

Le Mensuel

Février 2025 - n°46

*Rara avis in terris nigroque simillima cygno**

Il y a de ces choses que l'on sait latentes, qui ont le potentiel de tout bouleverser, mais dont la probabilité d'occurrence nous paraît mince. Lorsqu'elles finissent finalement par survenir, tout devient alors évident, mais rares sont ceux qui s'étaient préparés à leurs conséquences. Ce concept, de prime abord alambiqué, c'est celui du « cygne noir ». Popularisé et transposé dans le domaine financier par Nassim N. Taleb, il illustre l'idée que les événements radicaux improbables ne le sont en fait pas tant que cela. Sur la seule journée du 27 janvier dernier, la capitalisation boursière de la société Nvidia a fondu de 589 milliards de dollars. La cause : un nouvel outil d'intelligence artificielle (IA) baptisé « DeepSeek ». Sa particularité : développé en Chine, il utiliserait a priori moins de ressources informatiques pour obtenir des résultats similaires à ceux de ses concurrents américains. Quels enseignements tirer du « moment DeepSeek » ?

Les premières données de l'année ont plutôt conforté notre scénario. La zone Euro, sans être évidemment tirée d'affaire, a montré des signes de stabilisation, voire de timide redressement conjoncturel. Les Etats-Unis, continuent de défier la gravité. En outre et conformément à nos anticipations, D. Trump s'est montré moins agressif vis-à-vis de l'Europe, en modérant son discours concernant les droits de douane. Mais ne crions pas victoire trop tôt.

Sans surprise, la BCE a baissé ses taux lors de sa réunion de janvier, tandis que la Fed a opté pour un statu quo. Pour ces deux institutions et d'autres, les enjeux ne sont pas similaires, mais elles partagent toutefois une même ambition, celle de la quête du taux neutre.

Ce taux « magique » dont nous discutons, dans ces colonnes notamment, l'existence et le niveau depuis plusieurs années. Celui qui équilibre l'épargne et l'investissement. Pour les banques centrales et en l'absence de perturbations, s'acheminer vers celui-ci est l'objectif ultime. Mais toutes ne devraient pas s'y rendre avec la même urgence.

Dans la veine de notre thèse d'un cycle monétaire asynchrone développée dès le mois de mai 2024, il nous semble que la Fed dispose du luxe d'attendre quelque peu, tandis que la BCE ou la BoE ont encore urgence à baisser leurs taux.

Dans son utilisation, DeepSeek est semblable à ChatGpt et porte le même nom que l'entreprise qui l'a développé. Trois éléments (au moins) les distinguent néanmoins. Le premier est que DeepSeek est une entreprise chinoise, contrairement aux leaders américains du domaine.

Le second est que son utilisation nécessite a priori moins de ressources, pour des résultats similaires. Le troisième, sans doute le plus important, est qu'il s'agit d'un outil « open source ». Autrement dit, son fonctionnement est ouvert et transparent, permettant aux utilisateurs les plus avertis de le comprendre et de le modifier.

La réponse des marchés ne s'est pas fait attendre. Nvidia, leader dans la fourniture de puces graphiques nécessaires aux algorithmes d'IA, a perdu 17% sur la seule journée du 27/1. La raison ? Imaginer que l'on puisse en faire autant, voire plus, sans aller toujours plus loin dans la course à la puissance. Dans ce contexte, il convient de rappeler le paradoxe de Jevons. Ce dernier stipule qu'une amélioration de l'efficacité énergétique d'une ressource (consommation par unité d'énergie) peut mener à une augmentation de sa consommation, plutôt qu'à une réduction. En outre, le « moment DeepSeek » rappelle à quel point l'environnement géopolitique est multidimensionnel. La guerre au sens propre du terme. La guerre commerciale. Et, bien sûr, la guerre technologique.

S'il est encore trop tôt pour déterminer s'il s'agit d'un changement de paradigme pour l'IA, nul doute en revanche que les entreprises américaines prennent cette menace au sérieux. En outre, cela ne remet pas en cause l'avancée des technologies d'IA dans nos vies et dans l'économie. Ni qu'elle ne vienne se poser comme une « cerise sur le gâteau » des gains de productivité enregistrés depuis la pandémie aux Etats-Unis...

* « un oiseau rare dans le pays, rare comme un cygne noir », extrait de Satire VI de Juvénal (poète du II^{ème} siècle).

S'agissant des marchés financiers, la concentration de l'indice S&P 500 sur quelques valeurs n'a jamais été aussi élevée. Ces valeurs se concentrent également sur le secteur de la technologie et surfent sur la thématique de l'IA. Cette année, ces entreprises sont condamnées à ne pas décevoir. Dès lors et à la lumière du « moment DeepSeek », une plus grande diversification, notamment géographique, nous paraît plus opportune que jamais...

Florent Wabont
Economiste



Agenda - Février

USA Euro Chine Japon

Réunions économiques

Banques centrales	20			
-------------------	----	--	--	--

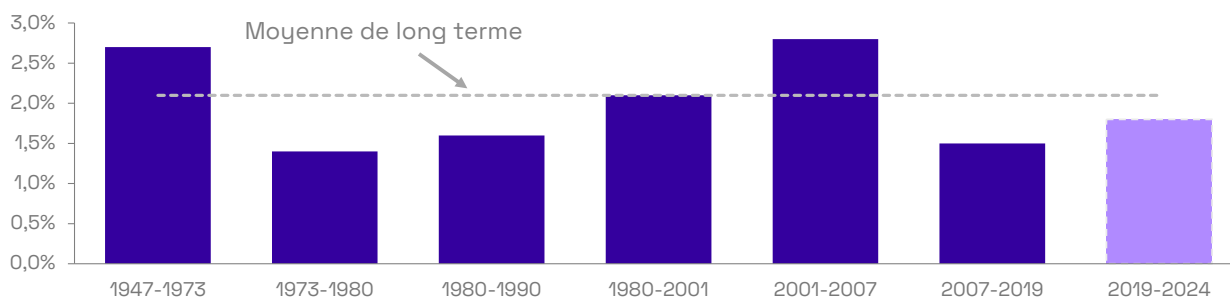
Indicateurs

Inflation	12	24	09	21
Production industrielle	14	13		17
Indices PMI	21	21		21
Moral des ménages	07	20		
Moral des entreprises		27	05	21
Moral des PME	11			
Ventes au détail	14		16	28
Emploi	07			
Réserves de change			07	
Solde commercial/courant	28	17		19
PIB	27	14		17

Graphique du mois :

l'IA sera-t-elle la "cerise sur le gateau" de la productivité ?

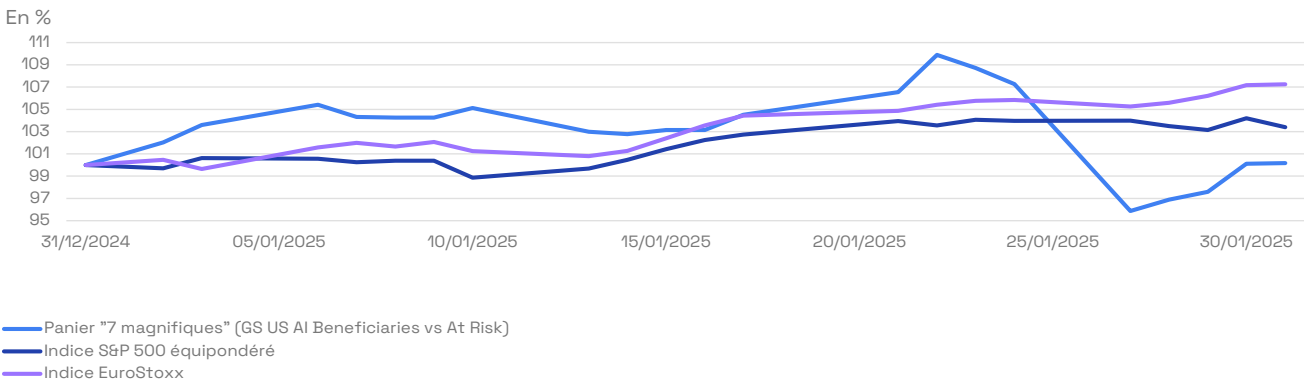
Evolution historique de la productivité du travail aux Etats-Unis



Sources : Ecofi, BEA, BLS. La productivité du travail est mesurée comme le rapport entre la quantité de production réalisée et le nombre d'heures travaillées. Reproduction et adaptation des travaux menés par le BLS. Les périodes considérées sont les suivantes : T1 1947 - T4 1973 ; T4 1973 - T1 1980 ; T1 1980 - T3 1990 ; T3 1990 - T1 2001 ; T1 2001 - T4 2007 ; T4 2007 - T4 2019 ; T4 2019 - T3 2024.

Same Same But Different ?

La « diffusion » de la performance hors "7 magnifiques"+1*



*Le +1 correspond à Broadcom qui a intégré le groupe à la fin de l'année 2024.
Sources : Goldman Sachs, Bloomberg.

Indices

	perf. mois	
EuroStoxx (€)	7,25%	↗
S&P 500 (\$)	2,76%	↗
Topix (¥)	0,14%	↗
Valeurs de croissance (MSCI World Growth) \$	2,65%	↗
Valeurs "value" (MSCI World Value) \$	4,50%	↗

Secteurs

	Zone Euro		Etats-Unis	
Produits de base	4,29	↗	5,53	↗
Energie	5,67	↗	2,08	↗
Industrie	6,51	↗	4,91	↗
Technologie	8,64	↗	-2,39	↘
Conso cyclique	7,85	↗	4,62	↗
Conso. non cyclique	2,13	↗	1,89	↗
Santé	6,50	↗	6,63	↗
Services de communication	8,51	↗	8,93	↗
Services aux collectivités	1,71	↗	2,90	↗
Finance	8,36	↗	6,72	↗
Immobilier	3,54	↗	1,74	↗

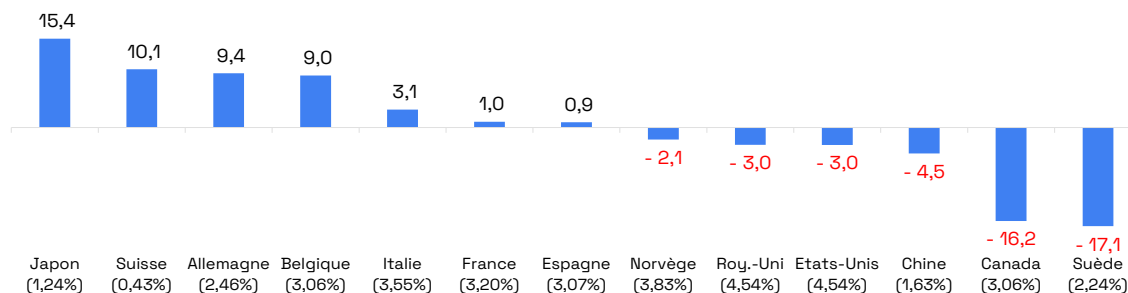
Actualités

Le mois de janvier, marqué par le début du 2^{ème} mandat de D. Trump, ne déroge pas à la règle avec des marchés actions en mode "risk off". Les indices européens ont donc logiquement surperformé les indices américains et les titres hors "Mag 7+1" ont eux aussi surperformé le groupe éponyme, exacerbé par l'évènement "DeepSeek" qui a secoué les investisseurs le 27 janvier.

Des banques centrales en ordre dispersé

Marché des taux : Jusqu'où iront les hausses de taux au Japon ?

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



Sources : Bloomberg, Ecofi

Crédit

	var. mois	var. YTD
Euro Agg. Corpo	0,44 %	0,44 %

La contraction généralisée des marges de crédit au cours du mois de janvier permet aux obligations privées d'enregistrer une performance positive tant pour le segment de qualité investissement que celui de qualité spéculative.

Le marché primaire a été très animé : l'appétence des opérateurs se traduit par de hauts niveaux de souscriptions et des conditions serrées.

Taux 10 ans

Emprunts Etat	var. mois	Niveau
Etats-Unis	-3	4,54%
Allemagne	9	2,46%
France	1	3,21%
Italie	3	3,55%
Espagne	1	3,07%

Convertibles

	var. mois	var. YTD
Zone Euro	2,59%	2,59%

Un début d'année 2025 dans la lignée de 2024 avec les mêmes tendances à l'œuvre.

Le marché des obligations convertibles Eurozone gagne 2.59% sur le mois (36% de participation à l'indice Eurostox), soutenu par la progression de Rheinmetall et BNP Paribas notamment. Par profil, la progression sur le mois est de 2.15% (Balanced), de 0.73% (Credit/Rate Sensitive) et de 9.75% (Equity Sensitive). L'indice s'offre en janvier un plus haut historique dépassant le plus haut de 2021. Le marché primaire enregistre une émission échangeable Citibank / Airbus 2030. Le marché reste désespérément atone en dépit de la forte demande potentielle.

Devises

	perf. mois	perf. YTD
Euro/Dollar	0,08%	0,08%
Euro/Yen	-1,23%	-1,23%
Euro/Livre sterling	1,04%	1,04%

Actualités

En janvier 2025, la BCE a de nouveau baissé ses taux de -25 bps à 2,75% et affiche sa volonté d'assouplir encore sa politique monétaire qu'elle juge restrictive. La FED a maintenu sa fourchette à 4,25%/4,50% et est prudente quant aux futures baisses de taux même si elle considère aussi que les niveaux actuels sont restrictifs. La Banque du Canada a procédé à sa sixième baisse de taux directeur consécutive (à 3%) et l'incertitude demeure forte face aux menaces de droits de douane de la part des Etats-Unis. La Banque de Norvège n'a toujours pas commencé son cycle de baisse de taux directeurs mais a évoqué, pour la première fois, un possible mouvement de détente dans les prochains mois. La Banque du Japon a remonté ses taux directeurs de 25 bps à 0,50%. Les taux à long terme ont d'abord été orientés à la hausse (taux 10 ans US à 4,80% au plus haut et 2,65% pour son homologue allemand) puis se sont détendus pour au total enregistrer de faibles variations sur le mois. L'écart de taux Etats-Unis-Allemagne s'est rétréci. Les emprunts d'Etat français, italiens et espagnols ont surperformé les emprunts allemands.

Perspectives

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

Actions

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

De nombreux catalyseurs exogènes pourraient permettre aux marchés européens de réduire leur écart de valorisation vis-à-vis des marchés américains : accalmie sur les mesures protectionnistes américaines, la Chine, le conflit Ukrainien, le contexte politique en Europe, le M&A ou encore un rééquilibrage des flux d'investissement hors US. Un environnement économique plus favorable en Europe sera nécessaire pour que le segment des petites et moyennes valeurs surperforment les grandes capitalisations. Aux Etats-Unis, la hausse des indices actions américains dépendra de la dynamique des BPA du secteur technologique.

Obligations souveraines

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

La BCE devrait continuer à diminuer ses taux au cours de ses prochaines réunions, exerçant donc une pression à la baisse sur les taux de marché. Cette détente serait toutefois limitée compte tenu du faible potentiel de baisse des taux longs américains, de notre scénario de reprise économique dans la zone euro, et de volumes d'émissions obligataires très importants alors que la BCE sera absente des marchés.

Devises

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

L'euro-dollar devrait se stabiliser car notre scénario économique prévoit une amélioration de la conjoncture en Zone Euro (motivée notamment par la désinflation, l'impact retardé des baisses de taux directeurs et les premiers signes d'une amélioration de la confiance des consommateurs).

Par ailleurs, les anticipations de marché concernant les baisses de taux de la FED se sont déjà fortement réduites. Toutefois, la politique économique américaine « pro business » sera un soutien pour le dollar US. Le Yen devrait continuer à progresser compte tenu des anticipations de futures hausses de taux directeurs de la part de la BoJ (motivée par l'inflation salariale) et de baisses de ceux-ci aux US et en zone Euro.

Crédit

Investment grade Euro	↗
High yield Euro	=

Alors que la FED vient de passer son tour tandis que la BCE réduisait ses taux directeurs en janvier, nous considérons que les banques centrales devraient continuer à réduire leurs taux directeurs à un rythme moins soutenu qu'anticipé par le consensus.

Les annonces tarifaires du gouvernement Trump sont de nature à générer de l'inquiétude (ampleur, durée, cibles, bluff ?) dans un contexte géopolitique toujours instable (France, Allemagne, Ukraine, Proche-Orient, Congo...).

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

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

Nos derniers engagements

Nos actions de dialogue en 2024

En 2024, Ecofi a dialogué individuellement avec 35 sociétés : 12 dialogues se sont concentrés sur différents enjeux ESG, 23 dialogues ont été menés dans le cadre d'une campagne de dialogue actionnarial spécifique sur le sujet du climat.

Au total, Ecofi a posé 253 questions.

Par rapport au dialogue collectif, Ecofi a participé à 21 initiatives en 2024, coordonnées par les réseaux internationaux de finance responsable dont nous sommes membres comme les PRI des Nations Unies, Shareholders for Change, le CDP, Climate Action 100+ et le FIR. Ces 21 initiatives se sont concentrées sur la transition énergétique/la biodiversité, les droits de l'Homme/les relations avec les salariés, la gouvernance/responsabilité fiscale et ont permis à Ecofi de contacter 136 sociétés différentes investies par ses fonds.

En 2024, Ecofi a participé à 9 initiatives de dialogue avec les institutions liées aux enjeux ESG suivants : la pollution plastique, le climat, la lutte contre la déforestation, les droits de l'Homme, la responsabilité fiscale et le reporting extra-financier.

Nos actions sur le vote en 2024

En 2024, Ecofi a exercé ses droits de vote dans 251 Assemblées générales. Ces 251 Assemblées générales ont comporté un total de 4 133 résolutions soumises aux votes des actionnaires.

Nous avons voté « contre » à 38 % des résolutions, à comparer avec le taux moyen de votes « contre » des sociétés de gestion françaises qui se situe à 20 % (source AFG). Le principal objet des votes d'opposition aux résolutions des entreprises concerne la nomination des membres du Conseil d'administration suivi de la rémunération des dirigeants.

Ecofi a soutenu 81 résolutions des actionnaires minoritaires en faveur d'une bonne gouvernance et d'une gestion responsable des impacts environnementaux et sociaux.



35

dialogues individuels



253

questions posées



136

sociétés contactées

Bilan 2024



251

assemblées générales



4133

résolutions soumises au vote

38%

de votes contre

Bilan 2024



+ 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.