

# mirova

Creating Sustainable Value

## BILAN & PERSPECTIVES MARCHÉS MENSUEL

Septembre 2024

# Frayeur américaine sur fonds de correction technique

Un chiffre et tout bascule, voici ce que l'on pourrait retenir du mois d'août. La déception causée par le nombre de créations d'emplois américains au titre du mois de juillet a ravivé les craintes d'une récession outre atlantique. Des craintes qui ont été surjouées de notre point de vue, compte-tenu de l'état global de l'économie américaine. Aidé par l'absence de liquidité liée à la saisonnalité ainsi qu'un débouclage massif de stratégies de *carry trade*<sup>1</sup> à la suite d'une hausse surprise des taux directeurs japonais, le VIX, indice phare de la volatilité implicite actions s'est vu propulsé vers des niveaux oubliés depuis 2008 ou 2020, en pleine crise de Covid 19. Il a en effet atteint jusqu'à 65%<sup>2</sup> en cours de séance le 5 août. Plusieurs signaux positifs sont rapidement parvenus à enrayer ce mouvement de marché et le trou d'air de début de mois s'est finalement révélé constituer un bon point d'entrée. Le marché a ainsi repris tout le terrain perdu et fini en hausse sur le mois, de l'ordre de 2%<sup>2</sup> pour le S&P 500<sup>3</sup> ou le Stoxx 600<sup>4</sup>. En prenant un peu de hauteur l'amplitude de cette correction, que l'on qualifiera de technique, s'avère finalement assez conforme au comportement des bourses européennes et américaines en période estivale.

Mais revenons aux craintes d'ordre macro-économique : si la faiblesse des créations d'emplois publiées début août – 114 000 contre 175 000 attendues – et les révisions à la baisse des deux mois précédents ont eu autant de résonnance, c'est en grande partie à cause de la règle de Sahm, théorisée par l'économiste américaine Claudia Sahm (voir « *The Long View* » ci après). Néanmoins, Claudia Sahm elle-même a expliqué que cela ne s'appliquait pas nécessairement dans les conditions économiques actuelles. La remontée du taux de chômage s'effectue à partir d'un niveau bas et reflète davantage une hausse de la population active plutôt qu'une hausse des licenciements. Par ailleurs, le *soft landing*<sup>5</sup> de l'économie américaine semble se poursuivre, comme l'ont démontré les publications au cours du mois, notamment l'ISM<sup>6</sup> des services, les ventes au détail ou encore la confiance du consommateur américain.

Les Etats-Unis ne sont pas les seuls à avoir connu un début de mois mouvementé. La hausse surprise de 25 points<sup>2</sup> de base des taux par la Banque centrale japonaise le 31 juillet a fait bondir le yen et plonger le Nikkei de l'ordre de 20 %<sup>2</sup> les jours suivants. La hausse du yen a eu en effet des répercussions sur de nombreux investisseurs, qui empruntent la monnaie japonaise pour financer avec un fort effet de levier des investissements sur les marchés occidentaux présentant un meilleur rendement (stratégie de *carry trade*). Ces brusques mouvements ont conduit au déboulement de nombreuses positions sur les actifs risqués, sur la bourse japonaise ainsi que sur les places occidentales. Face à ces réactions en chaîne, la BoJ<sup>7</sup> a tenu à rassurer, en indiquant qu'aucune nouvelle hausse de taux n'était prévue à court terme et qu'elle tiendrait compte de la volatilité dans ses prochaines décisions, ce qui a apaisé le marché. Le Nikkei termine le mois d'août à – 1 %<sup>2</sup> seulement.

Le rebond des marchés au cours du mois a trouvé aussi sa source dans d'autres signaux positifs. D'une part, les résultats des entreprises américaines ont continué de démontrer leur solidité – même s'il faut noter des publications en demi-teinte de la part de certaines des 7 Magnifiques, dans un marché aux faibles liquidités.

<sup>1</sup> Opération spéculative sur écart de rendement

<sup>2</sup> Source : Bloomberg

<sup>3</sup> Indice boursier basé sur 500 grandes sociétés cotées sur les bourses aux États-Unis

<sup>4</sup> indice boursier composé de 600 des principales capitalisations boursières européennes

<sup>5</sup> Atterrissage en douceur

<sup>6</sup> indicateur économique qui mesure le niveau d'activité des manufacturiers aux États-Unis

<sup>7</sup> Bank Of Japan

<sup>2</sup> Les données mentionnées reflètent l'opinion de Mirova et la situation à la date du présent document et sont susceptibles d'évoluer sans préavis. Toutes les valeurs mobilières mentionnées dans ce document, le sont à titre illustratif uniquement et ne constituent en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente.



D'autre part, la désinflation s'est poursuivie aux Etats-Unis et le discours de Jackson Hole plus tard dans le mois a confirmé que la Réserve fédérale avait bel et bien l'intention de baisser ses taux dès son prochain meeting et disposait de toute la marge de manœuvre nécessaire pour réagir si jamais le marché de l'emploi venait à montrer des signes de faiblesse.

Dans le sillage des inquiétudes sur l'emploi, le marché a pleinement intégré l'hypothèse d'une baisse de taux de la Fed de 50 points <sup>8</sup>de base dès septembre, avec une probabilité de 100 % avant de converger plutôt sur une baisse de 25bp<sup>2</sup> sans écarter le scénario initial. Cela a conduit les taux courts à fortement baisser en début de mois et eu un impact favorable sur les obligations. La performance sur les bons du Trésor américain affiche un gain de l'ordre de 1,3%<sup>2</sup>, sur le mois, tandis que les obligations souveraines européennes progressent de 0,4 %<sup>2</sup>. Cette baisse des taux a également profité à l'or, qui a pris plus de 2 %<sup>2</sup> en août. Enfin, les actifs émergents, également sensibles aux taux américains, ont eux aussi gagné près de 2 %<sup>2</sup>.

Le mois d'août a donc mis en lumière le risque d'abaissement des perspectives économiques aux Etats-Unis, mais cela s'accompagne de la possibilité de voir la Fed mener une politique plus accommodante que prévu. Notre scénario central n'intègre pas de récession aux Etats-Unis ou en Europe au cours des 12 prochains mois.

### Le scénario Goldilocks tient toujours la Corde

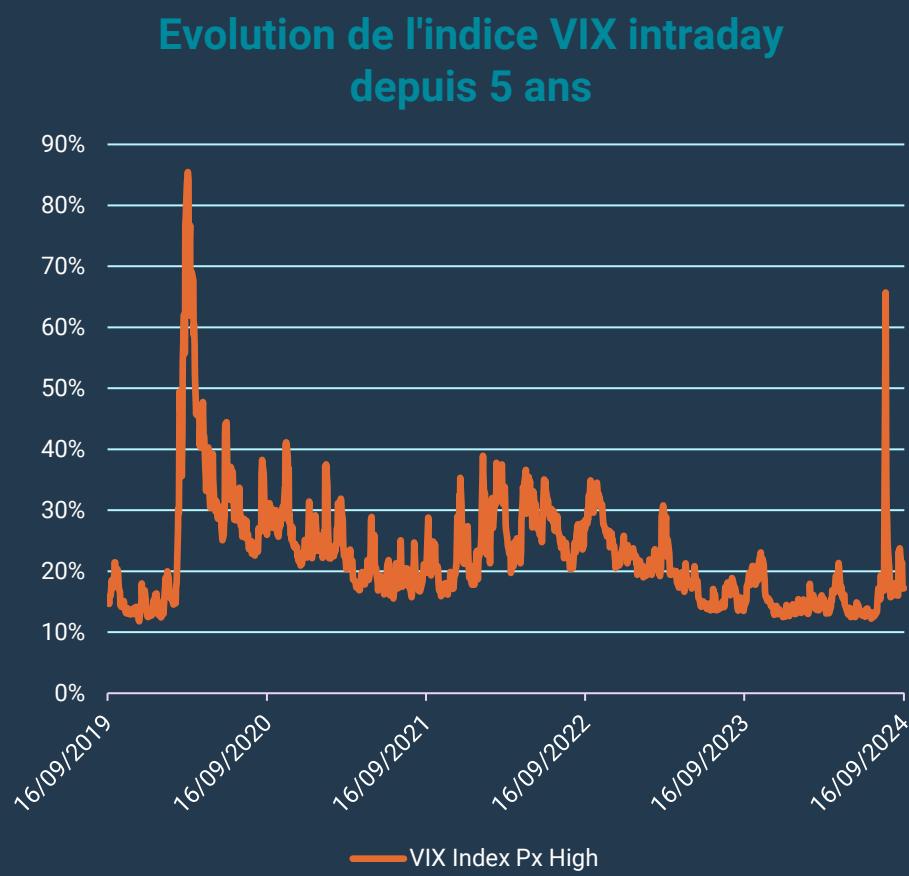


<sup>8</sup> Source : Bloomberg

<sup>3</sup> Les données mentionnées reflètent l'opinion de Mirova et la situation à la date du présent document et sont susceptibles d'évoluer sans préavis. Toutes les valeurs mobilières mentionnées dans ce document, le sont à titre illustratif uniquement et ne constituent en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente.



## Graphique du mois :



Source : Bloomberg

# Bilan et perspectives macro

## Macroéconomie : les Banques centrales sur la voie de la baisse des taux

Ces derniers mois, des hypothèses de décrochage ont pu inquiéter aux Etats-Unis et en Europe ; pourtant l'économie mondiale démontre toujours une certaine résilience. L'activité dans les services compense la faiblesse de la production manufacturière. Les créations d'emplois ralentissent mais restent positives. La consommation des ménages reste correcte dans l'ensemble ; de quoi alimenter une croissance de PIB<sup>9</sup> mondial en rythme annualisé autour de 3%<sup>10</sup>. Certes, certains signaux de faiblesse se manifestent, mais les banques centrales de part et d'autre de l'Atlantique semblent désormais prêtes à enclencher une politique plus souple, dont les effets devraient permettre de compenser en partie le durcissement attendu des politiques budgétaires en 2025 et se feront sentir bien au-delà des économies nationales.

### États-Unis : rentrée active pour la Fed

En deuxième estimation, la hausse du PIB réel américain au deuxième trimestre a été de 3 %<sup>10</sup>, ce qui confirme que l'économie a fonctionné au-delà de son potentiel. Elle a été notamment portée par un consommateur résilient, la composante consommation de ce PIB étant en forte hausse, avec un indice de confiance des consommateurs toujours solide. Dans la continuité, les ventes au détail ont surpris positivement cet été.

Il est vrai que le surcroît de consommation apparaît avant tout imputable à une baisse du taux d'épargne plutôt qu'à une hausse des revenus et que les réserves d'épargne semblent désormais épuisées. Mais cela ne constitue pas un point d'inquiétude à ce stade. Nous nous attendons plutôt à un léger ralentissement de la consommation au cours des prochains mois. En effet les revenus disponibles devraient rester soutenus par un marché du travail encore résilient, ainsi qu'une poursuite de la désinflation. Aussi les américains devraient pouvoir profiter de conditions financières détendues, avec un fléchissement des taux et, une bonne performance des actions. De quoi soutenir a priori la consommation.

Le scénario adverse consisterait bien sûr en une forte dégradation du marché du travail. Mais d'une manière générale, les licenciements restent modérés et concernent surtout les emplois temporaires et non les permanents. Le niveau des marges des entreprises ne plaide pas pour un ajustement marqué sur l'emploi et le niveau de dette des entreprises demeure raisonnable, évitant ainsi tout *deleveraging*<sup>11</sup> contraint. La remontée tendancielle du taux de chômage (à partir d'un niveau très bas) reflète davantage une situation dans laquelle les créations d'emploi ralentissent et ressortent inférieures à la croissance de la population active. Pas de vague de licenciements massifs à venir selon les indicateurs avancés.

Aussi l'attentisme prévaut en amont des élections présidentielles. Mais la plupart des entreprises ne voient pas de signe de récession à court terme. Les projets peuvent se retrouver différés mais rarement annulés.

Côté manufacturier les indicateurs d'activité ont chuté durant l'été. Le ralentissement se concentre dans l'industrie et l'immobilier. Mais la combinaison des composantes nouvelles commandes et inventaires ne suggère pas une production industrielle très négative dans les prochains mois. Et l'activité accélère légèrement dans les services, ce qui permet là encore de compenser. Attention, l'activité ralentit bien aux Etats-Unis, mais à partir de bons niveaux. Les indices de surprises

<sup>9</sup> Produit intérieur brut

<sup>10</sup> Source : Bloomberg

<sup>11</sup> Désendettement



macroéconomiques se stabilisent et l'indicateur « PIB nowcast » de la Fed d'Atlanta suggère une croissance du PIB autour de 2%<sup>12</sup> au T3, ce qui reste correct.

Par ailleurs l'un des faits majeurs ces derniers mois pour l'économie américaine provient de la persistance de la désinflation. Les prix des biens et de l'alimentation sont maintenant stables ou en baisse, l'inflation des loyers devrait diminuer au fil du temps et l'inflation salariale décélère avec le rééquilibrage du marché du travail. La croissance des salaires (autour de 3,5%<sup>10</sup> sur l'année) et des coûts unitaires de main d'œuvre (proche de 2%<sup>10</sup>) deviennent désormais compatibles avec l'objectif d'inflation affiché de la Fed. De même l'indice des prix PCE<sup>13</sup> de base, mesure d'inflation privilégiée par les banquiers centraux, n'a augmenté que de 1,7%<sup>10</sup> en rythme annualisé au cours des trois derniers mois. Toutes les conditions sont réunies pour procéder à des baisses de taux et normaliser rapidement la politique monétaire. La dernière réunion FOMC<sup>14</sup> a d'ailleurs confirmé que la majorité des membres se montraient favorables à cette option.

Le marché table sur une baisse de taux de 100 points de base d'ici la fin de l'année, avec deux baisses de 25 points de base et une de 50. En 2025, les abaissements de taux pourraient de nouveau totaliser 100 pb<sup>10</sup>, avec une baisse de 25bp<sup>10</sup> à chaque meeting, nonobstant un scénario selon lequel la Fed ferait une pause début 2025, car confrontée à des mesures inflationnistes du type hausse des tarifs douaniers ou changement radicale de politique migratoire (cf programme Trump). Ce dernier scénario n'est clairement pas intégré par le marché.

Au final notre scénario central pour les Etats-Unis demeure donc celui de la poursuite du *soft landing*, sur fonds de normalisation monétaire, avec une croissance probable de l'ordre de 1,5% - 2%<sup>10</sup> en rythme annualisé sur les prochains trimestres.

## Zone euro : un potentiel encore retardé

Dans la zone euro, l'activité a nettement ralenti durant l'été. La consommation reste très médiocre. La morosité persiste, avec une faible confiance du consommateur, affecté par un environnement incertain et l'industrie est retournée en récession. Cela se traduit dans des indices PMI composite<sup>15</sup> proches de 50, correspondant à une économie en quasi stagnation. Néanmoins, nous estimons que le potentiel de croissance et de consommation en Europe n'est que retardé ; il n'a pas disparu. Les ménages ont en effet des niveaux d'épargne extrêmement élevés, auxquels viennent s'ajouter des salaires en hausse : + 4 % à 5 %<sup>12</sup>. Avec une inflation retombée autour de 2 %<sup>12</sup>, les Européens en tirent un gain de pouvoir d'achat réel élevé. Ils devraient pouvoir en profiter une fois le contexte moins incertain, en particulier en France et en Allemagne.

L'Allemagne demeure en effet aux prises avec une récession manufacturière, aggravée par l'incapacité du gouvernement à faire passer des réformes. La confiance du consommateur comme du secteur privé y est faible, ce qui n'encourage ni aux dépenses ni aux investissements.

En France, les Jeux Olympiques ont permis un rebond de la croissance au troisième trimestre, comme en témoigne le dernier indice PMI services. Néanmoins les incertitudes, principalement sur le prochain vote du budget, constituent encore un poids. La perspective d'un blocage politique pèse, alors que la France est sommée par Bruxelles de réduire son déficit. Le rebond de la croissance devrait donc n'être que temporaire et les risques pour les 6 à 12 prochains mois sont élevés.

L'Europe du Sud qui, jusqu'ici, a tiré son épingle du jeu, connaît elle aussi un ralentissement. L'indice PMI des services y est toujours dynamique mais en déclin par rapport aux mois précédents.

Au final, la Zone euro manque cruellement d'un moteur de croissance. La consommation des ménages (0,8% en 2024 après 0,6% en 2023<sup>12</sup>) reste faible, et le taux d'épargne trop élevé alors que l'emploi ralentit. Les exportations extra-européennes souffrent de la hausse des tensions commerciales et d'un manque de compétitivité d'ensemble de l'industrie européenne. Enfin, les politiques budgétaires

<sup>12</sup> Source : Bloomberg

<sup>13</sup> indicateur de l'augmentation moyenne des prix

<sup>14</sup> Federal Open Market Committee

<sup>15</sup> Purchasing Managers' Index



deviennent plus restrictives. Toutefois, quelques bonnes nouvelles sont à souligner, notamment une légère reprise du crédit aux entreprises et aux particuliers ces derniers mois.

Cette situation conforte l'idée d'une nouvelle baisse des taux de la part de la BCE<sup>16</sup> dès le mois d'octobre après celle du mois de septembre, même si celle-ci ne semble pas avoir été confirmée lors du dernier meeting. La désinflation est en effet, comme prévu, plus laborieuse en zone Euro qu'aux Etats-Unis en raison de progressions toujours robustes des salaires, notamment en Allemagne, et des prix dans les services. La BCE semble vouloir prendre le temps de la réflexion, quitte à décaler la prochaine baisse à décembre. Autre variable clé : le rythme de baisse des taux de la Fed qui devrait conditionner la politique monétaire en zone euro.

## Chine : encore de la déception

L'activité chinoise a encore régressé au deuxième trimestre, souffrant d'une baisse de la demande domestique privée. Les Chinois subissent un effet de richesse négatif, plombé par la chute de l'immobilier et des actions. Ils préfèrent conserver une épargne de précaution importante, d'autant que les frais de santé et de financement de la retraite leur incombent.

Les mois à venir pourraient se complexifier encore pour la Chine, qui voit ses relations commerciales se tendre avec de nombreux partenaires : Turquie, Canada, Union européenne, Etats-Unis... L'activité démarre d'ailleurs de manière très poussive pour ce nouveau trimestre.

S'il est vrai que la Banque centrale chinoise soutient le crédit, cela demeure relativement inefficace en l'absence de dépenses de la part des consommateurs et d'investissements dans de grands projets de la part des entreprises. La perspective d'une croissance de 5 %<sup>17</sup> sur l'année n'est donc pas assurée et le pays pourrait ressentir fortement tout relèvement des tarifs douaniers de la part des Etats-Unis, dans le sillage des élections présidentielles. L'inflation, comprise entre 1 et 2 %, devrait rester stable.

Même si les nuages s'accumulent au-dessus de la Chine, l'économie ne subit cependant pas un décrochage brutal de nature à remettre en question notre scénario de *soft landing* à l'échelle mondiale.

## Un œil sur les élections américaines

La candidature de Kamala Harris a relancé la campagne électorale américaine et la victoire des républicains ou des démocrates n'aura pas forcément les mêmes incidences sur les perspectives de croissance, d'inflation et de politique monétaire à venir aux Etats-Unis...

Les propositions en termes de taux d'imposition des sociétés constituent un point clé de différenciation pour les marchés financiers. Ainsi Kamala Harris propose une augmentation à 28 %<sup>17</sup> par rapport au taux actuel de 21 %<sup>17</sup> de l'impôt sur les sociétés, tandis que Donald Trump propose une réduction à 15 %<sup>17</sup>.

De même un grand nombre de reductions d'impôts temporaires promulguées en 2017 doivent expirer à la fin de 2025. Donald Trump vise à étendre largement les taux d'imposition actuels, tandis que Kamala Harris pourrait être plus sélective en privilégiant les ménages les moins favorisés. Un gouvernement divisé rendrait à priori un accord difficile à conclure, ce qui limiterait les prolongations des baisses d'impôts.

D'une manière générale la politique de Donald Trump est perçue comme plus haussière sur les taux et le dollar que celle de son adversaire car plus inflationniste. Pour les porteurs obligataires, une victoire de D.Trump serait donc plus défavorable que celle de Kamala Harris.

Néanmoins, en cas de victoire des démocrates, notamment dans les deux Chambres, il ne faudrait pas sous-estimer l'ampleur du soutien budgétaire en faveur des plus défavorisés ou des jeunes au travers

<sup>16</sup> Banque Centrale Européenne

<sup>17</sup> Source : Bloomberg



de crédits d'impôts, ainsi qu'un soutien à la croissance et à la consommation. Cela pourrait pousser la croissance américaine entre un demi point et un point % dès 2025 selon les premières estimations, ce que le marché n'a pas encore totalement intégré.

En résumé, une victoire de D.Trump avec un congrès divisé pourrait conduire à des tarifs douaniers plus élevés et moins de flux migratoires, sans réductions d'impôts significatives, engendrant un risque de légère stagflation.

Une victoire de D.Trump avec les deux chambres du Congrès pourrait conduire à davantage de réductions d'impôts, plus de tarifs et moins de flux migratoires et serait clairement reflationniste.

Une victoire de K. Harris avec un congrès divisé n'apporterait à priori pas de changements majeurs par rapport à la situation actuelle.

Une victoire de K. Harris avec les deux chambres entraînerait une augmentation des impôts sur les sociétés et les hauts revenus, une taxe sur les rachats d'actions et davantage de relance budgétaire en faveur des plus défavorisés. Les politiques énergétiques seraient également très différentes, une victoire de Harris conduisant à davantage d'investissements « verts ».



# The Long View

## Panique de marché : l'été moutonnier

### Et soudain, le Nikkeï...

Le cinq aout, l'indice Nikkei s'effondrait de 12,4%, <sup>18</sup>sa pire performance quotidienne depuis le Krach d'octobre 1987, après une première chute de près de 6% le deux aout. A sa suite, d'autres indices accusaient de fortes baisses : une mini panique s'emparait des marchés, une de plus... Un consensus apparut rapidement quant à ses causes : il fallait les chercher dans le débouclage des positions de carry trade sur le Yen qu'a déclenché la remontée des taux surprise de la BoJ (Bank of Japan) et surtout, dans des données d'emploi américain ravivant les craintes d'une possible récession aux Etats-Unis, du moins à l'aune de la loi de Sahm. Quelques avertissements dans une vague de résultats du deuxième trimestre moins enthousiasmants dans l'ensemble que ceux observés depuis 2021 ajoutaient ensuite un peu de quoi douter des tendances. Et certains commentateurs, déjà critiques d'une montée des taux qu'ils n'avaient pas anticipée, de s'engouffrer dans la brèche pour clamer que ces chiffres d'emploi démontraient que Jerome Powell aurait tout simplement commis une erreur de politique monétaire en laissant les taux à de tels niveaux si longtemps. Pourtant, aucun de ces éléments, importants, ne pouvait semble-t-il justifier une baisse d'une telle ampleur. Et le marché a su la corriger.

### Carry Trade

La politique de taux bas poursuivie par la BoJ depuis trente ans avait bien sûr créé de fortes opportunités de carry trades, ces stratégies à effet de levier consistant à emprunter dans une devise à faible taux pour réinvestir les montants ainsi levés sur des actifs à rendement plus élevé dans une autre devise.

Depuis des années, il suffisait donc d'emprunter des Yens et d'acheter des actifs en Dollars en Euros ou dans pratiquement toute autre monnaie pour bénéficier de différentiels de rendements attractifs et à risques assez maîtrisables. Or, dernière parmi les banques centrales majeures à normaliser sa politique, la BoJ a le mois dernier mis fin à rien moins que huit ans de taux directeurs négatifs. Ce faisant, elle menaçait le bel édifice de positions de carry trades en en réduisant l'attrait d'une part, et en déclenchant d'autre part des appels de marge, de la part de créditeurs, devant la génération de positions perdantes. Cela a bien sûr forcé certains acteurs ayant joué ces stratégies à vendre des actions, voire à clôturer des positions, pour lever des fonds et régler ces appels de marges, conduisant à d'autres pertes que devaient couvrir d'autres appels de marges. La logique se tenait fort bien, à ceci près qu'aucun acteur de marché ne sut vraiment en fournir l'ampleur : ces positions de carry trade, personne ne semblait en effet en mesure de les évaluer avec précision, même si certains analystes eurent le mérite de s'y essayer avec des trésors de précaution.

Certes, une panique de marché causée par un phénomène non quantifié peut se justifier, à la condition toutefois que ledit phénomène ait le potentiel de contaminer beaucoup d'acteurs du système financier. Or, dans le cas des Yen carry trades, rien n'indiquait qu'ils concernaient bien davantage que des spécialistes en plus d'investisseurs systémiques mais dotés des moyens de couvrir leurs positions. Ajouté à l'évidente attention de la BoJ aux conséquences de ses actes, il n'y avait sans doute pas de quoi alimenter un krach bien longtemps sur ce facteur-là, même s'il ne fallait pas le prendre à la légère.

<sup>18</sup> Source : Bloomberg

9 Les données mentionnées reflètent l'opinion de Mirova et la situation à la date du présent document et sont susceptibles d'évoluer sans préavis. Toutes les valeurs mobilières mentionnées dans ce document, le sont à titre illustratif uniquement et ne constituent en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente.



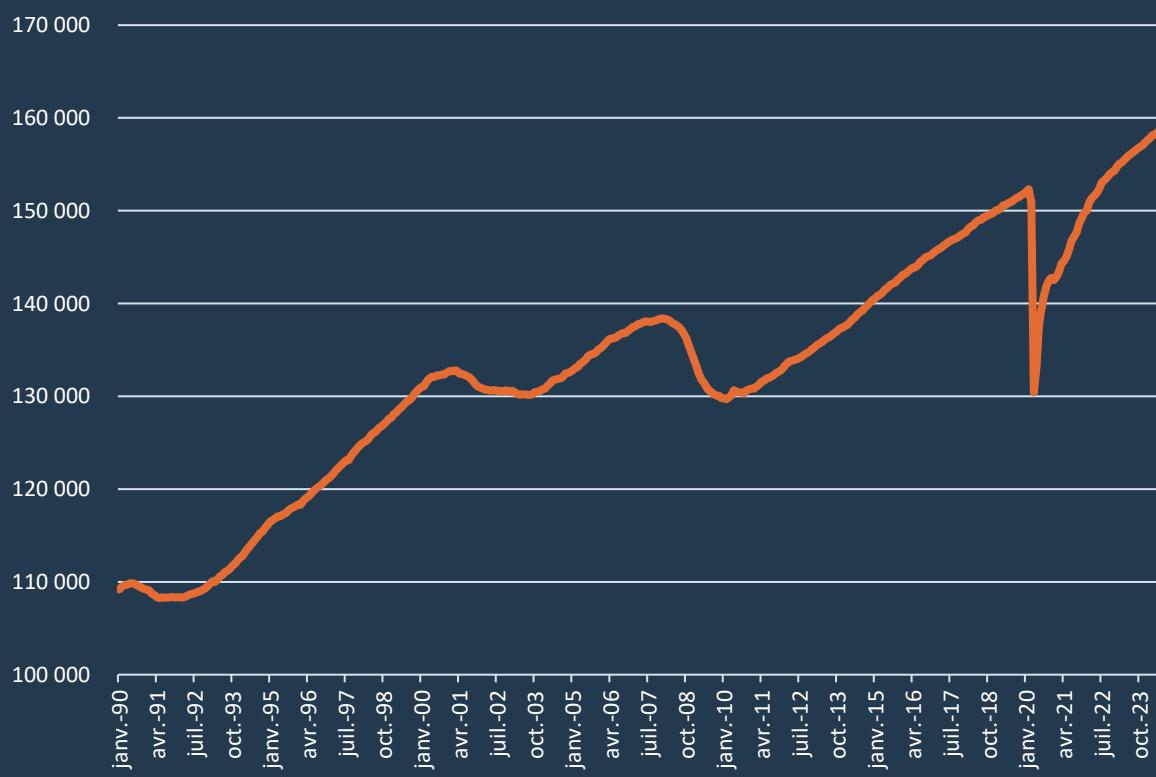
## Sahm vs Sahm

La règle de Sahm stipule que si la moyenne mobile du taux de chômage aux Etats-Unis excède de plus d'un demi-point de pourcentage son plus bas niveau des douze mois précédents, alors une récession y a sans doute commencé. Et justement, la publication des chiffres d'emplois au mois de juillet indiquait que cette configuration existait bien désormais, affolant les marchés.

Pourtant, très vite, Claudia Sahm, à l'origine de l'établissement de la règle qui porte son nom, expliquait qu'il ne fallait pas l'interpréter littéralement dans le contexte actuel, marqué notamment par des facteurs saisonniers. En résumant, elle rappelait que sa règle, pour s'activer, sous-tendait des niveaux d'offre de travail à peu près constants ; or, il ne s'agit pas de la situation en Amérique du Nord, où le marché du travail reste dynamique. En revanche, il ne parvient plus à absorber tous les demandeurs d'emplois, non parce que l'économie s'affaiblirait, mais principalement parce que les effectifs de ces demandeurs ont gonflé sous l'effet du recours, par l'administration Biden, à l'immigration pour résorber le manque de main d'œuvre dans les mois suivant les restrictions liées au Covid et ainsi contribuer à juguler les tendances inflationnistes. En clair, le taux de chômage monte non parce qu'une récession se préparerait, mais parce que les fortes créations d'emplois ne suffisent plus à satisfaire tous les demandeurs, dont les effectifs ont cru dans des proportions inhabituelles, ce sous des contraintes qui l'exigeaient alors, mais qui se dissipent désormais.

Il y a bel et bien un sujet sous-jacent sur l'emploi aux Etats-Unis, contre-coup de la résorption des déséquilibres instaurés par l'après crise du covid et des gains de productivité qui s'y générèrent, mais pour l'heure, les données ne trahissent pas les conditions d'une récession. Même Claudia Sahm le dit... En revanche, elles pointent clairement vers un ralentissement, inéluctable, assez lent, dont de précédentes statistiques avaient déjà révélé qu'il se mettait en place.

### *Non-farm payrolls aux Etats-Unis*



Source : Bloomberg

10 Les données mentionnées reflètent l'opinion de Mirova et la situation à la date du présent document et sont susceptibles d'évoluer sans préavis. Toutes les valeurs mobilières mentionnées dans ce document, le sont à titre illustratif uniquement et ne constituent en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente.



## Panique anecdotique ou défaut dans la cuirasse des marchés ?

Aussi les deux arguments majeurs présentés pour expliquer la panique de début aout, bien que rationnels, manquaient-ils tous les deux de la matière et de la force qui auraient pu en justifier l'ampleur ; et pourtant, elle eut lieu, et dans quelle proportion ! Alors, qu'en retenir ? Qu'une fois de plus, les marchés deviennent parfois dysfonctionnels et que le développement ininterrompu des ETF<sup>19</sup>s et des tradings et gestions algorithmiques ne s'y trouvent pas pour rien. Ces dernières, par construction, amplifient les mouvements de marchés jusqu'à l'aberration parfois ; en l'occurrence baisse des valorisations et hausse de la volatilité forment des signaux de vente automatique qui bien évidemment exacerbent cette baisse, laquelle force à une autre baisse et ainsi de suite. Quant aux ETF, par construction là encore, ils ne font rien d'autre que de s'ajuster aux marchés, mécaniquement, vendant ce qui se déprécie déjà et achetant ce qui s'apprécie, relativement.

Le développement de ces deux outils, qui ont chacun une utilité, devient donc problématique dès lors qu'il en vient à réduire à la portion congrue les gestions fondamentales. La part de ces dernières dans les flux traités s'affaiblit trop pour participer efficacement à la formation des prix. Nous voyons désormais des traders obligataires du vieux continent attendre les résultats de Nvidia et la réaction des marchés actions pour leurs cotations sur des obligations à haut rendement européennes, alors que le rapport entre une entreprise notée AA-/ Aa3 et n'ayant pas émis de dettes en Euros et le high yield européen reste bien sûr assez tenu. Il apparaît inéluctable que les régulateurs se saisissent de cette question. Ne doutons pas que si les signaux envoyés début aout avaient été mieux étayés et plus graves, l'effet moutonnier combiné des gestions quantitatives et des ETF aurait pu ajouter une crise financière à des indices faibles d'inquiétude économique, et qu'ils auraient ainsi précipité une crise économique qui n'avait pourtant à l'origine que les traits d'un simple ralentissement. Et sans attendre, formons le vœu que le plus grand fonds souverain du monde, qui se targue de sa politique responsable et de long terme, s'empare lui aussi de ce sujet.

Pour le moment, les forces de rappel jouent encore leur rôle pour enrayer les mécaniques auto-réalisatrices. N'attendons pas qu'elles ne le puissent plus avant de corriger ces biais de réplication, donc d'exagération, que les marchés ont désormais placés au cœur de leur fonctionnement. Il serait trop tard. Alors, certes, en attendant l'accident de trop, cela créé aussi de belles opportunités pour les gérants actifs qui savent conserver leur sang-froid dans ces phases. Quand la gestion passive vient aider la gestion active...

<sup>19</sup> Exchange Traded Fund

**11** Les données mentionnées reflètent l'opinion de Mirova et la situation à la date du présent document et sont susceptibles d'évoluer sans préavis. Toutes les valeurs mobilières mentionnées dans ce document, le sont à titre illustratif uniquement et ne constituent en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente.



# Synthèse

## Vues de marchés

Résumé			
CLASSES D'ACTIFS	LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
<b>Actions</b>		Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Potentiel de surperformance des actions sur fond de désinflation, détente des politiques monétaires, résilience macro à l'échelle mondiale et bonne tenue des résultats d'entreprises.</li> <li>Néanmoins la résurgence des risques politiques/géopolitiques, notamment élections US, nous pousse à adopter une position plus neutre à court terme.</li> </ul>
<b>Crédit</b>		Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Long crédit car portage avantageux avec des spreads<sup>20</sup> restant attractifs. Facteurs techniques toujours favorables (déséquilibre offre/demande, relativement peu de refinancement en 2024)</li> <li>Hausse des taux de défaut modérée compte tenu de la résilience macro</li> <li>Bénéfice de la baisse tendancielle des taux souverains</li> </ul>
<b>Duration</b>		Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Léger long duration en raison de la fin du cycle de resserrement monétaire, d'une poursuite du mouvement de désinflation et d'un effet diversification vs actifs risqués désormais bénéfique. Niveaux de taux réels attractifs en l'absence d'un scénario de réaccélération de la croissance aux États-Unis.</li> <li>Le ralentissement aux US et les derniers chiffres d'inflation confortent notre positionnement</li> </ul>
<b>Cash</b>		Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>La baisse des taux de la Fed constitue un signal baissier pour les taux courts dans le monde, le cash devrait pâtir d'une réallocation vers les autres classes d'actifs à mesure que les taux directeurs baissent et que notre scénario se concrétise.</li> </ul>

<sup>20</sup> Le « spread » est l'écart ou la différence entre les deux prix d'un actif dans le secteur financier. D'une part on a la valeur de l'achat et de l'autre on a le prix de vente

12 Les données mentionnées reflètent l'opinion de Mirova et la situation à la date du présent document et sont susceptibles d'évoluer sans préavis. Toutes les valeurs mobilières mentionnées dans ce document, le sont à titre illustratif uniquement et ne constituent en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente.



ACTIONS			
SEGMENTS	MOYEN/LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
US	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Scénario de <i>soft landing</i><sup>21</sup> maintenu, consommation résiliente via effet richesse. Poursuite du mouvement de désinflation justifiant une détente de la politique monétaire</li> <li>Valorisation défavorable (prime de risque, <i>price earning ratio</i>, etc...) partiellement compensée par une dynamique de révisions bénéficiaires positive.</li> <li>Manque de visibilité en amont des élections US et risque spécifique lié à la surreprésentation des « sept magnifiques »</li> </ul>
Euro	○—●—○ =		<ul style="list-style-type: none"> <li>En négatif, ralentissement macro (récession industrielle et consommation faible), incertitudes politiques.</li> <li>En positif poursuite du mouvement de désinflation justifiant une poursuite de la détente de la politique monétaire.</li> <li>Valorisation attractive, marché sous-détenu, préférence pour les pays périphériques vs core.</li> </ul>
Royaume-Uni	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Amélioration des perspectives de croissance, visibilité politique avec le nouveau gouvernement, poursuite du mouvement de désinflation cohérente avec une détente future de la politique monétaire</li> <li>Valorisation attractive, rendement élevé. En négatif consolidation budgétaire à venir</li> </ul>
Japon	○—●—○ -1	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Encore un potentiel de <i>re-rating</i><sup>23</sup> lié au mouvement de libéralisation du secteur privé (amélioration de la gouvernance)</li> <li>La hausse des salaires et des anticipations d'inflation devrait soutenir la consommation</li> <li>Prudence à court terme compte tenu de la volatilité du Yen et des débouclages de stratégie de carry trade.</li> <li>Poursuite du resserrement monétaire.</li> </ul>
Marchés émergents	○—●—○ =		<ul style="list-style-type: none"> <li>En négatif, croissances de BPA<sup>24</sup> attendues pour 2024/2025 un peu trop optimistes alors que la dynamique de révision relative vs pays développés demeure négative. Difficultés macro en Chine.</li> <li>En positif assouplissement monétaire aux US favorable aux marchés émergents</li> </ul>
Croissance vs. Value	○—●—○ =		<ul style="list-style-type: none"> <li>Positionnement <i>barbell</i> constitué à la fois de sociétés à forte croissance (techno, santé, etc...) et de sociétés très décotées (banques, utilities, foncières...).</li> <li>Préférence pour les sociétés dont la dynamique de révision de marge et de bénéfices est positive.</li> </ul>
Qualité vs. Volatilité élevée	○—●—○ =		<ul style="list-style-type: none"> <li>Rebond de la qualité et des titres à faible volatilité en zone euro dans un contexte de hausse de l'aversion au risque liée à l'incertitude politique. Neutralité maintenue compte tenu du manque de visibilité.</li> </ul>
Petites vs. larges capitalisations	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Valorisation des petites capitalisations très attractives en relatif (vs large, historique et conjoncture macro)</li> <li>Amélioration de la dynamique bénéficiaire</li> <li>Devrait bénéficier de la baisse des taux</li> </ul>
Cyclique vs. Défensif	○—●—○ =		<ul style="list-style-type: none"> <li>Résilience et positionnement favorables aux cycliques</li> <li>Baisse des taux d'intérêt globalement favorable aux défensifs</li> <li>Valorisation de certains secteurs défensifs (utilities, staples) encore attractif en relatif</li> </ul>

<sup>21</sup> Atterrissage en douceur

<sup>22</sup> Indicateur utilisé en analyse financière et boursière.

<sup>23</sup> Ré-estimation

<sup>24</sup> Bénéfice par action


CREDIT			
SEGMENTS	LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
Investment Grade US	○—●—○ =		<ul style="list-style-type: none"> <li>Préférence pour l'IG EUR en termes de valorisation. Taux de défaut plus faible.</li> <li>Besoins de refinancements : 2024 gérable ; 2025/2026 plus compliqué</li> </ul>
High Yield US	●—○—○ =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Leviers dans la moyenne historique haute tandis que les ratios de couverture des charges d'intérêt baissent, dû à un recul des revenus et des marges.</li> <li>Les spreads des émetteurs BB et B sont en dessous de leur moyenne historique depuis les années 2000</li> </ul>
Investment Grade Euro	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Actifs de qualité à un prix raisonnable qui devraient continuer à surperformer dans l'environnement actuel</li> <li>Préférence pour l'IG Euro vs US car la dynamique de rehaussement de notation relatif y est plus favorable et les spreads moins serrés.</li> <li>Bénéfice de la baisse tendancielle des taux souverains</li> </ul>
High Yield Euro	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Facteurs techniques toujours favorables (déséquilibre offre/demande, pas de problèmes de refinancement à court terme). Valorisation relative HY vs IG plus favorable en EUR qu'aux US.</li> <li>Bénéfice de la baisse tendancielle des taux souverains</li> </ul>
DURATION			
SEGMENTS	LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
2 ans US	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Début du cycle d'assouplissement FED et taux réels attractifs</li> <li>La poursuite du mouvement de désinflation et l'atterrissement en douceur de l'économie US précipite la baisse des taux, notamment sur la partie courte de la courbe. Attention néanmoins au risque de repricing à la hausse en cas de victoire de Trump</li> </ul>
10 ans US	○—●—○ =		<ul style="list-style-type: none"> <li>En positif pouvoir de diversification et poursuite du mouvement de désinflation sur le S2.</li> <li>En négatif pressions structurelles vendeuses (déséquilibre offre/demande, révision à la hausse de la croissance potentielle...)</li> <li>Scénario de pentification via une légère baisse des taux courts. Trading range privilégié sur la partie longue</li> </ul>
2 ans allemand	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Poursuite du cycle d'assouplissement : inflations headline et sous-jacente devraient converger graduellement vers l'objectif de la BCE. Consolider budgétaire en 2025 favorable à la baisse des taux.</li> <li>Taux terminal cible à 2%<sup>25</sup> à horizon 1 an</li> </ul>
10 ans allemand	○—○—● +1	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pouvoir de diversification des obligations souveraines et poursuite du mouvement de désinflation.</li> <li>Scénario de pentification résultant d'une poursuite de normalisation des politiques monétaires limitant le potentiel de baisse sur la partie longue de la courbe.</li> </ul>
Dette périphérique Europe	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Baisse des taux favorables à la soutenabilité des dettes périphériques</li> <li>Baisse de l'inflation et statu quo concernant la réduction du bilan de la BCE réduisent les inquiétudes à court terme concernant l'Italie</li> <li>Arbitrage long Italie short France compte tenu de la situation politique en France</li> </ul>
Royaume-Uni	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Poursuite de la désinflation à partir d'un niveau supérieur à celui des autres marchés développés; via baisse des prix de l'énergie et normalisation progressive du marché du travail. Carry attractif notamment sur la partie longue.</li> </ul>
Japon	●—○—○ =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hausse des anticipations d'inflation. Potentielle hausse des taux directeurs. Fin du contrôle de la courbe des taux</li> </ul>
Marchés émergents	○—○—● +1		<ul style="list-style-type: none"> <li>Plafonnement des taux longs américains et du dollar constitue un catalyseur positif. Préférence pour la dette libellée en dollars</li> </ul>
CASH			
SEGMENTS	LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
Taux de change EUR/USD	○—●—○ =		<ul style="list-style-type: none"> <li>La BCE semble moins conciliante que la Fed sur un horizon court terme</li> <li>Incertitudes politiques en zone euro favorable au dollar</li> </ul>

<sup>25</sup> Source : Bloomberg


# Contributeurs



**DAVID BELLOC, CFA**

Portfolio Manager,  
Strategist



**HERVÉ GUEZ**

Global Head of Listed Assets



**BERTRAND ROCHER**

Co-Head Of Fixed Income

## COMITÉ ÉDITORIAL

**David Belloc, CFA**, Portfolio Manager, Strategist ; **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](http://www.mirova.com).

Document non contractuel, achevé de rédiger en septembre 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 :



## À PROPOS DE MIROVA

Mirova est une société de gestion globale d'actifs dédiée à l'investissement durable et une filiale de Natixis Investment Managers. À la pointe de la finance durable depuis plus d'une décennie, Mirova développe des solutions d'investissement innovantes dans toutes les classes d'actifs, visant à combiner création de valeur à long terme avec un impact environnemental et social positif. Basée à Paris, Mirova propose une large gamme de stratégies actions, taux, diversifié, infrastructures de transition énergétique, capital naturel et private equity conçues pour les investisseurs institutionnels, les plateformes de distribution et les investisseurs particuliers en Europe, Amérique du Nord et Asie-Pacifique. Mirova et ses sociétés affiliées comptaient 31,1 milliards d'euros d'actifs sous gestion au 30 juin 2024. Mirova est une entreprise à mission, labellisée B Corp\*.

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

### MIROVA

Société de gestion de portefeuille  
Société Anonyme RCS Paris n°394 648 216  
Agrément AMF n°GP 02-014  
59, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris  
Mirova est un affilié de Natixis Investment Managers.  
[Website](#) – [LinkedIn](#)

### NATIXIS INVESTMENT MANAGERS

Société anonyme  
RCS Paris 453 952 681  
59, avenue Pierre Mendès France – 75013 Paris Natixis  
Investment Managers est une filiale de Natixis.

### MIROVA US

888 Boylston Street, Boston, MA 02199.  
Tél : 857-305-6333  
Mirova US est une filiale implantée aux États-Unis, détenue par Mirova. Mirova US et Mirova ont conclu un accord selon lequel Mirova fournit à Mirova US son expertise en matière d'investissement et de recherche.  
Mirova US combine sa propre expertise et celle de Mirova lorsqu'elle fournit des conseils à ses clients.

### MIROVA 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