

Le Mensuel

Mars 2025 - n°47

De «l'effet *Rashōmon*» sur les marchés et dans l'économie

Lorsque cinéphilie et passion pour les marchés financiers se rencontrent, il en résulte ce titre audacieux. L'effet *Rashōmon*, tiré du film éponyme d'Akira Kurosawa, raconte une idée simple. Un même événement et plusieurs témoins aboutissent à différents témoignages et différentes interprétations. Le parallèle avec les marchés financiers – lieu où s'affrontent des opinions parfois très divergentes sur un même sujet ou un même événement – est tout trouvé. Mais cette année, l'effet *Rashōmon* se voit décuplé. D. Trump et ses annonces, ses volte-face et ses contradictions n'y sont pas étrangers. En extrapolant un peu, ce concept est même susceptible de s'appliquer à l'économie et aux banques centrales, mais cela nécessite quelques explications...

Les statistiques de février ont suggéré l'amorce d'une (timide) reprise de l'activité en zone Euro. A contrario, les données américaines ont été plus contrastées, notamment s'agissant de la consommation des ménages. Sans qu'il n'y ait péril en la demeure, les consommateurs se montrent plus précautionneux dans leurs achats de biens. Les multiples annonces effectuées par D. Trump ajoutent assurément de l'incertitude, que ce soit au travers de sa rhétorique agressive envers l'Ukraine, ou les menaces d'application de droits de douane. De quoi donner le tournis pour le consommateur, qui anticipe également une hausse de l'inflation à venir. Côté politique, notons la nomination d'un nouveau Chancelier en Allemagne, Friedrich Merz, dont le programme économique et la position pro-regain d'autonomie stratégique en Europe sont de nature à favoriser le redressement conjoncturel du pays.

Les principales banques centrales ne se sont pas réunies, mais elles ont toutefois distillé leurs éléments de langage. La Fed ne prévoit pas de baisse immédiate de son taux directeur. Rien de nouveau. La BCE a quant à elle légèrement infléchi son discours. Plusieurs voix s'élèvent désormais pour envisager une pause dans la baisse des taux, à mesure que l'institution s'approche du – tant recherché – taux neutre. Ces éléments, à prendre avec précaution néanmoins, sont plutôt de nature à conforter notre scénario. Depuis plusieurs mois maintenant, nous n'adhérons pas à l'idée consensuelle d'un taux de facilité de dépôt inférieur à 2% (contre 2,75% actuellement) d'ici fin 2025. Nous continuons d'anticiper encore deux baisses de taux supplémentaires en mars et en avril.

L'effet *Rashōmon* s'applique bien aux marchés financiers et souligne nos biais comportementaux. Il s'étend également aux banques centrales. Rappelons ainsi, la célèbre phrase d'Alan Greenspan : « Si vous m'avez compris, c'est que je me suis mal exprimé ». À chaque réunion, chaque prise de parole, les opinions des participants de marché se confrontent. Pour tirer le fil jusqu'au bout, il peut encore s'appliquer d'une manière plus subtile à l'économie.

La zone Euro se compose de plusieurs pays, dont la nature des économies diffère sensiblement. La part du secteur manufacturier dans la valeur ajoutée de ces économies est notamment hétérogène. Ainsi, une même baisse de taux de la BCE translatée à différents pays, produit différentes réponses. Le graphique ci-après illustre ce phénomène, au travers de la reproduction d'une étude menée par des chercheurs de la Fed. L'Allemagne dont la part du secteur manufacturier est l'une des plus élevées en zone Euro, est aussi l'une des plus sensibles aux effets positifs des baisses de taux. C'est aussi celle dont le poids relatif est le plus important au sein du PIB de la zone Euro et c'est aussi celle qui a le plus souffert en 2024. C'est donc celle qui pourrait, en 2025, profiter le plus des baisses de taux. A contrario, l'Espagne dont la croissance du PIB a été vigoureuse en 2024, est une économie plus servicielle. Les baisses de taux sont donc moins susceptibles d'entraîner des effets de bord conséquents. La France se situe en milieu de tableau et d'autres facteurs (politiques notamment) sont à prendre en considération. L'Italie devrait aussi profiter des baisses de taux.

Agenda - Février

	USA	Euro	Chine	Japon
Réunions économiques				
Banques centrales	19	06	20	19
Indicateurs				
Inflation	12	19	09	21
Production industrielle	18	13		19
Indices PMI	24	24		24
Moral des ménages	14	21		
Moral des entreprises		28	05	24
Moral des PME	11			
Ventes au détail	17	06		31
Emploi	07	04	17	04
Réserves de change			07	
Solde commercial/courant	27	18		19
PIB	27	07	16	11

Notons enfin que la transmission de la politique monétaire à l'économie se fait lentement, mais que les premières baisses de taux ont débuté en juin de l'année dernière. Un élément de plus à mettre dans la liste de notre argumentaire en faveur d'un redressement conjoncturel pour la zone Euro en 2025. Affaire à suivre...

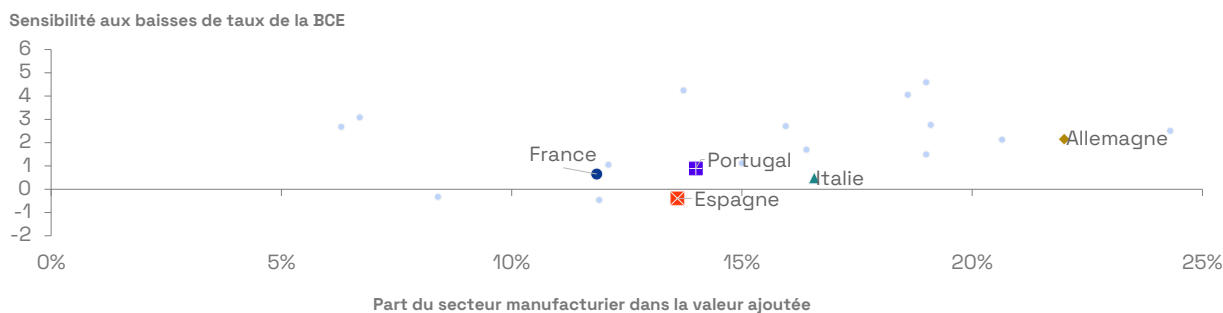


Florent Wabont
Economiste

Graphique du mois :

Mêmes baisses de taux, différentes réponses

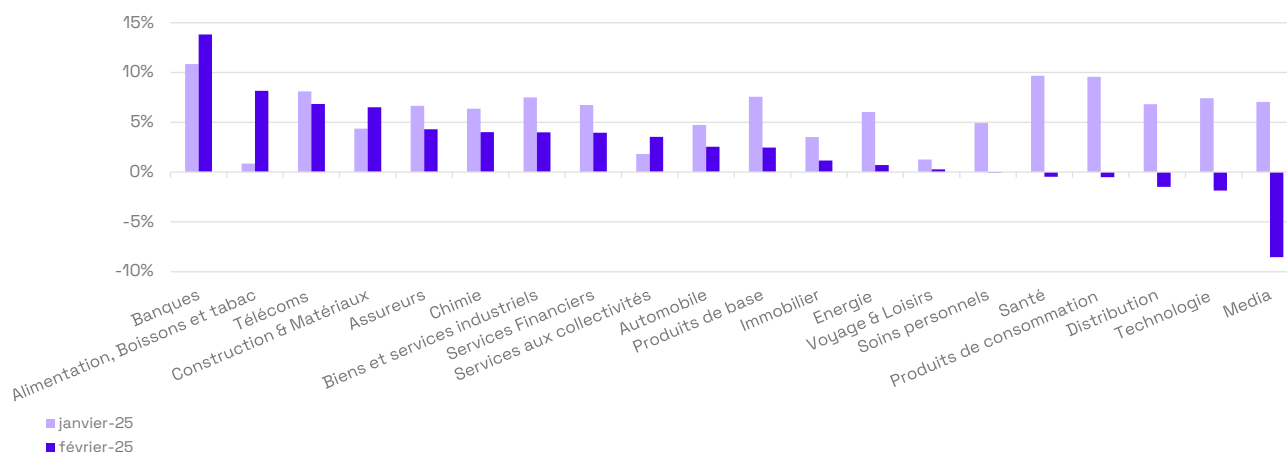
Représentation de la sensibilité des pays de la zone Euro aux baisses de taux de la BCE en fonction du poids du secteur manufacturier



Sources : Ecofi, Eurostat, reproduction des résultats issus des travaux de De Soyres, Francois, Ece Fisgin, Joaquin Garcia-Cabo Herrero, Mitch Lott, Chris Machol, and Keith Richards (2024). "An investigation into the economic slowdown in the euro area" FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, December 20, 2024.

Full Metal Europe

EuroStoxx : un mois de février plus concentré



Sources : Goldman Sachs, Bloomberg.

Indices

	perf. mois
EuroStoxx (€)	3,44% ↗
S&P 500 (\$)	-1,34% ↘
Topix (¥)	-0,14% =
Valeurs de croissance (MSCI World Growth) \$	-2,83% ↘
Valeurs "value" (MSCI World Value) \$	1,57% ↗

Secteurs

	Zone Euro	Etats-Unis
Produits de base	1,96 ↗	0,28 =
Energie	1,06 ↗	3,18 ↗
Industrie	3,38 ↗	-1,70 ↘
Technologie	-2,87 ↘	-1,74 ↘
Conso cyclique	1,29 ↗	-9,03 ↘
Conso. non cyclique	3,94 ↗	5,61 ↗
Santé	2,92 ↗	0,97 ↗
Services de communication	5,62 ↗	-6,63 ↘
Services aux collectivités	2,75 ↗	1,13 ↗
Finance	8,02 ↗	0,49 ↗
Immobilier	-0,23 =	4,24 ↗

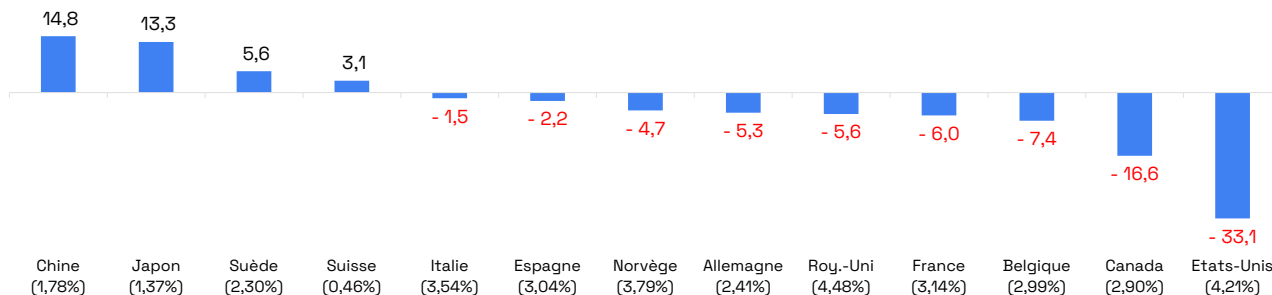
Actualités

Le phénomène FOMO (Fear of Missing Out) se poursuit sur les marchés européens en raison de la perception d'une probabilité croissante d'une fin de la guerre en Ukraine. Le mouvement haussier du mois s'est néanmoins nettement concentré par rapport au mois de janvier, porté essentiellement par les banques (des taux longs qui ne baissent que marginalement) et la défense.

Déconnexion USA-Zone Euro

Marché des taux : le retour des craintes de récessions aux Etats-Unis

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



Sources : Bloomberg, Ecofi

Crédit

	var. mois	var. YTD
Euro Agg. Corpo	0,60 % ↑	1,04% ↑

La performance positive des obligations privées est essentiellement alimentée par le mouvement de baisse des taux souverains.

Les obligations de qualité spéculative voient à nouveau leurs marges de crédit se contracter.

Le marché primaire a été très animé : l'appétence des opérateurs se traduit par de hauts niveaux de souscriptions et des primes d'émission quasi-nulles.

Taux 10 ans

Emprunts Etat	var. mois	Niveau
Etats-Unis	-33 ↓	4,21%
Allemagne	-5 ↓	2,41%
France	-6 ↓	3,15%
Italie	-2 ↓	3,54%
Espagne	-2 ↓	3,05%

Convertibles

	var. mois	var. YTD
Zone Euro	3,02% ↑	5,69%

Le marché des obligations convertibles continue sur sa lancée avec un gain de 3,02% en février (5,69% sur 2 mois).

La performance s'est construite sur les secteurs Aerospace & Defense (Rheinmettal, Safran) et Banques (BNP Paribas).

Sur le marché primaire, la société Vinci a émis pour 400mn échéance 2030.

Devises

	perf. mois	perf. YTD
Euro/Dollar	0,13% ↑	0,20%
Euro/Yen	-2,81% ↓	-4,00%
Euro/Livre sterling	-1,33% ↓	-0,30%

Actualités

En l'absence de réunion des banques centrales américaine et européenne, les emprunts d'Etat ont réagi aux données économiques mais surtout aux nombreux événements géopolitiques. Quelques signes de modération concernant l'activité économique américaine (notamment la confiance des consommateurs) ont provoqué une détente des taux US malgré une inflation anticipée en hausse. La thématique de remontée des dépenses de défense et, à la suite des élections allemandes, la perspective d'une levée du « frein à l'endettement » dans ce pays, ainsi que quelques statistiques d'activité encourageantes ont maintenu les taux longs européens sur de hauts niveaux. La confirmation par D.Trump de la mise en place de droits de douane envers la zone Euro les entraînait de nouveau à la baisse. Au total, le taux américain à 10 ans descend de -33 bp tandis que son homologue allemand ne diminue que de 5 bp. La courbe s'est aplatie aux Etats-Unis et s'est pentifiée en Allemagne. L'écart de taux France-Allemagne s'est stabilisé tandis que l'Italie sous-performait légèrement.

Perspectives

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

Actions

Zone Euro	↗
Royaume-Uni	↗
Etats-Unis	=
Japon	=

La poursuite des incertitudes géopolitiques/commerciales, des divergences entre banques centrales, des trajectoires moins linéaires en termes de résultats pour les entreprises constituent des facteurs toujours favorables pour une moindre concentration sur les marchés actions. La tendance de révisions baissières sur les BPA 2025 sur le Stoxx 600, stoppée en début de saison de publications pourrait résulter en une inflexion positive. Aux Etats-Unis la tendance inverse se poursuit avec encore des révisions baissières sur le S&P hors Magnificent 7 (depuis juin 2024), tendance qui pourrait toucher à sa fin.

Devises

Euro / Dollar	=
Euro / Livre Sterling	↗
Euro / Yen	↘

L'euro-dollar fait face à des vents contraires. Ainsi, le scénario d'une amélioration conjoncturelle au sein de la zone euro et les perspectives de résolution du conflit ukrainien seraient des facteurs importants de soutien à l'Euro. Mais la mise en place effective de droits de douane de 25% sur toutes les exportations de la zone vers les Etats-Unis constituerait un frein important à la reprise pesant sur la devise européenne.

Le Yen devrait continuer à progresser compte tenu des anticipations de futures hausses de taux directeurs de la part de la BoJ. Le potentiel est maintenant plus réduit, d'autant que les baisses de taux de la FED et de la BCE seront plus limitées.

Obligations souveraines

Allemagne	=
Etats-Unis	=
Royaume-Uni	↗
Japon	=

Lors de ses toutes prochaines réunions, la BCE devrait continuer à diminuer ses taux directeurs. Toutefois, les taux longs allemands pourraient rester stables voire même légèrement augmenter compte tenu de notre scénario de reprise économique et d'une probable hausse des émissions obligataires liée notamment à de nouvelles dépenses militaires en Europe.

La pentification devrait rester de mise et le risque d'une légère sous-performance de la France subsiste.

Crédit

Investment grade Euro	↗
High yield Euro	=

Nous considérons que les banques centrales devraient continuer à réduire leurs taux directeurs bien qu'à un rythme moins soutenu qu'anticipé par le consensus.

Les conservateurs ont remporté les élections en Allemagne : Merz va tenter de former une coalition. Il est question d'assouplir les règles encadrant strictement le niveau d'endettement et de déficit public.

Les menaces tarifaires et le moindre soutien du gouvernement Trump à l'Ukraine sont inquiétants.

La baisse de la rémunération des fonds monétaires va se poursuivre : elle est susceptible de favoriser des allocations en faveur des fonds obligataires.

Le marché primaire va demeurer animé. Nous tablons sur une stabilité des marges de crédit

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

Nos derniers engagements

Ecofi Agir pour le Climat devient un fonds « à impact »

Ecofi Agir pour le Climat respecte désormais les critères prévus par la méthodologie de l'IFD (Institut pour la Finance Durable) qui lui permet d'être présenté auprès de nos clients comme un fonds à impact. Le fonds adhère aux trois principes de l'impact : intentionnalité, additionnalité, mesure.

Plus de détails sont disponibles dans [la thèse d'impact du fonds](#), publiée sur notre site et dans les documents juridiques et marketing du fonds.

FIR - Déclaration des investisseurs sur l'initiative omnibus de la Commission européenne

Ecofi a signé une déclaration d'investisseurs envoyée à la Commission Européenne coordonnée par Eurosif, IIGCC et le PRI. En fait, Ursula von der Leyen a annoncé une directive omnibus pour amender les réglementations CSRD, CS3D et Taxonomie. Si l'objectif affiché est de simplifier ces textes, il y a des risques que leurs contenus soient entièrement rediscutés par les états membres et les membres du Parlement européen. Des changements sur les fondements de ces directives et ce règlement pourraient être préjudiciables pour les investisseurs responsables et la position pionnière de l'Europe. Cette déclaration vise à préserver les principes fondamentaux de ces règles afin d'éviter une incertitude réglementaire. La [déclaration](#) est soutenue par 162 investisseurs, représentant 6,6 trillions de dollars d'actif sous gestion.

ICCR PRI - Pétition à la SEC sur la responsabilité fiscale

Ecofi a co-déposé une pétition aux Etats-Unis coordonnée par certains membres des PRI et d'ICCR, demandant à la Securities and Exchange Commission (SEC) d'exiger des entreprises cotées en bourse aux Etats-Unis plus de transparence fiscale.

La pétition demande en particulier à la SEC d'exiger des entreprises cotées américaines de publier un rapport concernant les impôts payés pays par pays (« country by country reporting »), pour chaque pays dans lequel elles opèrent. La pétition, soutenue par 87 investisseurs représentant plus de 2300 milliards de dollars d'actifs, est disponible [ici](#).

FIR - Dialogue avec Engie

Dans la continuité du dialogue coordonné par le FIR en 2023 avec Engie, axé sur sa stratégie climatique et la qualité de son plan de transition énergétique, Ecofi a cette année co-signé, avec douze investisseurs, une lettre adressée à la directrice générale MacGregor et au président de la société Jean-Pierre Clamadiou. L'objectif de cette démarche est d'obtenir davantage de précisions sur la stratégie climatique d'ENGIE en vue du Say on Climate qui sera présenté lors de l'Assemblée Générale de 2025. Cette lettre a conduit à une rencontre entre la société et la coalition d'investisseurs, permettant d'échanger sur les récentes actualisations du plan de transition, son alignement avec un scénario de limitation du réchauffement à 1,5 °C, ainsi que sur sa future publication conforme aux exigences de la CSRD. Les discussions ont également porté sur les critères de rémunération de la directrice générale, la composition du comité stratégique et les nouveaux projets de développement d'actifs gaziers.



+ 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.