

**mirova**

Creating Sustainable Value

**BILAN & PERSPECTIVES  
MARCHÉS MENSUEL**

**Avril 2025**



# mirova<sup>α</sup> en bref

## Faits marquants – Mars 2025

- **Taux** : Ecartement des spreads de crédit
- **Actions** : Les droits de douane effectifs et anticipés font chuter les marchés dans le monde
- **Or** : Le métal jaune confirme son statut de valeur refuge et gagne 10 % sur le mois<sup>1</sup>

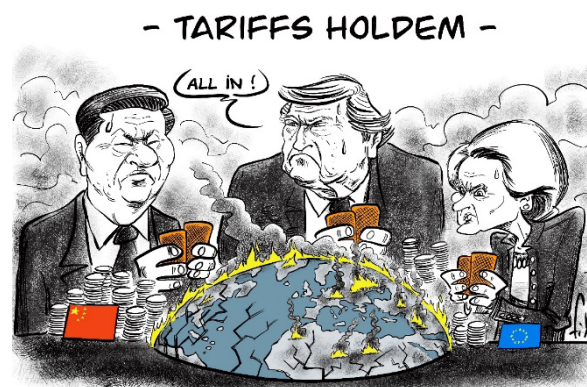
## Chiffre clé

4,5 %

La forte hausse de l'euro en mars face au dollar, témoin des craintes sur l'économie américaine<sup>1</sup>

## Perspectives macro

- Etats-Unis : de la crise de confiance à la crise économique ?
- L'Union européenne temporise en attendant les effets du plan allemand
- La Chine face à une escalade sans précédent de la guerre commerciale contre les Etats-Unis



## The Long view

### La Chine peut-elle échapper au scénario japonais ?

- Un déclin démographique problématique
- Des relais de croissance dans de nombreux secteurs d'activité
- Une gestion maîtrisée de la crise du secteur immobilier

<sup>1</sup>Source : Bloomberg, avril 2025.

## Mars : en attente de la sentence

Qu'elles soient déjà instaurées ou en perspective, ce sont les hausses des tarifs douaniers qui ont « donné le la » sur les marchés en mars. Certaines matières premières, comme l'acier et l'aluminium, ou certains pays, comme le Canada et le Mexique, avaient déjà fait l'objet d'annonces ciblées, tandis que le reste du monde attendait avec angoisse le *Liberation Day* prévu par Donald Trump le 2 avril. Le stress engendré par cette politique tarifaire a entraîné tous les marchés mondiaux dans le rouge, notamment aux Etats-Unis, en baisse de l'ordre de -6% ou en Europe, en repli d'environ -4%.<sup>1</sup> A ces inquiétudes se sont ajoutées des prises de profit, encouragées par les maigres progrès concernant le potentiel cessez-le-feu entre la Russie et l'Ukraine.

Dans ce contexte les actifs européens ont néanmoins mieux résisté que les actifs américains. Ceci s'explique par les annonces du gouvernement allemand, qui prend le chemin de la relance avec un plan d'investissements de 500 milliards d'euros dans les infrastructures et de 400 milliards dans la défense sur 10 ans.<sup>1</sup> L'Europe profite également d'une légère amélioration des publications économiques et d'enquête, notamment les indices PMI<sup>2</sup> en France et en Allemagne ou les enquêtes INSEE et IFO. Autre bonne nouvelle, l'inflation décélère toujours et se porte à 2,2 % pour l'inflation headline (globale) et 2,4 % pour l'inflation core<sup>3</sup>, contre 2,3 % et 2,6 % le mois précédent. La BCE a de nouveau abaissé son taux directeur de 25 points de base, à 2,5 %.<sup>1</sup>

Aux Etats-Unis, la confiance continue de s'éroder et cela commence à se remarquer. Si l'emploi tient toujours, avec plus de 220 000 créations de postes sur le mois, les entreprises et les ménages s'inquiètent d'un retour des tensions inflationnistes car les coûts d'importation bien supérieurs viendront impacter négativement les marges et le pouvoir d'achat. Les anticipations d'inflation à horizon 5-10 ans révélées par l'indice de l'université du Michigan ont ainsi bondi à 4 % en mars, atteignant des niveaux qui n'avaient pas été vus depuis février 1993.<sup>1</sup> Pour l'instant, la Réserve Fédérale<sup>4</sup> ne semble pas modifier sa politique de taux, et évalue l'impact des tensions commerciales actuelles sur l'économie. Elle a tout de même réduit son *quantitative tightening*, se montrant donc légèrement plus accommodante.

Ce contexte a eu un impact baissier sur le marché du crédit, marqué par un élargissement des spreads<sup>5</sup> : un peu moins de 10 points de base d'écartement sur l'*Investment Grade*<sup>6</sup>, 50 bp sur le *high yield*<sup>7</sup> européen. Aux Etats-Unis, le taux à 10 ans est resté stable à 4,2 %, alors que celui du Bund allemand a pris 30 points de base, pour monter à 2,75 %.<sup>1</sup> Une hausse réalisée en à peine plus d'une journée, un événement qui survient de manière exceptionnelle. Les taux longs européens<sup>8</sup> ont également progressé dans le sillage du Bund. Les taux courts sont quant à eux restés stables. Nous observons donc une accélération du mouvement de pentification des courbes, avec 70 points de base d'écart entre les taux à 10 et 2 ans à fin mars.<sup>1</sup>

Si la bourse chinoise n'a pas été épargnée par l'incertitude internationale, le pays a cependant profité de publications macro correctes. Notons ainsi une croissance de la production industrielle de 6 % et des ventes au détail de 4 % en glissement annuel sur les données du mois de mars, en légère

<sup>1</sup> Source : Bloomberg, Avril 2025

<sup>2</sup> **Indice PMI (Purchasing Manager's Index)** : Indicateur permettant de connaître l'état économique d'un secteur

<sup>3</sup> **Core inflation** : Inflation qui exclut certains éléments volatils, généralement les prix des aliments et de l'énergie

<sup>4</sup> **Réserve fédérale (Fed)** : Banque centrale des États-Unis

<sup>5</sup> **Spread** : différence entre les taux obligataires *Corporate* et le taux d'une obligation considérée « sans risque »

<sup>6</sup> **Investment Grade** : Notations des agences de rating situées entre AAA et BBB- selon l'échelle de Standard & Poor's. Ils correspondent à un niveau de risque faible

<sup>7</sup> **High Yield (ou haut rendement)** : Notations des agences de rating situées en dessous de BB+ (BB+ inclus) selon l'échelle de Standard & Poor's. Ils correspondent au niveau de risque le plus élevé

<sup>8</sup> **OAT** : Obligations assimilables du Trésor

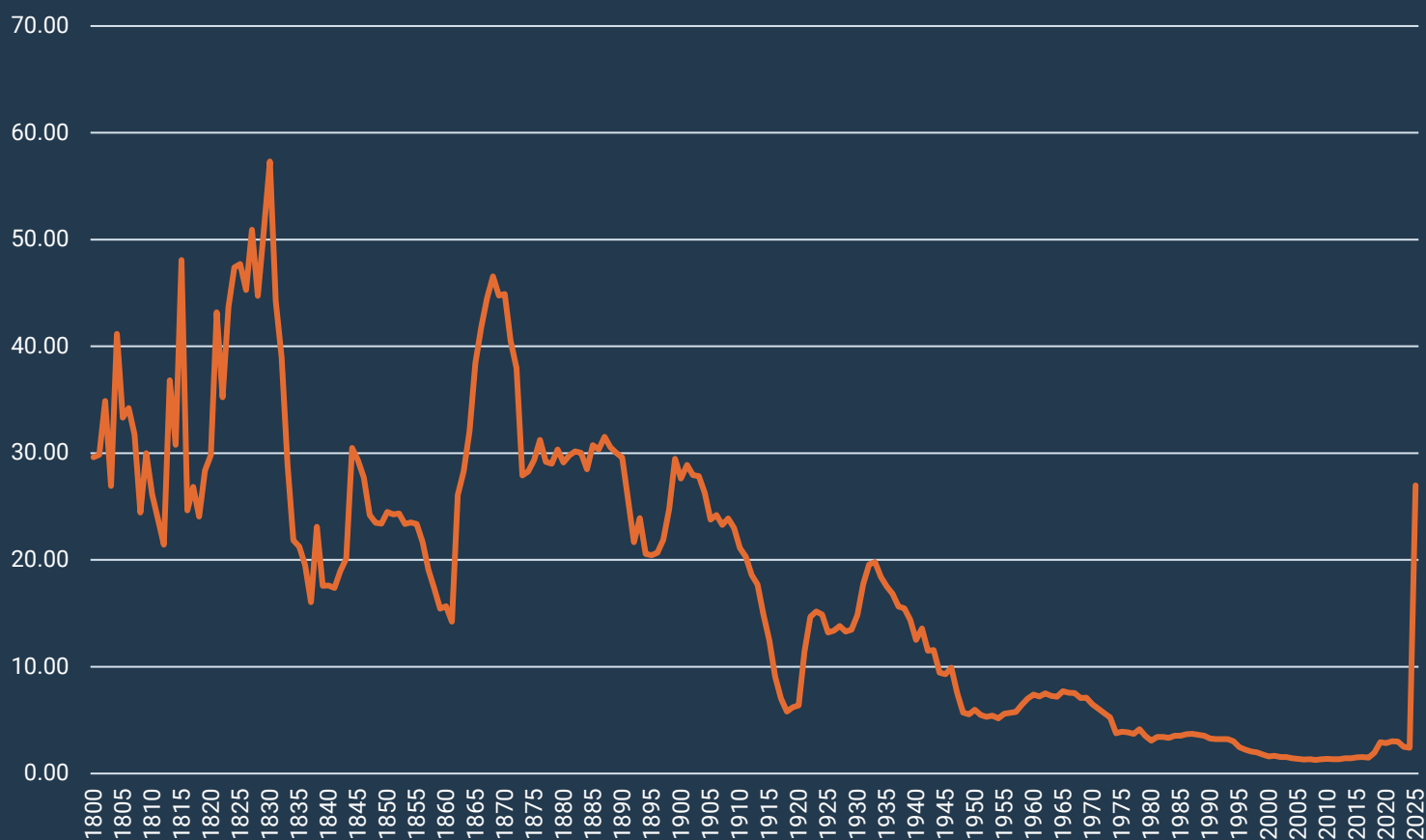


accélération depuis le début de l'année. Lors de son Congrès national, le Parti a réitéré son objectif de croissance du PIB<sup>9</sup> à 5 % pour 2025.<sup>1</sup>

Les incertitudes mondiales ont encore profité à l'or, qui gagne 10 % sur le mois et 18 % entre le début de l'année et fin mars. Le dollar s'est fortement déprécié face à l'euro. Ce dernier a pris 4,5 % sur le mois, un mouvement d'ampleur, avec une séance record de hausse de 1,7 % face au dollar sur la journée. Pas de baisse du pétrole en mars, seul le gaz a reculé.<sup>1</sup>

## Graphique du mois

### Taux moyen effectif des droits de douane aux États-Unis depuis 1800



Source : Budget Lab at Yale.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

<sup>9</sup> PIB (Produit Intérieur Brut) : Valeur totale des biens et services produits dans un pays au cours d'une période donnée, généralement une année.

# Bilan et perspectives macro

## Le point de bascule

Le 2 avril marque un tournant, alors que Donald Trump a annoncé appliquer aux produits entrant aux Etats-Unis des droits de douane bien supérieurs à ce qui avait été anticipé. Il plonge le monde et les bourses dans l'inconnu. Méthode de négociation ou approche dogmatique, il est encore difficile d'y voir clair, mais les répercussions négatives sur les actifs financiers et l'économie semblent bien réelles.

### - TARIFFS HOLD'EM -



## Acte 1 : une réciprocité difficile à encaisser

Le verdict est tombé le 2 avril et il fut sévère. Si Donald Trump a épargné globalement le continent américain, il a tapé fort sur les autres régions du monde.

- Les exportateurs asiatiques ont été parmi les plus touchés : Vietnam, Thaïlande, Chine... Celle-ci s'est vue imposer 34 % de taxes supplémentaires en plus des 20 % déjà en vigueur ; le Japon 24 %.<sup>10</sup>
- L'Union européenne a pris une surtaxe de 20 %.<sup>10</sup>

Avec un « plan tarifaire réciproque » se déclinant en deux parties.

- 1) A partir du 5 avril, toutes les importations américaines sont taxées à hauteur de 10 %, un tarif non négociable.<sup>10</sup>
- 2) A partir du 9 avril, les partenaires commerciaux subissent une taxe supplémentaire différenciée, à l'exception du Canada et du Mexique, concernés par des annonces antérieures.

Le gouvernement américain a menacé de nouvelles hausses tout pays prenant ce qu'il considérerait comme des mesures de rétorsion. Une voie qu'a choisie d'emprunter la Chine, en annonçant très rapidement en retour augmenter ses propres tarifs douaniers sur les produits en provenance des Etats-

<sup>10</sup> Source : Bloomberg, Avril 2025

Unis. Alors que l'Union européenne a estimé au travers d'Ursula von der Leyen, qu'une négociation était encore possible.

## **Acte 2 : Capitulation (?) partielle de Trump sous pression des marchés obligataires**

Le 9 avril, Trump annonce qu'il suspend pendant 90 jours les tarifs réciproques pour les pays qui n'ont pas exercé de représailles, en maintenant le tarif minimum de 10 %, à l'exception de la Chine, à qui il impose un taux de 125 %.<sup>11</sup>

### **D'un *Liberation day* à une *Recession year* ?**

Si Trump explique que les effets de sa politique douanière seront positifs pour l'économie américaine, les économistes se montrent plus circonspects, voire franchement inquiets. Les Etats-Unis seront le pays le plus touchés en termes de croissance et d'inflation parmi les grands pays développés.

Les taxes douanières vont en réalité signifier une surtaxe pour les consommateurs américains et venir rogner les marges des entreprises. Il s'agit d'un « choc fiscal » pour le secteur privé américain d'environ 2.5 % de PIB. Cela se traduira par une hausse de l'inflation d'1 à 2 points supplémentaire et pourrait coûter plus d'1 point de croissance au pays. D'ailleurs, les économistes estiment actuellement à plus de 40 % la probabilité d'une récession aux Etats-Unis à horizon un an contre 10 % en début d'année.<sup>11</sup>

Aussi, cette politique tarifaire crée un choc d'offre durable en perturbant les chaînes de valeur et dégradent les conditions financières comme en témoigne la hausse des taux longs et des spreads de crédit, la baisse des marchés actions et du dollar.

Si la pause de 90 jours des tarifs douaniers américains a pu apaiser les craintes à court terme d'un choc commercial et financier, la structure tarifaire reste complexe et incertaine (25% sur l'acier, l'aluminium et l'auto, 140% sur les produits chinois, etc...).<sup>11</sup> De quoi continuer à peser sur les décisions d'investissement des entreprises et la confiance des consommateurs.

Quelle pourrait alors être la réponse de la Fed<sup>12</sup> ?

Le marché anticipe 4 baisses de taux dans l'année, dont une dès le mois de juin, avec une forte probabilité.<sup>11</sup> Néanmoins, cela n'est pas le sens du discours de l'institution à l'heure actuelle. Les évolutions de sa politique dépendront de celle du marché de l'emploi, qui n'a pas encore été confronté aux conséquences des hausses tarifaires ainsi que de l'évolution de l'inflation américaine attendue en hausse dès cet été.

Concernant la partie longue de la courbe, un certain nombre de facteurs structurels, notamment une inflation supérieure à l'objectif, des préoccupations concernant l'indépendance de la Fed, une prime de terme ainsi qu'une prime de risque plus élevée, plaident en faveur de taux structurellement plus élevés.

### **Mauvais timing pour la zone euro**

Les perspectives de croissance restent incertaines à ce stade, avec deux forces opposées en jeu : les retombées positives des plans d'investissement d'un côté, et l'incertitude liée à l'évolution de la politique américaine de l'autre.

Même si l'effet récessif de la hausse des tarifs douaniers apparaît moindre en Europe qu'aux Etats-Unis, les exportations vers les Etats-Unis ne représentant que 3,5 % du PIB de la zone euro, certains secteurs (automobile, transports, aviation, produits pharmaceutiques, vins et spiritueux, etc..) et certains pays, notamment l'Allemagne premier exportateur de l'Union, seront particulièrement touchés.<sup>11</sup> De même, la hausse des incertitudes économiques et la dégradation des conditions financières qui vont retarder les prises de décision des entreprises et pénaliser l'investissement et

<sup>11</sup> Source : Bloomberg, Avril 2025

<sup>12</sup> Réserve fédérale (Fed) : Banque centrale des États-Unis.





l'emploi ou encore une concurrence chinoise accrue (le marché européen étant le principal substitut au marché américain) devraient durer encore plusieurs mois et peser sur l'activité.

C'est pourquoi nous révisons la croissance du PIB de la zone en 2025 à la baisse, à +0,7 % (vs 1 %) et 1,5 % en 2026.<sup>13</sup>

Ces annonces tarifaires surviennent alors que l'Union européenne pouvait se réjouir de quelques bonnes nouvelles : amélioration des indices PMI, avec une reprise des nouvelles commandes, notamment en Allemagne ; dynamique de baisse des taux favorable au crédit ; désinflation bien installée, avec une inflation core<sup>14</sup> dans les services à 3,4 % contre 3,7 % le mois précédent.<sup>15</sup> Mais surtout, l'Europe devrait profiter du vaste plan d'investissement allemand. Selon un scénario central, et en prenant un multiplicateur de 0,3 pour les dépenses liées à la défense et de 1,2 pour celles liées aux infrastructures, le surplus de croissance de PIB pour l'Allemagne pourrait en effet avoisiner 0,3 point dès 2025, puis 1 point en 2026, pour atteindre plus de 1,5 points en 2027 et 2028.<sup>15</sup>

Aussi cette guerre tarifaire devrait renforcer le mouvement de désinflation, y compris en cas de ripostes de l'UE sur certains biens américains. Le ralentissement de la demande extérieure, les surcapacités mondiales, la baisse des prix de l'énergie et des matières premières ou encore l'appréciation de l'euro face au dollar plaident pour une baisse de l'inflation. De quoi apporter à la BCE suffisamment de visibilité pour poursuivre son assouplissement monétaire, avec comme objectif un taux directeur que nous estimons désormais à 1,75 %.<sup>13</sup>

La Chine a ce point commun avec l'Europe de pouvoir compter sur les plans de relance pour atténuer la guerre tarifaire avec les Etats-Unis. Aussi les autorités ont pris des décisions politiques fortes visant à soutenir la demande intérieure et la croissance lors des dernières sessions du congrès national du parti fin mars ; même si leur objectif de croissance de 5 % en 2025 semble en l'état bien ambitieux. Le consensus anticipait 4,5 % avant l'escalade tarifaire des derniers jours.<sup>15</sup>

Le plan consiste à relancer la croissance intérieure via des projets de réaménagement urbain, une extension du programme de reprise des biens de consommation, une augmentation des salaires minimums, une extension de la couverture sociale, des subventions à la garde d'enfants, etc.

En parallèle, les autorités mettent l'accent sur le développement technologique, avec un large éventail de mesures pour soutenir l'innovation et l'adoption continues des technologies, y compris un soutien plus large aux marchés de capitaux et au financement.

Avec une inconnue : jusqu'où ira la guerre tarifaire et dans quelle mesure elle cassera cette dynamique de confiance que la Chine semblait progressivement avoir retrouvée en ce début d'année ?

<sup>13</sup> Source : Mirova, Avril 2025

<sup>14</sup> **Core inflation** : Inflation qui exclut certains éléments volatils, généralement les prix des aliments et de l'énergie

<sup>15</sup> Source : Bloomberg, Avril 2025



## A l'heure américaine – Regard d'expert

Jens Peers, Chief Investment Officer de Mirova aux Etats-Unis et gérant de portefeuille

### « Dans un contexte de marché compliqué, le lien entre durabilité et performance financière peut se révéler encore plus évidente »

Jens Peers, Chief Investment Officer de Mirova aux Etats-Unis et gérant de portefeuille, estime que l'augmentation des taux de droits de douane effectifs risque d'entraîner une inflation plus élevée, notamment aux États-Unis, ce qui pourrait provoquer une récession liée à la baisse de la consommation des biens et services. Par ailleurs, la mondialisation telle que nous l'avons connue ces dernières décennies sera redéfinie. L'incertitude concernant les développements futurs engendrera de la volatilité et exercera probablement une pression sur les marchés, comme l'a illustré la chute brutale des marchés boursiers mondiaux après les annonces du 2 avril : près de -10 % en seulement deux jours.<sup>15</sup> Malgré la faiblesse récente des marchés, il y a encore un potentiel pour une nouvelle baisse, mais nous devrions faire face à des jours tantôt optimistes, tantôt pessimistes sur les marchés boursiers. Si des accords plus favorables sont conclus entre les États-Unis et d'autres pays, cela serait positif pour les marchés actions, mais nous continuons à anticiper un niveau global de droits de douane effectifs plus élevé et à percevoir un potentiel de récession.

« De nombreux thèmes d'investissement durable pourraient surperformer d'autres secteurs ou thèmes, car ils sont généralement plus résilients et de meilleure qualité », analyse Jens Peers. Un phénomène que nous avons déjà pu observer sur les marchés au lendemain des annonces du président américain, de nombreuses sociétés du renouvelable, des services publics et du secteur pharmaceutique ayant été plus robustes que le marché dans son ensemble.

Nous pouvons faire un parallèle entre les perturbations sur le commerce international et la matérialisation du risque de durabilité. Les entreprises qui ont travaillé sur la résilience de leur chaîne d'approvisionnement et des circuits courts s'en trouvent avantagées. De plus, toutes choses étant égales par ailleurs, un ralentissement des échanges mondiaux et des chaînes d'approvisionnement plus courtes seraient bénéfiques pour l'environnement, avec une réduction des émissions de gaz à effet de serre. Cela incitera aussi les entreprises à travailler sur leur résilience.

Ainsi, bien que les actions de l'administration Trump puissent, par inadvertance, avoir un impact positif sur l'environnement, il est peu probable que l'on puisse en dire autant des enjeux sociaux, même si l'objectif est de ramener des emplois aux États-Unis. « Il faut s'attendre à des hausses de prix qui toucheront particulièrement les personnes les plus pauvres, non seulement aux États-Unis, mais partout dans le monde. »

Et la suite ? Reste une grande inconnue : la géopolitique. Pendant que le monde a les yeux rivés sur les tarifs douaniers et les marchés, il ignore la Russie, Israël ou l'Iran, qui pourraient être au cœur des futures décisions de Donald Trump.



# The Long View

## La Chine peut-elle échapper au scénario japonais ?

Les comparaisons entre ce qu'il advient de la Chine depuis la crise du covid et ce qu'avait traversé le Japon il y a 35 ans font florès, pour d'excellentes raisons. Les deux pays partagent en effet, à trois décennies d'écart, des similitudes frappantes : affaissement démographique après des décennies d'une croissance soutenue de leurs populations et de leurs économies respectives, choc immobilier, doutes sur la qualité des créances portées par le système bancaire ou proto-bancaire, exportations massives mais qui refluent après des années de maintien de politiques mercantilistes assumées et fondées sur une patiente montée en gamme via des contenus à la valeur ajoutée augmentée petit à petit. Le parallèle semble donc évident, et la conclusion tout autant : la Chine traverserait dans les années 2020 et 2030 ce que le Japon endura au long des années 1990 et 2000.

L'affaire paraît entendue. Déflation, consolidation bancaire, gonflement de l'endettement public, atonie des marges des entreprises et érosion de la domination technologique feraient partie du programme... du moins en théorie. Et en théorie seulement, car il nous apparaît que les dirigeants du parti communiste chinois ont anticipé ce scénario et se dotent des moyens de l'éviter, d'autant que ces tendances similaires ne s'inscrivent pas dans les mêmes amplitudes de temps ; alors, à combien évaluer les chances de la Chine d'éviter de suivre le contre-modèle japonais ?

### Relance démographique : l'impossible Monsieur bébé...

Nous avons plusieurs fois évoqué le fait saillant de la suite du XXI<sup>ème</sup> siècle : le ralentissement démographique sinon généralisé, du moins en passe de le devenir, dans des proportions assez marquées pour déboucher sur une décade au siècle prochain. Tout le monde connaît le cas de la Corée du Sud bien sûr, où le taux de fécondité s'effondre, pour atteindre à peine 0,8 enfant par femme en âge de procréer, mais aussi ceux de Singapour (1 enfant par femme en 2022), de l'Espagne (1,2), de l'Italie (1,2), de la Pologne (1,3) de la Thaïlande (1,3) ou de l'Uruguay (1,5)... tous les continents s'y voient sujets, hormis l'Afrique, même si le Maghreb ou la Corne semblent avoir enclenché des ralentissements sur de longues tendances (en évacuant les périodes troubles, comme par exemple la terrible guerre civile en Algérie de la fin des années 1990, qui perturbe la lecture des trajectoires).<sup>16</sup>

Plusieurs pays s'échinent à enrayer le phénomène. La Hongrie (1,5) s'y emploie avec des politiques très généreuses envers les couples accueillant des enfants. La Russie (1,4) essaie aussi, mais les résultats n'atteignent pas les espoirs placés en ces politiques de relance de la natalité. Inutile de faire durer le suspense : la Chine n'y parviendra pas davantage que les autres nations ayant tenté l'expérience. Xi Ji Ping y a pourtant mis les moyens, mais le taux de fécondité reste désespérément sous les 2,1 enfants par femme nécessaires au renouvellement des générations, puisqu'il se situe à 1,2 enfant par femme, en chute constante depuis les 1,8 atteints en 2017.<sup>16</sup>

Les raisons ne diffèrent guère de celles à l'œuvre en occident notamment : coûts de l'immobilier, promiscuité urbaine, frais scolaires et aspirations des individus à jouir d'une plus grande liberté ou d'un plus grand confort matériel. La difficulté de former des couples résistant au temps fait aussi partie des raisons récemment invoquées ; il s'agit sans doute d'ailleurs d'un dérivé du taux d'urbanisation, puisque les sociologues savent déjà depuis longtemps que les probabilités de rencontres supérieures en ville, ce dont les jeunes se montrent parfaitement conscients, rendent paradoxalement plus enclin à ne pas faire de choix puisqu'il existe beaucoup d'alternatives. Un changement de mentalité, ou de modes de

<sup>16</sup> Source : data.worldbank.org, 2022.



vie, ne se décrite pas : si Mao Tsé Dong a eu du mal à forcer les couples chinois, notamment dans les parties occidentales du pays, plus rurales, à se limiter à un enfant, comment imaginer que ses successeurs parviennent à les convaincre d'en avoir plus de deux alors qu'ils ont désormais largement dû s'agglutiner dans de vastes centres urbains ?

Or, les tendances démographiques constituent l'un des piliers de l'activité économique : à productivités et accès aux ressources constants, la variation de la population apparaîtra positivement corrélée à la croissance économique. Comment la Chine éviterait-elle d'en affronter les conséquences ?

## Relance par la production : un potentiel de progression supplémentaire sous-estimé ?

La politique de Mao a eu pour effet de décaler les cycles démographiques et macro-économiques chinois, que Deng Xiao Ping a ensuite déverrouillées. 30 ans après, ce décalage produit encore des effets. En résumé, le sommet démographique chinois ne coïncide pas avec son sommet productif.<sup>17</sup>

Si le Japon, pour poursuivre la comparaison, avait su à la fin des années 1980 démontrer une supériorité écrasante dans l'électronique grand public, par exemple, qui n'avait fait que s'effiloche ensuite, les Chinois peuvent paradoxalement encore compter sur des effets de rattrapage considérables dans beaucoup de secteurs. Dans l'aviation civile par exemple avec le C919 de Comac, le matériel militaire avec le dernier J-36, un avion de chasse de sixième génération de Chengdu Aircraft Corporation, les véhicules électriques ou non de BYD, SAIC ou XPeng, la mobilité ferroviaire avec le leader mondial CRRRC, les pneumatiques avec Zhongce Rubber Group Co., les drones avec DJI, l'Intelligence Artificielle avec SenseTime, ByteDance ou Baidu, les robots industriels, la gestion d'actifs, l'assurance, le machinisme agricole, l'équipement minier, les puces électroniques, la robotique... Nous pourrions multiplier les exemples à l'envi pour illustrer que les entreprises chinoises ont sans doute encore énormément de parts de marché à prendre à l'échelle de l'Asie voire du monde si le conflit larvé avec les Etats-Unis trouve une issue raisonnable.<sup>17</sup>

Leur avance technologique dans plusieurs domaines, celui des batteries lithium-ion par exemple, ou les progrès qu'elle fait encore, apparaît supérieure à celle que leurs cousins japonais détenaient à la fin des années 1980, ce alors qu'ils n'ont pas encore évincé réellement leurs compétiteurs, bien au contraire. S'il n'y a pas d'entraves trop fortes à la libre-circulation des biens dans le futur, le potentiel chinois semble alors bien loin d'avoir été épuisé. Et l'alignement des agendas industriels et technologiques sur celui des autorités chinoises, qui visent l'autonomie totale dans certains secteurs, notamment les semi-conducteurs, ajoute à la probabilité qu'une bonne part de ces développements soient menés à bien.

Dernier sceau à lever : l'immobilier. Là encore, les autorités semblent avoir bien abordé le problème.

## Un dernier frein : l'immobilier ou la croissance pour les nuls

Ce potentiel non saturé de redressement industriel suffira-t-il à compenser les effets négatifs de la dépression immobilière ? Nous le pensons. Pour rappel, les secteurs de la promotion et de la construction immobilières offrent des gains de PIB massifs, rapides et quasi mécaniques. Voilà qui a de quoi plaire à n'importe quel dirigeant politique, de quelque bord qu'il se trouve, d'autant que des infrastructures récentes contribuent toutes choses égales par ailleurs à renforcer la productivité de l'ensemble des agents économiques qui les utilisent. A l'inverse, leur reflux pénalise assez vite la croissance en soi, sans compter que la décrue des prix des logements, bien que le parc ne progresse plus, affecte l'effet richesse et in fine, la consommation des ménages.

Le système de développement en Chine après le départ de Deng Xiao Ping a en grande partie reposé sur ce boom de l'immobilier, alimenté par l'exode rural massif de populations croissant à un rythme élevé et s'enrichissant, avec la création d'une vaste classe moyenne de quelque 300 millions d'individus au minimum.<sup>17</sup> Le cercle vertueux ainsi généré a des effets magiques... jusqu'à ce qu'il s'enraye et se

<sup>17</sup> Source : Mirova, Avril 2025



corrompt en dérivant vers un cercle vicieux où les décès libèrent des logements dont la génération suivante n'a pas besoin dans les mêmes proportions, créant chute des prix, impayés et créances douteuses dans les bilans bancaires. La Chine a selon nous eu une approche assez pragmatique du problème, plutôt que de recourir à l'immigration de masse pour soutenir les prix, ou d'offrir des stimuli publics à l'acquisition de logements, qui auraient pu avoir leur logique, ses autorités ont choisi de lisser la chute, de laisser certains acteurs s'effondrer et de purger le segment en amortissant le choc pour éviter de détériorer l'effet richesse.

## Conclusion : la Chine de 2025 n'est pas le Japon des années 1990

La Chine affronte des menaces peu ou prou similaires à celle qu'a dû encaisser le Japon à la fin des années 1980 et au début des années 1990 ; pourtant, ses autorités et ses industriels ont su se donner les moyens de ne pas connaître le même sort terrible d'atonie économique prolongée, grâce à des choix qui nous paraissent judicieux pour partir, et « grâce » aussi aux déséquilibres qu'a introduits Mao et qu'a corrigés Deng Xia Ping.

Le grand bond en avant économique qu'a accompli la Chine depuis le mandat de ce dernier ne devrait donc pas se terminer dans un marasme : l'émergence de capacités industrielles, de percées technologiques et de réseaux d'accès aux ressources naturelles assurent que les vents contraires du déclin démographique et de la tension sur l'effet richesse, via l'immobilier, qui en découle devrait permettre d'entamer une période de croissance certes moins dynamique, mais toujours satisfaisante. D'éventuels trous d'air pourraient se voir corriger aisément par des épisodes de relance keynésienne ponctuels.

Un avenir rose semble donc se dessiner... à moins que les Etats-Unis, conscients de se voir concurrencer sur le cœur des domaines qu'ils entendent dominer – IA, robotique, défense – ne décident de fermer l'Occident à la Chine. C'est d'ailleurs aussi cela qui se joue sur le front ukrainien : la délimitation de la sphère d'influence chinoise.



# Synthèse



























## Vues de marchés

	Résumé			
CLASSES D'ACTIFS	VUE MOYEN TERME	VUE MOIS PRÉCÉDENT	VARIATION MENSUELLE	COMMENTAIRES
ACTIONS			↓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Environnement extrêmement volatil lié au contexte géopolitique et à l'intensification de la guerre commerciale.</li> <li>Approche flexible en termes d'exposition.</li> </ul>
CRÉDIT			=	<ul style="list-style-type: none"> <li>Portage non négligeable avec une duration faible.</li> <li>Préférence pour l'IG vs HY compte tenu de la dégradation du contexte macro/marché</li> </ul>
DURATION			=	<ul style="list-style-type: none"> <li>Léger long duration au global et préférence pour les taux courts.</li> <li>Poursuite du mouvement de pentification de part et d'autre de l'Atlantique.</li> </ul>
CASH			↑	<ul style="list-style-type: none"> <li>Préférence pour le cash en euros.</li> </ul>

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

ACTIONS				
CLASSES D'ACTIFS	VUE MOYEN TERME	VUE MOIS PRÉCÉDENT	VARIATION MENSUELLE	COMMENTAIRES
US			=	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nette détérioration du mix croissance/inflation liée à la politique tarifaire de Trump. Valorisation encore défavorable. Dynamique bénéficiaire négative</li> <li>Flexible, en attente de catalyseurs clairs (Fed put, Trump put, baisse d'impôts, etc...) pour être plus constructif.</li> </ul>
EURO			=	<ul style="list-style-type: none"> <li>Incertitudes liées à la guerre commerciale contrebalancées par le plan de relance budgétaire allemand, poursuite de la baisse des taux BCE, valorisation et positionnement toujours attractifs en relatif.</li> </ul>
ROYAUME-UNI			=	<ul style="list-style-type: none"> <li>Biais défensif et rendement élevé.</li> </ul>
JAPON			=	<ul style="list-style-type: none"> <li>Les droits de douane américains à l'encontre du Japon pourraient être négociés rapidement pour mettre la pression sur la Chine</li> <li>La hausse du yen est pénalisante pour les attentes de BPA</li> </ul>
MARCHÉS ÉMERGENTS			=	<ul style="list-style-type: none"> <li>En positif, amélioration des conditions financières (dépréciation du dollar...), recherche de diversification géographique et exposition au plan de relance chinois.</li> <li>En négatif, risque lié aux tarifs douaniers américains.</li> </ul>
CROISSANCE VS. VALUE			=	<ul style="list-style-type: none"> <li>Positionnement <i>barbell</i><sup>18</sup> constitué à la fois de sociétés à forte croissance (techno, santé, etc...) et de sociétés décotées (banques, telecom, utilities...).</li> <li>Au global, préférence maintenue pour les sociétés <i>value</i> dont la dynamique de révision de bénéfices est positive.</li> </ul>
QUALITÉ VS. VOLATILITÉ ÉLEVÉE			=	<ul style="list-style-type: none"> <li>Maintien d'une surpondération des thématiques qualité/<i>low vol</i> dans un contexte de détérioration de la visibilité sur le cycle macro.</li> </ul>
PETITES VS. LARGES CAPITALISATIONS			=	<ul style="list-style-type: none"> <li>Valorisation des petites capitalisations attractive en relatif (vs large, vs historique et conjoncture macro). Dynamique de flux encore poussive.</li> <li>Toujours une préférence pour les small cap allemandes</li> </ul>
CYCLIQUE VS. DÉFENSIF			=	<ul style="list-style-type: none"> <li>Positionnement équilibré. Facteurs favorables pour les cycliques européennes (plan d'infrastructure allemand, potentiel cessez le feu Ukraine, plan de relance chinois, etc...).</li> <li>Valorisation de certains secteurs défensifs demeure attractif en relatif (santé).</li> </ul>

<sup>18</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.

CREDIT				
CLASSES D'ACTIFS	VUE MOYEN TERME	VUE MOIS PRÉCÉDENT	VARIATION MENSUELLE	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			=	<ul style="list-style-type: none"> <li>Préférence pour le HY EUR en termes de valorisation.</li> <li>Les spreads sont en phase de décompression alors que les craintes de récession ont augmenté.</li> <li>Convexité moins favorable, risque de refinancement potentiellement sous-estimé.</li> </ul>
INVESTMENT GRADE EURO			=	<ul style="list-style-type: none"> <li>Actifs de qualité à prix raisonnable.</li> <li>Poursuite de la baisse des taux BCE, risque bancaire relativement faible.</li> </ul>
HIGH YIELD EURO			↓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dynamique de flux et contexte de marché moins favorables.</li> <li>Ratio de Sharpe du HY Euro inférieur à celui de l'IG sur les prochains mois</li> </ul>
DURATION				
2 ANS US			=	<ul style="list-style-type: none"> <li>Détérioration du mix croissance/inflation liée à la politique tarifaire de Trump.</li> <li>Attentisme de la Fed</li> </ul>
10 ANS US			=	<ul style="list-style-type: none"> <li>Risque de crise de confiance dans le caractère refuge des Treasuries et pression à la hausse sur la prime de terme dans un contexte de défiance vis-à-vis des actifs américains</li> <li>Intervention de la Fed en cas de hausse trop marquée</li> </ul>
2 ANS ALLEMAND			=	<ul style="list-style-type: none"> <li>Poursuite du mouvement de désinflation.</li> <li>Les annonces de relance budgétaire ne compenseront pas à court terme les potentiels effets récessifs de la guerre commerciale.</li> <li>La BCE devrait converger vers un taux terminal égal à 1,75 %.</li> </ul>
10 ANS ALLEMAND			=	<ul style="list-style-type: none"> <li>Le Bund est désormais perçu comme un possible substitut au T-Bond comme actif refuge</li> <li>Poursuite du mouvement de pentification de la courbe.</li> </ul>
DETTE PÉRIPHÉRIQUE EUROPE			=	<ul style="list-style-type: none"> <li>Légère surpondération maintenue. Le portage demeure correct.</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			=	<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			↓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hausse du risque sur cette classe d'actifs</li> </ul>
CASH				
TAUX DE CHANGE EUR/USD			=	<ul style="list-style-type: none"> <li>Contexte géopolitique incertain et manque de visibilité liée à la guerre commerciale.</li> </ul>



## Contributeurs



**DAVID BELLOC, CFA**

Portfolio Manager,  
Strategist



**HERVÉ GUEZ**

Deputy General Manager  
Listed Assets BU Head



**BERTRAND ROCHER**

Co-Head Of Fixed  
Income



**JENS PEERS**

US Chief Investment  
Officer

## COMITÉ ÉDITORIAL

**David Belloc, CFA**, Portfolio Manager, Strategist ;

**Marc Briand**, Co-Head of Fixed Income ; **Isabelle De Gavoty**, Thematic Equity Director ;

**Hervé Guez**, Deputy General Manager , Listed Assets BU Head ; **Jens Peers**, CFA, CIO Sustainable Equity ;

**Bertrand Rocher**, Co-Head of Fixed Income

Ne manquez pas les prochaines  
publications de Mirova

[→ Inscrivez-vous ici](#)

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.

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.

Document non contractuel, rédigé en avril 2025.

## 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, telles 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, diversifié, infrastructures de transition énergétique, capital naturel et private equity conçues pour les investisseurs institutionnels, les plateformes de distribution et les investisseurs particuliers en Europe, Amérique du Nord et Asie-Pacifique. Mirova et ses sociétés affiliées comptaient 32 milliards d'euros d'actifs sous gestion au 31 mars 2025. Mirova est une entreprise à mission, labellisée B Corp\*.

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

### MIROVA

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

### NATIXIS INVESTMENT MANAGERS

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

### MIROVA US

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

### MIROVA KENYA LIMITED

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