher for longer</i> » de la Fed, dollar fort Attente du pivot Fed pour être plus constructif
Croissance vs. Value	○—●—○ =		<ul style="list-style-type: none"> Positionnement <i>barbell</i> constitué à la fois de sociétés à forte croissance (techno, santé, etc...) et de sociétés très décotées (banques, utilités...). Préférence pour les sociétés dont la dynamique de révision de marge et de bénéfices est positive
Qualité vs. Volatilité élevée	○—●—○ =		<ul style="list-style-type: none"> Sous-performance de la qualité dans un contexte de rebond macro et baisse de l'aversion au risque. Style sur-détenu, à risque en cas de détente sur les taux
Petites vs. larges capitalisations	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> Valorisation des petites capitalisations très attractives en relatif (vs large, historique et conjoncture macro) Amélioration de la dynamique bénéficiaire et début de surperformance qui devrait s'accentuer en cas de détente sur les taux Préférence pour les small cap européennes
Cyclique vs. Défensif	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> Amélioration de l'environnement macro-économique mondial. Consommation discrétionnaire soutenue par la hausse des salaires réels Valorisation cyclique vs défensive élevée relativement à l'historique compensée par une dynamique de révisions de bénéfices positive

³¹ Atterrissage en douceur

³² Indicateur utilisé en analyse financière et boursière.

³³ Ré-estimation

³⁴ Bénéfices par action

CRÉDIT

SEGMENTS	LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
Investment Grade US	○—●—○ =		<ul style="list-style-type: none"> Préférence pour l'IG EUR en termes de valorisation. Taux de défaut plus faible. Besoins de refinancements : 2024 gérable ; 2025/2026 plus compliqué
High Yield US	●—○—○ =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> Leviers dans la moyenne historique haute tandis que les ratios de couverture des charges d'intérêt baissent, dû à un recul des revenus et des marges. Les spreads des émetteurs BB et B sont en dessous de leur moyenne historique depuis les années 2000
Investment Grade Euro	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> Actifs de qualité à un prix raisonnable qui devraient continuer à surperformer dans l'environnement actuel Préférence pour l'IG Euro vs US car la dynamique de rehaussement de notation relatif y est plus favorable et les spreads moins serrés. Scénario de trading range privilégié à court terme compte tenu du fort resserrement des spreads ces derniers mois
High Yield Euro	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> Facteurs techniques toujours 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 Scénario de trading range privilégié à court terme compte tenu du fort resserrement des spreads ces derniers mois

DURATION

SEGMENTS	LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
2 ans US	○—○—● +1	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> Fin du cycle de resserrement FED et taux réels attractifs Néanmoins le narratif « <i>higher for longer</i> ³⁵ » limite le potentiel à court terme. La poursuite du mouvement de désinflation au second semestre devrait rassurer le marché sur ce point..
10 ans US	○—●—○ =		<ul style="list-style-type: none"> En positif pouvoir de diversification et poursuite du mouvement de désinflation sur le S2. En négatif pressions structurelles vendeuses (déséquilibre offre/demande, révision à la hausse de la croissance potentielle...) Scénario de pentification via une légère baisse des taux courts à l'approche du pivot. Trading range privilégié sur la partie longue
2 ans allemand	○—○—● =	Forte	<ul style="list-style-type: none"> Fin du cycle de resserrement BCE : inflation headline et sous-jacente en rythme annualisé sur les derniers mois converge vers l'objectif. L'inflation des prix des services décroche après être restée bloquée à 4% depuis le début de l'année. 3 ou 4 baisses de taux attendues dont la première en juin, en ligne avec les attentes du marché.
10 ans allemand	○—●—○ -1		<ul style="list-style-type: none"> Pouvoir de diversification des obligations souveraines et poursuite du mouvement de désinflation. Scénario de pentification 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
Dette périphérique Europe	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> Baisse des taux favorables à la soutenabilité des dettes périphériques. Baisse de l'inflation et statu quo concernant la réduction du bilan de la BCE réduisent les inquiétudes à court terme concernant l'Italie. Proche de nos niveaux cibles à présent
Royaume-Uni	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> Poursuite de la désinflation à partir d'un niveau supérieur à celui des autres marchés développés; via baisse des prix de l'énergie et normalisation progressive du marché du travail. Pause de la Banque d'Angleterre en ligne avec les autres banques centrales ; Carry attractif notamment sur la partie longue.
Japon	●—○—○ =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> Hausse des anticipations d'inflation. Potentielle hausse des taux directeurs. Fin du contrôle de la courbe des taux
Marchés émergents	○—●—○ =		<ul style="list-style-type: none"> En positif, dynamique de désinflation et baisse de taux directeurs dans certains marchés émergents mais potentiel d'appréciation modéré vs cash USD à court terme. Préférence pour la dette libellée en dollars En monnaies locales, risque de change lié au différentiel de politique monétaire vs FED. Potentiel limité à court terme dû aux sorties de capitaux étrangers, plus favorable à long terme

CASH

SEGMENTS	LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
Taux de change EUR/USD	○—●—○ =		<ul style="list-style-type: none"> Dynamique de surprise macroéconomique favorable à la zone euro et à l'EUR en relatif (cf Indice Citigroup) Timing et nombre de baisse de taux directeurs Fed vs BCE favorable au dollar

³⁵ Les taux d'intérêt devraient rester élevés pendant une longue période



Contributeurs



DAVID BELLOC, CFA

Portfolio Manager,
Strategist



HERVÉ GUEZ

Global Head of Listed Assets



BERTRAND ROCHER

Co-Head Of Fixed Income



JEAN-RENÉ MEDURI, CFA,

Portfolio Manager , Credit analyst



NELSON RIBEIRINHO

Portfolio Manager, Senior
credit analyst

COMITÉ ÉDITORIAL

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



Ne manquez pas les prochaines
publications de Mirova

→ [Inscrivez-vous ici](#)



MENTIONS LÉGALES

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

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

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

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

Document non contractuel, achevé de rédiger en mai 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 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 la 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, diversifiées, 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 30,9 milliards d'euros d'actifs sous gestion au 31 mars 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.