


Communication à caractère non promotionnel destinée aux clients non-professionnels et professionnels au sens de la directive MIF

Un affilié de NATIXIS INVESTMENT MANAGERS

# mirova en bref

## Faits marquants – Mai 2026

**Iran :** Atermoiements toujours autour du projet de résolution du conflit entre les Etats-Unis et l'Iran.

**Marchés :** Semi-conducteurs, IA et technologie ont tiré les indices, après de belles performances aux Etats-Unis et en Asie.

**Banques centrales :** Des deux côtés de l'Atlantique, la ligne reste ferme, avec une volonté de limiter la progression de l'inflation et éviter une contagion de la hausse des prix de l'énergie au reste de l'économie.

## Chiffre du mois[1]

**5,18 %**

C'est le niveau atteint en mai pour le Treasury américain à 30 ans, un seuil inédit depuis 2007.

## Perspectives macro

- **IA :** Les capex continuent de soutenir l'activité et les indices boursiers. Les gigantesques IPO prévues les mois à venir sont à regarder de près. Y aura-t-il des déceptions ?
- **Etats-Unis** : L'économie demeure robuste même si la croissance dépend de plus en plus du secteur digital et des effets richesse positifs des ménages les plus favorisés.
- **Zone euro :** La BCE va acter une hausse de taux de 25bp dès le mois de juin pour calmer les anticipations d'inflation, Attention aux effets pervers en cas de cycle haussier prolongé.




## The Long view

### Ukraine : la Russie patine ; va-t-elle escalader ?

- Le drone de guerre
- Les forces armées patinent, l'économie piétine
- L'escalade, préalable à la reculade ?
- Anatomie d'une escalade

[1]Source : Bloomberg, mai 2026.

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 semi, c'est sexy

Incroyable performance que celle du secteur des semi-conducteurs en bourse ce mois de mai. L'indice américain Philadelphia Semiconductor a gagné 22 %, ce qui pousse la performance à + 82 % depuis le début de l'année à début juin. Le phénomène est mondial. En Corée du Sud, le Kospi, tiré par Samsung et SK Hynix, enregistre +28% et dépasse les 100% depuis le début de l'année. Ces chiffres soulignent la robustesse de la thématique IA en Bourse, qui continue de tirer les marchés et, plus largement, l'activité économique. Les grands indices terminent dans le vert, + 5,3 % sur le mois pour le S&P 500[1] qui bat un nouveau record historique, et près de 12 % pour le Nikkei. En Europe, la hausse est plus modeste — à +3,2 % pour le Stoxx 600 — l'exposition à la tech et aux semi-conducteurs y étant plus faible.

On en oublierait presque que la guerre au Moyen-Orient se poursuit. Pourtant, le mois de mai a été riche en péripéties. Le 6, selon l'agence Axios, les Etats-Unis et l'Iran étaient sur le point de s'accorder sur un mémo pour un accord de paix et l'avenir du nucléaire iranien. Effet immédiat sur le baril de pétrole, qui perd 15 $. Il ne faut que quatre jours pour que la situation se renverse, Trump s'offusquant autour de conditions inacceptables. L'hypothèse d'un déblocage du détroit d'Ormuz s'éloigne, le prix du baril de pétrole rebondit et les marchés spéculent à nouveau sur une escalade du conflit avant de se raviser en fin de mois

## La technologie paie toujours

Les indices terminent donc en forte progression, malgré un conflit qui s'éternise. Il faut y voir, comme le montre les chiffres la tendance toujours forte de l'IA, ainsi que la solidité des résultats des entreprises. La saison s'est terminée courant mai et a démontré la très forte résilience des sociétés. Au sein du S&P 500, 74% des sociétés ont surpris positivement en terme de ventes et 82% concernant les profits, chiffres exceptionnels relativement à l'historique. Les anticipations de croissance de BPA sur l'année sont désormais à + 25 %, en hausse de 5% suite aux résultats. Sur le Stoxx 600, les attentes de croissance de BPA pour 2026 sont moindres à + 14 %, en hausse de 2%. Si l'on se penche sur les secteurs, la surperformance boursière des cycliques sur les défensives a été très marquée aux Etats-Unis, + 14 % sur le mois. L'écart est moins net en Europe, + 6 % seulement … Aussi aux Etats-Unis, la hausse est plus concentrée, avec 16 % de progression pour le seul secteur technologique. L'énergie, sans surprise, est en repli, - 6 % outre-Atlantique et - 7 % en Europe.

Les statistiques macroéconomiques ont également eu leur impact sur la performance des marchés au cours du mois. Le 8 mai, de bonnes nouvelles sont tombées pour l'emploi américain. Les créations d'emplois sont sorties nettement au-dessus des attentes, y compris les révisions des chiffres des mois précédents. A ce stade, l'IA ne semble donc pas entraîner de destructions massives de postes, comme cela est redouté. La solidité des données macroéconomiques (production industrielle, dépenses de consommation en aggrégé…) et la bonne tenue des indicateurs avancés type PMI pointent vers un scénario toujours favorable pour les Etats-Unis.

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

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.

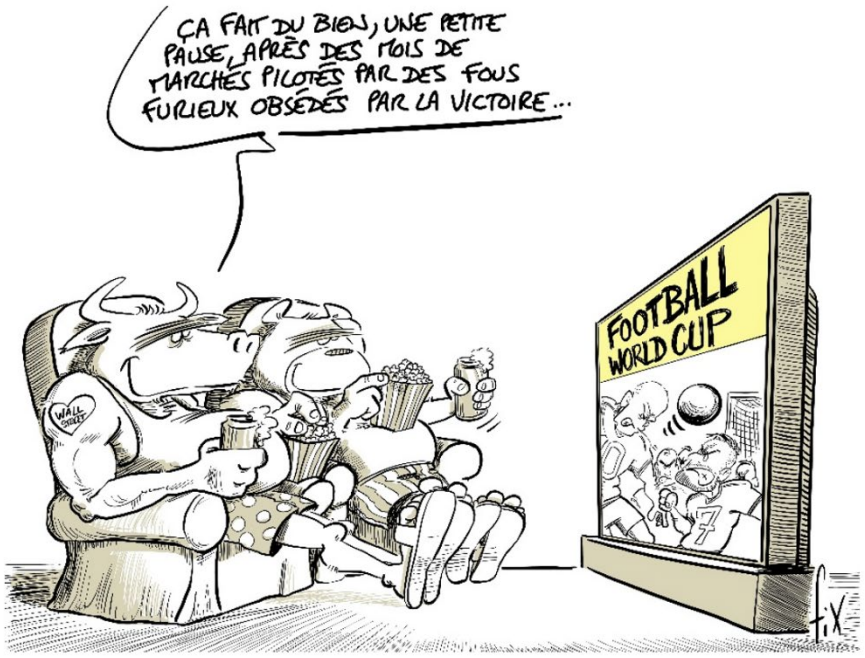
## Ça tangue sur les taux

Côté obligataires souverains, les espoirs d'un accord de paix au Moyen-Orient ont favorisé une détente des rendements. Un mouvement rapidement interrompu par les déclarations contradictoires de l'Iran et des Etats-Unis. Puis la publication des chiffres de l'inflation, qui ne refluent pas, conjugués à des données macroéconomiques solides, a entraîné mi-mai une remontée des taux, éloignant le scénario d'un assouplissement de la politique monétaire.

Le Treasury américain à 30 ans a ainsi atteint 5,18 %, son plus haut niveau depuis 2007 ; le Bund allemand a culminé à 3,19 %, un niveau inédit depuis 2011. Plus incroyable encore, au Japon, le taux à 10 ans a touché 2,78 %, un seuil que l'on n'avait pas observé depuis près de 30 ans ! Le Gilt britannique s'est porté à 5,17 %, cela ne s'était pas vu depuis 2008. Un niveau qui s'explique aussi par des éléments politiques. La position de Keir Starmer, le premier ministre étant menacée après de mauvais résultats aux élections locales. Des spéculations sur son remplacement par Andy Burnham ont enflé, or celui-ci est connu pour des positions peu orthodoxes en matière d'endettement. Positions qu'il a souhaité atténuer pour calmer les inquiétudes des marchés.

En fin de mois, de nouvelles perspectives d'accord entre Washington et Téhéran, la baisse des prix du pétrole – il finit par perdre 19 % sur le mois ! -, et quelques statistiques moins favorables ont contribué à une détente sur les taux européens, inférieurs de 10 à 20bp vs fin avril, là où les taux US progressent légèrement, reflet d'une économie qui continue de surprendre à la hausse et d'une inflation qui résiste.

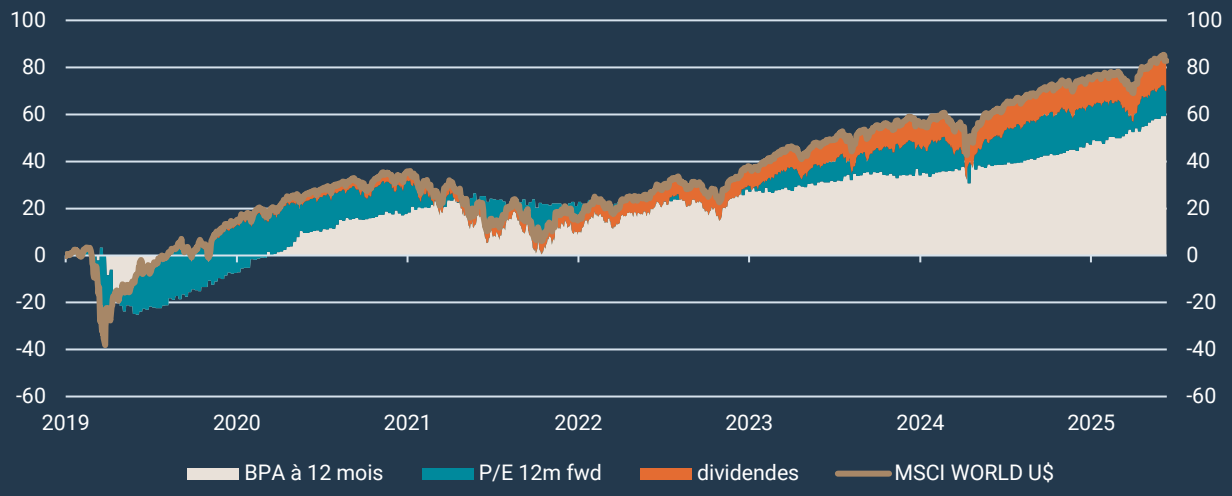
Comme le pétrole, l'or termine le mois en baisse.



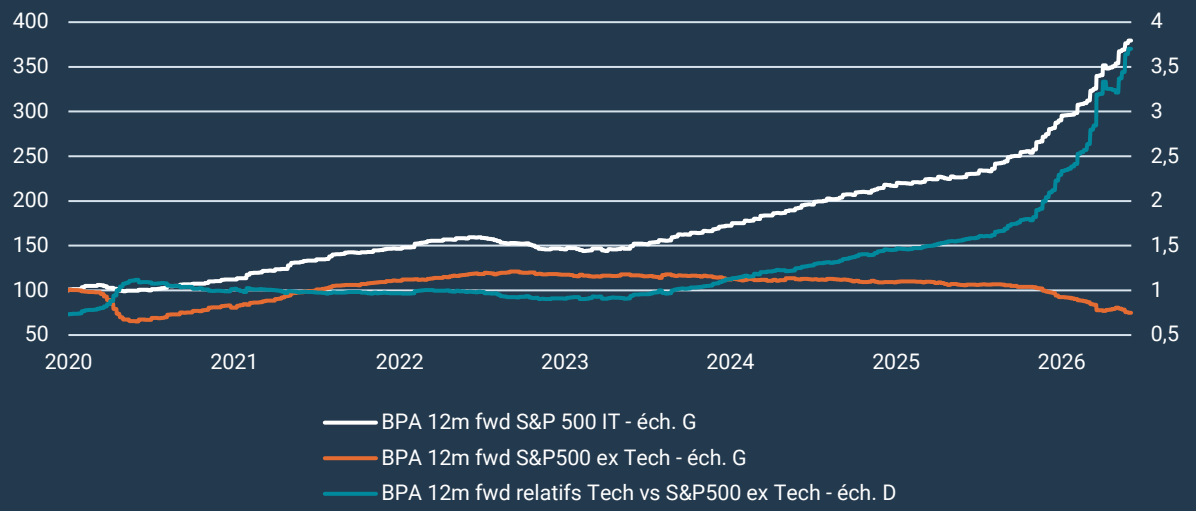

Les données mentionnées reflètent l'opinion de Mirova et la situation à la date du présent document et sont susceptibles d'évoluer sans préavis. Toutes les valeurs mobilières mentionnées dans ce document, le sont à titre illustratif uniquement et ne constituent en aucun cas un conseil en investissement,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

# Graphique du mois

**Monde: Variation du MSCI World depuis début 2020 (en dollars)**
**contribution des valorisations, des BPA anticipés et des dividendes**




**Tech vs S&P500 hors tech: BPA 12 mois fwd en USD**
**base 100 = 01/2020**




Source : 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.

# Bilan et perspectives macro

Les répercussions du conflit entre l'Iran et les Etats-Unis révèle l'écart de trajectoire entre le géant américain et l'Europe. L'un affirme sa robustesse, tandis que l'autre semble en panne de compétitivité. Leur seul point commun est une attention accrue aux effets de l'inflation. Les Banques centrales vont-elles prendre des trajectoires différentes dans les réponses envisagées ?

## États-Unis : les inégalités de la nation technologique

Les Etats-Unis semblent avoir mis derrière eux toute crainte de récession et démontrent leur résilience, malgré la hausse des prix de l'énergie et des taux d'intérêt élevés. Sur le premier trimestre, la croissance a été révisée certes en baisse, à 1,6 % mais les indicateurs d'activité demeurent bien orientés. Le T2 semble parti pour afficher une croissance proche de 3% en rythme annualisé alors que les surprises macro s'affichent en territoire nettement positif

Il faut néanmoins lire la subtilité de la situation américaine. La consommation résiste, mais sa dynamique évolue en profondeur. Les ménages aisés profitent à plein de l'effet richesse liés aux marchés et dépensent, tandis que les plus modestes sont aussi les plus pénalisés par l'inflation. On parle de courbe en K. Il faut également attribuer au Big Beautiful Bill le mérite d'avoir soutenu la consommation ces derniers mois, en injectant près de 100 milliards de dollars sous forme de réductions d'impôts et de transferts d'argent. Cela ne suffit cependant pas à enrayer le recul du taux d'épargne et le recours au crédit pour maintenir la consommation d'une frange de la population dont le salaire réel net s'affaiblit.

La bonne nouvelle vient de l'emploi, avec un nombre de créations de postes positif et au-dessus des attentes. Les marges élevées permettent aux entreprises de maintenir leurs effectifs. Cette situation est un soutien à la consommation, même si elle freine aussi le processus de désinflation.

Le principal moteur de la croissance américaine est à chercher du côté de l'investissement. Les dépenses autour de l'intelligence artificielle et ses infrastructures ne cessent de gonfler – lire notre focus. Hors technologie, la situation est plus contrastée, ce qui signifie que la dépendance de la croissance américaine à un cycle d'investissement spécifique s'accroît.

Les Etats-Unis sont moins affectés par la hausse des prix de l'énergie que l'Europe et l'Asie, mais ne sont toutefois pas immunes à l'inflation. La hausse des prix de l'essence est une réalité alors que l' on observe également une forte pression sur le prix des puces de calculs et de mémoire, avec un impact direct à la hausse sur l'inflation Core, qui tutoie désormais les 3%. Sur ce front, une évolution notable et positive est l'accord de paix incluant la réouverture du détroit d'Ormuz annoncé le 14 juin entre les Etats-Unis et l'Iran, avec une signature prévue le 19 juin à Genève. C'est une bonne nouvelle pour les perspectives inflationnistes américaines et un argument supplémentaire en faveur du statu quo de la Fed. Nous restons néanmoins vigilants : les deux parties ont décrit les termes de l'accord dans des termes sensiblement différents, et 60 jours de négociations restent à mener sur les sujets de fond Aussi un scenario possible – espéré par la Fed et son nouveau président Kevin Warsh – serait de voir les gains de productivité tirés de l'IA venir limiter les pressions inflationnistes. A surveiller de près.

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.

Côté Fed, notre scénario central demeure celui du statu quo jusqu'au mid-terms alors que les marchés ont complètement abandonné l'idée d'un cycle de baisse des taux. Une reprise du resserrement monétaire ne nous semble cependant pas nécessairement utile. Les anticipations d'inflation paraissent ancrées et aucun déséquilibre majeur ne menace le marché de l'emploi. De plus, la réouverture d'Ormuz, si elle se confirme, constituerait un argument supplémentaire en faveur du statu quo.

Au final, nous demeurons positifs sur l'économie américaine — et anticipons une croissance de l'ordre de 2,4 % en 2026 ainsi qu'une inflation qui se stabiliserait autour de 3,5% d'ici la fin de l'année. L'économie est mieux protégée du choc énergétique qu'ailleurs dans le monde — mais elle est aussi plus fragile qu'il n'y paraît : sa base de croissance et de consommation s'est rétrécie, et dépend de plus en plus de la thématique IA, qui soutient à la fois la croissance, les marchés et la consommation des ménages aisés.

## La BCE, meilleur ennemi de la zone euro ?

En Europe, l'environnement demeure difficile. Le Vieux continent est plus sensible que les Etats-Unis aux répercussions du conflit au Moyen-Orient. Les derniers indicateurs suggèrent que l'activité au deuxième trimestre devrait ressortir faible (croissance du PIB hors Irlande proche de zéro), les indicateurs de confiance se dégradent (PMI composite confortablement installé sous les 50), la dynamique de consommation et d'octroi de crédit s'essouffle et l'inflation reste supérieure à l'objectif de la BCE. Cela complique la tâche de l'institution : l'économie apprécierait un assouplissement monétaire, mais les tensions inflationnistes ne le permettent pas.

En effet, l'inflation globale ressort à 3,2 % en mai et l'inflation sous-jacente à 2,5 %, portée par une hausse de l'inflation des services à 3,5%. Pour l'instant les tensions se concentrent sur l'énergie et les services qui y sont liés. Mais les anticipations d'inflation restent orientées à la hausse, ce qui inquiète la BCE.

S'y ajoute une perte structurelle de compétitivité : l'industrie européenne paie son énergie jusqu'à six fois plus cher que les États-Unis, et demeure pénalisée par un euro trop fort — alors que l'Asie, elle aussi exposée au choc énergétique, bénéficie de devises en baisse face au dollar. L'adoption de l'IA et les gains de productivité y sont en deçà du reste du monde, et l'instabilité politique freine l'investissement. Les divergences nationales persistent mais convergent vers un même constat de fragilité : l'Allemagne bénéficie de son plan budgétaire mais reste plombée par une demande domestique faible ; la France a vu son PIB du premier trimestre révisé à -0,1 %, ce qui devient un peu préoccupant, même si elle est moins pénalisée par l'euro fort ; l'Italie, exposée au choc énergétique, ne pourra plus bénéficier du plan européen en 2027 ; et l'Espagne montre des signes d'essoufflement, notamment sur les ventes de détail.

Dans ce contexte de quasi-stagflation — nous attendons 0,6% de croissance cette année — la BCE a communiqué sur une hausse de 25 points de base en juin, voire un prolongement du resserrement par la suite. Le marché anticipe jusqu'à deux hausses supplémentaires d'ici la fin de l'année : excessif selon nous.

Pour une note plus positive, notons que les investissements liés à l'indépendance énergétique, l'électrification des usages, les réseaux et les infrastructures continuent de monter en puissance. Dans

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.

l'hypothèse d'une détente durable sur les prix de l'énergie avec l'accord annoncé le 14 juin et la réouverture du Détroit d'Ormuz, , les marchés européens devraient profiter d'un effet de rattrapage, d'autant que les valorisations et le positionnement des investisseurs demeurent faibles en relatif.

### Quand les événements donnent raison à la Chine

La Chine, importatrice de pétrole iranien, a elle aussi été affectée par le conflit au Moyen-Orient et le blocage du détroit d'Ormuz. Au-delà de cet aspect négatif, le conflit pourrait toutefois lui apporter quelques opportunités. La hausse des prix de l'énergie a contribué à accélérer les stratégies d'électrification dans plusieurs régions du monde. Un segment sur lequel le pays dispose d'une nette avance, sur plusieurs segments de la chaîne de valeur : batteries, véhicules électriques, panneaux solaires, matières premières stratégiques… De quoi lui permettre de renforcer sa pénétration industrielle sur les marchés internationaux. Sans compter les effets bénéfiques de cette situation pour Pékin. Dans son jeu de pouvoir contre les Etats-Unis, toute réduction de la dépendance du monde aux pétrodollars est une bonne nouvelle.

Le pays peut d'ailleurs toujours compter sur ses exportations, alors que sa consommation intérieure demeure poussive. Une mauvaise nouvelle pour l'Europe, qui commence à manifester son intention de se protéger contre le déferlement de produits chinois sur son sol.

## FOCUS - EuphorIA

Aux Etats-Unis, la saison des résultats a une fois de plus confirmé le rôle prépondérant de l'IA dans la dynamique des marchés et le poids croissant des Hyperscalers dans l'économie. Rappelons que les cinq plus grandes entreprises tech ont prévu 750 milliards de dollars de capex en 2026 dans les infrastructures liées à l'intelligence artificielle, contre 550 milliards en début d'année. Soit 200 milliards de plus en quatre mois seulement. Sur 2026-2027, leurs capex devraient représenter environ 5 % du PIB américain. De quoi soutenir l'ensemble des sociétés exposées aux infrastructures IA, qui devraient d'ailleurs contribuer à hauteur de 40 % à la croissance des BPA du S&P 500 en 2026.

Derrière ces chiffres, plusieurs tendances sont en train de se jouer dans le secteur de la tech et méritent la plus grande des attentions. D'une part, les modèles de financement évoluent, alors que les cash-flows ne suivent pas toujours le rythme des capex. Et certains font alors le choix de l'endettement, à l'instar de Meta. La société a émis pour 25 milliards de dollars d'obligations, ce que la Bourse a immédiatement sanctionné. Les investisseurs préfèrent la stratégie d'Amazon et Google, qui financent leurs investissements sur leur propre cash-flow. Tous ne font cependant pas ce choix et les émissions obligataires de la tech sont passées de 130 milliards de dollars l'année dernière à 200 milliards cette année. Nous n'y voyons pas de risque immédiat, néanmoins cela crée une sensibilité nouvelle aux conditions de financement.

L'autre sujet majeur est celui des IPO — et il n'est plus seulement prospectif. SpaceX a réalisé ce mois-ci-là plus grande introduction en Bourse de l'histoire : 75 milliards de dollars, pour une valorisation initiale d'environ 1 800 milliards de dollars. Ce montant introduit représente près du double de celui levé par Saudi Aramco en 2019, jusqu'ici la référence absolue. La demande a dépassé quatre fois l'offre, avec plus de 100 milliards de dollars d'ordres émanant de la seule clientèle retail. Le placement reste par ailleurs très américain : à peine 10 % du livre a été alloué hors des États-Unis. Le premier jour de cotation a confirmé l'engouement : le titre a clôturé à +19 % — propulsant SpaceX au rang de sixième plus grande société cotée aux États-Unis avec une capitalisation dépassant les 2 000 milliards. Au-delà de l'engouement, la valorisation interpelle : SpaceX se cote autour de 94 fois ses ventes, le multiple le plus élevé jamais observé parmi les grandes IPO technologiques. Or l'histoire est sans ambiguïté sur

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.

ce point : plus le ratio prix/ventes est élevé à l'introduction, plus la probabilité de sous-performance à long terme est forte.

SpaceX n'est que la première vague. Avec les cotations attendues d'Anthropic et d'OpenAI, auxquelles s'ajoute la levée de 85 milliards de dollars de Google, l'offre totale de titres devrait atteindre 250 à 300 milliards de dollars. Rapportée aux rachats d'actions l'offre nette de papier reste négative, mais nettement moins favorable que l'an dernier. Notons enfin que la proportion des IPO rapportée à la capitalisation totale du marché atteint désormais des niveaux comparables à la fin des années 1990 — l'un des indicateurs classiques de fin de cycle. Le marché ne s'y est d'ailleurs pas trompé : le calendrier chargé d'introductions a été l'un des déclencheurs du débouclage des stratégies Momentum début juin, avec une correction de 9 % des valeurs d'infrastructure IA (qui conservent néanmoins +42 % depuis le début de l'année). Le Nasdaq a par ailleurs adapté ses règles pour permettre une intégration de SpaceX au Nasdaq 100 après seulement quinze jours de cotation : les flux passifs viendront rapidement amplifier le mouvement — et accentuer encore la surpondération technologique des grands indices. Si le succès du premier jour de SpaceX a fourni le soutien tactique à court terme que l'histoire des grandes IPO laissait anticiper, celles-ci injectent surtout de la volatilité à moyen terme, sans que cela ne s'avère forcément positif pour les sociétés introduites elles-mêmes. A suivre

Concernant les sociétés technologiques actuellement cotées, les valorisations demeurent pour le moment sur des niveaux raisonnables. La tech américaine se traite autour de 21 fois les bénéfices, alors que qu'elles étaient proches de 30 à l'automne dernier. Les bénéfices ont progressé plus rapidement que les cours. Les Hyperscalers restent donc encore attractifs en ratio PEG, contrairement aux semi-conducteurs, qui ont été fortement reratés.

Derrière tous ces mouvements, nous notons la concentration croissante du marché américain autour de la technologie, avec une concentration des flux sur les semi-conducteurs, le hardware et la chaîne de valeur IA. Si l'éclatement d'une bulle ne semble pas imminent, celle-ci continue cependant de gonfler et les risques de correction avec.

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.

# The Long View
# Ukraine : la Russie patine ; va-t-elle escalader ?

Il y a quelques jours, Keir Starmer déclarait que la Russie attaquerait l'OTAN d'ici 2030. Les marchés n'y ont pas prêté attention ; pourtant, et bien que non dénués d'arrière-pensées, les propos du premier ministre ont quelque sens. Il se pourrait même qu'ils fassent preuve d'optimisme car le Kremlin pourrait opter pour un calendrier plus serré. En effet la poursuite de la guerre demeure selon nous l'option à laquelle M. Poutine se résoudra, du moins pour le moment, au vu des objectifs qui l'animent, alors que ses troupes patinent à nouveau en Ukraine. Moscou s'entête à mener un conflit qui lui devient moins favorable et trop coûteux : elle approche d'une impasse. Il lui faut donc chercher une issue. L'escalade militaire pourrait-elle la lui offrir ? Le marché, obnubilé par le Moyen-Orient et l'Intelligence Artificielle, ne s'en préoccupe guère. A-t-il raison ?

**Le drone de guerre**

Pour rappel, l'offensive russe de début 2022 visait à une issue courte, d'où la structure de l'invasion, à laquelle Moscou n'avait pas jugé utile d'apporter une logistique taillée pour la durée. Ayant échoué, la Russie a reconfiguré ses opérations pour le temps long, avec des développements favorables à ses armes de la fin 2023 au début 2026. En 2025, les armées russes ont fait tomber plusieurs places fortes du dispositif de défense ukrainien, et ainsi gagné un terrain significatif dans plusieurs Oblasts, avec d'authentiques exploits militaires à Chasiv Yar et Pokrovsk, fort coûteux en hommes. La dynamique semblait leur appartenir, avec une réduction significative des capacités défensives ukrainiennes.

Cependant, la ceinture de fer du Donbass, bien que Kostiantynivka ait essuyé des assauts, n'a pas été franchie et elle ne le sera sans doute pas tant il faudrait à la Russie sacrifier de ressources à la prise de ce dispositif mis en place dès 2014. En outre, l'Ukraine a ces derniers mois déployé un système défensif dense dans l'oblast de Donetsk et celui de Zaporizhzhia, qui l'autorise à repousser les offensives russes avec une économie notable d'hommes grâce à un réseau de tranchées, fossés antichars, dents de dragon et autres champs de mines difficiles à percer comme à contourner. Contrairement à la ceinture de fer septentrionale, ces lignes de défense plus récentes n'interdisent pas tout passage aux forces armées russes ; elles les gênent toutefois assez pour peser sur le cours des évènements désormais.

Enfin, la maîtrise ukrainienne en matière de drones leur permet de lancer des frappes dans la profondeur russe, notamment avec des drones à moyenne portée. Ces opérations fragilisent la capacité d'approvisionnement des troupes russes en hommes, munitions, carburants et matériels, et perturbent aussi l'économie civile de Moscou, notamment via les destructions répétées d'infrastructures énergétiques, qui finissent par peser sur la population.

A tout cela s'ajoute un élément dont les effets paraissent impossibles à mesurer, mais qui pèsent sur la capacité d'initiative des Russes : la perte de tout ou partie de leur accès à StarLink, dont ils avaient pu se procurer des terminaux par des voies détournées, mais que SpaceX parvient désormais à leur couper. Résultat, les informations n'arrivent plus à la même vitesse ni avec la même qualité aux armées de Moscou, qui en perdent une grande partie de leurs capacités à coordonner les offensives.

Dans ces conditions, il n'y a pas d'anomalie à voir les forces armées ukrainiennes, malgré l'attrition qu'elles ont subie, parvenir pour le deuxième mois consécutif, en mai, à regagner du terrain dans le Donbass.

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.

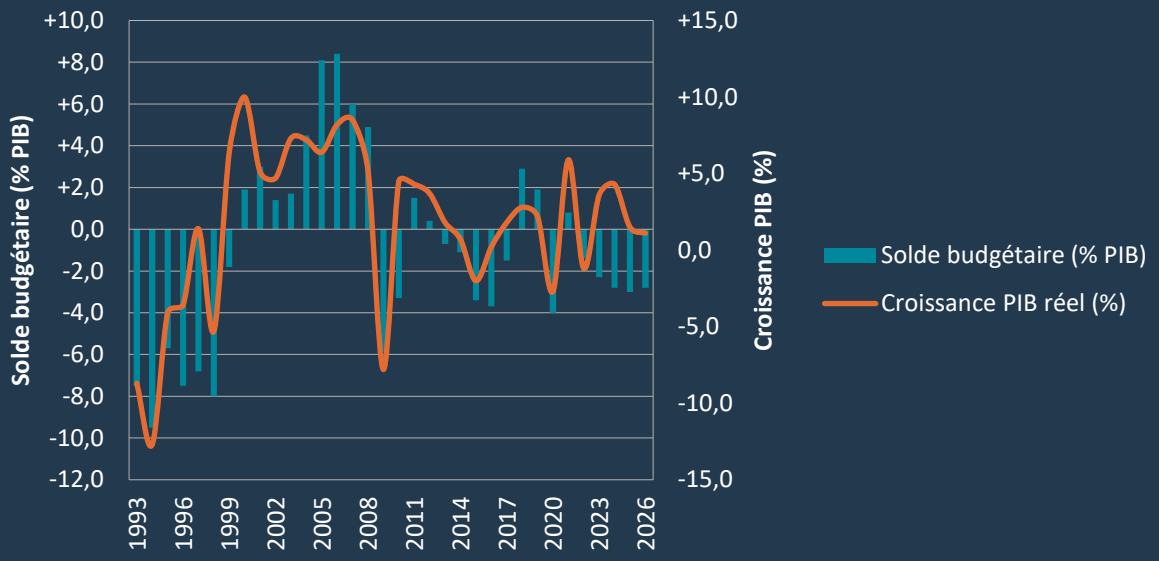
**Les forces armées patinent, l'économie piétine**

La semaine dernière, se tenait aussi le forum économique de Saint Pétersbourg, loin de ses fastes d'antan. Car si l'économie russe a assez bien résisté initialement aux sanctions occidentales, en y opposant des parades auxquelles elle s'était préparée, elle commence à multiplier les signes de fatigue depuis quelques mois. Les destructions de raffineries et autres infrastructures économiques par les Ukrainiens finissent par peser sur les tendances.

La Russie reste un pays peu endetté, avec une dette publique inférieure à 20% du PIB, après des années d'excédents budgétaires parfois massifs depuis le début des années 2000, avec un record en 2005 où ils atteignirent 10% du PIB, en grande partie grâce à la vente de pétrole et de gaz. Elle a donc largement les moyens de maintenir des déficits à leurs niveaux actuels, de l'ordre de 2,5% du PIB, comme en 2025 et probablement en 2026.

M. Poutine a beau s'ingénier à comparer ces chiffres à ceux de la France, il ne peut cacher que la trajectoire économique s'érode, avec des impacts budgétaires, et politiques. Le soutien de la population à l'opération en Ukraine, et à l'exécutif russe, s'effiloche peu à peu. La lassitude gagne l'opinion publique, même si pour le moment, l'emploi résiste fort bien aux débuts d'inflexion économique ; il faut rappeler toutefois que les statistiques officielles russes sur le taux d'emploi se voient de facto améliorées par la proportion d'hommes recrutés par l'armée, donc d'actifs soustraits au marché du travail, d'autant que la structure démographique, avec un vieillissement accéléré de la population, facilite aussi le maintien du sous-emploi à des niveaux assez bas.

**Croissance du PIB réel & Solde budgétaire Russie (1993–2026)**




*Sources : FMI WEO Avril 2026 | Banque Mondiale (ILO) | Rosstat | CEIC Data | Nations Unies WPP 2025 — 2025-2026 : prévisions FMI*



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.

**L'escalade, préalable à la reculade ?**

L'équation russe se présente donc ainsi désormais :

- Soit Moscou consacre davantage de ressources – financières, productives et humaines – à tenter de forcer les nouvelles défenses ukrainiennes alors même que son économie ploie et que ses pertes dépassent a priori déjà plusieurs centaines de milliers d'hommes pour affronter un adversaire alimenté par d'autres adversaires, européens ceux-là, qui ne s'exposent pas aux représailles ;
- Soit elle se décide à contourner l'obstacle en s'en prenant plus directement auxdits adversaires européens pour briser le confort de leur position actuelle, celle de combattants par procuration qui usent l'adversaire sans perdre d'hommes pour leur part.

Ce calcul, le Kremlin le fera, et le raisonnement qui mène à tenter la seconde option, il le tiendra.

Or, l'article cinq de l'OTAN lui offre de facto l'opportunité de déclencher un conflit direct avec l'Europe sans plus que celle-ci ne le mène par Ukraine interposée : puisque l'Europe fournit une part importante des moyens de la résistance ukrainienne, autant l'agresser directement. Cela forme un choix intéressant, du point de vue russe, puisqu'il accroît le coût du conflit pour les Européens.

Attaquer les Pays Baltes ou moins probablement la Roumanie voire la Pologne pourrait devenir une tentation plus rationnelle qu'il n'y paraît de prime abord pour Moscou. Certes, si la Russie ne parvient déjà pas à réduire l'Ukraine, par quel coup du sort parviendrait-elle à vaincre l'OTAN, qui, même dépourvue du soutien américain, conserverait des équipements et des moyens aptes à la dissuader de tenter une approche frontale ? Sans doute parce qu'elle estime que les opinions publiques européennes rechigneront ostensiblement à s'engager dans une guerre directe avec la Russie. M. Poutine a déjà montré qu'il n'hésitait pas à bluffer ; il pourrait se risquer à le faire une fois de plus en testant la solidité du soutien européen. La limite tient bien sûr à ce que son précédent bluff de février 2022 n'a pas fonctionné, et que rien ne permet d'affirmer que les Etats-Unis se désolidariseraient de l'OTAN dans le cas d'un déclenchement de l'article 5. En clair, l'escalade pourrait déboucher sur une reculade rapide si l'OTAN envoyait un signe d'unité sans équivoque.

**Anatomie d'une escalade**

Bien des éléments conduisent à penser que la Russie voudra évaluer l'intérêt d'une escalade dans le conflit, pour tester les réactions des pays européens et, partant, leur unité et leur détermination, à l'heure où plusieurs membres de l'OTAN peinent à restaurer leurs finances publiques, tandis que l'Allemagne se trouve dans une situation politique beaucoup moins sereine qu'auparavant. La probabilité d'une telle issue ne nous apparaît pas nulle, et les marchés ne s'y montrent pas du tout préparés. Nous voilà d'ailleurs dans une configuration de marché toujours difficile : comment valoriser un évènement aux conséquences désastreuses mais à la probabilité faible d'occurrence ? Historiquement, le marché ne sait pas bien s'y préparer. Les mois de performance sur les actifs risqués les rendent vulnérables à ce genre d'évènements.

Ont-ils tort de le négliger ? Peut-être pas tant que cela : l'hypothèse, plausible, d'une soudaine résurgence des tensions à un niveau plus élevé, semble en effet porter en elle son propre antidote, M. Poutine pouvant défier une OTAN désuni, mais ne pouvant guère maintenir un conflit permanent contre elle si elle réagit de manière coordonnée.

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

# Synthèse

# Vues de marchés

| | Résumé | | | |
|---|---|---|---|---|
| CLASSES D'ACTIFS | VUE MOYEN TERME | VUE MOIS PRÉCÉDENT | VARIATION MENSUELLE | COMMENTAIRES |
| ACTIONS |  |  | = | • La croissance mondiale reste solide et le choc stagflationniste lié à la guerre en Iran devrait s'atténuer progressivement avec la réouverture du détroit d'Hormuz.<br>• Néanmoins le re-risking massif depuis fin mars s'est principalement concentré sur la thématique IA. Recherche de diversification. |
| CRÉDIT |  |  | = | • Fondamentaux macro-financiers plutôt résilients (taux de défaut faible, profitabilité des entreprises élevée).<br>• Robuste à différents scénarios et portage assez intéressant. |
| DURATION |  |  | = | • Long duration, principalement sur la partie courte.<br>• Remontée des points morts d'inflation et hausse des anticipations de taux directeurs avec la hausse brutale des prix de l'énergie à priori derrière nous. Devrait se normaliser progressivement avec la réouverture du détroit d'Hormuz. |
| CASH |  |  | = | • Intérêt défensif du cash réduit, préférence pour les obligations. |

**Vues de marché**




**Évolution des vues de marché par rapport au mois précédent**

↑ Renforcement

= Maintien

↓ Allègement



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

| ACTIONS | | | | |
|---|---|---|---|---|
| CLASSES D'ACTIFS | VUE MOYEN TERME | VUE MOIS PRÉCÉDENT | VARIATION MENSUELLE | COMMENTAIRES |
| US |  |  | = | • Croissance solide et dynamique de BPA toujours positive largement confirmée par la saison de résultats.<br>• Toutefois concentration et positionnement extrêmes, pipeline de méga-IPO autour de la thématique IA susceptible de générer de la volatilité. |
| EURO |  |  | = | • Momentum macro toujours dégradé.<br>• Valorisation et positionnement attractifs en relatif. Potentiel rattrapage en cas de détente durable des prix de l'énergie |
| ROYAUME-UNI |  |  | = | • Risque politique. |
| JAPON |  |  | = | • Politique budgétaire expansionniste et réformes de gouvernance favorable.<br>• Toujours long financières dans un contexte de normalisation monétaire.<br>• Néanmoins potentiel de hausse limité après la surperformance YTD. |
| MARCHÉS ÉMERGENTS |  |  | = | • Valorisation et dynamique de BPA attractives confirmés par la saison de résultats, recherche de diversification géographique. |
| CROISSANCE VS. VALUE |  |  | = | • Préférence globalement maintenue pour les sociétés *value* dont la dynamique de révision de bénéfices est positive, notamment les bancaires et les valeurs à actifs tangibles.<br>• Maintien en parallèle de la surpondération Tech US en étant plus sélectif. Attention au risque de correction sur certains titres après le fort *rerating*. |
| QUALITÉ VS. VOLATILITÉ ÉLEVÉE |  |  | = | • La sous-performance des actions qualité/faible volatilité s'est poursuivie avec le rallye IA et les anticipations d'accord de paix. Le potentiel de débouclage des stratégies Momentum reste le principal catalyseur pour cette thématique. |
| PETITES VS. LARGES CAPITALISATIONS |  |  | = | • Valorisation des petites capitalisations toujours attractive en relatif mais conditions financières durcies et incertitude autour de la croissance en Europe. |
| CYCLIQUE VS. DÉFENSIF |  |  | = | • Positionnement globalement équilibré. Rebond tactique des cycliques (consommation notamment) à jouer dans le cadre de l'accord de paix en Iran. |

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.

| CLASSES D'ACTIFS | VUE MOYEN TERME | VUE MOIS PRÉCÉDENT | VARIATION MENSUELLE | COMMENTAIRES |
|---|---|---|---|---|
| **CREDIT** | | | | |
| INVESTMENT GRADE US |  |  | = | • Momentum macro et dynamique de résultats robustes. |
| HIGH YIELD US |  |  | ↑ | • Stress sur le crédit privé négatif pour le sentiment compensé par un contexte favorable aux actifs risqués. |
| INVESTMENT GRADE EURO |  |  | = | • Actifs de qualité à prix raisonnable.<br>• Préférence pour les financières. |
| HIGH YIELD EURO |  |  | = | • BB trop serré relativement à l'IG et effet net supply négatif compensé par un retour de l'appétit pour le risque. |
| **DURATION** | | | | |
| 2 ANS US |  |  | = | • L'activité reste bien orientée (y compris l'emploi) tandis que l'inflation progresse légèrement.<br>• Néanmoins risque de désencrage des anticipations d'inflation faible à ce stade.<br>• La Fed de Warsh devrait favoriser un statu quo jusqu'au mid-terms, le temps de jauger la situation. |
| 10 ANS US |  |  | = | • Baisse récente des points morts d'inflation compensée par la hausse des taux réels (surprises d'activité positives, hausse attendue du déficit budgétaire).<br>• Devrait se stabiliser au S2. |
| 2 ANS ALLEMAND |  |  | = | • Le marché intègre encore une ou deux hausses des taux de la BCE d'ici la fin de l'année. L'emploi et la demande domestique reste faible en zone euro et le choc inflationniste avant tout énergétique. Potentiel de baisse des taux courts. |
| 10 ANS ALLEMAND |  |  | = | • Les points morts d'inflation ont reculé dernièrement alors que les taux réels se sont stabilisés.<br>• Pression haussière liée au, plan de dépenses budgétaires, risque politique en Allemagne et refonte du système de retraite néerlandais. |
| DETTE PÉRIPHÉRIQUE EUROPE |  |  | = | • Environnement défavorable en raison du choc énergétique.<br>• Neutre sur l'Italie, surpondération maintenue sur l'Espagne. |
| ROYAUME-UNI |  |  | = | • Portage attractif mais risque élevé lié au choc énergétique et à la situation politique chaotique. |
| JAPON |  |  | = | • 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 |  |  | = | • La dette souveraine émergente en dollars est peu attractive. Les spreads souverains sont très comprimés. En devises locales, le potentiel immédiat sur le change demeure incertain. |
| **CASH** | | | | |
| TAUX DE CHANGE EUR/USD |  |  | = | • Perspectives baissières sur le dollar à moyen/long terme. A court terme, la surperformance macro US plaide en faveur d'une neutralité. |

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.

# 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 juin 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.