



mirova

Creating Sustainable Value

**BILAN & PERSPECTIVES
MARCHÉS MENSUEL**

Mai 2026

mirova

en bref

Faits marquants – Avril 2026

Iran : Ni guerre ni paix, conflit marqué par des annonces de cessez-le-feu, mais sans résolution claire. Blocage toujours effectif du détroit d'Ormuz.

Marchés : Fort rebond des indices, portés par les investissements dans l'IA et les bons résultats des entreprises : le S&P 500 gagne 10,5 %.

Banques centrales : Face à la hausse des prix de l'énergie et une crainte de voir monter les anticipations d'inflation, les banques centrales adoptent un discours plus *hawkish*. La BCE ouvre la voie à une hausse de taux en juin.

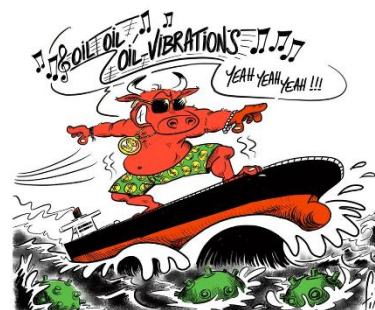
Chiffre du mois¹

+ 38 %

Hausse de l'indice des semi-conducteurs américains en avril. Meilleure performance mensuelle depuis février 2000.

Perspectives macro

- **Iran** : La question est de savoir quand la situation deviendra suffisamment intenable pour les 2 parties pour les pousser à faire des concessions. En attendant, le choc énergétique se prolonge et pèse sur la croissance mondiale.
- **Etats-Unis** : L'inflation *headline* atteint 3,8 %, mais pas de contagion ni de boucle salaire-prix à ce stade. La Fed surveille le marché de l'emploi, qui continue de prouver sa résilience.
- **Zone euro** : L'exposition européenne au choc énergétique commence à se ressentir. Les indicateurs d'activité ralentissent et la confiance des ménages se détériore. La BCE surveille un potentiel choc *stagflationiste*.
- **Chine** : Le géant confirme son avance dans des secteurs industriels stratégiques.



The Long view

Le Royaume-Uni à Gilt ou double

- Le Royaume-Uni a refusé d'adopter la monnaie unique il y a plus de trente ans
- Cette autonomie monétaire a des atouts, lesquels ont aussi un coût que renchérit la crise d'Ormuz
- Combinée à la recomposition du paysage électoral britannique en cours, la pression des taux sur le pays va le contraindre à se réformer

¹Source : Bloomberg, avril 2026.



Cache-cache avec la paix

Le mois d'avril a débuté dans le bruit et la fureur, avec une intensification du conflit entre l'Iran et les Etats-Unis et des répercussions immédiates sur le cours du pétrole. Le scénario d'un choc stagflationniste¹ s'instille alors dans tous les esprits, et particulièrement dans ceux des gouverneurs des banques centrales.

Le huit avril, le ton change, avec un accord de cessez-le-feu fixé pour une durée de deux semaines – le temps de trouver une issue au conflit. Le Pakistan abrite les négociations, et les responsables américains et iraniens passent le mois à s'y rendre, s'y croiser, annuler leur venue... Le cessez-le-feu se prolonge, mais point d'accord de paix en vue. Les Etats-Unis instaurent au contraire un blocus naval pour les pétroliers iraniens, tandis que la République islamique maintient son blocage du détroit d'Ormuz, empêchant le passage des navires et l'acheminement de pétrole et de gaz.

L'hypothèse d'une intervention au sol des Etats-Unis – scénario extrême – s'est donc éloignée au cours du mois, mais la perspective d'un retour à la paix paraît elle aussi lointaine. L'Iran ne manifeste pas l'intention de renoncer à l'enrichissement de l'uranium et démontre sa capacité de nuisance à l'échelle mondiale.

Face au conflit qui s'est installé, les marchés ont choisi de voir les avancées positives du mois. Ils ont joué pleinement la désescalade, même si celle-ci demeure laborieuse, pour ne pas dire chaotique. Le véritable tournant, désormais, viendrait d'une réouverture du détroit d'Ormuz. L'Iran y semble peu enclin mais, à mesure que la guerre dure, la situation devient de plus en plus intenable pour le pays comme pour les Etats-Unis. L'un se voit privé de sa manne pétrolière tandis que, chez l'autre, la hausse du gallon d'essence à 4,5 \$ et le mécontentement des électeurs commencent à peser.



Sources : Mirova, Bloomberg.

¹ **Stagflation** : situation économique d'un pays caractérisée par la stagnation de l'activité, de la production, et par l'inflation des prix.

Rallye actions

Jouer l'optimisme, telle est donc la voie choisie par les investisseurs à partir du sept avril. Les indices ont connu une belle trajectoire haussière, trouvant, de plus, dans la seconde partie du mois un fort soutien grâce aux publications de résultats. Les deux-tiers de la cote américaine ont déjà publié leurs résultats, très solides. La thématique de l'IA continue de porter les marchés et les sociétés, comme le démontrent les hausses de chiffres d'affaires, de marges et les relèvements des anticipations de bénéfices. Le S&P 500² a enregistré une progression de 10,5 % sur le mois. Elle semblerait presque modeste par rapport à l'incroyable poussée de l'indice américain des semi-conducteurs : + 38 %, meilleure performance mensuelle depuis février 2000. En revanche, les secteurs des loisirs, du luxe et de la consommation discrétionnaire en général ont souffert.

En Europe, la hausse a été plus mesurée, + 5,6 % pour le Stoxx Europe 600³, en sous-performance relative par rapport au reste du monde. L'Europe est en effet plus exposée aux répercussions de la crise énergétique, induisant de vives craintes d'un rebond de l'inflation dans un contexte de croissance quasi-atone.

La vision se fait optimiste également chez les émergents, dont les indices gagnent 14,7 %, meilleure performance mensuelle depuis 2009. Ici, c'est le repli sur les taux dans un premier temps et la baisse du dollar que les marchés ont perçus favorablement sur fond de baisse généralisée de l'aversion au risque. Le billet vert a perdu en effet 2 % face à un panier de devises et face à l'euro. A noter également, un repli de 3 % de l'or.

Ces évolutions ont témoigné d'un retour du *risk-on* sur les marchés. Les investisseurs choisissent de se concentrer sur la bonne nouvelle que représente le fragile cessez-le-feu au Moyen-Orient et applaudissent les résultats des entreprises, notamment celles bénéficiant des investissements IA.

Les banques centrales froncent les sourcils

La lecture des marchés obligataires introduit une grande différence à celle des marchés actions. Ils restent préoccupés par la persistance du choc énergétique et les perspectives d'une dégradation des anticipations d'inflation de la part des acteurs privés. L'inflation headline⁴ s'inscrit en progression ; elle se monte à 3,3 % aux Etats-Unis en avril (3.8% en mai) et autour de 3 % en Europe. Il s'agit de la plus forte progression mensuelle depuis juin 2022 et les effets de la guerre en Ukraine. Les taux souverains se sont tendus en avril, pour flirter avec de nouveaux sommets : 3,11 % pour le Bund allemand, plus haut niveau depuis 2011 ; 4,37 % pour le Treasury américain à 10 ans qui connaît une progression continue ; 2,5 % pour le 10 ans japonais ; 5,07 % pour le Gilt UK 10 ans (voir The Long View : « Le Royaume Uni à Gilt ou double », ci-après).

Face aux répercussions stagflationnistes du conflit, les banques centrales ont changé de ton pour adopter un discours plus *hawkish*, même si les taux directeurs demeurent inchangés pour le moment. La BCE a implicitement validé le principe d'une hausse de taux en juin. Une action à visée préventive, afin d'éviter un emballement des anticipations d'inflation, alors que le marché obligataire subit encore le traumatisme des conséquences de la guerre en Ukraine en 2022.

Sources : Mirova, Bloomberg.

² S&P 500 (Standard & Poor's 500) : Indice boursier basé sur 500 grandes sociétés cotées sur les bourses aux États-Unis.

³ STOXX Europe 600 ou STOXX 600 : Indice boursier composé de 600 des principales capitalisations boursières européennes.

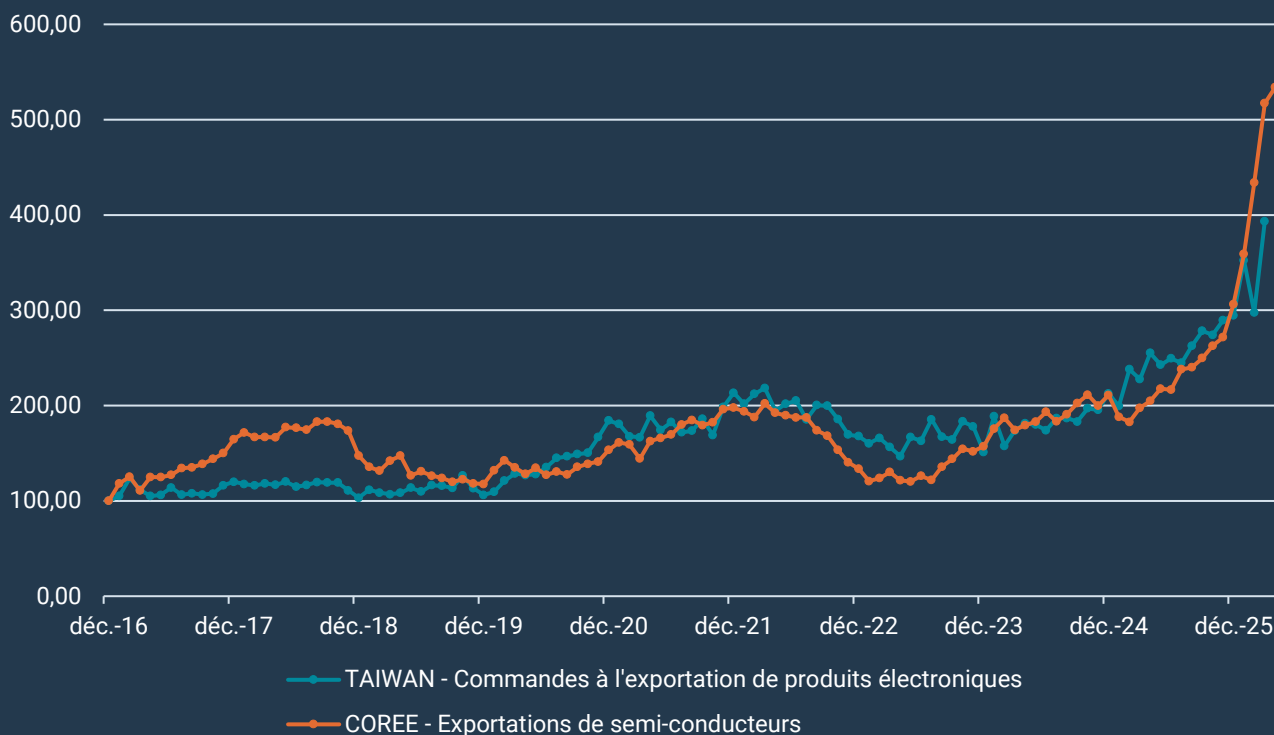
⁴ Inflation headline (ou inflation globale) : désigne le taux d'inflation mesuré sur l'ensemble des prix à la consommation, incluant tous les postes du panier, notamment ceux très volatils comme l'énergie et les produits alimentaires.



La dichotomie entre les marchés actions et obligataires semble donc actée, face à une guerre peu lisible.

Graphique du mois

Corée et Taiwan - cycle de l'électronique
(base 100 : décembre 2016 - en valeur et en devises locales)



Source : Bloomberg.



Bilan et perspectives macro

Après plus de deux mois de conflit, le détroit d'Ormuz reste bloqué et le scénario d'une crise énergétique transitoire s'éloigne. Se dirige-t-on pour autant vers une reprise des hostilités avec opérations terrestres voire bombardements des infrastructures pétrolières et civiles ? Le coût semble trop élevé pour chacune des deux parties à ce stade. Pendant ce temps l'inflation headline grimpe, mais sans contagion à ce stade sur l'inflation sous-jacente. Les banques centrales surveillent de près cette donnée, qui pourraient abandonner leur position attentiste et agir de manière préventive. Reste à voir combien de temps le marché s'accommodera de cette situation.

États-Unis : encore eux qui tirent leur épingle du jeu

Les Etats-Unis parviennent à décrocher 2 % de croissance de leur PIB sur le premier trimestre en rythme annualisé, en rebond par rapport au +0,5% du T4 de l'année passée (lui-même biaisé par le *shutdown*). Malgré le conflit au Moyen-Orient et les pressions inflationnistes. Il est vrai que les dépenses fédérales, notamment de défense s'y trouvent pour quelque chose, avec une contribution de 0,7 point, sans oublier les effets du Big Beautiful Bill⁵, qui injecte près de 100 milliards de dollars dans l'économie au T1-T2 au travers de remboursements fiscaux et transferts exceptionnels.

Dans l'investissement privé, la situation apparaît plus nuancée hors équipements informatiques, logiciels infrastructures liées à l'IA.

La consommation des ménages tient (+1,6 % en rythme annualisé au T1), mais surtout grâce à la consommation d'essence en mars, dopée par la hausse des prix de l'énergie. Hors énergie, la consommation ressort plus modérée d'autant plus que les ménages les plus aisés apportent une contribution marquée. La soutenabilité de la consommation US sera à suivre de près à mesure que le soutien budgétaire va s'estomper.

Solidité également sur le marché du travail, avec 178 000 créations d'emplois en mars et un niveau faible d'inscriptions au chômage. La logique *no hire – no fire* (pas d'embauche, pas de licenciement) domine. Les hausses de salaire se montrent raisonnables, ne suscitant pas d'inquiétude sur une possible boucle salaire-prix, point important aux yeux de la Réserve fédérale⁶, à un moment où l'inflation s'affiche en progression. En parallèle le ralentissement de l'immigration abaisse mécaniquement le break-even d'emploi.

L'inflation CPI *headline* ressort à 3,8 % en avril, contre 3,3% en mars et 2,4 % en février – soit une hausse d'un point et demi en deux mois, sous l'effet de l'énergie.

L'inflation Core CPI reste à 2.8 %, et le Core PCE légèrement supérieur à 3%. Les effets de second tour demeurent très limités à ce stade.

La Fed a maintenu ses taux inchangés lors de sa réunion de fin avril, mais avec un FOMC plus divisé qu'auparavant. Trois dissensions *hawkish* ont émergé en plus de la dissension habituelle de Miran, qui

Sources : Mirova, Bloomberg.

⁵ **Big Beautiful Bill** : loi de réconciliation budgétaire américaine adoptée en 2025 sous l'administration Trump.

⁶ **Réserve fédérale (Fed)** : Banque centrale des États-Unis.



plaide pour des baisses, traduisant un changement de ton sur la perception de l'inflation dans la communication officielle. Aussi Jerome Powell, en fin de mandat, se dit-il prêt à rester en tant que gouverneur jusqu'en 2028, écartant de facto Miran et garantissant une certaine indépendance vis-à-vis de Trump. Warsh, confirmé par le Sénat, prendra la présidence le 15 mai. Il a annoncé sa volonté de supprimer la forward guidance – une nouveauté qui pourrait créer de l'incertitude même si cela reste à confirmer.

Notre vue sur la Fed reste celle d'un statu quo, à priori jusqu'à la fin de l'année. Mais les risques ressortent désormais plus symétriques qu'en début d'année.

Zone euro sous surveillance active

En Europe, le PIB ne progresse que de 0,1 % sur le trimestre, ou de 0,2% hors effet Irlande. L'Espagne caracole toujours en tête, la France stagne. L'Allemagne commence à profiter de son plan de relance, avec 0,3 % de croissance. Parmi les mauvaises nouvelles, le décrochage des services : le PMI services demeure sous la barre des 50, avec une composante emploi négative. L'indice manufacturier reste artificiellement au-dessus de ce seuil critique grâce au stockage préventif causé par la guerre en Iran, les entreprises anticipant un allongement des délais de livraison, voire des ruptures au niveau des chaînes d'approvisionnement.

Le conflit pèse sur le moral des entreprises et des ménages. Leur confiance retrouve des niveaux similaires à avril 2022, au moment de la guerre en Ukraine. En Allemagne, le climat des affaires a rechuté malgré le plan Merz. L'inflation alimente les inquiétudes avec la plus forte hausse mensuelle de la composante headline depuis juin 2022. Aussi observons-nous un début de désencrage dans les enquêtes (4% à horizon 1 an) même si l'inflation reste pour l'instant une inflation de prix de biens et d'énergie, sans réel impact sur l'inflation sous-jacente.

Quoi qu'il en soit, la BCE semble préoccupée. L'épisode 2022 et sa réaction tardive de l'époque la marquent encore : elle pourrait avoir tendance à surréagir afin d'ancrer les anticipations d'inflation, Une hausse préventive en juin reste possible. Le marché anticipe désormais jusqu'à trois hausses de taux d'ici fin 2026 – ce qui nous paraît clairement excessif. La transmission de cette inflation énergétique aux salaires reste limitée et la croissance trop faible.

La Chine prépare l'avenir

Evidemment, le blocage du détroit d'Ormuz et le conflit en Iran constituent un problème pour la Chine, importateur de pétrole iranien. Mais ce conflit représente aussi une validation de la stratégie économique chinoise sur le long terme. Il va en effet contribuer à accélérer l'électrification des pays, or la Chine possède sur ce segment une nette avance. Sans compter que toute démarche en faveur de l'électrification constitue également une perte d'influence et de dépendance aux pétrodollars – et donc aux Etats-Unis. De quoi réjouir son rival asiatique.

La pénétration des produits chinois devrait encore accélérer, comme on a pu le voir avec les véhicules électriques et hybrides. Il ne s'agit pas d'une bonne nouvelle pour l'Europe, d'autant que la Chine profite de la maîtrise de toutes ses chaînes d'approvisionnement, notamment en matières premières stratégiques. Une difficulté à laquelle l'Europe va devoir se heurter, à l'heure de développer des stratégies économiques souveraines.

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 reste de l'Asie demeure très vulnérable au choc énergétique, notamment le Japon, la Corée et l'Asie du Sud-Est. Ils sont exposés aux importations de énergétiques comme aux perturbations du commerce mondial. Pour le moment le momentum IA prend néanmoins largement le dessus.

FOCUS - Saison de résultats : un premier trimestre exceptionnel aux Etats-Unis

La saison des résultats du premier trimestre a constitué l'élément central pour les marchés actions américains en avril/mai. Les attentes étaient élevées, à des niveaux plus vus depuis 2021 pour un début de saison : le consensus anticipait en effet une croissance des bénéfices de 12 % sur une année glissante. A ce stade, près des deux tiers des sociétés ont publié leurs résultats et le taux de surprise positive effleure un plus haut historique, de même concernant les chiffres d'affaires.

La croissance des bénéfices du S&P 500 devrait s'accélérer autour de 25 % au T1, contre 13,4 % au T4 2025. C'est probablement la croissance la plus forte depuis 2004 – soit en 20 ans – si l'on exclut quelques épisodes très particuliers, parmi lesquels les rebonds post-Covid, les baisses d'impôts Trump 2018, la séquence post-crise financière 2008-2009. Aussi, fait notable, pour la première fois depuis quatre ans, les onze secteurs du S&P 500 affichent-ils une croissance des bénéfices.

Ces résultats démontrent la forte résilience/croissance des marges, notamment dans les secteurs de la technologie (*voir focus sur l'IA*), des semi-conducteurs et des services liés à l'IA, qui ont largement compté dans la performance de plus de 10 % du S&P 500. L'explosion de la performance des semi-conducteurs, + 60 % de fin mars à mi-mai, s'explique notamment par la très forte croissance des bénéfices attendus à horizon 12 mois, + 82 %. La soutenabilité de ce rythme de hausse peut se voir questionnée, mais la problématique reste cantonnée au secteur des semi-conducteurs.

En Europe, les résultats ont été également révisés à la hausse, mais dans des proportions moindres. Alors que la moitié de la cote a publié ses chiffres, la dynamique rappelle celle de 2022 ; les secteurs de la consommation discrétionnaire et de base revoient leurs anticipations à la baisse alors que d'autres secteurs tels que les ressources de base, la technologie ou les banques affichent de fortes performances.

FOCUS - Le cycle IA est-il soutenable ?

La thématique IA constitue le principal driver du rebond des marchés, l'essentiel de la croissance des BPA américains, et – fait nouveau – l'essentiel de la croissance américaine elle-même. Les sociétés liées à la chaîne de valeur IA contribueront en effet quasiment à hauteur de 50% à la croissance des bénéfices du S&P 500 cette année.

Les estimations du consensus concernant les capex 2026 des cinq plus gros *hyperscalers*⁷ américains sont passées de 546 milliards de dollars début 2026 à 751 milliards aujourd'hui – une révision de 200 milliards en quatre mois et une croissance d'environ 83 % par rapport à 2025. Les investisseurs attendent 1 500 milliards de dollars de capex IA aux États-Unis sur 2026-2027, soit l'équivalent de 5 % du PIB américain !

Sources : Mirova, Bloomberg.

⁷ *Hyperscalers* : Grands fournisseurs de services cloud capables de faire évoluer massivement leurs infrastructures à l'échelle mondiale.



Les questions de soutenabilité méritent d'être posées. La question ne tient pas tant à la demande, qui soutient l'activité, mais à la vitesse à laquelle les entreprises vont pouvoir y répondre et celle à laquelle le marché va valoriser ces activités.

En termes de P/E⁸, la tech américaine se traite à environ 24 fois les bénéfices attendus à 12 mois, contre un pic à 32 à l'automne dernier (vs 50 en l'an 2000), en ligne finalement avec la moyenne historique longue.

En termes de P/Free Cash Flow⁹ par contre, les ratios ressortent nettement plus élevés, d'où les interrogations du marché quant à la capacité des entreprises du secteur à monétiser rapidement leurs investissements. Les acteurs disposant de la plus forte génération de cash (Amazon, Alphabet) sont privilégiés au détriment de ceux qui doivent davantage s'endetter (Meta).

Les sociétés vont également se trouver confrontées à la limite « physique » du développement de l'IA. Il faut deux ans en moyenne pour construire un data center, et trois ans ensuite pour le connecter au réseau électrique. Les puces de calculs, les puces mémoires, les réseaux électriques, l'énergie, peuvent constituer autant de goulots d'étranglement. Pour preuve, le fabricant TSMC évoque une demande déjà trois fois supérieure à ses capacités de production sur certaines puces de calcul. Quant aux capacités de mémoire, elles sont réservées jusqu'en 2029 chez certains acteurs.

La vitesse d'intégration de l'IA dans tous les pans de l'économie ne représentera donc pas seulement une affaire de cash-flow et de capex, mais aussi d'infrastructures.

À l'inverse, les softwares ont perdu environ 30 % depuis le début d'année, sous l'effet de la sortie des nouveaux agents Anthropic et de flux de hedge funds short sur la thématique. Nous pensons que ces niveaux pourront constituer un point d'entrée intéressant dans le courant de l'année 2026 : certaines de ces sociétés connaissent mieux les besoins clients que les hyperscalers et bénéficient de franchises de conformité et cybersécurité que leurs clients ne devraient pas se montrer prêts à abandonner.

FOCUS : Crédit privé : la purge se matérialise, sans contagion

Dans un environnement marqué par une remontée des taux longs, des conditions financières plus restrictives et une volatilité accrue, le crédit privé reste sous surveillance. Ce segment a connu une croissance forte ces dernières années, à la faveur d'un retrait des acteurs bancaires traditionnels sur ces activités de financement et d'une recherche de rendement des investisseurs.

Le retour des instabilités géopolitiques a conduit les investisseurs à plus de sélectivité, tandis que la remontée des taux souverains et l'élargissement des spreads¹⁰ entraînent progressivement une réévaluation des actifs les moins liquides. Nous n'estimons pas faire face à un risque systémique, comme en 2008. Néanmoins, les fragilités se révèlent plus profondes qu'envisagé au début de la crise.

Les mouvements de sortie sont bel et bien là : les demandes de sortie sur les BDC (Business Development Companies) non cotés ont atteint 12 % au premier trimestre ; cela représente près de 50 % en rythme annualisé. À l'inverse, les flux entrants dégringolent : - 50 % par rapport à 2025. Les BDC souffrent maintenant d'une décote de 20 %. Nous faisons face à un *fund run*, qui pourrait encore se poursuivre quelques mois, avant une stabilisation.

Sources : Mirova, Bloomberg.

⁸ P/E (Price-to-Earnings) : ratio de valorisation qui divise le cours de l'action par le bénéfice net par action.

⁹ P/FCF (Price-to-Free Cash Flow) : ratio de valorisation qui compare la capitalisation boursière d'une entreprise à ses flux de trésorerie disponibles.

¹⁰ Spread : différence de prix entre le cours d'achat et le cours de vente coté pour un actif.



Le software constitue l'un des secteurs les plus touchés. Il représenterait 23 % du marché du crédit privé – voire 26 % pour les 10 plus grands prêteurs. Derrière cette concentration se trouvent des niveaux de leviers élevés, souvent entre huit et dix fois l'EBITDA¹¹. Certains gérants alertent sur les risques de taux de défaut, ils anticipent jusqu'à 15 % de défaut sur la période 2027-2029. Ils estiment que les taux de recouvrement seraient très faibles, de 0 à 30 cents par dollar. Les faillites software sont structurellement très destructrices de valeur, soit des pertes potentielles de 70 à 100 % sur les prêts directs concernés.

Le risque de crise systémique apparaît cependant circonscrit. L'exposition des banques au crédit privé évolue autour de 3 % de leur encours, et les établissements bénéficient de mécanismes de protection en première perte et de taux de couvertures conservateurs. Cependant, certaines banques disposent de montants en crédit privés plus élevés que ce que le marché estimait, à l'instar de BNP Paribas, qui se situerait sur un seuil de 4 %. Sans être menaçant, ce montant n'a rien de négligeable. La cartographie des risques liés au crédit privé demeure donc imparfaite et pourrait révéler encore quelques surprises, notamment chez les assureurs états-unis.

La purge se poursuit donc, et nous la voyons comme une douloureuse mais sans doute nécessaire normalisation du marché. Aux Etats-Unis, si le taux défaut privé atteignait 10 %, cela coûterait 0,4 % à 0,5 point de PIB¹². Un impact réel, mais sans commune mesure avec les chiffres des dernières grandes récessions.

Sources : Mirova, Bloomberg.

¹¹ **EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)** : indicateur financier mesurant la rentabilité opérationnelle d'une entreprise avant prise en compte des charges financières, fiscales et d'amortissement.

¹² **PIB (Produit Intérieur Brut)** : valeur totale des biens et services produits dans un pays au cours d'une période donnée, généralement une année.



The Long View

Le Royaume-Uni à Gilt ou double

A bien des égards, les marchés paraissent n'avoir que dédain pour la crise d'Ormuz malgré ses conséquences catastrophiques si elle se prolongeait au-delà de l'été. Cela n'apparaît toutefois pas si vrai des marchés obligataires, qui pour leur part, ont vraiment reflété l'ampleur des événements, notamment via les taux courts. C'est particulièrement le cas des taux britanniques.

Back to black Wednesday?

Mercredi 16 septembre 1992 : après avoir la veille assuré que la Livre Sterling ne sortirait bien sûr pas du Système Monétaire Européen (SME), John Major, premier ministre de sa Gracieuse Majesté, annonce que finalement, il fallait bel et bien suspendre la participation de la monnaie britannique audit SME, qu'elle ne réintègrera plus.

Ce Black Wednesday allait faire connaître George Soros du grand public, car les structures de ce financier très inspiré avaient attaqué frontalement la Banque d'Angleterre (Bank of England – BoE) avec une audace inouïe, et surtout, payante. Cette sortie a entraîné des conséquences nombreuses dans le temps.

- Elle a dissuadé les autorités britanniques de rejoindre l'Union Economique et Monétaire (UEM), en clair, de rejoindre la future zone Euro : si les Britanniques malgré une coûteuse politique d'interventions massives sur les marchés des changes n'avaient pas su empêcher la Livre Sterling de se faire expulser du SME, qui prévoyait pourtant des marges de manœuvre pour les parités intra-monnaies, à quoi bon l'inclure dans une monnaie unique qui constituait après tout une sorte de super-SME, en plus rigide ? L'argument revêtait du sens pour une économie ouverte comme celle du Royaume-Uni et dont l'industrie, par ailleurs encore en convalescence après sa violente crise de la fin des années 1960 et des années 1970, n'avait guère d'intérêt à voir les parités se figer pour toujours avec la monnaie du rival allemand, plus productif alors ;
- Elle a aidé, après la récession ayant suivi la première guerre du Golfe, au redressement de l'économie britannique du milieu des années 1990, dont la vitesse a surpris favorablement, grâce à la flexibilité recouvrée par les autorités britanniques en matière de taux d'intérêts et de taux de change, renforçant la compétitivité industrielle du pays et ses exportations quand l'Europe continentale mettait plus de temps à purger les effets de ladite récession ainsi que des ajustements induits par la réunification allemande et l'alignement des parités sur ce qui allait devenir l'Euro ;
- Elle a peu à peu sapé l'autorité du gouvernement conservateur de M. Major, devant affronter nombre de dissensions internes l'affaiblissant, malgré des succès notables sur le dossier nord-irlandais, jusqu'à sa défaite attendue, et cuisante, face au *New Labour* de Tony Blair ;

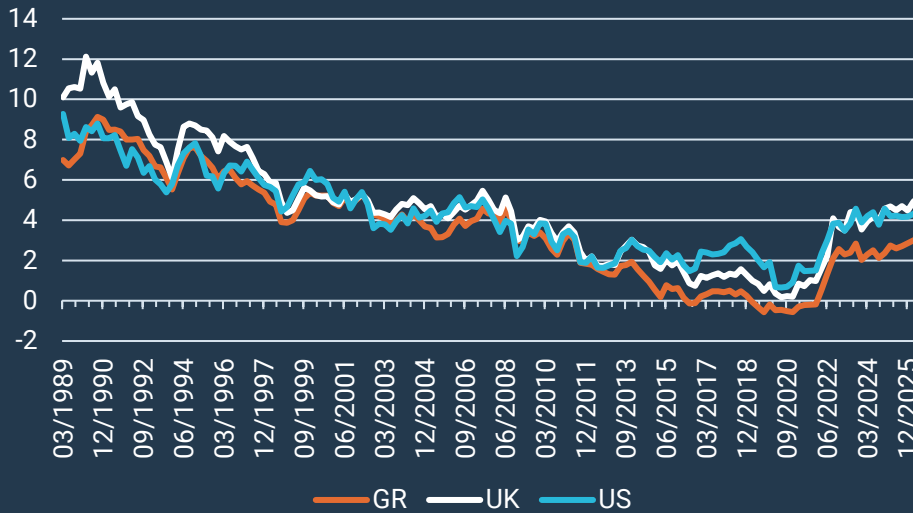
Aujourd'hui, la question, sans doute incongrue aux yeux de beaucoup, tient à la possibilité d'avoir un épisode similaire à ce *Black Wednesday*, alors que les taux britanniques atteignent des niveaux plus vus depuis près de vingt ans, voire près de trente ans s'agissant des taux à trente ans justement. Certes, la Livre ne risque plus de sortir de l'Euro, qui après tout peut se voir comme un système de parités fixes entre 21 monnaies portant toutes le même nom, mais certains des fondamentaux à la base du raid de M. Soros des années 1990 se réunissent à nouveau. Le niveau de change de la devise ne constituerait plus la cible de la spéculation, sinon la dette publique en soi.

Si les taux britanniques sont ceux qui répercutent avec le plus d'ampleur les mouvements induits par la crise en Iran, cela vient aussi de ce que le Royaume-Uni ne peut compter sur quelque Mécanisme



Européen de Stabilité (MES) que ce soit, ni, surtout, sur la garantie implicite, et limitée, d'un gouvernement allemand dont la dette ne représente pas plus de deux tiers de son PIB.

Taux à dix ans allemand, britannique et états-unien, en %

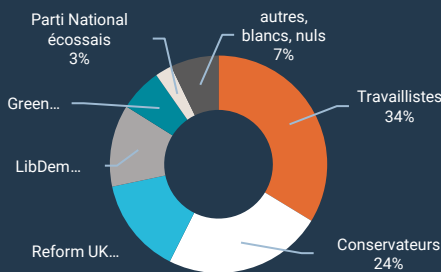


Source : Bloomberg

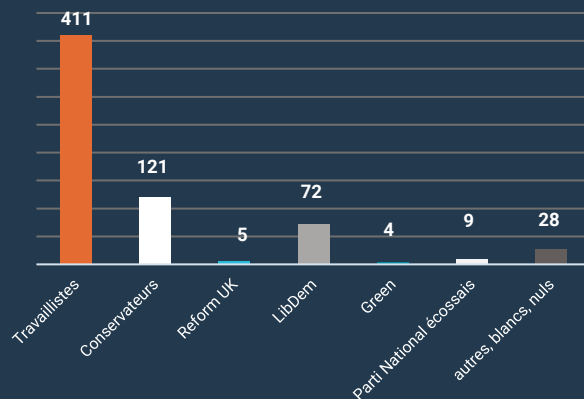
Mr Magic

L'actuelle volatilité sur les taux britanniques ne se réduit pas à la conséquence du refus des Britanniques d'adopter le traité de Maastricht en 1993. D'autres paramètres jouent : d'abord la structure d'approvisionnement en énergie de l'économie britannique, qui l'expose à subir de plein fouet la montée du baril de Brent et les éventuelles pénuries de divers intrants. Ensuite, l'actuelle situation politique du pays avec, tout simplement, l'émergence d'une nouvelle force politique qui vient perturber un régime électoral de facto conçu pour rester bipartisan.

Répartition des votants aux élections législatives de juillet 2024



Sièges à la Chambre des Communes à la suite des élections



Sources : presse, Mirova

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.



En effet, les élections législatives pour la chambre des communes reposent sur le principe du « *winner takes it all* » induit par le scrutin uninominal à un tour. Cela permit en 2024 à Keir Starmer et aux travaillistes d'obtenir une écrasante majorité à la chambre des communes du parlement britannique malgré la faiblesse du nombre de voix - 9,7 millions d'électeurs - s'étant portées sur les travaillistes, grâce à la dispersion des 10,9 millions de voix a priori conservatrices qu'ont dû se partager les Tories d'une part, et *Reform UK* de Nigel Farage, d'autre part. Les LibDems obtinrent 3,5 millions de voix, et le parti vert, environ 1,8 million. M. Starmer a donc réussi à obtenir une majorité écrasante au Parlement sans majorité dans l'électorat, exploit qui le met en situation de faiblesse car il dispose d'une assise électorale beaucoup trop étroite pour prétendre disposer du soutien de la majorité la population. Cela entrave sa capacité à conduire des réformes exigeantes. La logique de la constitution britannique veut à ce stade que les Travaillistes, après une déroute retentissante début mai, proposent un nouveau dirigeant pour le 10 Downing Street. M. Starmer ne pourra vraisemblablement durer autant que M. Major après le Black Wednesday, et il subira sans doute le sort de Mmes Thatcher, May et Truss avant lui. A moins que Andy Burnham ne joue la surenchère, le départ de M. Starmer devrait apaiser les marchés, inquiets de la trajectoire des déficits du pays, mais ne devrait offrir qu'un répit.

Le système électoral britannique, très critiqué en ce moment, présente en effet le défaut de dégager des majorités fragiles quand la représentativité des partis mute. Or, elle mute en ce moment, comme elle avait muté il y a presque cent ans, lorsque le parti Travailliste avait petit à petit pris le pas sur le parti Libéral de Lloyd George ou Asquith, et même, pendant vingt ans, de Churchill. Cette fois, il s'agit pour le parti conservateur de garder sa primauté à la droite de l'échiquier politique, ou de l'abandonner malgré soi à *Reform UK*. L'avenir dira d'ici la fin de la décennie ce qu'il en est, mais dans l'ensemble, les institutions britanniques demeurent solides – elles sont faites pour la durée, et par définition, moins pour les périodes de transition. Dès que l'équilibre politique se stabilisera, elles rejoueront leur rôle. La répétition de premiers ministres, cinq depuis le départ de David Cameron qui avait lancé le référendum sur le maintien dans l'Union Européenne (UE), devrait donc toucher à sa fin d'ici aux prochaines élections législatives, au plus tard en 2029, à moins que M. Starmer ne parvienne, par prestidigitation, à maintenir ses fonctions. La recomposition en cours, selon nous, touchera bientôt à son terme, et permettra à la constitution tacite de ce vieux pays de fonctionner à plein. En attendant, il va lui en falloir passer par une période beaucoup plus austère.

Rehab

La dépendance à la dépense publique a bien diminué depuis le covid au Royaume-Uni, mais le déficit public y demeure important : il s'établit à 4,3 % du PIB l'année budgétaire achevée fin mars 2026 d'après les premières estimations de l'Office National des Statistiques (ONS), contre 5,2 % enregistrés l'année 2024/2025. Les difficultés actuelles pourraient-elles faire replonger le Royaume-Uni ? Alors que le gouvernement de sa majesté Charles doit émettre des montants importants d'obligations pour refinancer ses échéances et les déficits, la question tombe au mauvais moment.

L'augmentation de cette dose de déficits génère trop d'effets délétères à l'heure où les taux britanniques à deux, dix et trente ans atteignent respectivement environ 4,6 %, 5,1 % et 5,8 % au moment où nous achevons de rédiger ce papier, d'autant que la proportion de dettes indexées sur l'inflation et la structure de maturités courtes qu'a favorisées le Debt Management Office (DMO) aboutissent à ce que ces taux se traduisent très vite en déficits marginaux, qui eux-mêmes aboutissent à un besoin de refinancement accrus, toutes choses égales par ailleurs. Le DMO annonce devoir émettre un peu plus de 300Mds£ de papiers cette année, dont environ 85Mds£ de refinancements de Gilt à maturité. En clair, le prochain premier ministre travailliste n'aura guère de temps devant lui et devra dégager des marges budgétaires pour revenir vers une trajectoire de réduction des déficits alors même que le parti vient à peine de connaître une déconvenue électorale majeure et qu'il pâtit de sondages peu favorables. En outre, le retour d'épisodes stagflationnistes représenterait un danger très vite ingérable s'ils duraient deux ou trois ans.

En somme, Travaillistes et Conservateurs, que ces derniers viennent du canal historique ou de chez M. Farage, n'auront probablement guère le choix dans les politiques qu'ils devront mener s'ils disposent

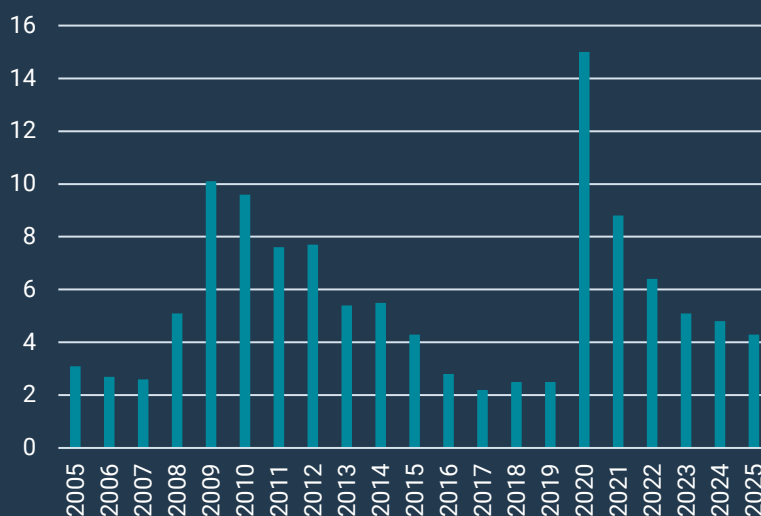
Sources : Mirova, Bloomberg.

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.



du pouvoir, et, nous l'avions déjà écrit lors du départ selon nous inévitable de Mme Truss, elles vont devoir se traduire en des économies budgétaires, avec un coût social parfois douloureux hélas, mais qui sait, peut-être momentané ? Le fameux TINA¹³ de Mme Thatcher semble donc faire son retour, avec ce que cela implique pour la qualité des débats démocratiques au moment même où se recompose l'électorat britannique. Mais la pression que mettent les marchés de taux au DMO ne laisse guère de doutes sur la suite des événements : le Royaume-Uni, de nouveau, doit affronter une phase de remise à plat de ses politiques publiques, comme il a dû le faire déjà si souvent ces cinquante dernières années, avec à chaque fois de bonnes surprises à l'issue de périodes pourtant dures.

Déficits publics britanniques, en pourcentage du PIB



Sources : ONS, Eurostat

Help yourself

Mmes Thatcher et May, MM. Major, Cameron, Johnson et Keir Starmer... tous ces dirigeants ont en commun d'avoir à un moment ou l'autre dû lier, parfois malgré eux, leurs destins à la question de l'intégration européenne, ce que l'irruption de M. Farage, qui a bâti sa carrière sur ce sujet, vient en un sens solder. Le refus d'intégrer l'UEM puis la sortie de l'UE continuent de hanter la vie politique du pays, tout simplement parce que les Britanniques tiennent à leur indépendance mais veulent aussi conserver leur ouverture au monde et que ces deux objectifs louables génèrent des contradictions. L'autonomie politique, désormais actée malgré les tentatives de rapprochements avec l'UE auxquelles procède M. Starmer, présente bien des atouts, comme l'avait montré le rebond économique du milieu des années 1990, mais ils ont un prix, et la crise du détroit d'Ormuz en pleine recomposition politique vient de l'accroître. Cette autonomie a le mérite de responsabiliser les dirigeants britanniques, qui n'ont pas le choix que de résoudre seuls leurs problèmes : dos au mur, les Britanniques ont toujours su réagir. Il nous semble que la phase de résolution des difficultés actuelles se rapproche, après un nouvel épisode de tensions, que des conservateurs ou des travaillistes aient à s'en charger ne nous paraît pas pouvoir modifier ce scénario.

Sources : Mirova, Bloomberg.

¹³ There is no alternative : Mme Thatcher, qui croyait beaucoup dans les théories de l'école autrichienne, considérait qu'il n'y avait d'autre choix que de mener une politique libérale



Synthèse

Vues de marchés

Résumé				
CLASSES D'ACTIFS	VUE MOYEN TERME	VUE MOIS PRÉCÉDENT	VARIATION MENSUELLE	COMMENTAIRES
ACTIONS			=	<ul style="list-style-type: none"> La croissance mondiale reste solide. Néanmoins la guerre en Iran a créé un choc, de type stagflationniste, dont la durée et l'ampleur reste à déterminer. Risk reward peu attractif à court terme
CRÉDIT			=	<ul style="list-style-type: none"> Fondamentaux macro-financiers plutôt résilients (taux de défaut faible, profitabilité des entreprises élevée). Robuste à différents scénarios. Préférence néanmoins pour le crédit IG vs HY.
DURATION			=	<ul style="list-style-type: none"> Léger longduration sur la partie courte. Remontée des points morts d'inflation et hausse des anticipations de taux directeurs avec la hausse brutale des prix de l'énergie. Devrait se normaliser progressivement avec l'impact négatif du conflit iranien sur la croissance plus tard dans l'année ou en cas de réouverture du détroit d'Ormuz.
CASH			=	<ul style="list-style-type: none"> Intérêt défensif du cash si la guerre en Iran devait perdurer.

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



ACTIONS				
CLASSES D'ACTIFS	VUE MOYEN TERME	VUE MOIS PRÉCÉDENT	VARIATION MENSUELLE	COMMENTAIRES
US			=	<ul style="list-style-type: none"> • Croissance correcte et dynamique de BPA toujours attractive largement confirmée par la saison de résultats • Economie US moins à risque en cas de prix de l'énergie durablement plus élevé (net exportateur de pétrole). • Toutefois niveau de valorisation agrégée et positionnement tendus.
EURO			↓	<ul style="list-style-type: none"> • La détérioration du momentum macro et le durcissement des conditions financières finiront par peser en l'absence d'une résolution rapide du conflit en Iran. • Valorisation attractive en relatif.
ROYAUME-UNI			↓	<ul style="list-style-type: none"> • La crise politique s'intensifie.
JAPON			=	<ul style="list-style-type: none"> • Politique budgétaire expansionniste et réformes de gouvernance favorable. • Toujours long financières dans un contexte de normalisation monétaire. • Néanmoins potentiel de hausse limité après la surperformance YTD.
MARCHÉS ÉMERGENTS			=	<ul style="list-style-type: none"> • Valorisation et dynamique de BPA attractives, recherche de diversification géographique.
CROISSANCE VS. VALUE			=	<ul style="list-style-type: none"> • Préférence globalement maintenue pour les sociétés <i>value</i> dont la dynamique de révision de bénéfices est positive, notamment les valeurs à actifs tangibles. • En parallèle maintien de la surpondération Tech US dont la dynamique bénéficiaire continue de surprendre positivement.
QUALITÉ VS. VOLATILITÉ ÉLEVÉE			=	<ul style="list-style-type: none"> • Nette sous-performance des actions à faible volatilité le marché anticipantne solution négociée en Iran. Devrait bénéficier d'un potentiel débouclage des stratégies Momentum.
PETITES VS. LARGES CAPITALISATIONS			=	<ul style="list-style-type: none"> • Valorisation des petites capitalisations toujours attractive en relatif (vs large, vs historique et conjoncture macro). • Devraient néanmoins pâtir à court terme de la hausse des incertitudes sur la croissance et d'un durcissement des conditions financières.
CYCLIQUE VS. DÉFENSIF			=	<ul style="list-style-type: none"> • Positionnement globalement équilibré.



CREDIT				
CLASSES D'ACTIFS	VUE MOYEN TERME	VUE MOIS PRÉCÉDENT	VARIATION MENSUELLE	COMMENTAIRES
INVESTMENT GRADE US			↑	<ul style="list-style-type: none"> Momentum macro et dynamique de résultats attractifs en relatif. Préférence pour le crédit IG vs HY.
HIGH YIELD US			=	<ul style="list-style-type: none"> Stress sur le crédit privé négatif pour le sentiment.
INVESTMENT GRADE EURO			=	<ul style="list-style-type: none"> Actifs de qualité à prix raisonnable. Préférence pour les financières.
HIGH YIELD EURO			=	<ul style="list-style-type: none"> BB trop serré relativement à l'IG. Effet <i>net supply</i> désormais négatif
DURATION				
2 ANS US			=	<ul style="list-style-type: none"> L'activité reste bien orientée tandis que l'inflation progresse légèrement. Néanmoins risque de désencrage des anticipations d'inflation faible à ce stade. La Fed devrait favoriser un statu quo à horizon court pour juger de la nature durable ou non du choc énergétique.
10 ANS US			=	<ul style="list-style-type: none"> Hausse des points morts d'inflation et des taux réels (surprises d'inflation et d'activité positives, hausse attendue du déficit budgétaire). Devrait se stabiliser progressivement plus tard dans l'année.
2 ANS ALLEMAND			=	<ul style="list-style-type: none"> Le marché intègre trois hausses des taux de la BCE d'ici la fin de l'année. Excessif selon nous. L'emploi et la demande domestique reste faible en zone euro et le choc inflationniste avant tout énergétique.
10 ANS ALLEMAND			=	<ul style="list-style-type: none"> Les points morts d'inflation ont nettement monté alors que les taux réels se sont stabilisés (baisse des perspectives de croissance). Pression haussière liée à la hausse des prix de l'énergie, plan de dépenses budgétaires et risque politique en Allemagne et refonte du système de retraite néerlandais.
DETTE PÉRIPHÉRIQUE EUROPE			=	<ul style="list-style-type: none"> Environnement défavorable en raison du choc énergétique. Prudent sur l'Italie, surpondération maintenue sur l'Espagne.
ROYAUME-UNI			=	<ul style="list-style-type: none"> Portage attractif mais risque élevé lié au choc énergétique et à la situation politique chaotique.
JAPON			↓	<ul style="list-style-type: none"> Forte hausse des taux. Le marché semble anticiper un scénario « behind the curve » pour la BoJ alors que l'inflation et les salaires ressortent au-dessus des attentes.
MARCHÉS ÉMERGENTS			=	<ul style="list-style-type: none"> Le pétrole durablement cher demeure pénalisant pour la solvabilité de certains pays. Risque de désencrage des anticipations d'inflation
CASH				
TAUX DE CHANGE EUR/USD			=	<ul style="list-style-type: none"> Perspectives baissières sur le dollar à moyen/long terme. A court terme, la résilience macro US et l'absence de solution négociée en Iran plaide en faveur du dollar.



Contributeurs



DAVID BELLOC, CFA®

Portfolio Manager,
Strategist



HERVÉ GUEZ

Deputy General Manager
Listed Assets BU Head



BERTRAND ROCHER

Head of Fixed Income

CFA® and Chartered Financial Analyst® sont des marques appartenant au CFA Institute.



Ne manquez pas les prochaines
publications de Mirova

[→ Inscrivez-vous ici](#)



MENTIONS LÉGALES

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

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

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

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

Document non contractuel, rédigé en mai 2026.

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 : <https://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 34,2 milliards d'euros d'actifs sous gestion au 31 mars 2026. 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
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

Société anonyme à responsabilité limitée de droit anglais
Siège social: 60 Cannon Street, London, EC4N 6NP
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

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 Africa Inc.