

# Le Mensuel

Décembre 2025 - n°55

# La promesse d'une baisse ...

En novembre, le plus long shutdown (gel des budgets fédéraux) de l'histoire a pris fin aux États-Unis après 43 jours. La publication des statistiques économiques publiques, interrompue jusqu'ici, n'a toutefois pas pleinement repris. Les discours dissonants de certains membres de la Fed, évoquant chacun leur tour la possibilité ou non d'une baisse de taux en décembre, ont fait varier la probabilité donnée par les marchés financiers d'un desserrement monétaire de ~30-40% mi-novembre à un peu plus de 80% fin novembre, alimentant ainsi la volatilité sur les marchés d'actifs risqués. En Europe, l'inflation est restée relativement stable et des signes avant-coureurs d'une inflexion du cycle continuent de s'accumuler timidement. La BCE semble ainsi prête à maintenir le statu quo de façon prolongée...

Confinées jusqu'ici à cause du shutdown, les statistiques publiques américaines ont repris leur publication au compte-gouttes. C'est ainsi que nous avons pu apprendre que le taux de chômage a augmenté de ~0,1% en septembre, passant de 4,32% à 4,44%. Dans le même temps, 119 000 créations nettes d'emplois non agricoles ont été enregistrées, portant ainsi la progression moyenne sur trois mois à 62 000 contre 18 000 précédemment. Rappelons à cet égard que le taux de chômage et les créations d'emplois résultent de deux enquêtes distinctes menées auprès des ménages d'une part et des entreprises d'autre part. Aussi, malgré la faiblesse avérée du marché de l'emploi ces derniers mois, la prudence est de mise s'agissant de l'interprétation de ces résultats. Premièrement, si le taux de chômage est en augmentation, son niveau actuel l'amène à ne dépasser que très légèrement son point d'équilibre estimé – celui qui n'accélère ni ne ralentit l'inflation. Deuxièmement, le rythme de créations d'emplois nécessaire pour absorber la croissance de la population active a probablement diminué du fait de la politique migratoire menée par l'administration américaine. Autrefois autour de ~100 000, ce niveau d'équilibre se situerait désormais entre 30 000 et 50 000 selon plusieurs hypothèses et études. Troisièmement, les indicateurs alternatifs de l'emploi (créations d'emplois recensées par l'entreprise privée ADP, annonces de licenciements par le cabinet Challenger Gray & Christmas...) – utiles en période de shutdown – sont des palliatifs incomplets. Les périmètres considérés et les méthodologies employées ne permettent pas de prédire avec précision les chiffres officiels. Ils sont en revanche de bons indicateurs de tendance. Le marché de l'emploi américain est fragile, mais il n'y a pas péril en la demeure. À cet égard, l'indicateur de stress sur le marché du travail développé par la Réserve fédérale de San Francisco nous permet d'y voir un peu plus clair. Ce dernier vise à déterminer le nombre d'États américains au sein desquels les inscriptions au chômage – donnée qui n'a que très partiellement été affectée par le shutdown – dépassent un certain seuil jugé critique. En novembre, seuls six États sont concernés par ce phénomène, loin des 30 nécessaires pour envisager la possibilité d'une récession. Nous continuons d'anticiper une poursuite du ralentissement de l'économie américaine en raison notamment de la baisse du pouvoir d'achat des ménages. La conjonction de la réduction de l'incertitude liée à une accalmie sur le front de la guerre commerciale, de l'atténuation progressive de l'impact des hausses de droits de douane sur les consommateurs,

ainsi que des baisses de taux réalisées par la Fed, pourrait favoriser une réaccélération de l'économie dans un second temps. De son côté, la Fed baissera ou ne baissera pas ses taux en décembre, mais au fond telle n'est pas vraiment la question. Celle que les investisseurs doivent désormais se poser est la suivante : combien de baisses de taux y aura-t-il en 2026 ? Compte tenu de notre scénario, nous n'envisageons que peu de baisses de taux et ce, malgré les menaces qui pèsent sur l'indépendance de la Fed. Un atterrissage à ~3,50% sur les taux directeurs nous semble plus probable que le 3% voire un peu en dessous envisagé par le marché. Nous développerons ces éléments plus en détail dans le prochain numéro qui sera consacré à nos perspectives annuelles.

En fin d'année dernière, nous avions anticipé que la BCE n'irait pas en dessous de 2% sur son taux de facilité de dépôt. Ce scénario est en passe de se réaliser, mais ne crions pas victoire trop tôt. Les risques baissiers sur l'inflation planent encore à court terme, à l'instar de la hausse de l'euro ou de la réorientation des flux de marchandises chinoises vers l'Europe dans le cadre de la guerre commerciale avec les États-Unis. Toujours est-il que les premières données disponibles pour les principaux pays membres de la zone Euro font état d'une relative stabilité de l'inflation en novembre, proche de la cible fixée par la BCE ; une baisse de taux en décembre paraît toujours difficilement envisageable. Sur un horizon de six mois, notre scénario d'un statu quo prolongé demeure inchangé. D'autant plus que les signes d'une inflexion du cycle économique continuent de s'accumuler parmi la myriade d'indicateurs que nous surveillons avec attention. Le plan allemand de réarmement et d'infrastructures arrive et devrait plus que compenser les dégâts économiques liés aux droits de douane. Les baisses de taux effectuées par la BCE depuis 2024 n'ont pas encore totalement infusé dans l'économie et les gains de pouvoir d'achat enregistrés grâce à la baisse de l'inflation constituent toujours des vents porteurs.

Sauf surprise majeure, l'année 2025 devrait être un excellent millésime pour les actifs risqués. Les actions de la zone Euro – sur lesquelles nous nous étions montrés plus favorables en début d'année – s'offrent le luxe de surperformer les actions américaines (20,8% pour le MSCI EMU vs 5,1% et 17,8% respectivement en € et en \$ pour le S&P 500).

Il convient néanmoins de distinguer deux compartiments de marché.

Les actions de style « value »\* en zone Euro ont largement surperformé (30,7% vs 10,9%) celles considérées comme étant de « croissance »\*\*. S'agissant de 2026, nous continuons de maintenir un biais en faveur des actifs risqués et nous anticipons une poursuite de la surperformance des actions hors des États-Unis (en € et dividendes réinvestis), sans changement par rapport à nos écrits précédents...

\* : se dit d'entreprises considérées comme sous-évaluées selon plusieurs métriques ; on y retrouve par exemple les financières

\*\* : se dit d'entreprises dont les bénéfices anticipés sont en forte croissance selon plusieurs métriques ; on y retrouve par exemple le secteur de la technologie et certaines valeurs du luxe.



Florent Wabont  
Economiste

## Agenda - Décembre

USA Euro Chine Japon

| Réunions économiques     |     |      |       |       |
|--------------------------|-----|------|-------|-------|
|                          | USA | Euro | Chine | Japon |
| Banques centrales        | 10  | 18   | 22    | 19    |
| Indicateurs              |     |      |       |       |
| Inflation                | 18  | 17   | 10    | 19    |
| Production industrielle  | 03  | 15   | 15    | 12    |
| Indices PMI              | 01  | 01   |       | 01    |
| Moral des ménages        | 05  | 19   |       |       |
| Moral des entreprises    | 01  |      | 03    | 01    |
| Moral des PME            | 09  |      |       |       |
| Ventes au détail         | 08  | 04   | 15    | 26    |
| Emploi                   | 16  | 02   | 15    | 26    |
| Réserves de change       |     |      |       | 07    |
| Solde commercial/courant | 01  | 16   | 08    | 17    |
| PIB                      | 23  | 05   |       | 08    |

## Graphique du mois

Evolution d'un indicateur de « stress » sur le marché du travail américain



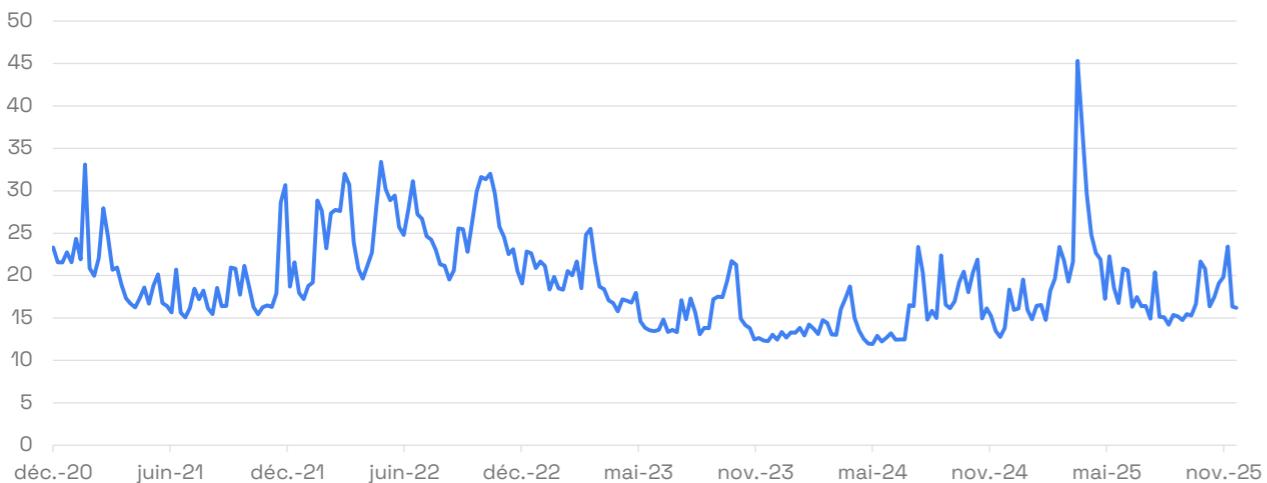
Sources : Ecofi, Fed de San Francisco ; Garimella, Jordà & Singh (2025). Le graphique représente les résultats d'un indicateur de stress sur le marché du travail développé par la Fed de San Francisco. Cet indicateur basé sur l'évolution du chômage dans chaque Etat américain pris séparément. Il se lit comme le nombre d'Etats dépassant le seuil jugé critique d'augmentation des inscriptions au chômage. Données hebdomadaires stoppées au 21/11/2025.

Les analyses et les opinions mentionnées ci-contre représentent le point de vue de l'auteur. Elles sont émises en date du 30/11/2025 et sont susceptibles d'évoluer. Elles ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

## Actions

**"Risk on" sur les marchés actions**

Une volatilité qui reste contenue (Indicateur Vix)



Source : Bloomberg au 02.12.2025

**Indices**

perf. mois

|  |        |  |
|--|--------|--|
| EuroStoxx (€)                                | 0,35%  |  |
| S&P 500 (\$)                                 | 0,21%  |  |
| Topix (¥)                                    | 1,42%  |  |
| Valeurs de croissance (MSCI World Growth) \$ | -1,29% |  |
| Valeurs "value" (MSCI World Value) \$        | 2,11%  |  |

**Secteurs**

Zone Euro      Etats-Unis

|                            |       |  |       |  |
|----------------------------|-------|--|-------|--|
| Produits de base           | 1,32  |  | 3,80  |  |
| Energie                    | 1,43  |  | 1,59  |  |
| Industrie                  | -2,86 |  | -1,24 |  |
| Technologie                | -3,98 |  | -4,68 |  |
| Conso. cyclique            | 0,32  |  | -2,46 |  |
| Conso. non cyclique        | 2,48  |  | 3,99  |  |
| Santé                      | 5,44  |  | 9,01  |  |
| Services de communication  | -0,13 |  | 5,70  |  |
| Services aux collectivités | 2,29  |  | 1,69  |  |
| Finance                    | 2,78  |  | 1,92  |  |
| Immobilier                 | 1,39  |  | 1,75  |  |

Variations mensuelles en euros.

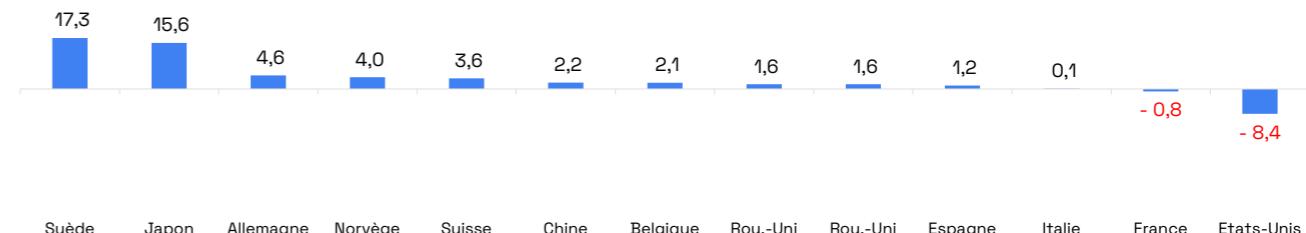
**Actualités**

Les marchés actions sont stables en novembre des deux côtés de l'Atlantique grâce à un contexte de volatilité contenue. Deux événements notables de détente sur le plan des relations internationales : l'espoir d'un accord de paix en Ukraine de plus en plus crédible grâce à l'interventionnisme américain et une discussion téléphonique entre D. Trump et Xi Jinping fin novembre sur des sujets géopolitiques dont Taiwan et l'Ukraine. Pour l'instant, les flux sont orientés vers les actifs risqués et les espoirs du marché d'une baisse de taux en décembre de la Fed l'emportent sur les risques attenants aux multiples de valorisation élevés. La qualité des résultats des entreprises publiés pour le troisième trimestre vient, il est vrai, en support.

## Obligations

**Une Fed partagée**

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



Sources : Bloomberg, Ecofi

**Crédit**

Les marges de crédit se sont élargies alimentant une sous-performance des obligations privées par rapport aux emprunts souverains. Le compartiment haut-rendement a mieux résisté. Outre les anticipations relatives aux décisions des banques centrales, le marché attend avec impatience le retour de statistiques américaines. Les négociations difficiles concernant le budget français pourraient affecter les banques en cas d'échec.

**Obligations**

Var. mois      Taux 10 ans

|                        |        |  |           |
|------------------------|--------|--|-----------|
| Souverains Euro (Euro) | 6      |  | 2,69%     |
| Souverains US (\$)     | -6     |  | 4,01%     |
| Perf. mois             |        |  | perf. YTD |
| Crédit IG (Euro)       | -0,24% |  | 3,23%     |
| High yield (Euro)      | 0,14%  |  | 4,88%     |
| Convertibles (Euro)    | -0,43% |  | 13,69%    |

**Convertibles**

Le marché des convertibles en Europe marque un coup d'arrêt ce mois avec -0,43% sur la zone Euro et -0,46% pour l'Europe, avec des consolidations notables sur plusieurs top-performers de l'année (Rheinmetall, Nordex, Kering).

Néanmoins, la performance reste très bonne avec un gain de 13,69% YTD.

Le primaire reste en net retrait par rapport aux attendus du marché. Ce mois-ci, l'émetteur Ferrovial a émis pour 400 M€ sur une échéance 2031.

**Devises**

Perf. mois      perf. YTD

|                     |        |  |        |
|---------------------|--------|--|--------|
| Euro/Dollar         | 0,53%  |  | 12,01% |
| Euro/Yen            | 1,96%  |  | 11,29% |
| Euro/Livre sterling | -0,09% |  | 5,91%  |

**Actualités**

Les anticipations de baisse des taux Fed Funds pour la dernière réunion de l'année 2025 ont fortement varié sur le mois : elles se sont d'abord réduites dans le prolongement du FOMC de fin octobre (où J. Powell s'était montré très prudent quant à la poursuite du processus de détente des taux directeurs) puis se sont nettement accentuées en fin de période au vu des discours de certains membres de la Fed plus enclins à agir rapidement, compte-tenu de la fragilité du marché de l'emploi. Dans ce contexte, et alors que la volatilité sur les marchés actions augmentait, les taux à moyen et long terme américains se sont détendus sur la période. Le taux allemand à 10 ans a évolué au sein d'une fourchette très étroite entre 2,63%/2,74% et s'inscrit en légère hausse sur le mois. Les écarts de taux à 10 ans France/Allemagne et Italie/Allemagne se sont réduits. Si les écarts 2/10 ans allemand et américain ont peu varié, la pentification 10/30 s'est poursuivie dans la plupart des zones et notamment au Japon où le taux à 30 ans est dorénavant supérieur à son homologue allemand.

# Perspectives

Pour les allocations du bilan mensuel de fin novembre 2025, les prévisions à 6 mois :

## Actions

|             |  |
|-------------|--|
| Zone Euro   |  |
| Royaume-Uni |  |
| Etats-Unis  |  |
| Japon       |  |

La poursuite du mouvement haussier sur les actions en 2026 dépendra probablement de la capacité à trouver un relais à la thématique porteuse de l'intelligence artificielle dont le taux de croissance des bénéfices pourrait ralentir. L'Europe apparaît relativement bien placée pour 2026 avec une économie attendue robuste du côté de la consommation et de l'investissement et une décote de valorisation sur les marchés actions américains que l'on peut considérer comme historiquement excessive (PE de 16,5x vs 25,5x aux Etats-Unis). Des flux financiers vers les actions favorisant la diversification hors Etats-Unis pourrait soutenir ce mouvement en Europe.

## Devises

|                       |  |
|-----------------------|--|
| Euro / Dollar         |  |
| Euro / Livre Sterling |  |
| Euro / Yen            |  |

La poursuite de l'assouplissement monétaire de la Fed, les pressions politiques exercées sur celle-ci (départ de J. Powell fin mai) ainsi que le décalage conjoncturel entre les Etats-Unis et la zone Euro fragiliseraient le Dollar contre Euro. Toutefois, cette baisse serait limitée car les anticipations de détente des taux Fed Funds nous semblent trop fortes et l'indépendance de la Fed devrait au total être préservée. Par ailleurs, l'Euro pourrait subir la situation politique française et/ou des déceptions quant au rythme réel de croissance (beaucoup d'espoir sur l'Allemagne). Nous prévoyons une hausse du Yen contre USD et Euro compte tenu des perspectives de remontée des taux directeurs de la BoJ (inflation élevée, hausse des salaires, politique budgétaire expansive...) et des taux longs japonais. Cette dernière pourrait provoquer des rapatriements de capitaux investis à l'international.

## Obligations souveraines

|             |  |
|-------------|--|
| Allemagne   |  |
| Etats-Unis  |  |
| Royaume-Uni |  |
| Japon       |  |

La BCE devrait maintenir son taux de dépôt stable à 2%. Le taux à 10 ans allemand se tendrait légèrement à 2,85% compte-tenu de perspectives d'amélioration de la croissance liées aux plans allemand et européen et d'une forte progression des émissions d'emprunt d'Etat en 2026. La courbe allemande se pentifierait donc encore.

L'écart de taux France-Allemagne à 10 ans restera élevé et pourrait même augmenter fortement à court terme en cas de crise.

## Crédit

|                       |  |
|-----------------------|--|
| Investment grade Euro |  |
| High yield Euro       |  |

Le marché primaire va se préparer pour la trêve des confiseurs. Nous ne tablons pas sur un nouvel assouplissement des taux directeurs de la BCE. Le débat budgétaire va continuer à battre son plein en France sans qu'il soit à ce stade possible de connaître l'issue de cette instabilité politique.

La perspective d'une désescalade géopolitique (Ukraine, Israël, tarifs ...) et d'une amélioration de la conjoncture en Europe constituent des éléments favorables. Le marché du crédit demeure attractif et devrait continuer à attirer des flux de capitaux.

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

## 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 3 700 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 se voit à nouveau attribuer en 2025 des scores remarquables pour les Principes pour l'Investissement responsable.

### Scores PRI 2025

|  |
|--|
| Policy Governance & Strategy : 97/100                  |
| Direct - Listed equity - Active quantitative : 100/100 |
| Direct - Listed equity - Active fundamental : 100/100  |
| Direct - Fixed Income - SSA : 100/100                  |
| Direct - Fixed Income - Corporate : 100/100            |
| Confidence Building Measures : 100/100                 |



### Carbone Disclosure Project

#### Campagne sur la transparence 2025

Comme chaque année depuis 2020, Ecofi a rejoint l'initiative « Non-Discloser campaign » du CDP. Chaque année, le CDP demande à plus de 9 000 entreprises de répondre à un questionnaire sur leur impact sur le changement climatique, l'eau et les forêts, mais seulement une partie de ces sociétés répondent à ces enquêtes. A travers cette initiative, Ecofi, avec 276 membres du CDP représentant 21 trillions de dollars, a contacté 1 315 sociétés non-répondantes, dont 28 investies dans nos fonds, pour les inciter à fournir des informations plus détaillées.

### PRI

#### SPRING

Depuis 2023, Ecofi soutient l'initiative SPRING, lancée par les PRI, enjoignant les entreprises à intégrer davantage la biodiversité dans leurs opérations commerciales, leurs stratégies, la gestion de leurs risques et de leur chaîne de valeur. Cette initiative vise en particulier les problématiques liées à la déforestation et à la dégradation des sols dans des zones géographiques clés, où ces risques sont les plus élevés, en s'assurant entre autres, que les entreprises mettent en cohérence leurs activités d'engagement politique auprès des pouvoirs publics avec l'objectif de réduire la déforestation dans les zones concernées.

L'initiative a contacté 60 entreprises, dont 12 investies par les fonds d'Ecofi : BMW, Carrefour, Continental, Ford, Koninklijke Ahold Delhaize, Henkel AG, L'Oréal S.A., Neste Oyj, Mercedes-Benz Group AG, Michelin, Pirelli, Santander Group, Sodexo, Tesco, Toyota. Ecofi soutient activement le dialogue auprès de 4 sociétés : L'Oréal, Mercedes-Benz, Santander et Toyota.

### H&M et Inditex en controverses 4

H&M et Inditex passent en controverses 4 sur 5 selon la méthodologie PRISME d'Ecofi. La cause principale est l'implication des sociétés dans des controverses sur la déforestation et sur le respect des droits de l'Homme dans la chaîne des fournisseurs. Le passage en controverse 4 rend les émetteurs inéligibles pour les fonds solidaires d'Ecofi.



✉ + 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.