

Le Mensuel

Avril 2025 - n°48

L'effort de paix

Les mots ont un sens. Ainsi, la question de savoir si nous sommes entrés dans une « économie de guerre » n'est pas anodine. Il est ainsi utile de rappeler la locution latine bien connue « *Si vis pacem para bellum* » (si tu veux la paix, prépare la guerre) ; mais aussi, celle qui l'est un peu moins : « *Si vis pacem para pacem* » (si tu veux la paix, prépare la paix). Toutes deux renvoient à notre rapport ambigu avec la guerre, ses conséquences et la période si particulière que nous vivons. Par le déploiement de mesures dédiées, l'Allemagne et l'Europe ont donc choisi de se réarmer. Plus généralement encore, de regagner en autonomie stratégique. Ce tournant majeur est tour à tour le fruit de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les préconisations du rapport Draghi et l'attitude de D. Trump vis-à-vis de V. Zelensky. Quelles en sont les implications macroéconomiques ?

L'incertitude liée à la politique de D. Trump a entraîné une dégradation du sentiment. La confiance du consommateur américain est en diminution, peu importe le niveau de revenus. Les électeurs démocrates sont particulièrement pessimistes, tandis que les républicains le sont un peu moins, bien que leur moral ait également commencé à baisser. La perspective d'une hausse de l'inflation due à de nouveaux droits de douane inquiète et les données « réelles » issues de la comptabilité nationale cristallisent d'ores et déjà ces craintes. Sur les deux premiers mois de l'année, la consommation des ménages a ralenti tandis que leurs revenus ont progressé. Si nous n'adhérons toujours pas à l'idée d'une récession en 2025 aux Etats-Unis, un ralentissement marqué est désormais de plus en plus probable. S'agissant de l'Europe, les données d'activité se sont montrées décevantes, alors que l'inflation a surpris à la baisse. Conformément aux anticipations, la BCE a baissé ses taux lors de sa réunion de mars, tandis que la Fed a de nouveau opté pour un *statu quo*. (voir nos analyses [ici](#) et [ici](#)).

L'enchaînement des événements de ces dernières semaines en Europe est historique. Répétons-le. L'Allemagne s'apprête à se réarmer et à investir massivement dans ses infrastructures (vertes notamment) par le biais d'un plan dédié de 500 mds€ sur 12 ans et de la levée du frein à l'endettement, qui laisse entrevoir un montant total bien plus élevé encore. La Commission européenne a également dévoilé un plan de 800 Mds€, afin de faciliter le financement du réarmement des autres pays. Les montants évoqués donnent le tournis. Dès lors, quelles conséquences économiques anticiper ?

La recherche académique à ce sujet est vaste, mais assez peu concluante. Le multiplicateur budgétaire (i.e. 1 € dépensé équivaut à combien d'€ de PIB supplémentaire) lié aux dépenses militaires varie sensiblement selon les études. Il est notamment conditionné par le degré d'ouverture de l'économie, la manière de financer ces dépenses et la politique monétaire subséquente. D'où l'importance de recenser les forces en présence.

Ces plans européens de réarmement s'inscrivent dans un cadre plus large de regain d'autonomie stratégique. Pour mettre en œuvre son réarmement et la décarbonation de son économie, l'Allemagne va devoir faire travailler ses entreprises, mais aussi celles des autres pays de la zone Euro. Cela pourrait avoir des effets bénéfiques pour de nombreux pans de l'économie européenne et ainsi favoriser la réindustrialisation. En outre, des retombées positives en termes de gains de productivité sont à attendre si ces dépenses sont en partie mobilisées dans la R&D (IA, nouveaux procédés de fabrication, efficacité énergétique...). Cependant, des freins politiques et budgétaires subsistent, notamment en France, en Italie ou en Espagne. Pour autant, le financement du réarmement ne devrait pas passer par des hausses d'impôts. Par ailleurs, un regain d'optimisme à l'égard du vieux continent pourrait fléchir de nouveaux capitaux étrangers. Ces éléments mis bout à bout conduisent donc à envisager un choc de demande structurel et non pas ponctuel.

Agenda - Avril

	USA	Euro	Chine	Japon
Réunions économiques				
Banques centrales		17	21	
Indicateurs				
Inflation	10	16	10	18
Production industrielle	16	15	16	14
Indices PMI	01	01		01
Moral des ménages	11	22		
Moral des entreprises	01	29	03	01
Moral des PME	08			
Ventes au détail	16	07	16	30
Emploi	04	01	16	01
Réserves de change			07	
Solde commercial/courant	29	23	14	17
PIB	30	30	16	
Événements importants	*Liberation day* le 02/04 : annonce des droits de douane			

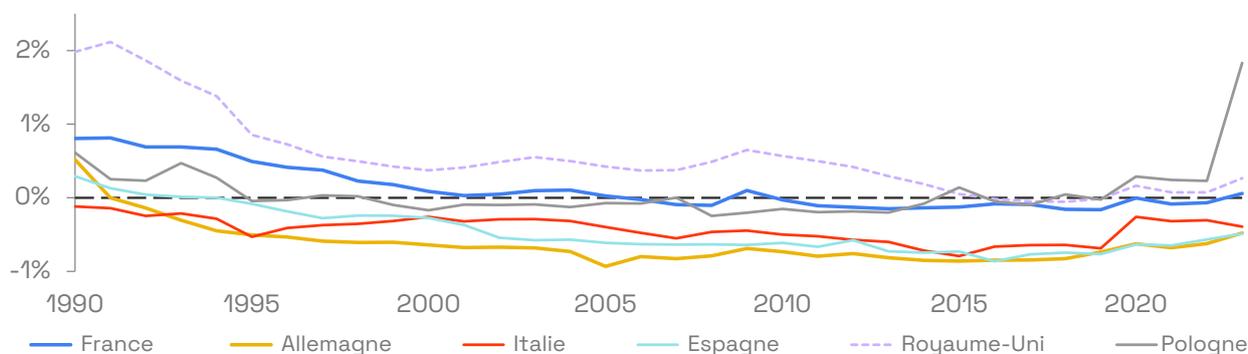
Un nouveau dilemme pourrait néanmoins se poser pour la BCE. Va-t-elle accompagner le financement de ces plans (surtout pour les pays hors Allemagne) en abaissant davantage ses taux, ou affronter leurs conséquences en matière de croissance et d'inflation supplémentaires ? Nous pensons qu'un entre-deux existe. Ce qui nous paraissait difficilement envisageable il y a encore quelques semaines est devenu un peu plus plausible. Dès lors, un programme d'achats de titres (*Quantitative easing*) ciblé sur les secteurs liés à l'autonomie stratégique de la zone Euro ne paraît plus si farfelu et il semblerait même que l'idée fasse son chemin au sein du conseil des gouverneurs...



Florent Wabont
Economiste

Graphique du mois : une inégale répartition des dépenses militaires en Europe

Part des dépenses militaires en % du PIB de certains pays européens

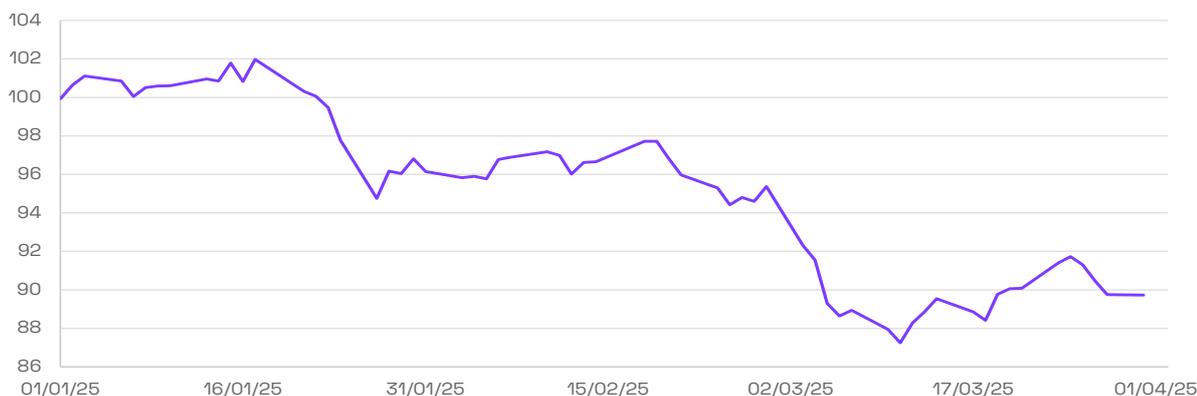


Sources : Ecofi, base de données de l'Institut international de recherche sur la paix de Stockholm (SIPRI). Les données sur les dépenses militaires provenant du SIPRI sont conformes à la définition de l'OTAN. Dans la mesure du possible pour chaque pays, elles comprennent notamment toutes les dépenses courantes et d'investissement des forces armées, y compris les forces de maintien de la paix ; les ministères de la défense et d'autres agences gouvernementales liées ; les forces paramilitaires ; les activités militaires dans l'espace ; les dépenses liées au personnel militaire et civil, y compris les pensions de retraite du personnel militaire et les services sociaux pour le personnel ; les opérations et la maintenance ; l'approvisionnement ; la recherche et le développement... Les données sont représentées de décembre 1990 à décembre 2023. L'écart à la cible de l'OTAN consiste à retrancher 2% aux dépenses militaires en % du PIB de chaque Etat considéré.

Les analyses et les opinions mentionnées ci-contre représentent le point de vue de l'auteur. Elles sont émises en date du 2/04/2025 et sont susceptibles d'évoluer. Elles ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Giboulées de mars

Sous-performance des valeurs cycliques par rapport aux valeurs défensives aux Etats-Unis



Sources : Bloomberg, indice Goldman Sachs des valeurs cycliques versus valeurs défensive (GSPRGDPT Index GS US Cyclical vs Defensives).

Indices

	perf. mois
EuroStoxx (€)	-2,95% ↓
S&P 500 (\$)	-5,67% ↓
Topix (¥)	+0,05% ↑
Valeurs de croissance (MSCI World Growth) \$	-7,51% ↓
Valeurs "value" (MSCI World Value) \$	-1,25% ↓

Secteurs

	Zone Euro	Etats-Unis
Produits de base	-5,96 ↓	-3,95 ↓
Energie	3,72 ↑	3,73 ↑
Industrie	-2,93 ↓	-3,67 ↓
Technologie	-9,57 ↓	-9,13 ↓
Conso cyclique	-12,46 ↓	-9,07 ↓
Conso. non cyclique	-1,39 ↓	-2,78 ↓
Santé	-8,78 ↓	-1,86 ↓
Services de communication	-3,75 ↓	-8,59 ↓
Services aux collectivités	5,13 ↑	0,02 =
Finance	-1,30 ↓	-4,91 ↓
Immobilier	-7,63 ↓	-3,00 ↓

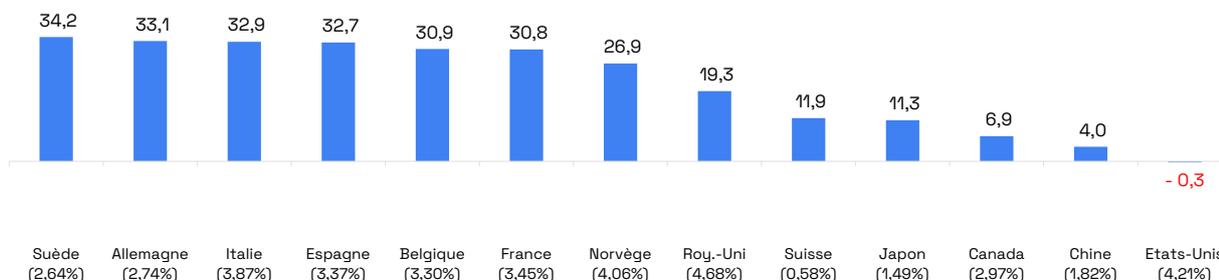
Actualités

En mars, les marchés boursiers ont enregistré une correction, alimentée par des inquiétudes concernant la politique tarifaire de D. Trump et ses répercussions sur la croissance économique, tant au niveau national qu'international. Dans ce climat de pessimisme sur la consommation et sur les prévisions d'inflation, les actions « défensives » ont surperformé.

Changement de paradigme en Allemagne

Marché des taux : l'Allemagne sort le bazooka budgétaire

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



Sources : Bloomberg, Ecofi

Crédit

La hausse brutale des taux souverains, couplée au mouvement d'élargissement généralisé des marges de crédit au cours du mois de mars, a pénalisé les obligations privées. Elles enregistrent une performance négative tant pour le segment de qualité investissement que celui de qualité spéculative.

Le marché primaire a été dynamique : les variations de taux n'ont pas altéré l'appétence des émetteurs à solliciter le marché.

Obligations

	Perf. mois	perf. YTD
Souverains Euro (Euro)	-1,8% ⬇	-1,2%
Souverains US (\$)	0,23% ⬆	3,0%
Crédit IG (Euro)	-0,93% ⬇	0,15%
High yield (Euro)	-0,99% ⬇	0,64%
Convertibles (Euro)	1,93% ⬆	7,73%

Convertibles

Poursuite de la sur performance du marché des convertibles de la zone Euro avec un gain de +1.93%. La raison principale de la bonne performance de la classe d'actifs tient aux plans d'investissements dévoilés par l'Allemagne, soutenus par l'Europe (notamment dépenses militaires) qui bénéficient à la sélection notamment Aerospace & Defense (Rheinmetall), et à quelques valeurs autour de la construction ou des infrastructures. La dynamique positive est aussi entretenue par la pénurie d'émissions primaires qui soutient la valorisation. A la baisse, on constate des consolidations sur les valeurs cycliques ou immobilières (forte hausse des taux à long terme).

Devises

	Perf. mois	perf. YTD
Euro/Dollar	4,25% ⬆	4,46%
Euro/Yen	3,80% ⬆	-0,35%
Euro/Livre sterling	1,49% ⬆	1,18%

Actualités

La décision du futur chancelier allemand F. Merz d'augmenter considérablement les dépenses d'infrastructure et de défense ainsi que le plan européen visant à faciliter une augmentation des dépenses militaires des pays de la zone ont entraîné un mouvement de hausse des taux à 10 ans d'une ampleur historique (2,94% au plus haut le 12 mars sur le taux 10 ans allemand contre 2,41% fin février). La perspective de mise en place de droits de douane début avril pour les exportations européennes vers les US ont fait craindre un ralentissement de l'économie de la zone Euro et permis une légère détente des taux en fin de mois. Au total, le taux à 10 ans allemand s'est tendu de 33bp et la courbe s'est nettement pentifiée. Les écarts de taux France-Allemagne et Italie-Allemagne sont quasiment stables.

Perspectives

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

Actions

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

Les investisseurs semblent de plus en plus anticiper une récession aux Etats-Unis, se tournant vers des valeurs défensives. Cependant, les marchés actions pourraient bénéficier de plusieurs catalyseurs à court terme, comme le retour des flux vers les actifs risqués en Europe, une prime de risque attrayante malgré la hausse des taux d'intérêt à long terme, des guidances prudentes de la part des managements, ou encore la mise en œuvre du plan d'infrastructure en Allemagne. Dans ce contexte d'incertitudes multiples, la tendance à privilégier les valeurs défensives de qualité devrait se poursuivre.

Obligations souveraines

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

Nous anticipons encore une baisse de taux de -25 bp de la part de la BCE. Après les très fortes tensions de mars, les taux longs allemands pourraient se détendre légèrement vers 2,70% : les droits de douane imposés par D Trump seront un frein à l'activité dans la zone, la mise en place des plans allemands et européens sera lente et la tendance à la désinflation à court terme se confirme... La baisse des taux longs serait toutefois limitée car les annonces allemandes marquent un changement structurel. Le spread 2-10 ans allemand a déjà fortement remonté et devrait se stabiliser proche des niveaux actuels. L'écart de taux à 10 ans France-Allemagne pourrait augmenter compte tenu d'une situation politique et budgétaire toujours très fragile.

Devises

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

L'euro-dollar devrait se stabiliser autour de 1,07. Le dollar profiterait d'une activité encore résiliente (notre scénario exclut toute récession), de décisions de la part de D Trump (après l'épisode des droits de douane) concernant la déréglementation et la baisse de l'Impot sur le Revenu, des doutes sur la poursuite de la détente des taux de la FED ainsi que d'un environnement adverse aux risques (incertitudes sur la politique commerciale). Cette aversion aux risques devrait également soutenir le Yen. Ce dernier bénéficierait aussi d'une poursuite de la hausse des taux directeurs de la BoJ.

Crédit

Investment grade Euro	↗
High yield Euro	=

Nous considérons que les banques centrales continueront à réduire leurs taux directeurs mais à un rythme moins soutenu qu'escompté par le consensus.

Les annonces tarifaires du gouvernement Trump du 2 avril sont susceptibles de provoquer des mouvements erratiques sur les marchés (ampleur, durée, cibles) dans un contexte géopolitique toujours aussi instable.

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

WBA - Initiative Nature CIC (Collective Impact Coalition)

En 2025, Ecofi a rejoint l'initiative de dialogue Nature CIC (Collective Impact Coalition) menée par la World Benchmarking Alliance (WBA). L'objectif est d'inciter les sociétés à évaluer et à divulguer leurs impacts et dépendances vis-à-vis de la nature, tant dans leurs opérations que dans l'ensemble de leur chaîne de valeur. L'initiative vise à aligner les efforts des entreprises avec les objectifs du Cadre Mondial pour la Biodiversité de Kunming-Montréal. Cet engagement s'appuie sur le Nature Benchmark de la World Benchmarking Alliance, qui sert d'outil pour suivre les progrès des entreprises. Au sein de cette initiative, Ecofi dialogue avec quatre sociétés investies (Adidas, Air Liquide, LVMH, Pernod Ricard).

SFC - Dialogue avec Orsted

Ecofi a participé à une initiative de dialogue menée par GLS Investment, membre allemand de Shareholders for Change, avec Orsted, portant sur 2 projets de stockage de CO2 (Kalundborg CO2 Hub et CO2 Storage Kalundborg). Ce dialogue a pour objectif d'examiner les mesures d'atténuation et d'adaptation mises en place par la société pour prévenir les impacts négatifs sur l'environnement des projets, d'obtenir des informations supplémentaires sur les plans de vente des certificats de retrait de carbone et de déterminer si ces projets sont compatibles avec la Convention d'Helsinki pour la protection du milieu marin dans la zone de la mer Baltique.

ESG Lab - Dialogue avec Engie

Dans le cadre de l'ESG Lab & Society et accompagné d'onze autres investisseurs, Ecofi a rencontré Jean-Pierre Clamadieu, Président du conseil d'administration d'Engie. Le dialogue a eu pour objectif d'échanger sur différents aspects de la politique RSE de la société : enjeux climat, biodiversité, financement d'infrastructures, sécurité, géopolitique, réglementaire et gouvernance.

SFC - Dialogue avec Smurfit

Ecofi a soutenu une initiative dans le cadre de Shareholder for Change concernant des allégations envers la société Smurfit. En effet, des ONGs et des médias critiquent Smurfit pour le déplacement de communautés autochtones, la perte de biodiversité, le stress hydrique et les dommages environnementaux associés à la plantation de forêts de monoculture de pin et d'eucalyptus en Colombie.



+ 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.