

mirova

Creating Sustainable Value

**BILAN & PERSPECTIVES
MARCHÉS MENSUEL**

Juin 2024

Un mois en deux temps

Au cours du mois de mai, les marchés actions ont repris ce qu'ils avaient perdu en avril et battu de nouveaux records en Europe et aux Etats-Unis. Les investisseurs ont accueilli avec ferveur la confirmation du scénario de *soft landing*¹ de l'économie américaine sur fonds de résultats d'entreprises globalement supérieurs aux attentes. Toutefois, ces performances masquent un mois contrasté, marqué notamment par une série de discours *hawkish*² de la part d'un certain nombre de banquiers centraux au cours de la seconde quinzaine.

Sur la première partie, les actifs risqués ont très bien performé, soutenus par les déclarations de Jerome Powell, qui a semblé confirmer que la Réserve Fédérale ne ferait pas de nouvelle hausse de taux. L'institution a également annoncé ralentir son programme de *quantitative tightening* (resserrement quantitatif). Les craintes d'une potentielle surchauffe de l'économie américaine ont été atténuées par le ralentissement du nombre de créations d'emplois, 175 000³ - chiffre le plus faible des 6 derniers mois - et par un ralentissement de l'inflation. La hausse mensuelle de l'inflation CPI⁴ est en effet ressortie au titre du mois d'avril à 0,30 %³, inférieure aux attentes et en décélération par rapport aux 0.4%³ de début d'année.

Cette normalisation de la situation américaine a conforté les autres banques centrales dans leur propre orientation de baisse des taux, la Banque centrale suédoise étant d'ailleurs passée à l'acte. Ces perspectives se sont ressenties sur les taux, le 10 ans américain est ainsi tombé à 4,34 %³ le 15 mai, contre 4,68 %³ fin avril, dans la droite ligne d'un scénario *goldilocks*⁵.

Un renversement de tendance s'est cependant opéré en milieu de mois. Plusieurs banquiers centraux américains, à l'image de Christopher Waller, ont émis des déclarations en faveur d'un prolongement d'une politique monétaire restrictive, le fameux *higher for longer*⁶. Dans le rapport du FOMC⁷, certains banquiers ont considéré que les conditions nécessaires à une baisse des taux n'étaient clairement pas réunies, notamment un repli de l'inflation sur trois mois successifs ou un affaiblissement significatif du marché du travail. A la suite de ces déclarations, les taux américains sont repartis à la hausse.

En Europe, les nouvelles ont été positives, avec des indicateurs flash PMI⁸, nettement au-dessus de 50, sur des plus hauts depuis 12 mois. Dans le même temps, les données d'inflation salariale du premier trimestre diffusées par la BCE⁹ sont sorties à 4,7 %³ en glissement annuel, alors que le marché attendait 4,5 %³. Ce chiffre, en hausse par rapport au trimestre précédent, a alimenté les craintes d'une inflation salariale, et donc des services, qui pourrait freiner la BCE dans sa volonté de baisser ses taux. De plus, l'inflation sous-jacente est ressortie à 2,9 %³ en glissement sur un an, un niveau toujours considéré comme trop élevé par rapport à l'objectif de la BCE.

Comme aux Etats-Unis, les taux ont également fortement monté en zone euro, sur la base cette fois de données macroéconomiques et non de déclarations. Cela a mis les actions sous pression et entraîné un *sell off* sur l'obligataire. Les anticipations du marché concernant les baisses de taux de la BCE sur 2024 sont retombées à 55 points de base à la fin du mois, effaçant une baisse de taux en une semaine.

Sur les marchés actions, le S&P500¹⁰ a terminé le mois sur un gain de 5 %³, l'EuroStoxx 600¹¹ de 3,5 %³, tandis que le marché japonais est resté stable. Aux Etats-Unis, les 7 Magnifiques poursuivent leur parcours haussier, + 9%³ sur le mois, dont 27 %³ pour le seul Nvidia après d'excellents résultats. L'entreprise frôle désormais 3 000 milliards³ de capitalisation boursière, se rapprochant ainsi de Microsoft et Apple.

¹ Atterrissage en douceur

² Hawkish désigne une situation en bourse où les taux d'intérêt ne cessent d'augmenter

³ Source : Bloomberg

⁴ Consumer Price Index – index des prix à la consommation

⁵ Une économie Boucle d'or est une économie qui n'est ni trop chaude ni trop froide, c'est-à-dire qui maintient une croissance économique modérée, et qui a une faible inflation, ce qui permet une politique monétaire favorable au marché

⁶ Plus élevé pour plus longtemps

⁷ Federal Open Market Committee

⁸ Indicateur avancé de la croissance économique, offrant un aperçu de l'orientation du secteur manufacturier avant la publication des chiffres officiels du PIB

⁹ Banque Centrale Européenne

¹⁰ Indice boursier basé sur 500 grandes sociétés cotées sur les bourses aux États-Unis

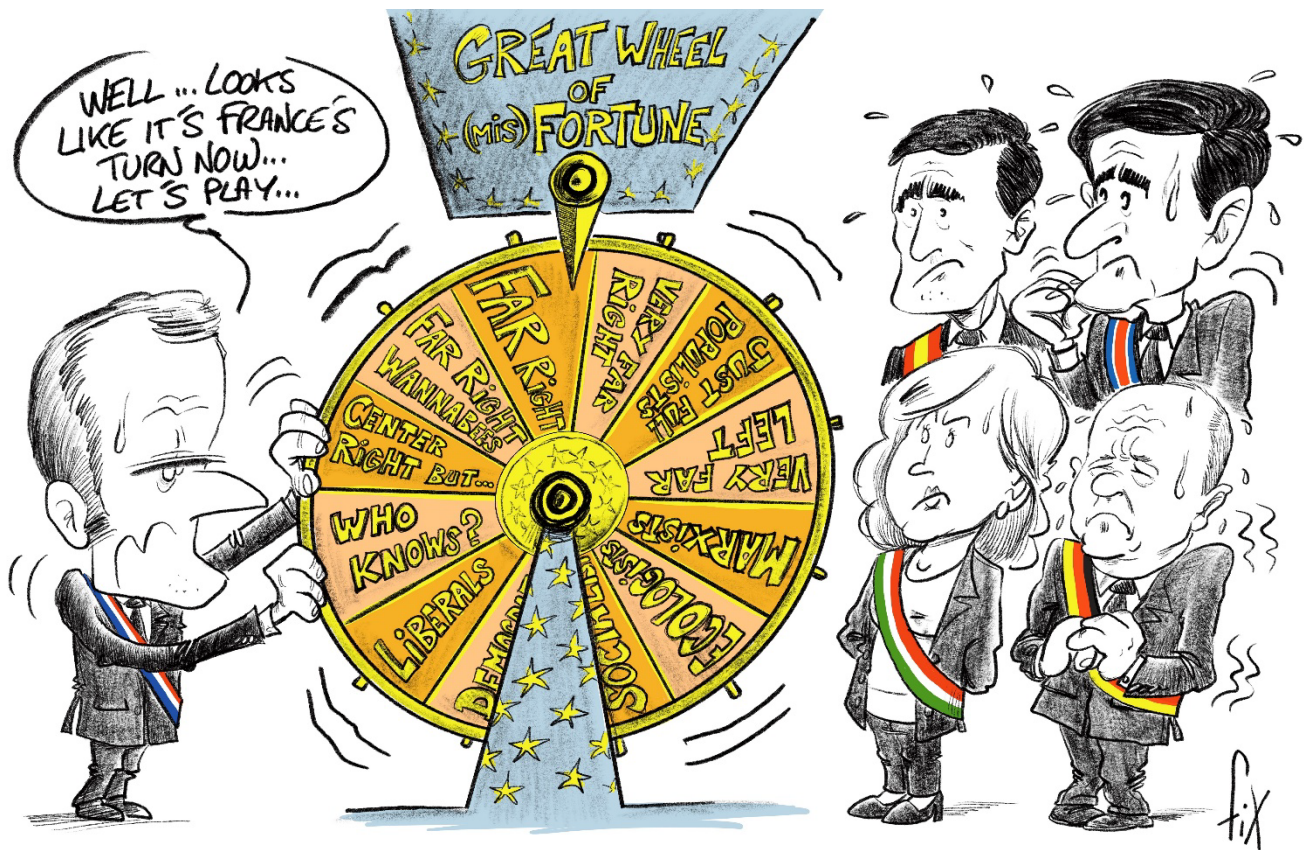
¹¹ Indice boursier composé de 600 des principales capitalisations boursières européennes



Sur le mois dans son ensemble, les obligations souveraines sont en repli, en particulier en Europe.

Le marché du crédit a connu en mai des records d'émissions en volume, des volumes qui ont été absorbés sans difficultés par le marché, sans effet d'écartement sur les spreads de crédit. On peut voir derrière ce mouvement inattendu des placements d'opportunité avant les élections américaines. Les spreads poursuivent leur mouvement de resserrement et les rendements sont toujours attractifs. Pour certains acteurs, notamment les assureurs, le crédit demeure donc intéressant en termes de portage.

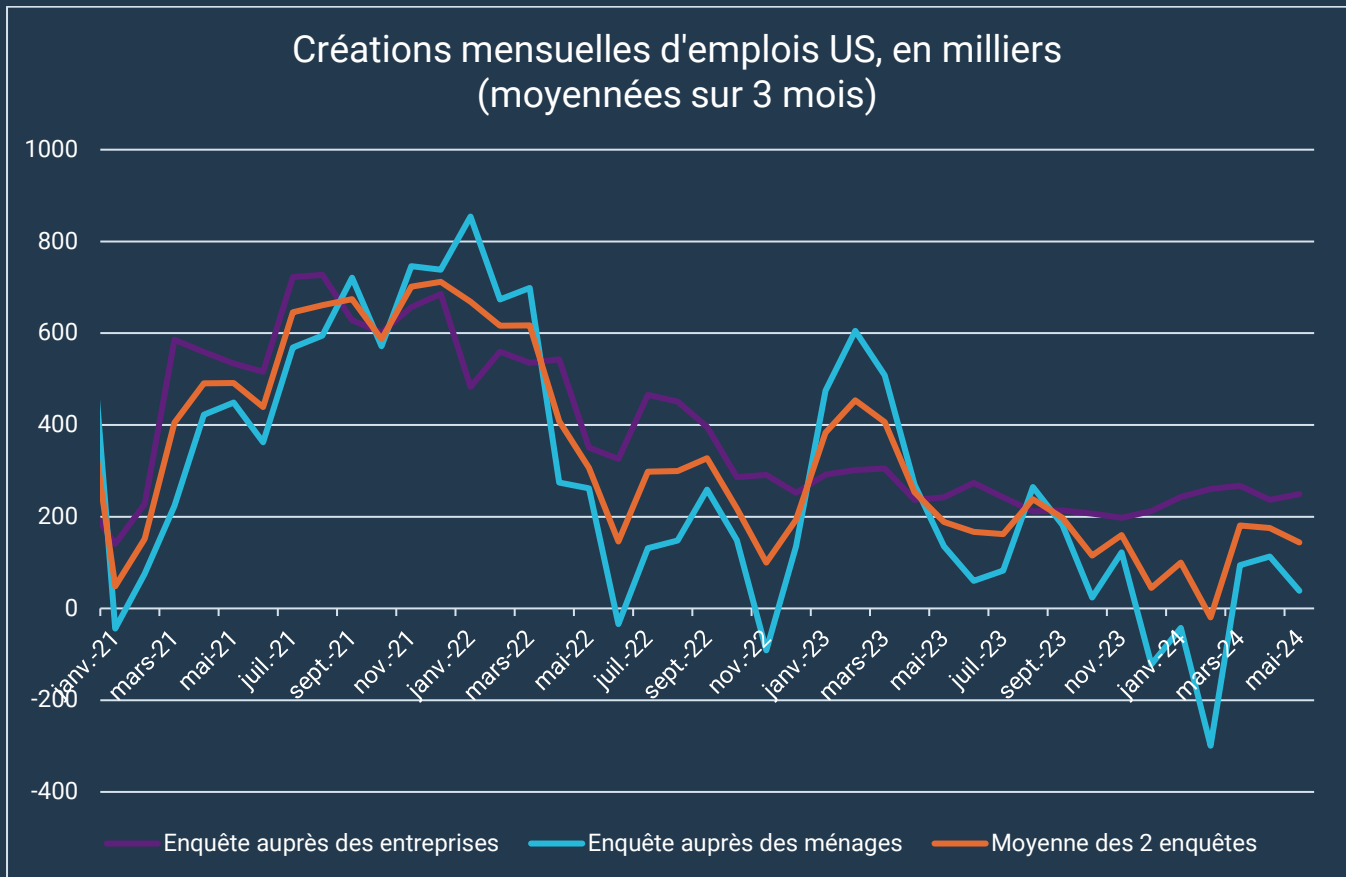
Sur le mois, le pétrole chute de 7 %¹² et le dollar perd 1,5 %¹² contre un panier de devises mondiales.



*Grande roue de la (mauvaise) fortune
**On dirait que c'est au tour de la France de jouer

¹² Source : Bloomberg

Graphique du mois



Source : Les cahiers verts de l'économie

Bilan et perspectives macro

Macroéconomie : savoir apprécier les bonnes nouvelles

Avec une croissance globale de 3 %¹³, l'économie mondiale semble actuellement fonctionner à son juste potentiel. L'Union européenne affiche de bonnes nouvelles, les Etats-Unis confirment leur atterrissage en douceur, le Japon et la Chine font preuve de résilience. La vigueur des services compense la faiblesse du secteur manufacturier. Les effets décalés des politiques monétaires des Banques centrales commencent à se faire sentir, notamment outre-Atlantique. Ainsi, même si elle reste supérieure aux objectifs des banques centrales, l'inflation ralentit. Mais alors que la situation économique semble relativement claire, les incertitudes et les risques politiques/géopolitiques s'exacerbent.

Etats-Unis : la conso s'épuise ; atterrissage en douceur toujours de mise

Les Etats-Unis ont produit quelques publications décevantes au cours du mois de mai, avec un ISM manufacturier qui reste en deçà du seuil des 50¹³ points, à 48,7¹³. Au sein de l'indice, la composante « nouvelles commandes » se trouve le plus à la peine, touchant son plus bas depuis un an, à 45,4¹³ points. Le PIB¹⁴ du premier trimestre s'inscrit finalement à 1,3 % en deuxième estimation, avec une révision à la baisse de la composante consommation.

Côté consommateurs justement, des premières fragilités apparaissent aux Etats-Unis, touchant une catégorie spécifique de la population, les consommateurs à faibles revenus. Ils souffrent d'une inflation résiduelle au premier trimestre et les taux de défaut sur les crédits (cartes de crédit, crédit auto) commencent à progresser alors que leur réserve d'épargne constituée pendant la pandémie a totalement disparu. Cela ne suffit pas à ce stade à contrarier le scénario d'atterrissage en douceur des Etats-Unis que nous avons adopté il y a de nombreux mois. En effet, la consommation agrégée des ménages à hauts revenus demeure très élevée et les effets de richesse contrecarrent ceux de l'inflation. Les ventes au détail sont donc toujours solides et la croissance devrait délivrer son potentiel au deuxième trimestre, d'autant que la désinflation viendra soulager les consommateurs à faibles revenus. En clair : une partie de la population commence à décrocher, sans éroder un panorama d'ensemble très satisfaisant.

En ce qui concerne le marché du travail, il n'apparaît ni trop chaud ni trop froid et semble être revenu à son équilibre d'avant Covid si l'on en croit le ratio offres d'emploi sur nombre de chômeurs désormais égal à 1,2 vs 2¹³ début 2022, ou si l'on observe la moyenne mensuelle des créations d'emplois selon les enquêtes menées auprès des entreprises et des ménages (cf graphe du mois avec l'évolution des payroll et household survey).

Certes le dernier chiffre des payroll a nettement surpris à la hausse avec pas moins de 275 000¹³ créations d'emplois au titre du mois de mai, mais il convient de le relativiser compte tenu des effets saisonniers, de l'enquête auprès des ménages, de la légère hausse du taux de chômage ou de la poursuite de la baisse du taux de démissions. Elle plaide pour une normalisation du marché du travail et de l'inflation salariale ; et il s'agit là d'un très bon indicateur avancé.

¹³ Source: Bloomberg

¹⁴ Produit intérieur brut

Zone euro : tout le monde lorgne les réserves d'épargne

Les perspectives de croissance pour la zone euro s'améliorent, elle devrait atteindre un peu moins de 1%¹³ sur l'ensemble de l'année 2024 et connaître une accélération au deuxième semestre. Au cours des trois premiers mois de l'année, la demande extérieure a stimulé la croissance et, à court terme, nous n'anticipons pas de reflux des exportations. L'industrie allemande est un grand producteur de biens intermédiaires à forte intensité énergétique et capitalistique sensible aux taux d'intérêt. La baisse des coûts de l'énergie, la fin du destockage, la bonne tenue du commerce mondial et les futures baisses de taux de la BCE devraient soutenir l'activité, avec néanmoins des risques inhérents à la présidence Trump et à ses velléités d'établir ou accroître les taxes à l'importation.

La croissance pourrait donc surprendre positivement grâce au retour du moteur allemand que nous attendons depuis de longs mois même s'il s'agit avant tout d'un rebond de croissance cyclique et non structurelle. Les problèmes allemands de perte de compétitivité demeurent. Ils devront être contrebalancés par une importante réserve budgétaire, mais sans doute pas avant les prochaines élections fédérales de 2025, tant les blocages politiques demeurent forts, notamment après les récentes élections européennes (voir ci-dessous).

Autre point positif, les Européens profitent de la solidité du marché de l'emploi. Le taux de chômage n'a jamais été si bas en Europe depuis la création de la monnaie unique, et cela devrait supporter la consommation d'autant plus que les revenus réels et la confiance des consommateurs ont fortement augmenté depuis le début de l'année.

Aussi, paraît-il souhaitable, et possible, que l'UE trouve de nouveaux relais pour sa croissance. Le taux d'épargne très élevé des Européens pourrait fournir le carburant servant à alimenter cette dernière, du moins est-ce la volonté politique de certains pays, notamment de la France. L'UE scrute l'utilisation de cette épargne avec d'autant plus d'attention qu'elle – à l'instar des Etats-Unis d'ailleurs – se confronte à une hausse de ses dépenses budgétaires. Celles-ci doivent en effet financer la défense ainsi que la transition, et viennent creuser les déficits déjà lourds des Etats. Une telle politique pourrait aussi alimenter l'inflation et freiner le desserrement monétaire de la BCE. Emmanuel Macron et Olaf Scholz souhaitent donc orienter l'épargne des Européens vers la relance de l'UE, sa transition et sa croissance – et qu'elle n'aille en tout cas pas soutenir seulement celles des Etats-Unis ou de l'Asie.

Croissance et inflation, toujours les enjeux de la BCE

Après une hausse de PIB de 0,3%¹⁵ en glissement trimestriel au premier trimestre, nous anticipons une augmentation similaire aux deuxième et troisième avant que l'activité ne s'accélère à la fin de l'année et l'année prochaine.

Conformément aux attentes, la BCE a baissé ses taux directeurs de 25bp¹⁶ lors de sa réunion début juin, sans apporter d'informations supplémentaires sur la trajectoire et le calendrier des baisses à venir. Elle réévaluera la situation réunion après réunion en insistant sur son approche « data dependent », avec un focus particulier sur l'inflation salariale.

Nous estimons que l'inflation ne devrait pas reprendre au deuxième semestre. Certes, la hausse des salaires a été élevée au premier trimestre, 4,7 %¹⁵ contre 4,5 %¹⁵ attendus. Mais cela s'explique en partie par le versement de bonus exceptionnels en Allemagne. Les salaires négociés s'inscrivent plutôt en baisse d'après les données avancées de site de recrutement tel que Indeed, ce qui va dans le sens d'un desserrement de la politique de la BCE.

Aussi après la première baisse de taux survenue début juin, la BCE pourrait encore procéder à un abaissement en septembre. Une troisième baisse en décembre dépendra notamment des politiques budgétaires votées, en particulier française et italienne, ainsi que du résultat des élections américaines, pour un taux terminal qui devrait selon nous osciller entre 2,5 %¹⁵ et 3 %¹⁵ fin 2025.

Parallèlement à ces baisses de taux, nous pourrions assister à des gains de productivité en Europe d'ici à la fin de l'année. Il y a en effet eu plus d'embauches que nécessaire depuis la fin du covid, notamment par rapport à la faiblesse de la croissance. Ce fort taux d'embauche pourrait maintenant porter ses fruits et permettre aux entreprises d'augmenter leur productivité.

¹⁵ Source : Bloomberg

¹⁶ Points de base

Au-delà de l'économie : tensions mondiales, tensions locales

Si la lisibilité de la trajectoire économique se fait plus limpide, le niveau d'incertitude n'en a pour autant pas moins considérablement augmenté, avec le conflit qui oppose toujours l'Ukraine à la Russie et qui avance pas à pas vers l'inconnu mais aussi les scrutins cruciaux en France, au Royaume-Uni ou aux Etats-Unis voire en Inde.

Europe, Asie, Moyen-Orient : escalade vers l'inconnu.

La décision des présidents Emmanuel Macron et Joe Biden et du premier ministre Rishi Sunak d'autoriser la frappe du sol russe avec des missiles longue portée fournis par la France, les Etats-Unis ou le Royaume-Uni marque une escalade majeure aux yeux des autorités russes. Elles considèrent que l'emploi de telles armes nécessitera forcément une implication cette fois directe de moyens militaires, satellitaires et humains compris, des pays qui les octroient. Peu après le ciblage, par les forces ukrainiennes, des radars d'alerte précoce Voronej DM, élément clef du dispositif de la dissuasion russe, cette implication croissante des trois puissances nucléaires de l'OTAN¹⁷ peut mener l'Humanité vers un grand saut dans l'inconnu. Tout cela porte le niveau de menace à un seuil inédit, dans une relative indifférence.

Or, dans le même temps, l'Iran s'approche désormais rapidement du statut de puissance nucléaire, tandis que la Chine se montre de plus en plus agressive face à Taiwan, avec un franchissement systématique des lignes rouges depuis plusieurs semaines.

Au Moyen-Orient, les résultats du plan de paix poussé par Biden restent attendus, mais on peut noter la volonté du Président américain, sans doute aussi guidé par ses intérêts électoraux, de faire avancer le dossier sur la scène internationale après ses attermolements initiaux qui ont fini par susciter l'incompréhension de toutes les parties. Nous pensons qu'il faudra plus d'insistance au département d'Etat pour parvenir à ses fins.

Ce contexte mondial à hauts risques semble inflationniste, notamment parce qu'il pousse inéluctablement les Etats à augmenter leurs dépenses budgétaires en faveur de la défense. La potentialité d'un conflit en Asie conduit en outre les pays occidentaux à accélérer le reshoring, ce fameux rapatriement de leurs activités productives vers leurs sols ou des pays plus amicaux. Cela nuira inévitablement au commerce mondial et a un coût élevé. A court terme, cette incertitude politique et géopolitique interfère sur les anticipations d'inflation en maintenant une pression plutôt haussière (pétrole, matières premières, déficit budgétaire, etc...), mais si un conflit armé venait à se généraliser, cela précipiterait d'abord les taux longs à la baisse.

Les votes déroutent

La tension autour des élections américaines va maintenant monter avec l'entrée de la campagne dans une phase plus active au mois de juin. Le premier débat télévisé entre les candidats républicain et démocrate se tiendra le 27. Puis, deux semaines après, Donald Trump se verra signifier l'exacte peine qu'il encourt. Cela nourrit un contexte déjà explosif, qui pourrait accroître les tensions sociales aux Etats-Unis. Jusqu'aux élections, les causes de stress vont se multiplier et générer beaucoup d'incertitudes, et ce alors que les marchés américains ont atteint leurs plus hauts historiques.

Quel que soit le vainqueur à Washington, des dérapages budgétaires sont à prévoir ensuite. La politique des Républicains sur les tarifs douaniers et l'immigration, par exemple, pourrait avoir des effets inflationnistes, de même que celle des démocrates dans une moindre mesure via les plans de relance budgétaires. Comme la trajectoire du déficit américain a déjà de quoi inquiéter, alors que les créanciers naturels des Etats-Unis se raréfient avec les tensions internationales, tout cela rend la perspective de fortes baisses des taux assez improbables,

Dans l'UE, les élections ont rendu leurs verdicts, avec les partis d'extrême droite ou très conservateurs obtenant de bons scores en Italie, en Hongrie, en France, en Autriche ou en Allemagne où le SPD du Chancelier Scholz enregistre une contreperformance notable, finissant derrière la CDU et l'AfD, ce qui l'affaiblira dans une période où l'Union Européenne aurait au contraire besoin d'une Allemagne en ordre de marche.

¹⁷ Organisation du traité de l'Atlantique nord

Le cas français retient aussi l'attention des marchés. A la suite des résultats des élections européennes, le président de la République française a pris la décision de dissoudre l'Assemblée Nationale, provoquant ainsi des élections législatives anticipées les 30 et 7 juillet prochains. L'inquiétude gagne les marchés face à l'incertitude générée par ce contexte inédit, redoutant la mise en place de programmes qu'ils jugent trop dépensiers, l'émergence potentielle de troubles sociaux selon la nature des résultats électoraux, ou encore une nouvelle paralysie politique empêchant de résoudre les problèmes budgétaires qu'il devient difficile de différer davantage au vu du poids croissant des charges d'intérêt dans les finances publiques.

A côté de cela, la situation du Royaume-Uni, qui renouvelle la chambre des communes le 4 juillet, paraît plus apaisée malgré l'irruption de l'iconoclaste Nigel Farage dans le jeu électoral : les Travaillistes, donnés largement gagnants, semblent vouloir sortir d'une vision économique qui miserait tout sur le commerce international. La séquence de la mise en œuvre du Brexit, que quatre premiers ministres conservateurs ont menée, parfois avec des angles d'ailleurs très différents sinon antinomiques à certains égards, semble se refermer dans une certaine sérénité alors que le pays connaît un regain de croissance indéniable.

Enfin, en Inde, le premier ministre Modi reste au pouvoir à l'issue des élections, comme anticipé, bien qu'avec des avances moindres que prévu. Reste que la relative stabilité qu'induit cette reconduction de M. Modi constitue une bonne nouvelle pour les marchés, tant l'Inde semble appelée à jouer un rôle de pivot clef dans les relations internationales.

Les risques au plus haut

Alors que le premier semestre touche à sa fin, le scénario de *soft landing* de l'économie américaine nous semble toujours d'actualité, mais entre dans une phase moins idyllique désormais, avec des classes populaires hélas, et logiquement, affectées par la résilience d'une inflation certes en retrait, mais toujours élevée par rapport aux niveaux des années 2000 et 2010. La volatilité devrait augmenter sur les marchés, mais il reste des sous-tendances sur lesquelles capter de la performance. En bref, si la lecture du second semestre nous paraissait plus aisée quant aux évolutions économiques, les contextes politiques et géopolitiques pour leur part nous font pénétrer en terres inconnues, où anticiper le niveau de risques constitue un exercice ardu.

En effet, la conjonction de contextes électoraux tendus des deux côtés de l'Atlantique avec des relations internationales d'une conflictualité que le monde n'avait plus connue aussi radicale depuis la crise des missiles de Cuba voire la seconde guerre mondiale paraît engendrer l'une de ces situations improbables que les marchés éprouvent, par définition, beaucoup de mal à valoriser. Espérons qu'ils n'aient pas à le faire, car l'enjeu dépasse bien sûr de loin la tenue de quelques indices... Pourtant, la situation laisse envisager un espoir paradoxal, celui qu'une conjonction si forte de facteurs de risques si élevés indique en un sens que le climax a déjà passé ses plus hauts ou qu'il s'en approche. En clair, le pire n'est jamais certain...

The Long View

Les CoCos au service du grand capital

Symboles du surcroît de complexité introduit par le dispositif réglementaire de Bâle III et consorts, les CoCos¹⁸ font figure d'instrument sophistiqué et très délicat à maîtriser, comme l'illustrent les tensions actuelles. Dès lors, ces obligations subordonnées à la nature de quasi-fonds propres, ce que traduit d'ailleurs leur désignation alternative sous le vocable de AT1¹⁹ (additional Tier 1), forment une classe d'actifs aussi recherchée par les uns que décriée par d'autres. Elles se voient souvent associées aux problèmes plutôt qu'aux remèdes. A tort. Le récent épisode d'écartement à la suite de la dissolution de la chambre basse du Parlement français n'a rien changé à ce constat : il s'agit d'un outil qu'il faut savoir manier avec soin, à l'achat... comme à la vente.

Ce petit 1,5% qui fait toute la différence : des CoCos/AT1 capitalistiques ?!

Les AT1 sont comptabilisés en tant que fonds propres de catégorie 1, ou « Core Tier 1 capital », pour des motifs réglementaires. Il s'agit donc de simili-capital puisque convertibles en actions ou dépréciés totalement en cas i) d'atteinte du point de non-viabilité²⁰ ou de seuils de déclenchements (« triggers²¹ ») et/ou ii) de perspectives de faillite, elles-mêmes fréquemment liées à des fuites de liquidités ou des interrogations sur la qualité des actifs, et vice versa. Le recours aux CoCos/AT1 par une banque découle d'un besoin réglementaire, celui de disposer d'un matelas d'absorption de 1,5%²² de actifs pondérés par le risque (RWA). Nul besoin de plus. La taille du marché CoCos/AT1 dépend donc des bilans bancaires et demeure prévisible et circonscrite.

Les CoCos/AT1, sauveurs du kolkhoze bancaire ?

Les CoCos/AT1 forment ainsi l'un des premiers remparts au risque systématique, et elles ont déjà servi à éviter bien des catastrophes annoncées telles que dans les cas de Banco Popular ou du Credit Suisse. En effet, bien que synonymes de stress de marché et de rendements élevés, ces instruments jouent d'abord un rôle crucial dans la pérennité des systèmes bancaires en contribuant largement au mouvement de (re)capitalisation débuté en 2013 en une période où le modèle économique des banques subissaient à plein l'effet nocif des taux bas. Ils servent, par renflouement interne (« bail-in »), à absorber des pertes pour empêcher de devoir puiser dans les recettes fiscales tirées des contribuables, eux-mêmes déposants. Dans l'esprit, si la banque fait faillite, il reviendra au secteur privé d'en payer le prix et non à l'état de venir à la rescousse (« bail-out ») en dernier recours.

Nous sommes de ceux qui pensent que l'instrument n'a fait que renforcer sa crédibilité en plus d'avoir sauvé le secteur de bien des périls. Les décisions, certes controversées, des régulateurs n'ont rien de moins que permis la résolution – en un week-end à peine ! – de crises qui s'annonçaient systémiques.

¹⁸ CoCos : contingent convertibles

¹⁹ Les obligations Tier 1 supplémentaires

²⁰ Lorsqu'une banque remplit les conditions de déclenchement de la procédure de résolution ou qu'elle cesse d'être viable si ces fonds propres ne sont pas dépréciés

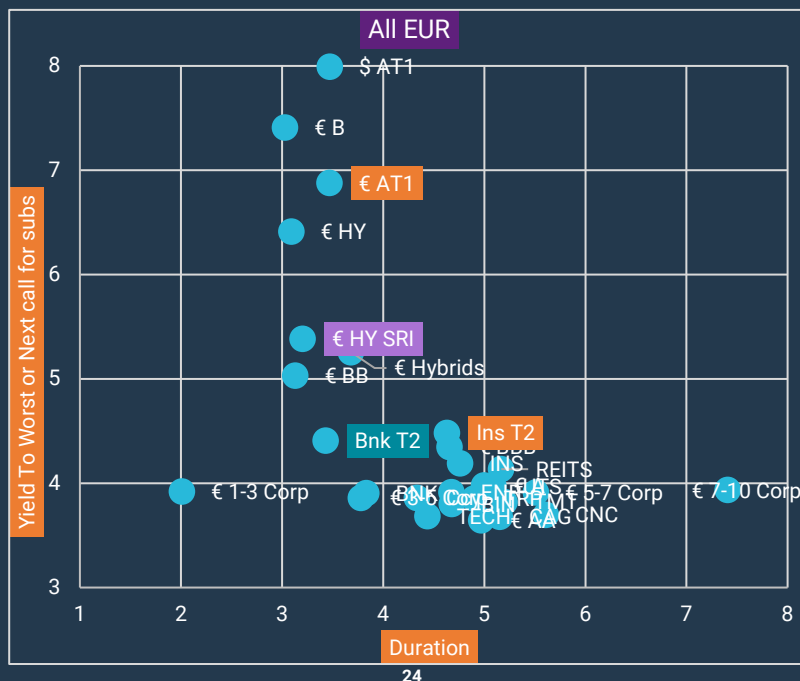
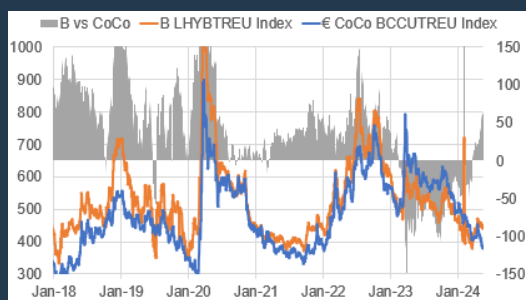
²¹ Seuil de déclenchement automatique (contingent) de la conversion fixé à 5.125%/7% de CET1. CET1 : fonds propres durs ou capital social, report à nouveau retraités

²² Source : Bloomberg

Encore de la valeur dans les CoCos/AT1 ?

Objectif 1 : plus chères que les B

Objectif 2 : plus serré que le HY²³



Sources : Bloomberg, Mirova au 20/05/24

Sources : Bloomberg, Mirova au 20/05/24

Nous modélisons depuis 2019 les CoCos/AT1 pour en approcher la juste valeur, tout comme les hybrides d'entreprises et Tier 2, les autres grandes catégories de dettes subordonnées, senior aux CoCos/AT1. Les paramètres de nos modèles sont d'ordre réglementaire et fondamental : ratios de capitaux, multiples de valorisations, type de conversion, comparaison aux CDS SubFin, maturité effective, valeur de l'option de remboursement, ratio Texas, etc. Nous comparons les CoCos/AT1 aux obligations notées de la catégorie B du HY et discernons un potentiel d'au moins 0,5%²⁵ de baisse de rendement (cf. infra.) à 1% de delta (niveau pré-Covid).

Selon nos modèles, le potentiel d'*excess return* des CoCos/AT1 s'inscrit parmi les meilleurs du marché, mais leurs *spreads* ne reflètent toujours pas la rentabilité retrouvée des banques. Les générations actuellement élevées de capital par les banques réduisent le besoin de recourir ces instruments à court terme.

Les CoCos/AT1 font partie du peu de classes d'actifs qu'il peut coûter cher de vendre. Toutefois, Il faut s'attendre à des sauts ponctuels de performances, dont les mouvements depuis le dix juin dernier fournissent une excellente piqure de rappel. Depuis 2013, la performance mensuelle est de 0,7% soit plus de 7% l'an jusqu'à mai 2024. Des pics à +8% en un mois et -16% ont pu advenir, surtout en 2020.

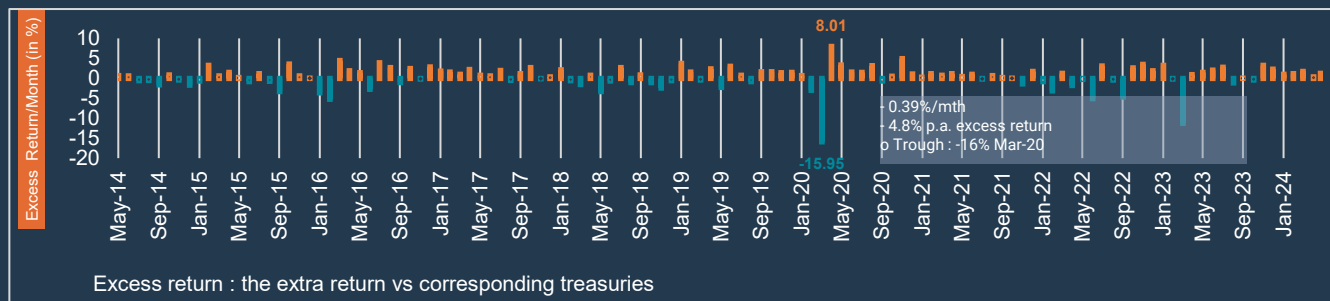
²³ HY pour High Yield ou haut rendement en français désigne les obligations de notations BB+ et moins

²⁴ Le rendement au pire ou à première date d'exercice de l'option d'achat"

²⁵ Source : Bloomberg



Performances de l'indice Global CoCo \$ vs une obligation du trésor de maturité équivalente



Sources : Bloomberg, Mirova au 20/05/24

Parallèlement, les RWA²⁶ n'augmentent pas énormément, la production de crédit se montrant relativement atone récemment vu le niveau réhibitoire de la hausse des taux, les conditions de crédit resserrés, qui mènent à peu de CapEx, de M&A, d'achats immobiliers, etc. Les ancêtres des CoCos/AT1, qui certes offraient davantage de sécurité contractuellement, avec step-up/down²⁷ par exemple, offraient des écarts de rendement inférieurs à 100 points de base (pb) vs swap. Aujourd'hui, on parle plutôt de 420 pb²⁸. La crise de 2008-2009 est passée par là, laissant de nombreux stigmates dans les comportements de gestion. Retourner à de tels niveaux nous paraît peu probable, mais l'entre-deux fort envisageable. Si nous prenons 2018, les spreads étaient alors moins tendus : les 300 pb vs swap semblent bien à portée de main après que s'estomperont les turbulences actuelles.

Artificiellement risqué par ses « termes »

Les régulateurs voulaient des CoCos/AT1 qu'elles offrent la flexibilité maximale : « junior subordonnée » (dette la plus risquée des banques et la moins prioritaire), coupon discrétionnaire et soumis à des règles de distribution (MDA²⁹), perpétuité à l'instar des actions mais remboursable par anticipation, sous condition d'« intérêt économique », notion que rien ne précise ni ne définit vraiment. Cette absence de clarté a d'ailleurs engendré une volatilité notable. Les investisseurs craignent de voir leur remboursement reporté au-delà de la première date prévue car cela induit un manque à gagner. Une détention plus longue implique une période d'actualisation rallongée, et un moindre rendement à terme.

²⁶ Les Risk-Weighted Assets (RWA), ou actifs à risques pondérés ou encore actifs pondérés par le risque

²⁷ Mécanisme de réajustement (à la hausse ou à la baisse des coupons/intérêts protégeant les investisseurs d'événements : non remboursement, dégradation de notation

²⁸ Source : Bloomberg

²⁹ Restrictions sur les distributions de dividendes, bonus, coupons CoCos/AT1 basée sur la couverture des coussins de capitaux

Si niche, aussi risqués ? Des instruments notés HY émis par des banques en moyenne A ...

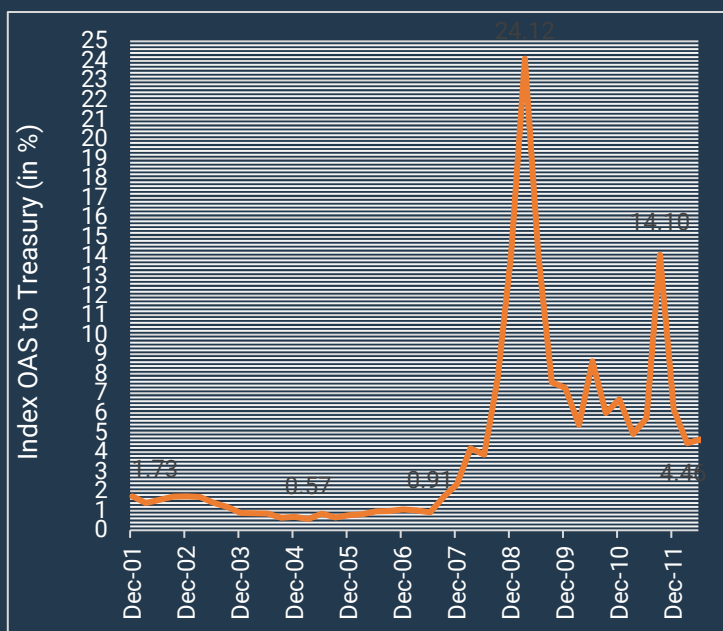
Performance indices depuis création des CoCos						La classe d'actifs ressort toujours parmi les plus attractives du spectre <i>high beta</i> , avec un risque émetteur limité. Il n'y a probablement pas meilleur levier pour profiter des sentiments <i>risk-on</i> . Dans ces phases d'appétence pour le risque, les marchés seront tentés d'adopter la posture suivante : investir sur un instrument risqué émis par un émetteur perçu comme sûr ou avec un faible risque de crédit. Effectivement, les banques comptent parmi les entreprises les mieux notées, avec, historiquement, un faible taux de défaut.
Ratings	Total return (gross; %)	20231229	20230528	2E+07	2E+07	
		YtD	Trailing...		May-14	
			1Y	5Y	10Y	
A3/BAA1		-0.2	7.5	8.3	13.8	12 840
	€ BB	2.5	10.0	16.0	39.2	227
	€ B	2.7	13.2	16.3	32.9	83
	Global CCC	2.4	11.2	23.9	51.6	28
BAA1/BAA2	€ Bnk Tier 2	1.5	9.0	8.1	23.2	93
A3/BAA1	€ Ins Tier 2	2.0	11.4	12.9	37.7	73
BA1/BA2	€ CoCo	5.3	19.9	30.3	65.8	116
BAA3/BA1	\$ CoCo	4.5	17.1	28.0	63.0	90
BAA2/BAA3	€ Hybrids	2.9	11.1	10.5	32.6	67
-	Stoxx 600 Banks	21.9	39.8	54.2	55.0	1 210
BAA3/BA1	Global CoCo	5.4	15.8	31.6	90.4	227
Sources : Bloomberg, Mirova au 28/05/24						

Du fait de ces spécificités les CoCos ont leur propre indice. Des investisseurs globaux spécialisés ont émergé, alimentant une liquidité quotidienne de près de 10Mds€ d'axes, soit 1,5x de plus que pour l'€ HY, pour 1,5x moins d'encours (échantillon de 275 titres). Le marché cumule plus de 200Mds€. D'abord réservé aux grandes banques systématiques européennes, l'instrument s'est ensuite propagé aux plus petites institutions à travers l'Asie, le Moyen-Orient et l'Amérique Latine.

Le cas Santander : de l'absurdité du prisme *backend/reset spreads*

Santander a une réputation d'émetteur peu propice aux remboursements d'obligations subordonnées, dont les CoCos/AT1, un comble puisque la banque a racheté Banco Popular après conversion/effacement de CoCos/AT1. Contre presque toutes les attentes, Santander a pourtant remboursé par anticipation une CoCo/AT1. Il s'agissait d'un refinancement anticipé, avec une prime de 3% accentuant la surprise par son aspect d'élan de commun de la part d'acteurs aussi pragmatiques. La pratique de marché, comme il s'agit aussi du cas sur les hybrides d'entreprises privées et les Tier 2, consiste à considérer qu'une CoCo/AT1 émise à faible rendement, ou plutôt à *spreads serrés* dites à « *low reset* », relativement aux autres, a moins de chance de se voir remboursée par anticipation. L'exact inverse s'est produit ; l'émetteur a remboursé bien en amont de la date théorique de 2025. Ce risque de non remboursement/extension, nous le jugeons surestimé. Nous avons pu constater que dans plupart des cas, les banques remboursent.

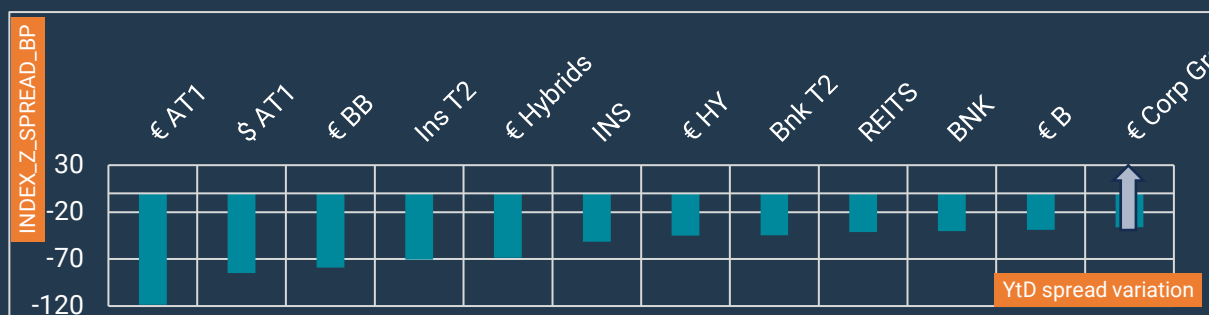
Bloomberg Capsec Euro Denominated Tier 1



Les CoCos/AT1 ont largement gagné en maturité et restent plébiscitées par les superviseurs bancaires. Aujourd'hui que les banques maintiennent de bons niveaux de rentabilité, il faut sans doute relativiser le rôle de dernier recours, passager peut-être, de ces instruments. Leur phase de constitution, donc d'émission, se trouve probablement derrière nous et donc les montants nets émis n'augmenteront plus de manière significative comme ils l'avaient fait en 2013-2021. Les bilans bancaires ne devraient pas non plus croître de manière significative. A cet égard, nous considérons les CoCos/AT1 comme offrant une valeur relative attractive même si les tensions actuelles ont le potentiel de les rendre encore plus attractives.

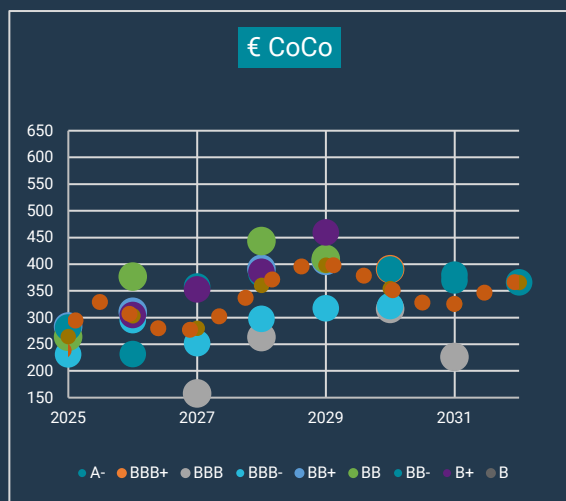
Sources : Bloomberg, Mirova au 20/05/24

Meilleures performances en écart de rendement (OASg, g-spread) depuis le début de l'année



Sources : Bloomberg, Mirova au 20/05/24

Cartographie des écart de rendements par maturité

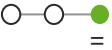
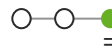
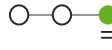
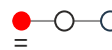


Pas de CoCos sans convictions

Tous les éléments ci-dessus expliquent en partie pourquoi ces instruments ont pu, tous comptes faits, apporter aux investisseurs des performances profitables ces dernières années malgré leur volatilité exacerbée sur certaines phases, dont l'actuelle. Par construction contradictoires à plus d'un titre – de par leur double nature d'obligations et de quasi-actions, de par leurs objectifs réglementaires contrastant en apparence avec leur emploi réputé spéculatif, de par le comportement de ceux qui en émettent quand ils les rappellent alors que rien ne paraît les y contraindre – les CoCos occupent maintenant une place très à part dans les marchés après des années de tergiversations de la part des investisseurs.

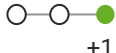

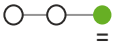

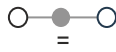


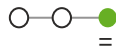

Pour ceux qui savent les valoriser et les utiliser à bon escient, elles offrent un outil assez unique de pilotage du couple rendement/ risques. Il y a une contrepartie : en périodes de *risk off*, il faut savoir en sortir, avant d'y revenir au moment voulu. Bonne nouvelle : leur liquidité permet de facilement exécuter tout besoin d'alléger ou de renforcer les positions sur les CoCos. Un gérant de conviction qui joue le long terme, ce qu'est Mirova, doit donc savoir y recourir, et quand y renoncer.

Synthèse
Vues de marchés

Résumé			
CLASSES D'ACTIFS	MOYEN TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
Actions		Modérée	<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 concernant l'activité en Europe• Néanmoins la résurgence des risques politiques/géopolitiques nous pousse à adopter une position plus neutre à court terme sur la zone euro
Crédit		Modérée	<ul style="list-style-type: none">• Long crédit car portage avantageux avec des <i>spreads</i>^{28F30} 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> 29F³¹ privilégié à court terme compte tenu du fort resserrement des <i>spreads</i> ces derniers mois et de l'incertitude politique
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.• Le ralentissement aux US et les derniers chiffres d'inflation confortent notre positionnement
Cash		Modérée	<ul style="list-style-type: none">• 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.

³⁰ 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
³¹ Le Trading Range est un indicateur pertinent du marché notamment pour les indicateurs stochastiques.



ACTIONS			
SEGMENTS	MOYEN TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
US	 +1	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> Scénario de <i>soft landing</i> ³²réussi, 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. Valorisation défavorable (prime de risque, <i>price earning</i> ³³ratio, etc...) partiellement compensée par une dynamique de révisions bénéficiaires positive. Publications de résultats d'entreprises globalement supérieures aux attentes Risque spécifique lié à la surreprésentation des « sept magnifiques ».
Euro	 -1		<ul style="list-style-type: none"> 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 Valorisation attractive, marché sous-détenu, potentielle reprise du commerce mondial favorisant les exportations européennes L'incertitude politique en France justifie une approche plus prudente à court terme
Royaume-Uni	 =	Modérée	<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. Elections anticipées début juillet perçues comme favorables par le marché
Japon	 =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> Poursuite du <i>rerating</i> ³⁴ 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.
Marchés émergents	 =		<ul style="list-style-type: none"> 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. En négatif, croissances de BPA ³⁵attendues 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
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, 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.
Qualité vs. Volatilité élevée	 =		<ul style="list-style-type: none"> 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.
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 stoppée pr la hausse de l'aversion au risque liée à l'incertitude politique. Devrait bénéficier de la baisse des taux
Cyclique vs. Défensif	 -1	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 Hausse de l'aversion au risque lié à l'incertitude politique favorable aux défensives

³² Atterrissage en douceur


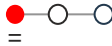
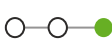
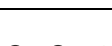
³³ Indicateur utilisé en analyse financière et boursière.

³⁴ Ré-estimation

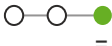


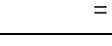
³⁵ Bénéfices par action




CRÉDIT

SEGMENTS	MOYEN 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 <i>spreads</i> 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 <i>spreads</i> moins serrés. Prudence à court terme compte tenu du contexte politique
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 Prudence à court terme compte tenu du contexte politique

DURATION

SEGMENTS	TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
2 ans US		Modérée	<ul style="list-style-type: none"> Fin du cycle de resserrement FED et taux réels attractifs 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.
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		Modérée	<ul style="list-style-type: none"> Fin du cycle de resserrement : inflation 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. 2 baisses de taux attendues d'ici la fin de l'année après celle de juin.
10 ans allemand			<ul style="list-style-type: none"> Pouvoir de diversification des obligations souveraines et poursuite du mouvement de désinflation. 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
Dettes périphérique Europe			<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. Réduction de la volure du fait des répercussions négatives de la crise politique française
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. Potentielle baisse des taux de la part de la Banque d'Angleterre début août. ; 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, 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) Incertitudes politiques en zone euro favorable au dollar

Contributeurs



DAVID BELLOC, CFA

Portfolio Manager,
Strategist



HERVÉ GUEZ

Global Head of Listed Assets



BERTRAND ROCHER

Co-Head Of Fixed Income



ANDREEA PLAYOUST, CFA,

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 juin 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 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 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.