

Le Mensuel

Décembre 2024 - n°44

Le monde selon D. Trump, comme un air de « déjà-vu » ?

Le terme « déjà-vu » a un sens plus subtil que celui qu’on lui attribue traditionnellement. Il dérive en effet de la notion médicale de paramnésie, qui traduit un faux sentiment d’avoir déjà vécu une situation, pourtant totalement nouvelle. Ainsi, l’élection de Donald Trump comme président des Etats-Unis pour la deuxième fois rappelle indubitablement des souvenirs aux investisseurs. Mais comme souvent, l’histoire ne se répète pas, bien qu’elle puisse éventuellement rimer... C’est pourquoi, nous avons décidé ce mois-ci de nous attarder sur les possibles implications du mandat « Trump 2.0 ». L’occasion également d’esquisser les premiers éléments de notre scénario 2025...

En novembre, l’activité s’est de nouveau détériorée en zone Euro, comme en témoignent les enquêtes soumises aux entreprises, qui s’enfoncent en territoire de contraction. À cet égard, mentionnons également le cas de la France, où la confiance des consommateurs et le moral des entreprises ont reculé. Sont-ce là les prémices des conséquences de l’instabilité politique ?

L’inflation est légèrement repartie à la hausse, en raison d’effets de base énergétiques moins favorables. Nous continuons néanmoins d’anticiper une poursuite de la désinflation en zone Euro, avant que celle-ci ne se stabilise autour de 2% mi-2025, à la faveur d’un redressement de la demande privée. Nous sommes, à ce titre, plus optimistes que le consensus. La BCE devrait baisser ses taux en décembre, puis en janvier 2025 et probablement en mars 2025, avant de temporiser ensuite.

Aux États-Unis, l’environnement est différent. Bien que l’équilibre demeure relativement instable, le marché de l’emploi ne se dégrade plus. Les enquêtes conjoncturelles remontent et le rythme de consommation des ménages reste soutenu. L’inflation américaine baisse, mais contrairement à l’Europe, cette dernière est plus « visqueuse ». Dans ces conditions, et comme nous l’indiquons depuis plusieurs mois, l’ajustement de politique monétaire initiée par la Fed ne devrait pas aller très loin...

Du premier mandat de D. Trump, nous retenons la victoire surprise, les baisses de taxes, les menaces envers la Fed sur les réseaux sociaux et la guerre commerciale de 2018-19. S’agissant de son bilan économique (hors Covid), force est toutefois de constater qu’il n’aura pas été mauvais. Les cycles sont indomptables et répondent à des lois qui, parfois, dépassent celles de la physique. Dès lors, doit-on s’attendre à un bis repetita pour ce second mandat ?

Dans ces colonnes, nous balayons souvent les idées préconçues. Les craintes récurrentes d’une seconde vague d’inflation, les anticipations de baisses de taux nombreuses et quasi-continues... C’est donc sans surprise que nous envisageons que la période « Trump 2.0 » sera paradoxalement plus subtile que la « Trump 1.0 ».

S’agissant de la guerre commerciale, nous pensons que l’augmentation de droits de douane relève davantage d’une arme de négociation que d’une menace prête à être exécutée immédiatement. Même dans le cas de la Chine, ces mesures devraient être mises en œuvre de manière progressive. En outre, D. Trump n’a pas intérêt à ce que l’inflation reparte, puisqu’une partie de son électorat l’a élu pour lutter contre ce phénomène. Son entourage proche semble par ailleurs disposer d’une attitude plus... pragmatique sur la question. Rappelons enfin que lors de son premier mandat, D. Trump n’a pas appliqué l’intégralité des augmentations annoncées.

L’économie américaine croît actuellement peu ou prou à son potentiel. Les baisses de taxes envisagées devraient ainsi engendrer une économie « sous haute pression ». Par voie de conséquence, l’inflation réaccélérerait légèrement en réaction à ce choc de demande, d’autant plus si ce phénomène s’accompagne d’une recrudescence des tensions sur le marché du travail. L’évolution à bas bruit des gains de productivité depuis fin 2019 devrait selon nous se poursuivre en 2025, permettant ainsi d’absorber une partie de ces pressions inflationnistes.

Le risque principal réside selon nous dans la relation entre le pouvoir politique et la Fed. Lors de son premier mandat, D. Trump n’a cessé d’invectiver J. Powell sur les réseaux sociaux, afin que celui-ci baisse les taux. La probabilité d’une nouvelle interférence est élevée.

Cette fois-ci, elle devrait cependant être plus subtile, à l’instar de l’idée évoquée lors de la campagne, consistant à nommer une personne pour faire l’interface entre le président américain et celui de la Fed. En somme, une forme de mise sous tutelle...

Reste enfin l’inconnue géopolitique, pour laquelle il est délicat de spéculer. Rendez-vous est donc pris le 20 janvier prochain pour l’investiture de Donald Trump...



Florent Wabont

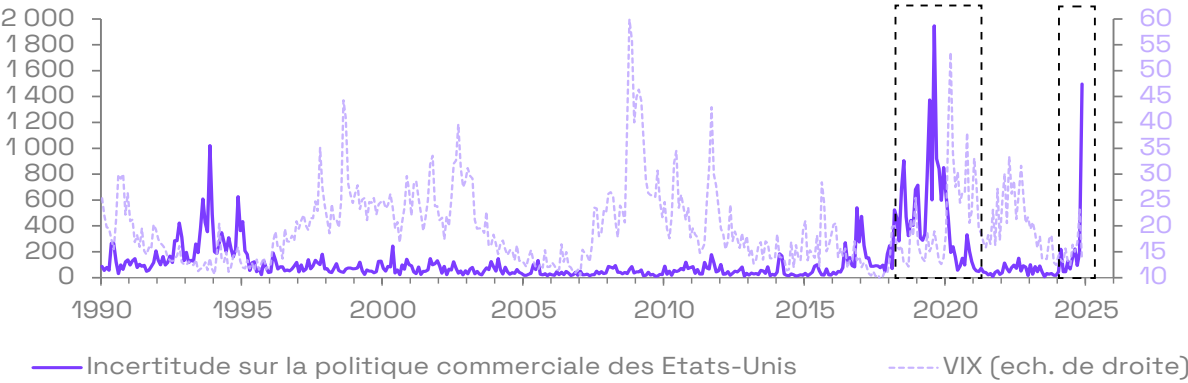
Economiste

Agenda - Décembre

	USA	Euro	Chine	Japon
Réunions économiques				
Banques centrales	18	12	20	19
Indicateurs				
Inflation	11	18	9	20
Production industrielle	17	13	16	13
Indices PMI	2	2		2
Moral des ménages	6	20		
Moral des entreprises	2		4	2
Moral des PME	10			
Ventes au détail	17	5	16	27
Emploi	6	2	16	27
Réserves de change			7	
Solde commercial/courant	27	17	10	18
PIB	19	6		9

Graphique du mois

Trump 2.0 - bis repetita (non) placent ?



Sources : Sources : Ecofi, Bloom, Baker & Davis (2016), CBOE. L'indicateur d'incertitude sur la politique commerciale comptabilise et associe des termes liés à l'incertitude en matière de politique commerciale américaine, en analysant par le biais d'un algorithme d'intelligence artificielle les journaux internationaux. L'indice VIX correspond à la volatilité implicite du marché des actions américaines (indice S&P 500). Elle se lit comme la volatilité anticipée par les marchés à horizon un mois. Données au 29/11/2024.

Actions

Thanksgiving : la gratitude des investisseurs

All I want for Christmas is "made in USA"



Sources : Ecofi, Goldman Sachs. Les paniers d’actions sont définis par Goldman Sachs.

Indices

	perf. mois
EuroStoxx (€)	0,03 %
S&P 500 (\$)	5,83 %
Topix (¥)	-0,52 %
Valeurs de croissance (MSCI World Growth) \$	5,30 %
Valeurs "value" (MSCI World Value) \$	-3,85 %

Secteurs

	Zone Euro		Etats-Unis
Produits de base	-1,84		2,09
Energie	- 0,42		7,11
Industrie	2,80		7,35
Technologie	4,32		5,34
Conso cyclique	- 1,17		13,26
Conso. non cyclique	-0,39		4,54
Santé	-1,12		0,10
Services de communication	3,12		3,07
Services aux collectivités	0,25		3,13
Finance	2,16		10,86
Immobilier	1,02		4,18

Actualités

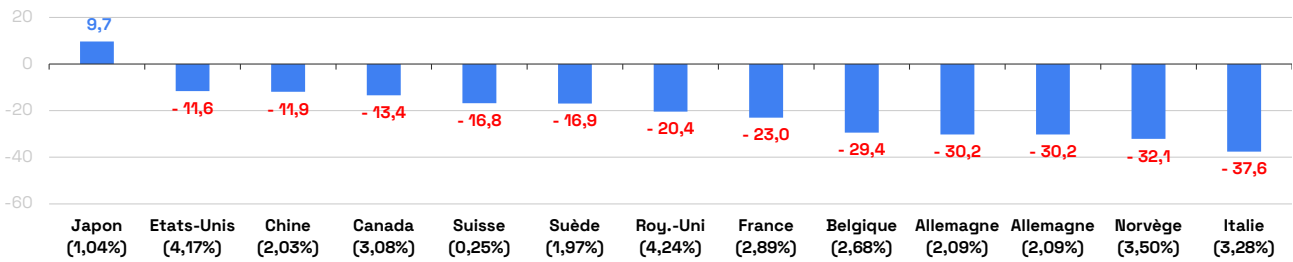
L’évènement majeur est bien sûr la victoire de D. Trump à la présidentielle américaine. Les conséquences sont sans équivoque : la thématique "relocalisation aux Etats-Unis" rejoint celle de l’AI en termes de performances sur 2024, au contraire des groupes potentiellement visés par des tarifs et ceux à risque d’une politique de dérégulation qui sont délaissés.

Obligations

Zone Euro : une forte baisse des taux

Marché des taux : effet Scott Bessent

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	+ 1,56 %	+5,13%

Les marges de crédit se sont stabilisées en novembre. La baisse significative des taux souverains a permis aux obligations privées d’enregistrer des performances fortement positives. Le contexte géopolitique est très instable.

Taux 10 ans

Emprunts Etat	var. mois	Niveau
Etats-Unis	-12	4,17%
Allemagne	-30	2,09%
France	-23	2,90%
Italie	-38	3,28%
Espagne	-30	2,79%

Convertibles

	var. mois	var. YTD
Zone Euro	1,57%	8,57 %

Le marché des obligations convertibles affiche un très bon mois avec un gain de 1,57% (Eurozone) à la faveur des bonnes performances des profils Equity (Rheinmetall, Safran, IAG, Saipem, Siemens Energy). L’ensemble des composantes de l’indice progresse (Credit/Rate Sensitive +1,05% ; Balanced +1,87% ; Equity Sensitive +9,55%). Dans les contre-performances, on retient les valeurs françaises qui restent pénalisées par l’incertitude politique majeure, à l’exception de Worldline (qui pourrait être acquis par un PE), ainsi que Meyer Burger qui fait face à des difficultés de refinancement et de pertes de clients.

Le marché primaire est toujours à l’arrêt, malgré une forte demande potentielle au regard de la baisse du gisement avec les remboursements/ conversions.

Devises

	perf. mois	perf. YTD
Euro/Dollar	-2,82%	-4,19%
Euro/Yen	-4,27%	1,73%
Euro/Livre sterling	-1,56%	-4,19%

Actualités

Malgré la victoire de D. Trump et un discours très prudent de la part de J. Powell quant au futur rythme de baisses des taux directeurs, les taux à long terme américains se sont légèrement détendus sur la période (-12 bp sur le taux à 10 ans). Les craintes sur la croissance européenne du fait de probables augmentations de droits de douane de la part de la nouvelle administration américaine ont conduit de nombreux membres de la BCE à se montrer favorables à d’autres baisses de taux directeurs. Ainsi, les taux à 2 et 10 ans allemands se détendent respectivement de -30 bp et -33 bp. L’écart de taux Etats-Unis/Allemagne à 10 ans s’est donc encore élargi (208 bp). Les emprunts d’Etat à long terme français ont sous-performé leurs homologues allemands contrairement aux emprunts d’Etat italiens.

Le meilleur des deux mondes

Ecofi Convertibles Europe

Le marché des obligations convertibles: une classe d'actifs à part

Part C

FR0010191908

Cette classe d'actifs constitue une source de diversification attractive dans une allocation multi-actifs ou dans une allocation obligataire. Elle permet d'être exposé partiellement à la hausse du marché actions tout en conservant le caractère sécurisant de l'investissement obligataire en cas de scénario adverse. Cette propriété « hybride » permet ainsi d'amortir les chocs de marchés.

Le marché des obligations convertibles EMEA affiche un encours de EUR 60 Mds€ pour 153 émissions, et une duration moyenne de 2,66 années (médiane : YTM/P 3,89% ; delta 12%) . Le marché primaire en 2024 totalise 18 émissions pour 5 Mds€ (Source : Barclays).

En Europe, l'univers convertibles penche vers un biais cyclique (industrie, matériaux de base), immobilier, services de communication, relativement à l'univers actions.

Une utilité partagée entre investisseurs et emprunteurs

Le marché des obligations convertibles est également utile au financement des entreprises. C'est une opportunité d'investir dans des entreprises cherchant à financer leur croissance (sociétés de taille intermédiaire), d'accompagner des sociétés en restructuration, des secteurs en phase de concentration, des secteurs innovants. De nouveaux acteurs peuvent également entrer sur ce marché pour financer leur transition énergétique ou leurs investissements dans l'électrification de l'économie.

Plus généralement, le marché des obligations convertibles offre une alternative crédible aux entreprises pour diversifier leurs sources de financement.

Des perspectives au vert

Après une période compliquée pendant la phase de normalisation des taux d'intérêt, le marché des obligations convertibles a retrouvé des couleurs depuis 2 ans à la faveur d'une réduction de décote (segment obligataire) et d'un bon positionnement sectoriel (segments mixte et action).

Cette dynamique devrait se poursuivre à la faveur d'un essor du primaire qui tarde à arriver mais qui devrait s'accélérer en 2025.

Les perspectives pour 2025 restent positives avec un environnement taux favorable, une décote historique de valorisation du marché européen par rapport aux USA (effet flux), une possible reprise des opérations de fusion/acquisition, des opportunités probables en cours d'année sur le marché primaire.

Le positionnement actuel sur les thématiques défense et aérospaciale, électrification de l'économie et énergies propres reste un point d'appui pour les prochains mois.

Interview Gérant

Quelles sont les particularités du fonds ?

Ecofi Convertibles Europe est un fonds spécialisé dans l'investissement en obligations convertibles ou échangeables en actions européennes avec un focus sur la zone Euro, géré selon notre approche ISR.

Ce fonds est adapté aux investisseurs qui souhaitent coupler performance des actions et caractère protecteur des obligations et s'exposer à la classe d'actifs qui retrouve de l'intérêt depuis deux dans une perspective de diversification.

Quel est son processus d'investissement ?

Ecofi Convertibles Europe repose sur une approche "blend" avec une stratégie d'allocation par différents profils de risque des obligations convertibles (profil obligataire, profil mixte, profil action) pour adapter les moteurs de performances aux dynamiques de marché, couplée avec une approche de conviction dans la sélection des investissements, la construction du portefeuille et le pilotage du risque.

Un processus de gestion en 4 temps

- Qualification de l'univers d'investissement selon notre méthodologie d'analyse extra-financière PRISME
- Analyse dans l'univers filtré des émetteurs / émissions selon une approche 360° (financière, extra-financière, technique, juridique, valorisation, protections en cas de fusion/acquisition) afin de définir par type de profil une relation d'ordre pour lister les opportunités
- Définition de l'exposition cible du portefeuille par facteurs d'expositions (risque de taux, risque action, risque crédit, risque devise, ...), afin de calibrer le profil de risque du portefeuille en fonction des différents profils de risque de la classe d'actifs ;
- Construction du portefeuille géré selon une approche de conviction à partir de la sélection (gestion dynamique des expositions par profil de risque, pilotage des expositions du portefeuille en absolu et en relatif dans le respect de l'allocation cible)

Le portefeuille cible est constitué d'environ 50 titres, soit à date moins de 1/3 de l'univers EMEA.

Pourquoi investir ?

Investir en obligations convertibles vise à participer à la hausse des marchés actions tout en amortissant les phases de repli grâce à la structure obligataire, ce qui caractérise le caractère convexe de l'investissement.

Le fonds est particulièrement bien positionné pour apporter une contribution positive dans une allocation obligataire avec un levier action embarqué et peut répondre en fonction de la nature de l'univers des convertibles à une logique de diversification (secteurs, thématiques, exposition aux mid-caps, fusions-acquisitions, primo-émissions, émissions non notées).

Il finance par ailleurs l'économie réelle.

Principaux Risques

Risques action, de taux, crédit, de perte en capital, de gestion discrétionnaire, de liquidité, d'investissement en titre à caractère spéculatif, lié à l'investissement en obligations convertibles, de contrepartie.

Niveau de risque* : 3/7

Les autres risques liés à l'investissement sont indiqués dans la section Risques du Prospectus.

Olivier Guillou

Directeur de la gestion



En savoir plus sur Ecofi Convertibles Europe →

*L'indicateur synthétique de risque SRI (Synthetic Risk Indicator) va de 1 (risque faible) à 7 (risque plus élevé). La catégorie de risque indiquée n'est pas garantie et est susceptible d'évoluer dans le temps. Tous les risques ne sont pas toujours intégralement pris en compte par l'indicateur de risque. Les autres risques liés à l'investissement sont indiqués dans la section « Principaux risques » du Prospectus.

Perspectives

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

Actions

Actions zone Euro

Actions Royaume-Uni

Actions Etats-Unis

Actions Japon

Le flight to « refuge » devrait se poursuivre vers les marchés américains à court terme, en raison de problématiques persistantes en Europe (politique France & Allemagne, Ukraine, risques avec l’administration Trump), et ce malgré la faible prime de risque du S&P 500. Le soutien devrait venir des flux toujours orientés sur le premier marché mondial, d’un dollar qui devrait rester recherché, des rachats d’actions et des perspectives de croissance des BPA toujours supérieures au reste du monde. Les marchés européens présentent toujours des opportunités avec des niveaux de valorisation attractifs.

Devises contre Euro

Dollar

Livre Sterling

Yen

Après sa forte hausse, le dollar devrait se stabiliser contre Euro. Le niveau actuel de ce dernier intègre une perception pessimiste de la croissance économique de la zone Euro qui pourrait s’améliorer courant 2025. Le Yen profiterait d’une poursuite de la remontée des taux de la Banque du Japon ainsi que de la baisse des taux directeurs des Banques Centrales américaine et européenne.

Taux souverains 10 ans

Obligations d’Etat Allemagne

Obligations d’Etat Etas-Unis

Obligations d’Etat Royaume-Uni

Obligations d’Etat Japon

Au vu de notre scénario économique, les anticipations de marché actuelles concernant les baisses de taux de la part de la BCE nous paraissent conséquentes. Ainsi, nous anticipons une stabilisation du taux à 2 ans allemand et une légère remontée du taux à 10 ans, ce dernier serait impacté notamment par la problématique de l’endettement des Etats et par l’absence de la BCE sur les marchés obligataires. La pente de la courbe (écart 2/ 10ans) continuerait donc à augmenter. 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.

Crédit

Investment grade Euro

High yield Euro

La FED et la BCE devraient continuer à réduire leurs taux directeurs. La baisse de la rémunération des fonds monétaires est susceptible de favoriser des allocations en faveur des fonds obligataires. L’instabilité politique en France inquiète les investisseurs mais ne suscite pas d’affolement. Nous tablons sur une stabilité des marges de crédit.

Nos derniers engagements

La démarche ESG d'Ecofi récompensée par les PRI

Les Principes pour l’Investissement Responsable (PRI) ont été lancés par les Nations Unies en 2006 et ont été rejoints par Ecofi en 2009. Il s’agit d’un engagement volontaire qui s’adresse au secteur financier et incite les investisseurs à intégrer les enjeux ESG dans la gestion de leurs portefeuilles. Les PRI demandent tous les ans à leurs signataires, plus de 3700 sociétés au niveau mondial, de remplir un questionnaire obligatoire concernant la qualité de leur démarche ESG et le niveau d’intégration des Principes mêmes. Un score est ensuite évalué par les PRI. Ecofi a obtenu le score maximal de 100/100 pour 5 modules sur 6 du questionnaire et de 97/100 sur un. Plus d’informations sur notre site.

PRI - Lettre au FTSE 100 pour encourager le Say on Climate

Ecofi a signé une initiative de dialogue collectif, coordonnée par deux membres anglais des PRI des Nations Unies (LAPPF et CCLA), pour exiger des sociétés listées au FTSE 100 qu’elles inscrivent à l’ordre du jour de leur assemblée générale 2025 la possibilité pour les actionnaires de voter leur stratégie climatique. Cette lettre a été signée par 41 investisseurs, ce qui représente 1,6 trillions de livres d’actifs sous gestion.

Les investisseurs signataires s’attendent à ce que les entreprises élaborent des plans de transition crédibles, incluant des objectifs alignés sur l’Accord de Paris et des stratégies détaillées pour atteindre ces objectifs. Des votes spécifiques sur les plans de transition permettent aux actionnaires de témoigner leur soutien à ces stratégies de décarbonisation, d’indiquer leur confiance dans le plan de transition et de répondre aux dépenses en capital associées.

L’initiative concerne 76 sociétés, dont 7 investies par les fonds d’Ecofi : Belfius Bank, HSBC, Intertek Group, International Consolidated Airlines Group, Smith & Nephew, Spirax-Sarco Engineering, Vodafone.

World Benchmarking Alliance - Nature Investor Statement

Ecofi soutient la déclaration d’investisseurs de la World Benchmarking Alliance, une coalition d’investisseurs responsables axée sur l’enjeu de la biodiversité, qui demande aux entreprises investies d’évaluer et de divulguer de manière urgente leurs impacts et dépendances vis-à-vis de la nature, à la fois dans leurs propres opérations et dans leur chaîne de valeur.

Les institutions financières signant cette déclaration reconnaissent le rôle que les entreprises doivent jouer pour atteindre les objectifs et cibles du Cadre mondial pour la biodiversité de Kunming-Montréal. Ce qui est demandé à travers cette initiative, c’est qu’à la fois les sociétés intensifient leurs efforts pour protéger la nature et que toutes les parties prenantes, y compris les institutions financières, tiennent les entreprises responsables de leurs actions - récompensant celles qui font des pas positifs et mettant la pression sur les retardataires pour en faire davantage.

La déclaration est soutenue par 26 investisseurs, représentant 1,4 trillions de dollars d’actif sous gestion

The Investor Agenda - Lettre aux gouvernements pour les inciter à mettre en œuvre l'accord de Paris

Comme en 2021 et 2022, Ecofi a signé la lettre "Global Investor Statement to Governments on the Climate Crisis » des PRI, du CDP, du CERES et de l'IIGC, adressée aux gouvernements des pays du G20 pour les inciter à mettre en œuvre l'accord de Paris. La lettre, signée par 534 investisseurs institutionnels représentant 29 trillions de dollars, propose cinq grands axes d’actions, dont la mise en œuvre des politiques nationales pour atteindre des objectifs ambitieux, à travers notamment la suppression des subventions aux combustibles fossiles et l’abandon progressif de la production d’électricité à partir de charbon. La lettre encourage également les gouvernements à mettre en place des réglementations rigoureuses contre la déforestation.

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



+ 33 (0)1 44 88 39 24

contact@ecofi.fr

www.ecofi.fr

12 boulevard de Pesaro
CS 10002
92024 Nanterre Cedex



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.