

# mirova

Creating Sustainable Value

## BILAN & PERSPECTIVES MARCHÉS MENSUEL

Février 2025

# mirova en bref

## Faits marquants

- **Taux** : forte volatilité sur les taux avec un plus haut à 4,8 % pour le 10 ans US.
- **Actions** : nette surperformance des actions européennes vs actions américaines.
- **Guerre tarifaire** : premières annonces de relèvement de tarifs douaniers américains avec le Mexique, le Canada et la Chine.

## Chiffre clé

**589** Mds \$

Perte de capitalisation boursière de Nvidia en une séance suite à l'émergence de Deepseek (le 27/01/25)

## Perspectives macro

- Avec une IA bon marché, les gains de productivité pourraient gagner tous les pans de l'économie.
- Haute des tarifs douaniers : coup de bluff ou risque de guerre généralisée ?
- L'Europe joue gros à l'issue des élections allemandes.



## The Long view

### Un an de Javier Mileï : libertarien ne sert de courir

- Une politique de dérégulation de l'économie et d'austérité fidèle au programme annoncé
- Une réduction drastique des déficits et de l'inflation, mais un taux de pauvreté en augmentation
- Une croissance supérieure à 3% attendue pour l'économie argentine en 2025
- Un consensus social clef pour la suite

Sources : Mirova, Bloomberg.

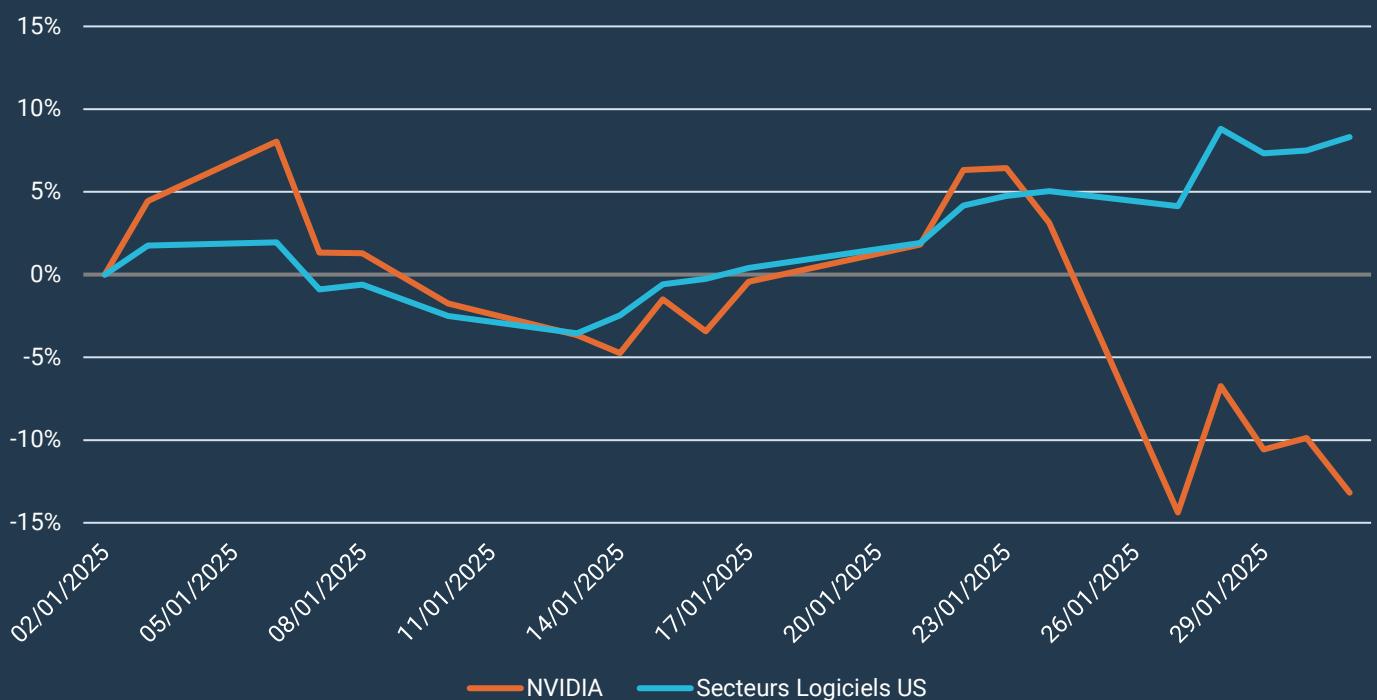
# Janvier : un condensé des thématiques de 2025 ?

Les indices ont terminé le premier mois de l'année sur des sommets, avec une nette surperformance des indices européens, qui gagnent près de 7 %, contre 3 % pour ceux américains. Des gains ne reflétant pas nécessairement la succession d'épisodés de stress que les investisseurs ont dû gérer tout au long du mois.

Tout a débuté avec une violente hausse des taux longs américains, et un quasi-franchissement du seuil des 4,8 % pour le taux 10 ans. En cause, la conjugaison de bons chiffres macroéconomiques, notamment l'emploi, avec les craintes quant aux effets de la politique de Donald Trump sur la hausse des prix et la trajectoire de la dette américaine. Il aura fallu la publication d'une inflation plus faible que prévu pour calmer le stress de marché. Un calme sans doute temporaire, car le sujet devrait continuer d'animer le reste de l'année. Les taux européens ont également connu une hausse au cours du mois, essentiellement par effet contagion.

## Le Graphique du mois

### Performances de Nvidia et du secteur des logiciels aux États-Unis en janvier 2025



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Source : Bloomberg.

Sources : Mirova, Bloomberg.

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

Le deuxième coup de semonce a touché les marchés actions américains, à l'annonce de la sortie de l'IA chinoise DeepSeek. Une nouvelle qui a entraîné une chute de près de 17 % du cours de Nvidia en une séance, soit une perte de près de 600 milliards de dollars de capitalisation boursière. Au cours de cette même séance, le Nasdaq a lâché 3 % et le S&P500<sup>1</sup> 2 %. Cela vient rappeler à quel point la performance des marchés américains dépend de la thématique de l'intelligence artificielle. Elle a tiré l'essentiel des performances l'année dernière et se concentre sur une poignée de valeurs, les désormais fameuses 7 Magnifiques. Cette concentration rend les indices américains vulnérables à toute mauvaise nouvelle en provenance de ces leaders de marché.

En fin de mois, la macroéconomie et les relations internationales ont repris le dessus, à la suite des fracassantes annonces de Donald Trump quant aux relèvements des tarifs douaniers. La surprise est venue de leur ampleur et de la rapidité de leur application : + 25 % pour le Canada et le Mexique, + 10 % pour la Chine, pour une valeur de biens concernés de 1 300 milliards de dollars, et ce dès les premiers jours du mois de février. Néanmoins, il est rapidement apparu que ces annonces devraient surtout servir de levier de négociation avec les pays concernés, Trump déclarant dans la foulée leur suspension pendant 1 mois, le temps de trouver un accord. Cette politique tarifaire laisse néanmoins présager de futurs épisodes de volatilité, avec en ligne de mire des futures annonces qui devraient impacter cette fois-ci l'Europe.

Du côté des matières premières, le cuivre a fait une remontée notable, gagnant 6 % après 4 mois de repli tandis que l'once d'or atteint la barre historique des 2880 dollars, jouant son rôle de valeur refuge dans ce climat d'incertitude. Les prix de gros du gaz sont également plus élevés en Europe. Les réserves ont chuté sous les niveaux de l'hiver dernier, avec une saison marquée par des vagues de froid. Cette tendance haussière depuis plusieurs mois des prix du gaz et de l'électricité en Europe pourrait finir par être pénalisante si elle était amenée à se poursuivre.

Quant au pétrole, la progression du Brent<sup>2</sup> s'élève à 2 % sur le mois de janvier après avoir pris quasiment 10 % sur les deux premières semaines. Une hausse qui questionne par rapport à la politique de Donald Trump. Les prix de l'énergie se sont renchéris globalement de 25 % à 30 % depuis la fin de son premier mandat. Son ambition affichée : les abaisser fortement, pour ainsi atténuer auprès des consommateurs les effets inflationnistes de sa politique commerciale. Une stratégie qui, malgré de grandes déclarations sur l'augmentation de la production de pétrole, risque de prendre un certain temps. Le Président américain conserve néanmoins deux autres leviers déflationnistes dans sa manche : la réduction des dépenses publiques et des frais de fonctionnement de l'Etat, ainsi que la déréglementation. Leurs effets seront attendus face aux récentes annonces du Président liées à la hausse des tarifs douaniers, dont l'ampleur réelle demeure encore incertaine.

<sup>1</sup> Standard & Poor's 500 : Indice boursier basé sur 500 grandes sociétés cotées sur les bourses aux États-Unis

<sup>2</sup> Référence mondiale pour les prix du pétrole

Sources : Mirova, Bloomberg.



# Bilan et perspectives macro

## Un jeu moins lisible

En ce début d'année, un certain nombre d'incertitudes agitent les investisseurs, et plus largement l'ensemble du monde économique. Entre la guerre technologique qui bouleverse le jeu entre la Chine et les Etats-Unis et les déclarations contradictoires de Trump en matière de politique commerciale, y compris vis-à-vis de ses partenaires les plus proches, les changements de direction s'accélèrent.



## Avec DeepSeek, un soutien mondial à la productivité

Evidemment, les difficultés structurelles de la Chine ne se sont pas envolées avec le changement d'année, notamment son effondrement démographique, inscrit dans le temps long. Toutefois, la sortie de DeepSeek, une intelligence artificielle (IA) à priori efficace et surtout bien moins coûteuse que ses consœurs américaines, prouve que le géant asiatique conserve un vrai potentiel. Cette démonstration technologique illustre le virage innovant pris par le pays, également observable avec les véhicules et batteries électriques. De quoi trouver de nouveaux relais de croissance et améliorer l'attractivité de la Chine et de son marché actions à court terme, notamment par rapport à son concurrent américain.

Les bénéfices de DeepSeek et futurs équivalents ne se cantonneront pas à la Chine. Ces outils laissent présager des gains de productivité à un coût d'accès abaissé, facilitant ainsi la diffusion de l'IA à tous les secteurs de l'économie. Cela pourrait entretenir un scénario goldilocks<sup>3</sup>, les gains de productivité nourrissant la croissance, tout en contribuant à abaisser l'inflation, notamment dans des zones en retard en termes de d'adoption de ces technologies telle que l'Union européenne.

<sup>3</sup> Economie Boucle d'or : Situation où la croissance économique est suffisamment bonne sans être excessive (faible inflation), évitant ainsi de provoquer une réaction de la banque centrale.  
Sources : Mirova, Bloomberg.

Avec la diffusion rapide de l'intelligence artificielle, nous estimons que la création de valeur devrait désormais se porter sur les innovations de service, autour du *software*<sup>4</sup>, plus que sur les équipements et le *hardware*<sup>5</sup>. Cela révèle en revanche une certaine fragilité du marché américain, dont la performance reste très dépendante des grandes entreprises de *hardware* et semi-conducteurs, Nvidia en tête. Le risque de déception latent devient réel, et cela souligne l'importance, en 2025, de privilégier la diversification. Diversification sectorielle aux Etats-Unis tout d'abord, en intégrant des positions sur le secteur industriel, la santé, la consommation discrétionnaire et les financières. Diversification géographique ensuite, en investissant en dehors des Etats-Unis, notamment sur le marché actions européen encore sous-détenu, bon marché et présentant un potentiel de bonnes surprises (reprise de la consommation via hausse du pouvoir d'achat réel et baisse du taux d'épargne, BCE accommodante, plan de relance post élections en Allemagne, cessez le feu en Ukraine, etc...).

## De riches consommateurs américains

Les niveaux de taux élevés aux Etats-Unis n'empêchent pas de nombreux Américains de consommer, mieux encore, de consommer sans avoir nécessairement recours au crédit. Ils profitent d'un effet richesse très positif, d'une inflation relativement stable pour le moment et de hausses de salaire (4 % en rythme annualisé sur les 3 derniers mois). Les revenus réels des ménages ont ainsi progressé de 3 % au dernier trimestre 2024, contre 1 % aux 2<sup>ème</sup> et 3<sup>ème</sup> trimestres. Avec une consommation qui pèse 2/3 du PIB<sup>6</sup> américain, ces données démontrent un certain potentiel de résilience de l'économie sur 2025. À cela s'ajoutent un marché de l'emploi dynamique et des futures réductions d'impôt.

Les sociétés disposent elles aussi d'importantes réserves de capitaux et demeurent moins sensibles au crédit qu'elles ne l'ont été ces 15 dernières années. Finalement, plus que les consommateurs et les entreprises, ce sont les marchés financiers qui affichent, en l'état, le plus de sensibilité aux niveaux des taux et de l'inflation. Avec le risque d'une baisse du prix des actifs entraînant un effet richesse négatif. Autre point d'attention à suivre : l'ampleur des expulsions d'immigrés illégaux des Etats-Unis, qui pourraient aller jusqu'à générer un choc d'offre à caractère stagflationniste<sup>7</sup>, voire récessif à terme.

## Augmentation des tarifs douaniers, bluff ou réelles menaces pour l'économie et les marchés ?

Le scénario évolue au gré des déclarations de Donald Trump et de son équipe, néanmoins l'augmentation des tarifs douaniers semble bien enclenchée, quitte à ce qu'ils n'atteignent pas les niveaux avancés par l'impétueuse administration Trump. Contrairement au premier mandat du Président, elle cible en priorité ses partenaires commerciaux privilégiés. Cela ne restera pas sans conséquences pour les entreprises américaines, dont les chaînes d'approvisionnement passent bien souvent par le Mexique, notamment dans le secteur automobile. Sans oublier que d'éventuelles ripostes pénaliserait les sociétés exportatrices. Ce scénario semble d'ailleurs peu anticipé par les entreprises cycliques américaines, qui ont profité du résultat des élections et demeurent sur des niveaux de valorisation élevés. Une confirmation du relèvement des tarifs douaniers avec la Chine et le Mexique, pour le moment reporté d'un mois, pourrait conduire à une correction relativement sévère du S&P 500 (au moins 5 %), coûter quelques dixièmes de point de croissance aux Etats-Unis tout en générant au moins un demi-point d'inflation supplémentaire.

En Chine ou en zone euro, la politique tarifaire américaine, si elle se limite à une hausse généralisée de 10 % sans réelle riposte, se traduirait par une contraction du PIB de quelques dixièmes de points de PIB sans générer a priori d'inflation. Elle pourrait encourager en revanche la mise en place de nouveaux

<sup>4</sup> Logiciels.

<sup>5</sup> Les éléments matériels d'un système informatique.

<sup>6</sup> Produit Intérieur Brut : Valeur totale des biens et services produits dans un pays au cours d'une période donnée, généralement une année.

<sup>7</sup> Combinaison de stagnation économique (croissance faible ou nulle) et d'inflation élevée.

Sources : Mirova, Bloomberg.



plans de relance. Globalement elle devrait avoir un effet baissier sur les taux, notamment les taux courts. Aux Etats-Unis en revanche, l'impact stagflationniste de telles mesures rendrait la Fed<sup>8</sup> plus attentiste, ce qui devrait avoir dans un premier temps un effet plutôt haussier sur les taux courts.

## L'Union européenne suspendue aux élections allemandes

Au dernier trimestre 2024, l'Allemagne a enregistré une croissance de -0,2 %, dans une Union européenne qui stagne à 0 %. Les élections législatives qui se tiennent ce mois-ci ont un caractère crucial pour relancer un moteur économique dont l'Europe a cruellement besoin. Si le parti CDU-CSU<sup>9</sup> a longtemps fait figure de favori, avec une campagne en faveur de l'économie, des entreprises et d'une reprise de l'endettement, l'issue du scrutin paraît moins certaine depuis que ce même parti a digressé vers des thèmes liés à l'immigration pour contenir l'offensive de l'AfD<sup>10</sup>. À quelles alliances la CDU-CSU se trouvera-t-elle contrainte pour gouverner ? Aura-t-elle un poids suffisant pour lever le frein constitutionnel qui bloque le niveau d'endettement du pays ? Un scénario proche de ce que connaît la France, avec une minorité de blocage arrachée par les extrêmes, reste à craindre.

Cela causerait d'autant plus de dommages que l'Allemagne demeure le pays européen dont les ménages sont les plus riches et qui dispose de la plus importante marge budgétaire pour enclencher une relance. La stabilité politique s'y fait indispensable à la reprise de la consommation et de l'investissement des entreprises, d'autant qu'elles privilégient encore les investissements en direction des Etats-Unis, au détriment de l'Europe.

De son côté, la BCE reste attentive au rythme de désinflation et se satisfait de voir l'inflation des services passer enfin sous la barre des 4 % sur fonds de modération salariale. Son objectif maintenant consiste à contrecarrer la faiblesse de la consommation et des investissements avec les armes dont elle dispose : nous devrions assister à 3 ou 4 baisses de taux, pour atteindre un taux terminal de 2 % dès cet été ; peut-être moins si la croissance européenne continue de faiblir.

---

<sup>8</sup> Banque centrale des États-Unis.

<sup>9</sup> Le CDU-CSU est une alliance de partis politiques conservateurs en Allemagne, composée de l'Union chrétienne-démocrate et de l'Union chrétienne-sociale.

<sup>10</sup> L'AfD (Alternative für Deutschland) est un parti politique allemand d'extrême droite, fondé en 2013, qui prône des positions nationalistes et anti-immigration.

Sources : Mirova, Bloomberg.



## The Long View

# Un an de Javier Mileï : libertarien ne sert de courir

### Le modèle-Mileï a-t-il mis dans le mille ? Minute...

Javier Milei a fêté il y a trois mois son premier anniversaire à la tête de l'Argentine, à laquelle il applique depuis son arrivée une politique qui mérite le qualificatif, souvent galvaudé, d'authentiquement libéral voire libertarien, à quelques détails de politique monétaire près. Or, cette politique a obtenu des résultats tangibles, aux dépens toutefois de certaines parties de la population, comme annoncé d'ailleurs, mais qui pour le moment lui accordent encore le bénéfice du doute.

Il n'en fallait pas davantage pour que fleurissent ça et là en Occident des appels à répliquer des mesures aussi radicales que celles qu'a choisies le fantasque président argentin, surtout à une époque où Elon Musk se fait fort de réduire le budget fédéral états-unien de 1 000 Mds \$, et non plus de 2 000 Mds \$ comme il le claironnait auparavant, tandis qu'au Royaume-Uni et en France, l'inquiétude monte sur les niveaux d'endettements publics. Quoi que chacun pense du style iconoclaste de M. Milei, les mesures qu'il adopte revêtent au moins l'intérêt d'offrir la possibilité d'en observer les effets favorables ou délétères, et donc d'en tirer quelques enseignements. Ne nous en privons pas.

### Massacre à la tronçonneuse

Personne ne pourra reprocher à M. Milei, qui se plaisait à s'afficher muni d'une tronçonneuse pour indiquer ce qu'il ferait au budget fédéral argentin si ses concitoyens le portaient au pouvoir, de n'avoir pas annoncé à l'avance les mesures qu'il comptait appliquer. Il suit l'agenda promis. En quoi consistait-il ? Pour l'essentiel, à contracter dans des proportions considérables le périmètre d'action de l'état, le reste de son action politique découlant de ce levier d'action préalable.

Il a donc supprimé des ministères, parmi lesquels celui de la Culture, dont il considère que l'Etat n'a pas à la financer ni à l'influencer, celui de la Femme, du Genre et de la Biodiversité et celui de l'Environnement qui nous paraît pourtant relever du Régalien, d'autant que M. Milei admet lui-même que « préserver notre planète pour les générations futures est une question de bon sens ». Quant au ministère de la Santé, il lui a infligé des réductions drastiques ; enfin, d'autres ont fusionné entre eux. Il a aussi taillé dans les budgets sociaux, réduits de 20 %, prévenant que ceci générera des effets défavorables pour environ deux ans, et sabré les subventions aux entreprises, insistant là encore sur le fait que l'Etat n'a pas à favoriser des acteurs privés. Il prévoit du reste de privatiser plusieurs entreprises, dont YPF<sup>11</sup>, ou de déléguer des services publics, par exemple le transport collectif, à des opérateurs privés.

Bien entendu, il propose de déréguler, corollaire de toute volonté de réduire l'influence de l'appareil étatique.

La contraction du budget étatique ainsi visée – il a baissé de près d'un tiers au niveau fédéral – autorise des abaissements de la fiscalité, notamment la taxe sur les importations et les transactions en dollars.

En soi, la démarche de M. Milei ne présente donc guère d'originalité – ne reprend-elle pas une logique déjà adoptée, par exemple, par le gouvernement suédois à la mi-temps des années 1990 ou par celui de Mme Thatcher au début des années 1980 ? Avec pour point commun d'arriver après la crise terminale d'un interventionnisme étatique désordonné sous couvert de Keynésianisme. En revanche, l'ampleur de ces mesures en fait une expérience assez inédite.

<sup>11</sup> YPF, Yacimientos Petrolíferos Fiscales, est une entreprise spécialisée dans l'exploitation, l'exploration, la distillation, la distribution et la vente de pétrole ainsi que ses dérivés.  
Sources : Mirova, Bloomberg.



Autre motif de surprise : après qu'il a procédé à une dévaluation massive, et relativement classique, du Peso, M. Milei a souhaité lui substituer le Dollar américain. Cela n'a rien de très libéral dans le contexte d'économies ouvertes : confier le soin de gérer le niveau des taux voire des changes à une banque centrale étrangère fait courir le risque à l'Argentine de se priver de la souplesse qu'exigent les différentiels d'inflation ou de croissance qui ne manqueront pas d'avvenir dans la durée. Au vu des ratés du peg Peso-Dollar instauré de 1991 à 2002, et de leur coût faramineux pour l'économie argentine après quelques années de franc succès, comme des lignes habituellement défendues par M. Milei, cette partie de son plan ne laisse pas d'interroger. Il semble désormais qu'il explore la possibilité d'y renoncer purement et simplement, ce qui aurait selon nous le mérite de la cohérence.

Alors, quels résultats cette politique a-t-elle obtenus ?

## Les résultats : déficits en baisse, précarité en hausse, et signaux encourageants

S'il fallait porter à l'actif de M. Milei une victoire, il s'agirait sans équivoque de la rapidité avec laquelle il a fait reculer l'inflation dans le pays malgré la dévaluation rapide du Peso sans pour autant que l'économie ne s'effondre plus rapidement. De 211,4 % en 2023, l'inflation a reflué sous les 118 % en 2024 avec une inflexion désormais rapide dans le temps : en octobre et en novembre comme en décembre, la hausse des prix s'inscrivait sous les 3 % mensuels. Certes, une partie de cette réduction provient mécaniquement de l'austérité plutôt que du seul assainissement des comptes publics en soi, mais les Argentins semblent pour le moment s'y retrouver tant enrayer l'emballlement inflationniste devenait un objectif consensuel dans toutes les couches de la société.

Autre point spectaculaire, mais peu surprenant vu l'ampleur des coupes : un excédent budgétaire primaire d'environ 1 % du PIB<sup>12</sup> que Fitch puis Moody's ont salué de relèvements de notation pour la dette souveraine argentine. À la suite de quoi, les deux agences ont aussi relevé leurs notes de diverses entreprises du pays.

Enfin, la balance commerciale bondit, à plus de 18 Mds \$ en 2024, sous le double effet de la contraction des importations et de la hausse des exportations, notamment de commodités. Ce dernier point paraît moins significatif : l'Argentine a souvent, ces dernières décennies, affiché ce genre d'excédents, en partie liés à sa dépendance aux productions agricoles.

M. Milei a donc quelques motifs de satisfaction après un an de pouvoir, et autant de motifs d'inquiétude. Car, même s'il avait prévenu que la précarité bondirait dans la période suivant immédiatement l'adoption de ses premières mesures, il n'en reste pas moins qu'il lui faudra la résorber. Le temps presse : le taux de pauvreté frise les 50 %.

Enfin, la plupart des indicateurs d'activité économique, s'ils paraissent encourageants, ne trahissent aucune dynamique vraiment installée encore. La consommation rebondit très légèrement, la production industrielle s'inscrit dans une trajectoire de reprise assez faible, et si les salaires réels se redressent enfin, il ne faut pas oublier leur effondrement initial à l'arrivée de M. Milei, qui a là créé une base de comparaison très favorable.

Au vu de toutes ces données, 2025 pourrait s'avérer assez bénéfique à l'économie argentine, avec une croissance supérieure à 3 %, des déficits fédéraux sous les 0,5 % du PIB et des excédents primaires aux alentours de 1 %, une production et l'emploi en hausse alimentant salaires et consommation. En soi, même ceux qui doutent le plus de M. Milei ne peuvent que se réjouir pour les Argentins.

## Libertariens 1 – 0 Péronistes

Autant ne pas le nier : à ce stade, l'expérience que constituent les mesures vigoureuses prises par M. Milei ressemble donc à un succès, un succès très timide, sinon fragile, mais à un succès. Rien ne présage qu'il puisse se prolonger car la confiance dans le Peso et le retour des capitaux, sans lesquels

<sup>12</sup> Valeur totale des biens et services produits dans un pays au cours d'une période donnée, généralement une année.  
Sources : Mirova, Bloomberg.



aucun rebond ne saura s'inscrire dans le temps, ne semblent toujours pas acquis malgré les amnisties fiscales généreuses et qui ne pouvaient bien sûr pas suffire.

Surtout, personne ne connaît le coût réel qu'induiront ces mesures sur la société ; M. Milei, alors candidat, avait promis deux ans de souffrance avant une vraie sortie de l'ornière : si la précarité ne reflue pas, son expérimentation tournera petit à petit à l'échec, un de plus pour ce pays qui occupa brièvement la place de quatrième puissance mondiale il y a presque cent ans.

Si en revanche les taux de pauvreté chutent enfin, que l'investissement et la consommation redémarrent sur plusieurs semestres d'affilée, alors il faudra reconnaître que les mesures adoptées en Argentine, malgré leur brutalité parfois – car supprimer des emplois, même peu productifs, reste brutal pour ceux qui les occupaient et ne peut satisfaire aucun dirigeant digne de ce nom – ont atteint leurs objectifs. Reste que le problème de toute expérience en matière de politique économique ne change pas : elle se fait sur des êtres humains, et non en laboratoire sur des cobayes ; dès lors, les erreurs d'appréciation n'aboutissent pas qu'à devoir réviser les théories économiques, elles affectent des travailleurs, des enfants, des retraités...

Quand bien même M. Milei rencontrerait-il un succès probant, ce que nous souhaitons aux Argentins, il subsistera une question : sa méthode peut-elle s'exporter à d'autres pays, comme le fantasme les Libertariens ? Rien n'apparaît moins sûr, car le contexte argentin constituait une anomalie. Le Pétrolierisme et ses avatars plus ou moins fidèles qui ont imprimé le pays 70 ans durant avaient dérivé vers une forme de clientélisme généralisé, le tout sur fond de corruption endémique, qui avaient eux-mêmes épuisé le potentiel de l'économie, notamment en faisant fuir les capitaux vers les Etats-Unis, le Royaume-Uni, l'Uruguay ou le Chili. En un sens, si M. Milei peut encore tabler sur la patience des Argentins, c'est d'abord parce qu'il les a prévenus des efforts qu'il leur demanderait, mais aussi parce qu'ils sont conscients que des décennies de pétrolierisme, plus ou moins altéré, ne pouvaient aboutir qu'à une telle situation. De même, les Britanniques avaient-ils suivi Mme Thatcher après les échecs des Travailleurs englués dans la tagflation. Sans doute les Libéraux croiront-ils discerner dans les succès de M. Milei la preuve de l'efficacité de leurs théories, alors qu'une fois de plus, ils prouveront surtout que corriger les excès d'un social-clientélisme dévoyé sous le prétexte fallacieux du Keynésianisme qu'il trahit, ne peut que remobiliser les agents économiques, redresser la productivité de ceux-ci et leurs investissements.

## Conclusion : le Libertarianisme, un sport collectif ?

La leçon de l'expérience Milei, paradoxalement, se tient tout entière là, en ce qu'elle n'a pas tant trait à l'économique qu'au politique : il n'y a pas de recette économique efficace sans un minimum de consensus social pour soutenir ceux qui la mettent en place. Charles de Gaulle, fondateur de la V<sup>e</sup> République Française et peu suspect de foi démesurée dans les vertus du Libéralisme, l'avait déjà démontré quand il avait présenté le dououreux plan Rueff et une violente dévaluation, pour redresser un pays alors en très mauvaise posture. La population française avait adhéré, non par croyance aux thèses de Jacques Rueff, mais parce qu'elle avait admis que toutes les catégories sociales auraient à y contribuer dans des proportions à peu près équivalentes. Quelques années après, elle jouissait d'un PIB par habitant parmi les plus élevés de la planète, frôlant celui des Etats-Unis, dans un pays totalement désendetté, et n'hésitant pourtant pas à recourir à la création monétaire si besoin.

L'Argentine ne s'en trouve certes pas là, mais si d'aventure la cohésion sociale y reste stable, que la confiance entre agents économiques – véritable faille de l'Argentine depuis des décennies – et donc, dans le Peso que M. Milei critique par négligence, y revient, alors, les perspectives d'un redressement continu s'ouvriront.

À l'heure où les sociétés occidentales s'étendent parfois sous les coups de la croissance des inégalités qui alimente l'émergence de partis dits « populistes », recevoir une leçon de l'Argentine pourrait avoir des vertus. Après tout, ils ont pris l'habitude de nous en administrer... en tous cas aux Néerlandais en 1978, aux Anglais et Allemands en 1986, aux Italiens en 1990 et aux Français en 2022...



# Synthèse

## Vues de marchés

Résumé			
CLASSES D'ACTIFS	MOYEN TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
<b>Actions</b>	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Potentiel de surperformance des actions sur fond de détente des politiques monétaires, résilience macro à l'échelle mondiale et bonne tenue des résultats d'entreprises.</li> <li>Renforcement sur repli.</li> </ul>
<b>Crédit</b>	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Portage avantageux.</li> <li>Facteurs techniques toujours favorables (déséquilibre offre/demande, relativement peu de refinancement en 2025).</li> <li>Hausse des taux de défaut modérée compte tenu de la résilience macro.</li> </ul>
<b>Duration</b>	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Manque de visibilité lié aux tarifs douaniers américains.</li> <li>Léger long au global mais préférence pour la zone euro vs US.</li> <li>Poursuite du mouvement de pentification en zone euro.</li> </ul>
<b>Cash</b>	●—○—○ =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rendement réel du cash limité. Poursuite de l'assouplissement graduel des politiques monétaires dans le monde.</li> </ul>

ACTIONS			
SEGMENTS	MOYEN TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
US	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Croissance robuste, consommation résiliente, et poursuite des gains de productivité.</li> <li>Néanmoins valorisation et positionnement défavorables. Risques stagflationnistes à terme en cas d'implémentation de la politique tarifaire.</li> </ul>
Euro	○—○—● =	Forte	<ul style="list-style-type: none"> <li>Amélioration macro, BCE accommodante, facteurs exogènes potentiellement positifs (cessez le feu en Ukraine, élection allemande...), marché sous-détenu.</li> <li>Achat sur repli.</li> </ul>
Royaume-Uni	○—●—○ =		<ul style="list-style-type: none"> <li>Dégradation du mix croissance/inflation. Biais défensif et rendement élevé.</li> </ul>
Japon	○—●—○ =		<ul style="list-style-type: none"> <li>A court terme, risque lié aux droits de douane américains</li> <li>Pression inflationniste et poursuite du resserrement monétaire.</li> </ul>
Marchés émergents	●—○—○ -1	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Valorisation neutre alors que la dynamique de révision relative vs pays développés demeure négative.</li> <li>Risque lié aux droits de douane américains, pression baissière sur les devises locales, taux longs réels US encore trop élevés.</li> </ul>
Croissance vs. Value	●—○—○ =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Positionnement <i>barbell</i><sup>13</sup> constitué à la fois de sociétés à forte croissance (techno, santé, etc...) et de sociétés décotées (banques, telecom, foncières, utilities...).</li> <li>A court/moyen terme préférence pour les sociétés value dont la dynamique de révision de bénéfices est positive.</li> </ul>
Qualité vs. Volatilité élevée	○—●—○ =		<ul style="list-style-type: none"> <li>Neutralité maintenue compte tenu du manque de visibilité quant à la guerre tarifaire.</li> </ul>
Petites vs. larges capitalisations	○—●—○ -1		<ul style="list-style-type: none"> <li>Valorisation des petites capitalisations attractives en relatif (vs large, vs historique et conjoncture macro). Dynamique bénéficiaire moins favorable.</li> <li>En attente de catalyseurs positifs clairs (plan de relance budgétaire post élections allemande...).</li> </ul>
Cyclique vs. Défensif	○—●—○ =		<ul style="list-style-type: none"> <li>Rebond des PMI manufacturiers<sup>14</sup>, catalyseurs potentiels favorables pour les cycliques (cessez le feu Ukraine, élection allemande, plan de relance chinois, etc...).</li> <li>Valorisation de certains secteurs défensifs demeure attractif en relatif (santé).</li> </ul>

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

<sup>14</sup> Un indicateur économique important qui mesure la santé du secteur manufacturier d'une économie.



CREDIT			
SEGMENTS	MOYEN TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
Investment Grade US	○—●—○ =		<ul style="list-style-type: none"> <li>Préférence pour l'IG EUR en termes de valorisation.</li> <li>Manque de dispersion de l'indice IG US.</li> </ul>
High Yield US	●—○—○ =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Préférence pour le HY EUR en termes de valorisation.</li> <li>Convexité moins favorable, risque de refinancement potentiellement sous-estimé.</li> </ul>
Investment Grade Euro	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Actifs de qualité à prix raisonnable.</li> <li>Facteurs techniques toujours favorables, risque bancaire relativement faible.</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 et réduction de l'offre disponible HY au profit de fonds de private debt et de financements bancaires).</li> <li>Valorisation relative vs IG plus favorable en EUR qu'aux US.</li> </ul>
DURATION			
SEGMENTS	MOYEN TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
2 ans US	○—●—○ =		<ul style="list-style-type: none"> <li>Manque de visibilité lié à la guerre tarifaire. Le contexte actuel ne favorise plus de baisse pour le moment.</li> <li>Statu quo de la Fed jusqu'au T4 2025.</li> </ul>
10 ans US	○—●—○ =		<ul style="list-style-type: none"> <li>Portage relativement attractif mais peu de potentiel de baisse dans un contexte de croissance nominale toujours robuste. Pression à la hausse sur la prime de terme.</li> </ul>
2 ans allemand	○—○—● =	Forte	<ul style="list-style-type: none"> <li>La BCE adopte un ton plus souple sur fonds de désinflation et faiblesse de l'activité.</li> <li>Potentiels effets récessifs de la hausse des tarifs douaniers américains.</li> </ul>
10 ans allemand	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Plafonnement erratique des taux longs avant un recul graduel.</li> <li>Scénario de pentification de la courbe privilégié</li> </ul>
Dette périphérique Europe	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dynamique macro et baisse des taux favorables à la soutenabilité des dettes périphériques.</li> </ul>
Royaume-Uni	○—●—○ =		<ul style="list-style-type: none"> <li>Portage attractif mais l'inflation résiste à la baisse et la dynamique macro s'effrite.</li> </ul>
Japon	●—○—○ =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hausse des anticipations d'inflation. Hausse des taux directeurs. Fin du contrôle de la courbe des taux.</li> </ul>
Marchés émergents	○—○—● =	Modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Préférence pour la dette libellée en dollars. Risque baissier sur les devises locales.</li> </ul>
CASH			
SEGMENTS	MOYEN TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
Taux de change EUR/USD	○—●—○ +1		<ul style="list-style-type: none"> <li>Les perspectives de baisse de taux de la Fed sont plus réduites. Ton BCE plus souple.</li> <li>Manque de visibilité lié à la guerre tarifaire.</li> </ul>

## Contributeurs



**DAVID BELLOC, CFA**

Portfolio Manager,  
Strategist



**HERVÉ GUEZ**

Global Head of Listed  
Assets



**BERTRAND ROCHER**

Co-Head Of Fixed  
Income



**PAUL BETHELL, CFA**

Portfolio Manager

## 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 février 2025.

Pour l'ensemble de ses investissements, Mirova vise à proposer des portefeuilles cohérents avec une trajectoire climatique inférieure à 2°C définie dans les accords de Paris de 2015, et affiche systématiquement l'impact carbone de ses investissements (hors gestions private equity à impact, Solidaire et Capital naturel), calculée à partir d'une méthodologie propriétaire pouvant comporter des biais.

## INVESTISSEMENTS ESG – RISQUE ET LIMITES MÉTHODOLOGIQUES

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



## À PROPOS DE MIROVA

Mirova est une société de gestion globale d'actifs dédiée à l'investissement durable et une filiale de Natixis Investment Managers. À la pointe de la finance durable depuis plus d'une décennie, Mirova développe des solutions d'investissement innovantes dans toutes les classes d'actifs, visant à combiner création de valeur à long terme avec un impact environnemental et social positif. Basée à Paris, Mirova propose une large gamme de stratégies actions, taux, diversifiée, 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 comptait 32 milliards d'euros d'actifs sous gestion au 31 décembre 2024. Mirova est une entreprise à mission, labellisée B Corp\*.

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

### **MIROVA**

Société de gestion de portefeuille  
Société Anonyme RCS Paris n°394 648 216  
Agrement 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 KENYA LIMITED**

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