

Le Mensuel

Novembre 2024 - n°43

2025, l'odyssée des banques centrales part.2

Alors que la baisse des taux effectuée par la BCE en octobre n'était pas envisagée il y a encore quelques semaines par la plupart des participants au conseil des gouverneurs, ceux-ci se sont toutefois heurtés à la baisse rapide de l'inflation couplée à la détérioration de l'activité. Les membres de Fed ont quant à eux modéré leurs discours s'agissant de la vitesse et de l'ampleur des baisses de taux à venir, face à une économie qui demeure relativement solide et un processus de désinflation s'avérant plutôt lent.

Ce mois-ci, nous avons décidé de nous attarder sur les attentes du marché et du consensus, qui continuent d'anticiper une poursuite quasi rectiligne des baisses de taux pour la plupart des pays développés. Et si, tout ne se passait pas comme prévu... ?

En zone Euro, l'activité économique s'est de nouveau montrée modeste, mais il convient de noter que si la France et l'Allemagne souffrent, cela est moins le cas de l'Espagne ou de l'Italie par exemple. L'environnement de taux continue toutefois de peser fortement sur l'économie. L'inflation, quant à elle, a poursuivi sa baisse. C'est dans ce contexte, que la BCE a décidé d'abaisser une nouvelle fois ses taux d'intérêt, conformément à nos anticipations.

Aux Etats-Unis, l'activité économique demeure robuste, en dépit de quelques poches de ralentissement. La vigueur du marché du travail est moindre, mais les fondamentaux, notamment la facilité à pouvoir passer du statut de chômeur à celui d'embauché, restent corrects.

Côté inflation, la baisse devrait se poursuivre, lentement mais sûrement. Mis bout à bout, ces éléments ont poussé certains membres de la Fed à être plus prudent et il apparaît également, d'après le compte rendu de la réunion du 18/09 dernier, que les dissensions concernant l'ampleur de la première baisse (0,25 % vs 0,50 %) ont été plus vives qu'initialement relaté.

Un cycle mondial de baisses de taux s'est enclenché depuis plusieurs mois. Pour autant, force est de constater que toutes les banques centrales ne font pas face aux mêmes situations et adoptent des attitudes différentes les unes des autres. La vision consensuelle de taux directeurs qui continuent à baisser tout au long de l'année 2025, nous paraît fragile.

S'agissant de la Fed, nous pensons que l'ajustement, dont l'objectif est de réduire le degré de restriction monétaire sur l'économie, devrait se poursuivre pour trois raisons :

1. la désinflation est lente mais se poursuit ;
2. la dynamique de l'emploi demeure à risque ;
3. l'économie est à son potentiel et la productivité du travail a progressé

Cet ajustement pourrait par ailleurs ne pas être linéaire. Nous n'excluons pas la possibilité d'un « passe son tour » lors d'une des deux dernières réunions de 2024.

En outre, nous pensons également que l'ampleur de cet ajustement devrait être relativement limité d'ici la fin 2025, avec un taux directeur terminal plus proche de 4 % que de 3 %.

Le scénario d'une victoire de Donald Trump à l'élection présidentielle américaine, accompagnée d'un Sénat républicain pourrait avoir pour conséquence de « réchauffer » le couple croissance inflation, ce qui compliquerait encore davantage le travail de la Fed*.

Concernant la BCE et contrairement au consensus, nous avons longtemps qualifié les baisses de taux de « nécessaires ». Force est de constater que l'institution agit désormais avec une forme d'urgence en enchaînant les baisses. Notre scénario demeure inchangé et nous continuons de prévoir des baisses lors des deux prochaines réunions (décembre 24 et janvier 25).

Toutefois, le marché et le consensus semblent désormais anticiper des baisses (quasi) continues jusqu'à atteindre fin 2025 un taux de facilité de dépôt légèrement inférieur à 2 % (contre 3,25 % aujourd'hui).

Si, comme nous le pensons, la croissance se redresse en 2025 pour dépasser légèrement son potentiel, dans un contexte marqué par un léger regain d'inflation autour de 2 %, la BCE serait tentée de faire preuve d'attentisme à partir du deuxième trimestre. Le taux de facilité de dépôt devrait ainsi s'établir plutôt entre 2 % et 2,50 % qu'en dessous de 2 %.

*Rédigé avant le résultat des élections américaines.

La Banque d'Angleterre devrait suivre un parcours similaire, avec cependant un caractère d'urgence moins prononcé et décalé dans le temps. De la même manière, elle s'arrêterait plus tôt que ce à quoi s'attendent les marchés. Citons enfin la Banque du Canada, celle de Suisse ou encore la Banque de Suède, qui ayant commencé plus tôt et plus fort, devraient également finir plus tôt...

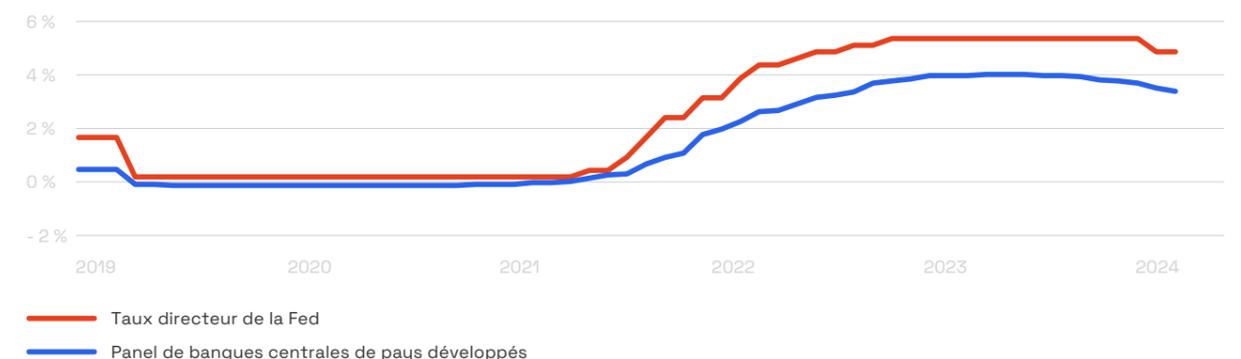


Agenda - Novembre

	USA	Euro	Chine	Japon
Réunions économiques				
Banques centrales	7		20	
Indicateurs				
Inflation	13	19	9	22
Production industrielle	15	13	15	15
Indices PMI	22	4		22
Moral des ménages	8	21		
Moral des entreprises		28	5	22
Moral des PME	12			
Ventes au détail	15	7	15	29
Emploi	6	2	15	29
Réserves de change			7	
Solde commercial/courant	27	18	7	20
PIB	27	14	15	15
Événement important	Élection présidentielle américaine			

Graphe du mois

Evolution des taux directeurs de la Fed et d'un panel d'autres banques centrales



Sources : Ecofi, données nationales, Banque des règlements internationaux. Pour la Fed, le taux directeur fourchette haute est utilisé. Le panel des autres banques centrales est calculé comme la moyenne des taux directeurs de la Banque centrale européenne, la Banque d'Angleterre, celle du Canada, de Suisse, de Norvège et de Suède. Dernières données disponibles.

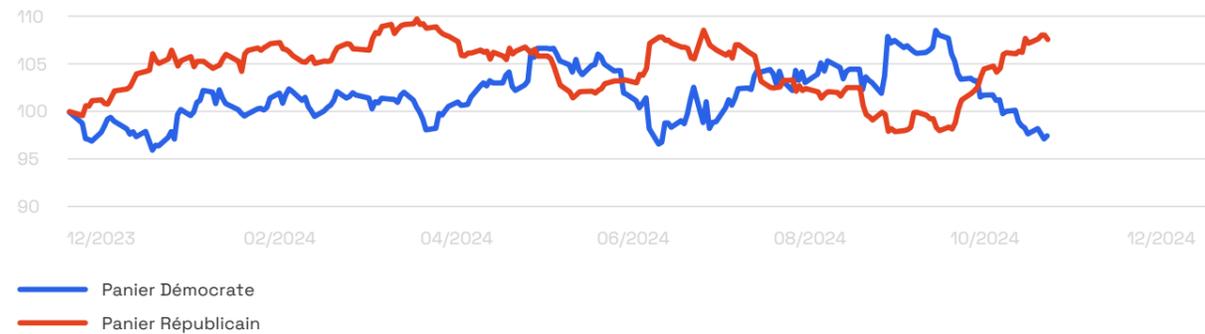
Les analyses et les opinions mentionnées ci-contre représentent le point de vue de l'auteur. Elles sont émises en date du 30 octobre 2024 et sont susceptibles d'évoluer. Elles ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Actions

Des vents contraires en octobre

Actions : le rouge et le bleu

Evolution de la performance de paniers d'actions liés à l'élection américaine



Sources : Ecofi, Goldman Sachs, Bloomberg. Les paniers d'actions sont définis par Goldman Sachs. Ils sont construits comme des indices long-short.

Indices

Indice	perf. mois
EuroStoxx	- 3,21 % ↓
S&P 500 (\$)	- 0,93 % ↓
Topix (Yen)	+ 1,88 % ↑
Valeurs de croissance (MSCI World Growth) \$	- 1,81 % ↓
Valeurs "value" (MSCI World Value) \$	- 2,16 % ↓

Secteurs phares

Secteur	Zone Euro	Etats-Unis
Produits de base	- 6,57 % ↓	- 3,11 % ↓
Energie	+ 0,18 % =	+ 1,08 % ↑
Industrie	- 1,74 % ↓	- 1,46 % ↓
Technologie	- 7,34 % ↓	- 0,66 % ↓
Conso cyclique	- 4,78 % ↓	- 1,60 % ↓
Conso. non cyclique	- 5,18 % ↓	- 2,96 % ↓
Santé	- 3,80 % ↓	- 4,63 % ↓
Services de communication	- 0,90 % ↓	+ 1,97 % ↑
Services aux collectivités	- 4,53 % ↓	- 1,07 % ↓
Finance	- 0,81 % ↓	+ 2,90 % ↑
Immobilier	- 6,81 % ↓	- 3,46 % ↓

Tendance

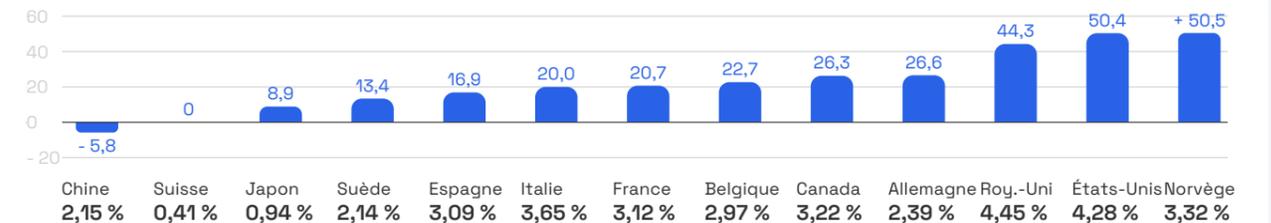
Octobre s'est soldé sur un bilan plutôt morose marqué par la nervosité autour des élections américaines, la tension au proche orient, la crainte d'une résurgence de l'inflation avec comme corollaire un mouvement de hausse des taux, le tout dans un momentum de poursuite de révision à la baisse des bénéfices des actions des deux côtés de l'atlantique.

Obligations

Tensions sur les taux à long terme

Fed + Trump + politique budgétaire = hausse des taux

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



Sources : Bloomberg, Ecofi

Crédit

Les marges de crédit se sont fortement contractées au cours du mois. La hausse des taux souverains a été telle que les obligations privées ont enregistré des performances négatives. Toutefois, le segment des obligations de qualité spéculative et celui des obligations à faible durée ont résisté.

FED et BCE devraient continuer à réduire leurs taux directeurs. Nous tablons sur une stabilité des marges de crédit.

Convertibles

Le marché des OCs de la zone Euro a finalement bien résisté dans un contexte heurté (hausse des taux, baisse des actions) avec un gain de 0.23 % sur le mois. Les profils Credit/Rate Sensitive et Equities Sensitive sont tous les deux en gain (respectivement + 0.47 % et + 1.37 %), soulignant l'apport de la sélection.

Sur le marché secondaire, on note une rotation des performances avec un rebond marqué de Nexity, Ubisoft et Elis. Inversement, les valeurs Technologiques déçoivent notamment BESl ou Bechtle.

Les valeurs françaises restent sous la menace d'éventuelles taxes, avec un impact plus ou moins fort selon la part de leur activité domestique. Le marché primaire est toujours à l'arrêt en dépit de la demande.

Tendance

Lors de sa réunion d'octobre, la BCE, prenant acte d'une conjoncture économique décevante, a de nouveau baissé ses taux directeurs de -25 bp. Outre-Atlantique, avec les indicateurs parus en octobre contredisant le scénario d'un net ralentissement de l'économie, les anticipations de baisse de taux directeurs se sont fortement réduites et les taux à long terme ont rebondi, entraînant les taux longs allemands à la hausse.

L'écart de taux Etats-Unis/Allemagne à 10 ans s'est donc encore élargi (189 bp). La courbe allemande s'est pentifiée tandis qu'elle s'aplatissait légèrement aux Etats-Unis. Les emprunts d'Etat à 10 ans italiens espagnols et français ont légèrement surperformé.

Taux 10 ans

Emprunts Etat	var. mois	Niveau
Etats-Unis	50 ↑	4,28 %
Allemagne	27 ↑	2,39 %
France	21 ↑	3,13 %
Italie	20 ↑	3,65 %
Espagne	17 ↑	3,10 %

Devises

	perf. mois	perf. YTD
Euro/Dollar	- 2,25 % ↓	- 1,40 %
Euro/Yen	+ 3,46 % ↑	+ 6,27 %
Euro/Livre sterling	+ 1,35 % ↑	- 2,68 %

Perspectives

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

Actions

- Actions Europe ↗
- Actions Etats-Unis ↗
- Actions Japon ⚖

Les attentes de BPA pour l'année prochaine restent élevées ce qui augmente le risque de déception. Les multiples de valorisation sont eux-aussi élevés, surtout aux USA et le moteur des Magnificent 7 pourrait moins contribuer à la croissance des bénéfices qu'en 2024. A court terme nous pensons qu'il est trop tôt pour alléger l'exposition actions : la baisse de l'incertitude une fois l'élection passée et un relâchement du côté des taux pourraient constituer un support pour les actions en cette fin d'année.

Obligations

- Obligations corporate ↗
- Obligations d'Etat Allemand ↗
- Obligations d'Etat US ⚖

Avec l'assouplissement anticipé des politiques monétaires, il existe encore un potentiel de baisse des taux sur la partie courte des courbes américaine et allemande. Les taux à long terme se détendraient plus faiblement. La pente des courbes (écart 2/10ans) devrait donc continuer à augmenter. L'écart de taux France/Allemagne à 10 ans reste sous surveillance.

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 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.

Nos derniers engagements ISR

IASJ : Initiative contre le travail forcé dans la chaîne d'approvisionnement du chocolat

Ecofi a soutenu une initiative de **dialogue collectif** coordonnée par les associations Investor Advocates for Social Justice (IASJ) et Oxfam, qui exige des six plus grosses entreprises chocolatières au niveau mondial (Hershey Company, Mondelez International, Mars Incorporated, Nestlé S.A., Ferrero International SpA et Lindt & Sprüngli AG) **la mise en place des politiques rigoureuses contre le travail des enfants et le travail forcé** dans les chaînes d'approvisionnement au Ghana et en Côte d'Ivoire.

L'initiative demande aussi aux sociétés de s'engager à garantir aux producteurs de cacao un revenu de subsistance.

Cette lettre exige que les fabricants de chocolat entreprennent les actions suivantes :

S'assurer que les producteurs de cacao perçoivent **un revenu décent** d'ici à 2025.

Etablir des contrats de long terme avec les producteurs de cacao pour leur assurer plus de **sécurité financière**.

Publier des **informations sur les progrès accomplis**.

L'initiative a été **soutenue par 68 signataires**, représentant 8,8 trillions de dollars d'actifs et concerne 2 sociétés investies par les fonds d'Ecofi (Nestlé S.A. et Lindt & Sprüngli AG).



**GROUPE
CREDIT COOPERATIF**

Identifiant unique REP Emballages Ménagers et Papiers
Graphiques n° FR308133_01LYLF



Les analyses et les opinions mentionnées ci-dessus représentent le point de vue de l'auteur. Elles sont émises en date du présent document et sont susceptibles d'évoluer.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ecofi à partir de sources qu'elles estiment fiables. Ecofi se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis.

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.