

# Le Mensuel

Janvier 2025 - n°45

# 2025, année du « clash monétaire » ?

2024 se termine à peine que 2025 soulève déjà de nombreuses questions. À commencer par la paradoxale remontée des taux d'intérêt, dans un contexte d'assouplissement monétaire mené par la plupart des banques centrales. Ce mois-ci, nous ne dresserons pas de rétrospective 2024. À la place, nous saisissons ici l'occasion de dévoiler une version synthétique de notre scénario économique 2025, avec en bonus l'idée de ce que nous avons qualifié de « clash monétaire » ...

## 1. Croissance

Notre scénario pour la zone Euro n'est pas consensuel, puisque nous anticipons un redressement conjoncturel en 2025. Notre argumentaire repose sur trois éléments : (i) un rebond de la consommation et du pouvoir d'achat des ménages ; (ii) une reprise (progressive) de l'investissement des entreprises et (iii) un sursaut de l'Europe s'agissant de son autonomie stratégique. L'augmentation des droits de douane brandie par D. Trump représente une menace sérieuse. Pour autant, il s'agit selon nous davantage d'une arme de négociation plutôt que d'une menace prête à être exécutée immédiatement. Pour plus de précisions voir [Zone Euro : « Il y a toujours une lumière au bout du tunnel »](#).

Aux Etats-Unis, nous tablons sur un régime de croissance sous « haute pression », accompagné d'une poursuite de l'accroissement des gains de productivité. L'économie américaine avance désormais à un rythme proche de sa moyenne de long terme et les baisses de taxe envisagées par D. Trump, même si elles s'avéraient plus circonstanciées, ont le potentiel d'engendrer encore un peu plus de croissance. Le marché de l'emploi est en voie de stabilisation, mais l'équilibre demeure instable en cette première partie d'année. La consommation des ménages devrait ralentir, mais rester soutenue. Les dépenses d'investissement resteraient vigoureuses.

En Chine, les autorités budgétaires et monétaires disposent de marges de manœuvre importantes pour relancer plus franchement l'activité. Les annonces dans ce domaine pourraient ainsi s'accroître. La restauration de la confiance, notamment des ménages, sera clé.

## 2. Inflation

En zone Euro, les poussées inflationnistes ont essentiellement résulté d'un choc d'offre (hausse des cours des matières premières et des délais de livraison...). La désinflation, qui s'est accentuée au second semestre 2024, devrait se poursuivre. Reste la persistance de la catégorie des services, qui devrait néanmoins s'apaiser dans les mois à venir.

A moyen terme, nous prévoyons une stabilisation de l'inflation à ~2%, en lien notamment avec le redressement de la demande privée.

A plus long terme, il est probable que le régime d'inflation soit différent de celui qui prévalait avant la pandémie, en raison du dérèglement climatique, de la transition écologique, de l'environnement géopolitique ou encore des évolutions démographiques.

Aux Etats-Unis, la désinflation devrait être plus « poussive », en raison d'une plus grande inertie dans les services. Le « dernier km » devrait être plus long à parcourir, notamment en raison de problématiques liées à la mesure de l'inflation (CPI vs PCE...), mais aussi du fait d'une croissance économique plus élevée. L'augmentation des droits de douane n'est pas une fatalité. Les gains de productivité pourraient également permettre d'absorber une partie des pressions inflationnistes.

## 3. Banques centrales

La baisse des taux directeurs de la Fed répond à une logique d'« ajustement », visant à diminuer le degré de restriction monétaire, dans le prolongement de la baisse de l'inflation. La Fed se heurte néanmoins à trois incertitudes, d'ordre partiellement méthodologique : (i) incertitude quant à la fiabilité des données de l'emploi ; incertitude liée à la dynamique de l'inflation et sa mesure (CPI vs PCE) et (iii) incertitude liée à l'estimation du taux neutre ( $r^*$ ), dont le niveau distingue le cas où la politique monétaire est restrictive ( $r > r^*$ ) de celui où elle est expansionniste ( $r < r^*$ ). Ces éléments mis bout à bout nous incitent à envisager une poursuite de cet ajustement, de manière non linéaire toutefois. Comme depuis plusieurs mois maintenant, il nous apparaît également que le nombre total de baisses ne sera pas conséquent. Ainsi le point d'atterrissage sera plus proche de 4% que de 3%.

Pour la BCE, la baisse des taux est toujours liée à une « nécessité », comme notre scénario le prévoyait déjà début 2024. Nous anticipons trois baisses de taux supplémentaires en 2025, concentrées sur la première partie de l'année. Compte tenu de notre scénario économique, l'urgence serait ensuite moindre. De ce fait, nous n'adhérons pas à la vision consensuelle qui consiste à entrevoir un taux de facilité de dépôt en dessous de 2% (contre 3% aujourd'hui) à horizon fin 2025.

Save the date

## WEBINAR ECO Vision & stratégie

● LIVE CONFERENCE

A quoi s'attendre sur le plan de l'économie et des marchés financiers en 2025 ?



Jeudi 23 janvier de 11h à 11h30

Inscrivez-vous



### 4. Bonus : 2025, vers un « clash monétaire » ?

Pour la Fed, une quatrième incertitude est entrée dans l'équation, celle de l'entrave que pourrait exercer D. Trump sur les prises de décisions de J. Powell, poussant la Fed à batailler pour conserver son indépendance vis-à-vis du pouvoir politique.

En théorie économique, on parle de « dominance budgétaire », lorsque la politique budgétaire s'impose à la politique monétaire et de « dominance monétaire » à l'inverse. Ainsi, il apparait évident que D. Trump souhaite plutôt mener une politique budgétaire expansionniste, qui tendrait à creuser le déficit.

Les marchés financiers se sont d'ailleurs déjà approprié la thématique, en exigeant un rendement plus élevé pour pouvoir prêter à l'Etat américain. Dans ce contexte, que fera la Fed ? Baisser ses taux pour apaiser les tensions obligataires qui contraignent les conditions financières et ainsi donner « victoire » à D. Trump ? Ou les maintenir car le couple croissance/inflation demeure solide ? 2025 s'avèrera probablement sportif...



Florent Wabont  
Economiste

## Graphique du mois : retour à la case départ

Evolution des taux hypothécaires américains à 30 ans



Sources : Sources : Ecofi, Bloom, Bankrate.com. La courbe horizontale en pointillées représente la dernière observation recensée. Données hebdomadaires au 27/12/2024.

Les analyses et les opinions mentionnées ci-contre représentent le point de vue de l'auteur. Elles sont émises en date du 27 décembre 2024 et sont susceptibles d'évoluer. Elles ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

# Entre décisions monétaires et instabilités politiques

## Surperformance des valeurs "qualités" vs "décotées"



Sources : LSEG, Datastream.

## Indices

	perf. mois	
EuroStoxx (€)	1,34%	↗
S&P 500 (\$)	-2,42%	↘
Topix (¥)	4,00%	↗
Valeurs de croissance (MSCI World Growth) \$	0,40%	↗
Valeurs "value" (MSCI World Value) \$	-5,72%	↘

## Secteurs

	Zone Euro		Etats-Unis	
Produits de base	-2,42	↘	-10,86	↘
Energie	-1,43	↘	-9,35	↘
Industrie	-1,17	↘	-8,49	↘
Technologie	4,12	↗	0,86	↗
Conso cyclique	4,05	↗	1,96	↗
Conso. non cyclique	-0,81	↘	-5,21	↘
Santé	-4,45	↘	-6,30	↘
Services de communication	-3,70	↘	3,40	↗
Services aux collectivités	-3,56	↘	-8,07	↘
Finance	1,70	↗	-5,57	↘
Immobilier	-6,00	↘	-8,95	↘

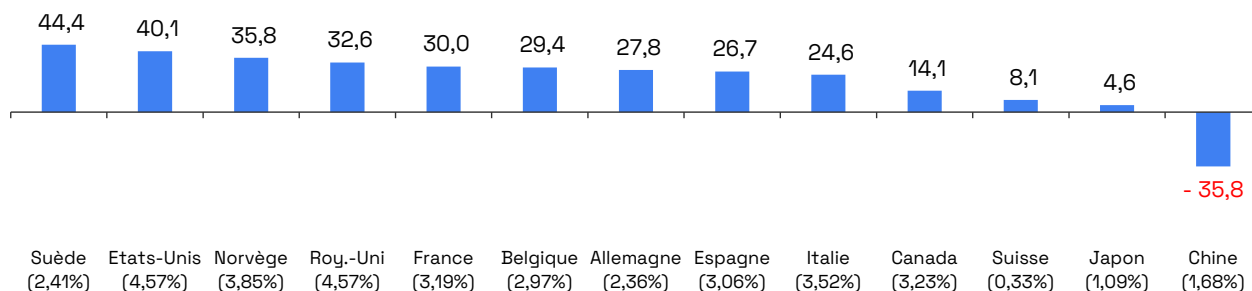
## Actualités

Décembre a été marqué par l'annonce d'une pause de l'assouplissement des politiques monétaires de la FED, impactant négativement les marchés américains. L'environnement politique a été complexe en Europe (Allemagne et France principalement) et en Asie (Corée du Sud). Dans ce contexte, les marchés ont favorisé les valeurs « refuges » de qualité, témoignant d'une recherche de stabilité face à l'incertitude.

# Baisse des taux directeurs et hausse des taux longs

## Marché des taux : le retour des vigiles obligataires?

Niveau et variation mensuelle (en bp des rendements d'emprunts souverains à 10 ans)



Sources : Bloomberg, Ecofi

### Crédit

	var. mois	var. YTD
Euro Agg. Corpo	-0,38% ↓	+4,74% ↑

Les marges de crédit se sont contractées en décembre pour les obligations de qualité investissement. Toutefois, la hausse significative des taux souverains n'a permis d'enregistrer une performance mensuelle positive.

La contraction marquée des marges de crédit des obligations de qualité spéculative a en revanche été suffisante pour permettre d'afficher à nouveau une performance mensuelle positive.

### Taux 10 ans

Emprunts Etat	var. mois	Niveau
Etats-Unis	40 ↑	4,57%
Allemagne	28 ↑	2,37%
France	30 ↑	3,20%
Italie	25 ↑	3,52%
Espagne	27 ↑	3,06%

### Convertibles

	var. mois	var. YTD
Zone Euro	0,34% ↑	8,94%

L'année 2024 constitue un excellent millésime

pour les convertibles avec un gain de 8.94% en zone euro vs. +9.26% pour l'indice actions Eurostoxx NRT et +3.82% pour l'indice crédit iBoxx NFin.

Cette performance a été acquise par la bonne représentativité sectorielle (notamment Aerospace & Defense, électrification) issue de la sélection et par la paupérisation du gisement qui a favorisé la dynamique de momentum sur ces titres. L'ensemble des profils ressort en performance significative (Credit/Rate Sensitive +7.21%, Balanced +6.30%, Equity Sensitive +37.66%) en ligne avec les moteurs de performances identifiés Obligataire : réduction de la décote et portage ; Mixte : déséquilibre offre/demande ; Action : effet sélection). L'encours du marché EMEA est de 62 Mds€ avec seulement EUR 5.1 Mds émis en 2024 avec 19 émissions.

### Devises

	perf. mois	perf. YTD
Euro/Dollar	-2,11% ↓	-6,21%
Euro/Yen	2,76% ↑	4,53%
Euro/Livre sterling	-0,38% ↓	-4,55%

## Actualités

En décembre, la plupart des Banques Centrales ont poursuivi l'assouplissement de leur politique monétaire (baisse des taux de -25 bp de la part de la BCE, de la FED, de la banque de Suède et baisse de -50 bp de la part de la Banque de Suisse et du Canada). Toutefois, la révision à la hausse des perspectives de croissance et d'inflation a atténué les anticipations de baisse des taux directeurs de la Fed et poussé les taux à moyen et long terme à la hausse de part et d'autre de l'Atlantique. Ainsi, les taux à 2 et 10 ans allemands se tendent respectivement de +13 bp et +28 bp tandis que leurs homologues américains montent de +9bp et +40bp. Les courbes se repentissent. Les emprunts d'Etat à long terme français n'ont que légèrement sous-performé leurs homologues allemands.

# Perspectives

Pour les allocations du bilan mensuel de fin décembre 2024, les prévisions à 6 mois :

## Actions

Actions zone Euro ↗

Actions Royaume-Uni ↗ ↗

Actions Etats-Unis ↗

Actions Japon ↔

Après une année 2024 marquée par l'instabilité politique en Europe et les premiers mouvements de baisse de taux, les investisseurs seront particulièrement vigilants à la croissance économique en Europe et aux éventuels plans de relances. Les attentes en termes de perspectives bénéficiaires en Europe sont nettement moins élevées qu'aux US permettant d'éventuelles surprises positives. Dans ce contexte d'incertitude politique et de volatilité sur les taux, les groupes de qualités, possédant des bilans de qualité ou étant peu exposé aux risques de taxes douanière pourraient être privilégiés par les marchés.

## Taux souverains 10 ans

Obligations d'Etat Allemagne ↗

Obligations d'Etat Etats-Unis ↗

Obligations d'Etat Royaume-Uni ↗

Obligations d'Etat Japon ↗

Au vu de notre scénario économique, les anticipations de marché concernant les baisses de taux de la part de la BCE nous paraissent un peu trop élevées.

Nous prévoyons une stabilisation des taux allemands à 2 ans et 10 ans autour des niveaux actuels. Les incertitudes politiques françaises devraient conduire à une plus grande volatilité de l'écart de taux France /Allemagne à 10 ans et à son maintien sur de hauts niveaux.

## Devises

Euro / Dollar ↗

Euro / Livre Sterling ↔

Euro / Yen ↘

Nos anticipations d'un redémarrage économique dans la zone Euro courant 2025 limiterait une baisse supplémentaire de l'euro contre dollar. Ce dernier a fortement progressé durant ces derniers mois, intégrant déjà la bonne tenue de l'économie américaine et la perspective de l'arrivée de D Trump. Les anticipations d'une remontée des taux directeurs de la part de la Banque du Japon devraient soutenir le Yen.

## Crédit

Investment grade Euro ↗

High yield Euro ↔

La FED et BCE devraient continuer à réduire leurs taux directeurs à un rythme moins soutenu qu'anticipé par le consensus. Les premiers pas du gouvernement Trump seront scrutés avec attention tandis que le contexte politique en Europe demeure instable (France, Allemagne).

La baisse de la rémunération des fonds monétaires est susceptible de favoriser des allocations en faveur des fonds obligataires. Le marché primaire promet d'être animé. Nous tablons sur une stabilité des marges de crédit.

Les vues sont exprimées sur les performances totales attendues en euro.



# Nos derniers engagements

## **PRI - Initiative sur le respect des droits de l'Homme dans la chaîne de fournisseurs de minéraux**

Ecofi a signé une déclaration des PRI, initiée par Steward Investors, afin d'engager certaines entreprises du secteur IT à ne pas utiliser des minéraux extraits par des fournisseurs accusés de ne pas respecter les droits de l'Homme.

La production des appareils électroniques, en particulier des semi-conducteurs, repose sur un certain nombre de minéraux comme l'étain, le tungstène, le tantale, l'or et le cobalt. Ces minéraux appelés "minéraux de conflit" tirent leur nom du fait qu'ils sont principalement extraits dans des régions vulnérables à l'instabilité politique et à la violence, notamment en Afrique subsaharienne. L'extraction de ces minéraux s'effectue dans des conditions de travail abusives où les droits de l'Homme sont généralement violés.

Cette lettre appelle 29 entreprises, dont 5 investies par les fonds d'Ecofi, à développer des chaînes d'approvisionnement exemptes de minéraux de conflit. Cette initiative est soutenue par 160 signataires, représentant 6 590 milliards de dollars d'actifs.

## **PRI - Déclaration des investisseurs en faveur du règlement de l'UE sur la déforestation**

Ecofi a signé une lettre adressée à l'Union Européenne rédigée par Green Century Funds et coordonnée par les PRI des Nations Unies. Cette lettre vise à réaffirmer l'importance de la mise en œuvre d'une réglementation rigoureuse contre la déforestation. Elle insiste sur l'importance de respecter le calendrier prévu pour le Règlement européen contre la déforestation et la dégradation des forêts (EUDR). Cette initiative a été signée par 28 investisseurs représentant plus de 929 milliards d'euros d'actifs sous gestion.

## **FIR - Campagne de questions écrites au CAC 40**

Comme tous les ans depuis 2020, Ecofi, en tant que membre de la Commission de dialogue et engagement du FIR, soutient la campagne 2024 des questions écrites adressées à l'ensemble des entreprises du CAC 40. Les questions concernent différents sujets ESG, dont la responsabilité fiscale, la transition énergétique, les relations avec les salariés et la parité H/F.

Ecofi a été en charge de l'écriture de la question sur la responsabilité fiscale et de l'analyse des réponses des sociétés. Les réponses à ces questions vont donner lieu à une analyse et à une étude publique. A travers cette initiative, Ecofi a contacté 36 entreprises investies par ses fonds.

## **ATM - Campagne 2024 sur l'accès aux médicaments**

Ecofi soutient, auprès de plus de 130 investisseurs représentant \$21 trillions des encours, l'initiative de la fondation Access to Medicine concernant l'ODD 3 (Santé et bien-être pour tous) de l'ONU : ce projet d'engagement de long terme enjoint les investisseurs à dialoguer avec les 20 sociétés pharmaceutiques recensées par l'index d'Access to Medicine, dont 2 investies par les fonds d'Ecofi, Abbie et Novartis, sur l'enjeu de l'accès aux médicaments, notamment dans les pays en développement. En effet, il s'agit d'analyser des critères tels que la tarification, les brevets ou les efforts de R&D de ces entreprises, en ligne avec les recommandations émises dans l'Access to Medicine Index.



+ 33 (0)1 44 88 39 24

contact@ecofi.fr

www.ecofi.fr

12 boulevard de Pesaro  
CS 10002  
92024 Nanterre Cedex

  
**GROUPE  
CREDIT COOPERATIF**

Identifiant unique REP Emballages Ménagers et Papiers  
Graphiques n° FR308133\_01LYLF



Le présent document ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée. Conformément à la réglementation, toute souscription devra être précédée d'une évaluation de l'expérience, de la situation et des objectifs du Client. Il est recommandé, avant tout investissement, de lire le Document d'Information Clé (ou DIC) de l'OPC. Les documents d'informations périodiques des OPC sont tenus en permanence à votre disposition chez Ecofi Investissements ou sur notre site internet.

Ecofi Investissements est susceptible de détenir des liens d'intérêt (notamment gestionnaire ou distributeur) ou de détenir des positions sur les OPC ou les valeurs mentionnées. Une quote-part des frais de fonctionnement et de gestion peut-être éventuellement attribuée à un tiers distributeur afin de rémunérer l'acte de commercialisation dudit OPC.

Ecofi Investissements est agréée par l'AMF (<http://www.amf-france.org/>) sous le n°GP97004 en date du 07/02/1997.