

JUILLET 2024

Vues & convictions

▶ Une croissance résiliente et une inflation qui décélère

▶ Le crédit d'entreprise est-il devenu trop cher ?

▶ Est-ce que les Français travaillent moins que leurs voisins européens ?

Pas de trêve olympique
pour les marchés


BFT
Investment
Managers

DONNONS UN SENS À L'INVESTISSEMENT

Vues & Convictions

Les contributeurs

Gestion

Laurent Gonon,

Directeur des Gestions

Warin Buntrock,

Directeur Adjoint des Gestions

Olivier Robert,

Directeur Gestion Taux

Fabrice Masson,

Directeur Gestion Actions

Fabien Bourguignon,

Directeur Gestion Multi-Asset

Alexandre Chiche,

Product Specialist

Recherche

Jeanne Asseraf-Bitton,

Responsable de la Recherche & Stratégie

Fabien Forchino,

Senior Quantitative Analyst

SOMMAIRE

3

INTRODUCTION

- Garder un œil sur les risques

4

SCÉNARIO D'ACTIVITÉ

- Une croissance résiliente et une inflation qui décélère

5

ANALYSE DE FINANCE COMPORTEMENTALE

- D'une incertitude à l'autre, le retour du risque politique

6

VALORISATION DES MARCHÉS

- Actions : La sous-performance des actions Eurozone est-elle inexorable ?
- Obligations : Le crédit entreprise est-il devenu trop cher ?
- France : Quid des fondamentaux ?

9

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

- Résumé: Capter le portage sur l'obligataire, prudence sur les actifs risqués
- Taux et crédit: La volatilité est de retour
- Actions: Privilégier la visibilité
- Multi-Asset: Prudence et réactivité

13

INVESTISSEMENT DURABLE

- France: Baisse des émissions de GES en 2023

14

GRANDES TENDANCES

- Durée du travail: Est-ce que les Français travaillent moins que leurs voisins européens ?

15

NOTRE GAMME DE FONDS OUVERTS

- Monétaire, Trésorerie longue, Obligataire et Actions



Garder un œil sur les risques

L'année 2024 a été jusqu'à présent un bon cru pour l'économie et pour les marchés financiers. Les prévisions de croissance ont été constamment revues à la hausse et les grands indices boursiers ont battu des records historiques. Alors que nous entrons dans la deuxième moitié de l'année, la météo économique et financière semble se dégrader peu à peu. Si certains facteurs de risque, comme la persistance de l'inflation ou les effets retardés des politiques monétaires restrictives, sont présents depuis un moment, de nouveaux facteurs de risque passent en première ligne. Les investisseurs sont ainsi de plus en plus nerveux concernant des politiques fiscales jugées trop laxistes face à la hausse vertigineuse des dettes publiques financées avec des taux d'intérêt bien plus élevés que dans le passé. Certains indicateurs macro concernant notamment l'emploi américain se dégradent peut être un peu plus vite qu'attendu. Quels sont les facteurs de risque mais aussi les facteurs de soutien des marchés qui nous semblent les plus importants ?

Des politiques monétaires en soutien

Les investisseurs ne prévoient plus que deux baisses des taux directeurs de la Fed pour cette année contre plus de six il y a encore quelques mois. Ils continuent, en revanche, de prévoir entre 5 et 6 baisses supplémentaires en 2025 et cela sans que l'économie américaine ne plonge en récession. Cela facilitera la tâche de la BCE qui devrait aussi continuer à baisser ses taux directeurs en 2024 et 2025. Le maintien de ces anticipations d'assouplissements monétaires bien que décalées de 2024 à 2025 constitue un important facteur de soutien aux actifs risqués. Le desserrement monétaire reste bien sûr conditionné à la poursuite du processus de désinflation qui semble désormais bien enclenché.

Un premier facteur de risque: le ralentissement de la croissance mondiale

Depuis quelques semaines, des indicateurs économiques de plus en plus nombreux laissent entrevoir un ralentissement de la croissance mondiale, même s'il ne faut évidemment pas surinterpréter quelques chiffres isolés. Aux Etats-Unis, le taux de chômage augmente lentement atteignant 4,1% en juin après un plus bas de 3,4% en janvier 2023. En zone Euro, le flash PMI composite a baissé le mois dernier de 1,3 point à 50,8, stoppant sa hausse ininterrompue depuis octobre 2023. Les signes de faiblesse de l'économie mondiale restent pour le moment modestes et, en ce qui concerne les Etats-Unis, ils sont plutôt bienvenus permettant d'apaiser les tensions inflationnistes. Mais alors que cette tendance semble désormais bien établie et se généralise à toutes les régions, il ne faudrait pas qu'elle accélère trop d'autant plus que la dégradation du climat politique dans de nombreux pays risque de peser sur la confiance des agents économiques et que les effets retardés des politiques monétaires restrictives sont toujours à l'œuvre.

Un deuxième facteur de risque : le creusement des déficits publics

Jusqu'à présent, l'attention des investisseurs était plutôt focalisée sur les politiques monétaires. La dérive des



Laurent GONON
Directeur des Gestions



Warin BUNTROCK
Directeur adjoint des Gestions

« La balance des risques penche en faveur d'un atterrissage en douceur de l'activité »

déficits budgétaires dans de très nombreux pays ne les inquiétait pas réellement. La perspective d'une victoire de Donald Trump, dont le programme économique peut se résumer pour l'essentiel à baisser les impôts et à relever les droits de douane, conduirait à une politique fiscale expansionniste creusant encore les déficits budgétaires. La question des déficits budgétaires en Europe pourrait conduire à une détérioration des conditions de financement des Etats qui sont, malgré la hausse des taux, toujours favorables.

Malgré ces risques, l'atterrissage en douceur reste notre scénario central

La balance des risques penche en faveur d'un atterrissage en douceur de l'activité. Mais les évolutions en économie et sur les marchés financiers sont rarement linéaires. Il faut continuer à garder un œil attentif sur l'accumulation des facteurs de risques qui pourrait tôt ou tard atteindre un point de bascule et déclencher un épisode d'aversion au risque chez les investisseurs.

Nous vous souhaitons un bel été rempli de soleil. Que les Jeux Olympiques vous apportent de beaux moments sportifs !



Prévisions – Consensus Economics

Une croissance résiliente et une inflation qui décélère

Prévisions de croissance du PIB - Consensus

GDP (%)	2022	2023	2024	2025
US	1,9%	2,4%	2,4%	1,7%
JP	0,9%	1,7%	0,5%	1,2%
UK	4,3%	0,5%	0,5%	1,1%
EMU*	2,8%	0,5%	0,7%	1,2%
DE	1,8%	-0,3%	0,2%	1,1%
FR	2,5%	0,9%	0,8%	1,2%
IT	3,7%	0,7%	0,8%	1,0%
ES	5,8%	2,4%	2,0%	1,8%
Chine	3,0%	5,2%	4,9%	4,4%

Source : Consensus Economics Consensus Forecast, Juin 2024

La croissance mondiale a surpris positivement au premier semestre résistant à l'impact dépressif des resserrements monétaires. Selon le consensus, elle devrait atterrir en douceur en 2025. Pour la deuxième partie de cette année, la croissance des deux côtés de l'Atlantique pourrait converger quelque peu. L'activité devrait ainsi accélérer en Europe soutenue par une reprise de la consommation privée et des conditions financières plus accommodantes alors qu'aux Etats-Unis, les indicateurs pointent vers un essoufflement progressif.

Prévisions d'inflation - Consensus

CPI (%)	2022	2023	2024	2025
US	8,0	4,1	3,2	2,4
JP	2,5	3,2	2,6	2,0
UK	11,4	9,3	3,2	3,2
EMU	8,4	5,6	2,3	1,9
DE	6,9	6,0	2,4	2,0
FR	5,2	4,9	2,5	1,9
IT	8,1	5,9	1,4	1,8
ES	8,4	3,6	3,1	2,1
Chine	2,0	0,4	0,6	1,5

Source : Consensus Economics Consensus Forecast, Juin 2024

Le repli de l'inflation s'est bien poursuivi en Europe et aux Etats-Unis depuis le début de l'année, mais bien plus lentement que prévu en raison notamment de la persistance de l'inflation dans les services. La désinflation devrait continuer mais sur une trajectoire graduelle et irrégulière. La cible de 2% ne sera atteinte au plus tôt qu'au cours de l'année 2025.

Prévisions de politique monétaire*

Principales banques centrales	Niveaux des taux		
	juin-24	sep-24 *	déc-24 *
US - FED - Upper Fed Funds target range	5,50%	5,25%	5,00%
Zone Euro - BCE - Taux de dépôt	3,75%	3,50%	3,25%
Royaume-Uni - BoE - Bank rate	5,25%	5,00%	4,75%
Japon - BoJ - Overnight Call Rate upper target	0,10%	0,20%	0,20%

* Prévisions BFT IM

La persistance de l'inflation a conduit à une révision spectaculaire des baisses des taux directeurs anticipées. Alors que la BCE a procédé à une première baisse en juin, la Fed ne devrait procéder à sa première baisse qu'en septembre. D'ici la fin 2024, les 2 banques centrales devraient baisser seulement 2 fois, mais le cycle d'accommodation monétaire va se poursuivre très certainement en 2025.

Consensus Forecasts™ - G7 and Western Europe (from Consensus Economics) is the result of a comprehensive monthly survey of over 250 prominent forecasters in the G-7 countries and Western Europe. Our coverage of the G-7 countries (United States, Japan, Germany, France, United Kingdom, Italy and Canada), the Euro zone, Netherlands, Norway, Spain, Sweden and Switzerland, includes individual and average (mean) forecasts for 10-15 economic indicators alongside detailed written and graphical analysis.

Source : BFT IM et Datastream



D'une incertitude à l'autre, le retour du risque politique

La première moitié de l'année a été marquée par l'incertitude sur les politiques monétaires des banques centrales : combien de baisses seraient réalisées en 2024 ? Les marchés ont commencé l'année avec des anticipations très agressives de l'ordre de 7 baisses de taux pour la Fed et la BCE. Au gré des nouvelles sur l'économie, l'inflation totale, sous-jacente et salariale, ils ont peu à peu corrigé ces attentes pour aboutir à un consensus de deux baisses pour la période de fin juin à fin décembre (ce qui ferait 3 baisses pour la BCE cette année).

La deuxième moitié de l'année pourrait être marquée par une résurgence de l'incertitude politique et géopolitique. Il était établi que l'année 2024 serait une année record en termes de nombre d'élections dans le monde. L'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale française a rajouté encore un peu plus de risque politique à un environnement mondial qui ne va pas en manquer suite aux élections en Inde, au Mexique, au UK, en Europe, en France, puis aux Etats-Unis pour la fin de l'année.

Le risque politique/géopolitique fait donc son retour et l'incertitude liée aux politiques monétaires des banques centrales devrait passer au second plan pour cette deuxième moitié de l'année. La politique/géopolitique étant moins prévisible que la macroéconomie qui guide les banques centrales, **cette période devrait se caractériser par moins de visibilité et donc davantage de volatilité.** Une fois les élections passées, les investisseurs vont notamment

s'attacher à anticiper les impacts sur les déficits budgétaires des pays. De même, certains programmes seront plus inflationnistes que d'autres. **Tout cela pourrait accélérer la repentification des courbes de taux de certains pays, notamment celles qui sont encore inversées.**

Malgré ce pivot vers de nouvelles sources d'incertitudes et un manque de visibilité sur les conséquences des différentes élections passées et à venir, l'appétit pour le risque reste positif (Fig.1). **On constate toutefois l'absence d'exubérance de la part des investisseurs**, mesurée par la part des titres affichant un indicateur RSI (Relative Strength Index, indice de force relative) supérieur à 70 (Fig.2). Les investisseurs continuent donc d'être « pro-risk », mais prudemment, sans emballement, ce qui est une configuration plutôt rassurante.

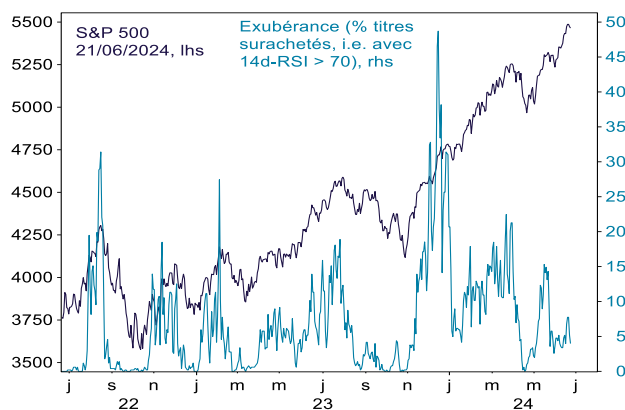
La baisse des taux à venir va également changer les rapports de force entre les différentes classes d'actifs. Comment vont s'ajuster les investisseurs ? La baisse des rendements monétaires pourraient les inciter à réallouer leurs investissements sur d'autres classes d'actifs. Sans revenir au « Tina » (There is no alternative) de la période de taux négatifs, des flux pourraient ainsi se reporter sur les marchés actions d'une part, sur les marchés obligataires et notamment les titres d'états d'autre part. Parmi ceux-ci, les Green bonds attirent les investisseurs en leur permettant de « verdir » leurs portefeuilles en finançant des projets environnementaux.

Fig. 1 : Un appétit pour le risque toujours en territoire positif



Source : BFT IM, Bloomberg

Fig. 2 : Malgré des marchés au plus haut, pas d'exubérance de la part des investisseurs



Valorisation des **actions**

La sous-performance des actions Eurozone est-elle inexorable ?

Sur le premier semestre 2024, les valeurs de l'EuroStoxx 300 progressent de 7.9% (devises locales, dividendes nets inclus), loin derrière la hausse de 15% des titres du S&P 500. L'évolution relative décevante renoue avec près de 15 ans de sous-performance quasi-ininterrompue des actions du Vieux Continent (Fig. 1). La tendance peut-elle s'inverser ?

Dans les années 90 et jusqu'en 2009, la surperformance (en devises locales) des actions de l'Eurozone et des Etats-Unis s'alterne sur des périodes d'environ trois ans. Puis avec la grande récession et la crise de l'euro, s'installe un contexte déflationniste structurellement pénalisant pour les titres de l'Union Monétaire qui enregistrent près de 15 ans de sous-performance. Les chocs d'offre (Covid, Ukraine) puis de demande suscitent une poussée de l'inflation et un changement de régime. Il se traduit, entre autres, par le retour de la corrélation inverse actions – taux et pourrait signifier la fin de la longue sous-performance des actions euro. Et ce, d'autant qu'elles paraissent très décotées par rapport aux titres américains. Mesurée par le ratio Cours sur BPA de l'EuroStoxx rapporté à celui du S&P 500, la décote atteint 40% fin juin, un record sur les vingt dernières années. Mais une valorisation attractive n'est pas synonyme de catalyseur haussier. Quels sont les catalyseurs possibles ?

L'EuroStoxx et le S&P 500 évoluent de façon similaire depuis le début de l'année jusqu'à fin mai puis un décrochage s'opère

en juin. Au premier abord, il semble attribuable à l'incertitude politique liée aux élections européennes et françaises. Sur ce front, le risque devrait progressivement traverser l'Atlantique à l'approche des élections présidentielles américaines.

Le redressement du momentum d'activité relatif de la zone euro (écart des indices Citi de surprise économique) à l'œuvre depuis un an a été partiellement occulté alors que par le passé, ce facteur était déterminant pour les performances relatives de court terme. La reprise attendue en Eurozone alors que les Etats-Unis ralentissent pourrait lui rendre son rôle de soutien. La BCE a pris les devants sur la Fed pour baisser les taux directeurs mais avec la désinflation qui se précise aussi aux Etats-Unis, une détente monétaire parallèle sans incidence marquée sur la parité euro-dollar paraît probable. Et de toutes façons, le taux de change a perdu de son influence depuis 2010 en devenant un facteur de second ordre sur les bénéfiques. La progression prévue des BPA à 12 mois (consensus Bloomberg) de $\approx 13\%$ pour le S&P 500 contre $\approx 5\%$ pour l'EuroStoxx, joue en faveur des titres américains mais elle cache une contribution disproportionnée des « 7 magnifiques » puisque qu'elle tombe à $\approx 5\%$ pour le S&P 500 équilibré. Si l'on compare les indices équilibrés Stoxx 600 (proxy de l'EuroStoxx) et S&P 500, la performance du premier semestre 2024 est identique ! Et depuis 2 ans, on n'observe pas de tendance pérenne (Fig. 2). Préférer le S&P 500 équivaut, semble-t-il, à faire le choix des grandes valeurs Tech américaines.

Fig. 1 : Près de 15 ans de sous-performance quasi-ininterrompue des actions de l'Eurozone

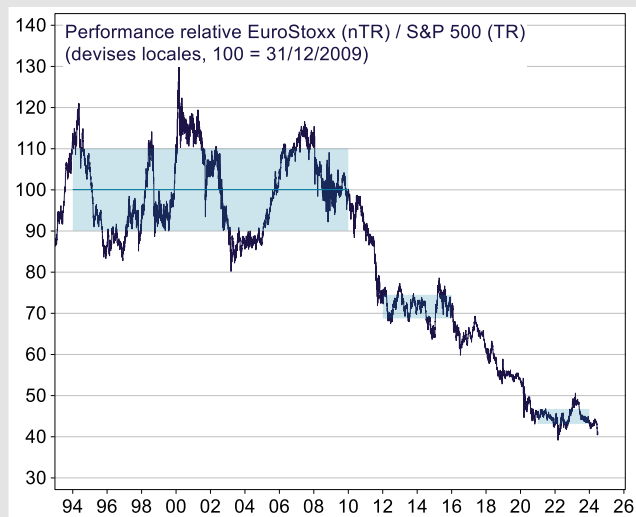
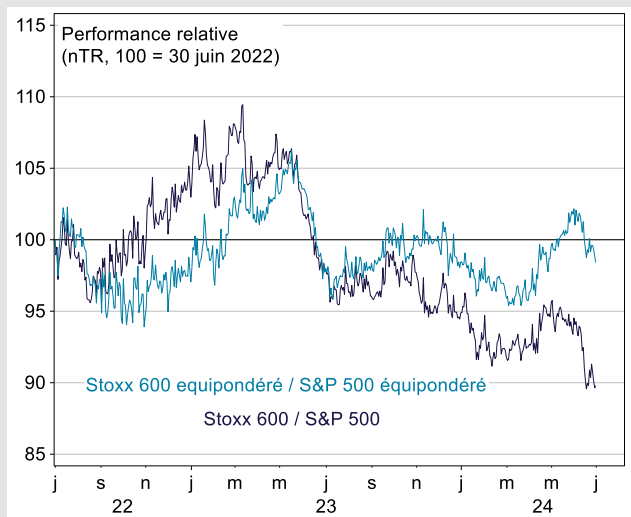


Fig. 2 : Les indices équilibrés révèlent l'influence prépondérante des 7 magnifiques



Sources : BFT IM, Macrobond



Valorisation des obligations d'entreprise

Le crédit « entreprise » est-il devenu trop cher ?

La politique monétaire restrictive semble porter ses fruits et les signes de ralentissement et de désinflation se multiplient de part et d'autre de l'Atlantique. Alors que les banques centrales s'engagent sur la voie de l'assouplissement monétaire, quelles sont les perspectives pour les obligations d'entreprise ?

Depuis peu, le momentum d'activité est en perte de vitesse aux Etats-Unis et en Eurozone. A l'instar des grands instituts, le consensus Bloomberg table pour 2025 sur une croissance inférieure à 2% Outre-Atlantique et à 1.5% dans l'Union Monétaire, et sur une inflation quasiment revenue à la cible de 2%. Déjà, les pressions inflationnistes refluent. Des doutes persistent quant à la modération des salaires mais les enquêtes récentes suggèrent que les entreprises ont davantage de difficulté à répercuter les hausses de coûts sur les prix de vente, laissant présager une poursuite de la désinflation. Et le pivot monétaire tant attendu s'amorce. La BCE prend les devants en baissant ses taux directeurs de 25 points de base début juin et la Fed devrait suivre en septembre. La trajectoire implicite des taux directeurs révèle, fin juin, que les marchés escomptent une baisse des taux en automne et une en décembre pour la Fed comme pour la BCE.

Les marchés de crédit euro se sont montrés résilients. Au 2^{ème} trimestre, la performance (+0.14%) du segment *Investment*

Grade ('IG') recouvre une réalité contrastée selon les maturités car les spreads ont peu varié, laissant le sous-jacent taux dicter la performance. Ainsi, les échéances 1-3 ans surperforment et devraient continuer de profiter du contexte monétaire sur le second semestre. Quid des spreads IG ? Sont-ils vulnérables ? Pas en termes de valorisation historique si l'on en juge par le spread (en asset swap) qui se situe, fin juin, à sa moyenne des dix dernières années (Fig. 1). Et ce, avec des fondamentaux qui paraissent cohérents : au 1^{er} trimestre, l'endettement moyen des émetteurs IG se tend sans dépasser la moyenne historique et les ratios de liquidité sur dette restent très en deçà des années passées, à l'instar des ratios de couverture des intérêts.

Le segment euro *High Yield* ('HY') semble moins attractif avec un spread inférieur d'un écart-type à sa moyenne des dix dernières années. Et sa valorisation relative au segment IG apparaît encore plus exigeante (Fig. 2). Le niveau actuel du spread est cohérent avec un taux de défaut d'à peine 2% qui correspond au scénario optimiste de Moody's. Croissance modérée, désinflation et assouplissement des conditions financières constituent un environnement porteur pour les émetteurs mais aussi pour la demande des investisseurs à la recherche de rendement. Les spreads pourraient rester étroits mais le risque idiosyncratique persiste pour les titres les moins bien notés (CCC ou moins). Nous préférons les maturités courtes et les émetteurs de meilleure qualité (notés BB).

Fig. 1 : Les spreads de crédit euro IG sur leur moyenne de long terme

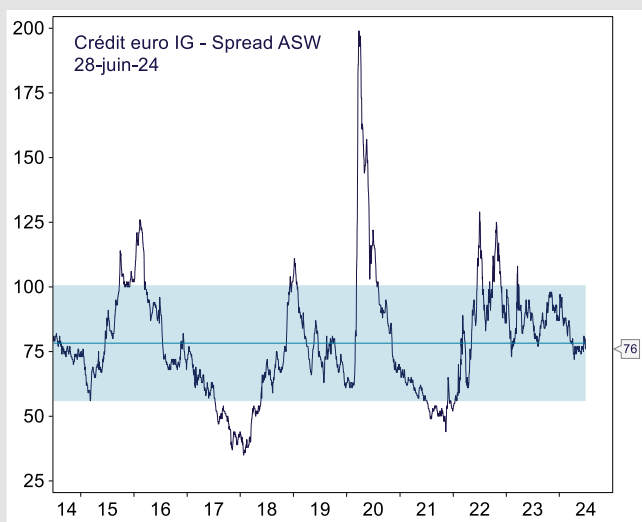
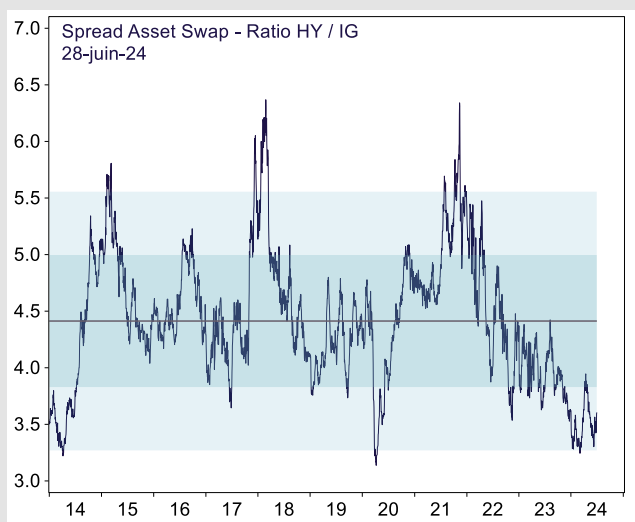


Fig. 2 : Le crédit euro HY chèrement valorisé relativement à l'IG



Sources : BFT IM, Macrobond



Valorisation des **actifs français**

France : quid des fondamentaux ?

En fin de trimestre, la hausse du risque politique affecte les actifs français et brouille l'analyse des valorisations. En attendant de connaître les éventuelles inflexions de politique économique, la situation de départ mérite d'être examinée.

La performance des actifs français se dégrade au 2ème trimestre avec un vif repli des actions et un rendement total négatif sur les obligations d'Etat (Fig. 1). Cet accès de faiblesse, concentré sur le mois de juin, résulte pour une grande part du risque politique lié aux élections législatives anticipées mais les évolutions avant même l'annonce de la dissolution du parlement étaient décevantes. Les grandes valeurs s'effritaient tout en laissant place à un début de rattrapage des petites et moyennes capitalisations. Sur les marchés obligataires, le taux 10 ans gagnait déjà plus de 30 points de base sur avril-mai. En plus de la désinflation qui était alors hésitante, la situation des finances publiques de l'Hexagone alimente les tensions sur les taux. Fin mai, l'agence Standard & Poor's dégrade la note de crédit de la France pour la première fois depuis 2013, pour cause de dérapage budgétaire. Le plan du gouvernement de réduire le déficit de 5% PIB cette année à 4.1% en 2025 avant de retrouver la cible de 3% en 2027 ne convainc pas. La Commission Européenne, qui prévoit un déficit supérieur ou égal à 5% jusqu'en 2025, publie mi-juin un rapport sur l'ouverture d'une procédure de déficit excessif pour sept pays

dont la France. Sur les six prochains mois, le gouvernement devra soumettre ses projets budgétaires 2025 et de moyen terme, que la Commission évaluera avant de formuler les recommandations pour corriger l'excès de déficit. Or l'Hexagone affiche un déficit primaire (i.e. avant paiement des intérêts sur la dette) parmi les plus élevés (Fig. 2) qui implique, quelle que soit la trajectoire d'assainissement envisagée, une forte rigueur budgétaire et une reprise de l'activité, source de recettes fiscales. La Banque de France table sur une croissance de 1.2% en 2025 et 1.6% en 2026, avec une consommation dopée par des gains de pouvoir d'achat, puis relayée par un rebond de l'investissement avec la détente monétaire. Reste l'aléa politique sur la confiance et donc l'activité.

Fig. 1 : Performance des actifs français au 28 juin 2024

	3M	2024	12M
CAC40 (nTR)	-7.1%	1.2%	5.1%
CAC Mid & Small (nTR)	-7.5%	-1.8%	-2.7%
CAC All-Tradable (nTR)	-7.2%	0.6%	4.1%
Euro STOXX (nTR)	-1.9%	7.9%	12.9%
France Oblig. Etat (TR)	-2.3%	-3.6%	0.3%
EuroAgg Oblig. Etat (TR)	-1.2%	-1.8%	2.2%
ESTR Capitalisé	1.0%	2.0%	4.0%

Note : nTR = net total return, TR = total return

Fig. 2 : La France accuse un déficit primaire parmi les plus élevés

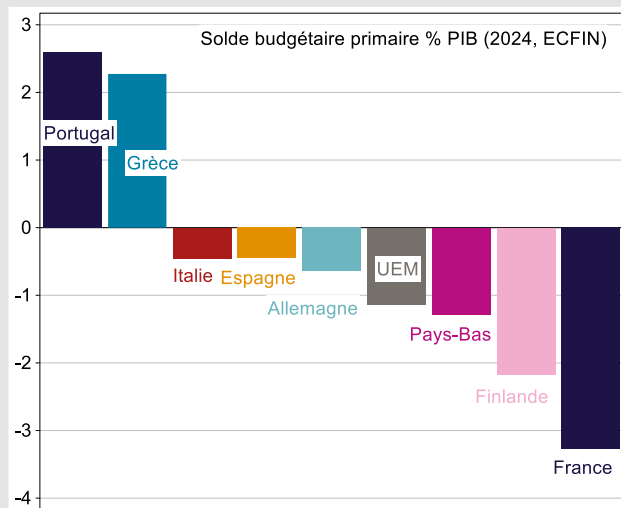


Fig. 3 : Valorisation Actions France versus Eurozone au 28 juin 2024

	CAC 40	CAC Mid60	CAC All Tradable	Euro STOXX
Niveau d'indice	7479	13361	5528	503
12MF BPA Croissance	5.4 %	6.9 %	6.4 %	7.5 %
12MF Momentum 3M	-1.1 %	-5.9 %	-1.5 %	0.1 %
Cours/BPA	12.2 x	11.1 x	12.0 x	12.6 x
Capi./Ventes	1.2 x	0.8 x	1.1 x	1.1 x
Capi./Cash Flow	8.7 x	5.9 x	8.2 x	7.9 x
Capi./Valeur comptable	1.7 x	1.2 x	1.6 x	1.6 x
Rendement au dividende	3.3 %	3.5 %	3.4 %	3.2 %
Taux d'Etat 10 ans	3.3 %	3.3 %	3.3 %	3.2 %

Sources : Macrobond, I/B/E/S, Bloomberg, BFT IM

Résumé de nos vues par classes d'actifs à 3 mois

Capter le portage sur l'obligataire, prudence sur les actifs risqués

Emprunts d'Etat: Nous sommes positifs sur les obligations de maturités courtes afin de profiter du portage. Nous sommes neutres sur les maturités longues.

Obligations privées: Nous restons positifs sur le crédit Investment Grade au regard de la situation économique dans un environnement où les taux courts devraient continuer de baisser. Sur le High Yield EUR, malgré la cherté de la classe d'actif, le portage reste attractif.

Actions: Notre stratégie d'investissement reste prudente avec des portefeuilles équilibrés. Nous privilégions les Etats-Unis. Malgré une valorisation attractive, nous restons défensifs sur l'Europe du fait des incertitudes politiques (issues des élections) et géopolitiques (guerre en Ukraine).

Devises: Nous sommes neutres sur les trois parités (EUR/USD, EUR/GBP et JPY/USD). Le dollar reste un bon actif de protection dans le contexte d'incertitudes actuelles.

		Très négatif	Négatif	Biais négatif	Neutre	Biais positif	Positif	Très positif
Obligations d'Etat	EURO Taux court (1)						●	
	EURO Taux long (1)				●			
	EURO Periph vs Core			●				
	US Taux court					●		
	US Taux long				●			
	UK Taux long				●			
	Japon Taux long		●					
	EM (en USD)				●			
	EM (devises locales)				●			
	Obligations d'entreprises	EURO IG					●	
EURO HY					●			
US IG						●		
US HY					●			
Actions	Euro			●				
	US				●			
	UK			●				
	Japon			●				
	EM Latam			●				
	EM Asie			●				
Devises	EUR/USD				●			
	EUR/GBP				●			
	JPY/USD				●			

(1) emprunts d'Etat allemands 2 et 10 ans



Vues sur les marchés de **taux et de crédit**

La volatilité est de retour

ENVIRONNEMENT DE MARCHÉ

Ce deuxième trimestre est marqué par une baisse durable mais lente de l'inflation américaine. De plus, un ralentissement économique semble se dessiner : le moral des ménages se dégrade plus que prévu en mai et le marché du travail est moins dynamique. La consommation continue cependant d'être résiliente. La Fed a confirmé qu'elle ne baisserait pas ses taux en juillet et devrait attendre des indicateurs d'inflation plus durable pour les baisser. Les marchés anticipent cependant toujours deux baisses des taux en 2024 dont une première en septembre.

En Europe, la volatilité est de retour. Bien que le contexte politique appelle à la prudence, l'activité continue de donner des signes plus positifs : la production industrielle et les ventes au détail progressent plus que prévu en avril, le taux de chômage baisse et les enquêtes de confiance se redressent dans l'industrie et les services. Avec la confirmation du ralentissement de l'inflation, les marchés tablent sur deux baisses de taux supplémentaires de la BCE d'ici la fin de l'année. Les taux des obligations souveraines sont restés stables ce trimestre, les taux 10 ans souverains affichent des niveaux de 4.26% aux Etats-Unis et 2.44% en Europe au 28 juin 2024. Les spreads de crédit entreprises classées Investment Grade (IG) restent serrés du fait d'une demande toujours présente. Malgré la volatilité des marchés actions et taux, les obligations High-Yield (HY) continuent d'être attractives en raison du portage toujours intéressant.

Les risques politiques en Europe ont joué sur les spreads de certains pays. Le spread français (vs Bund) a augmenté de 30 bp sur le trimestre. Plus globalement, nous remarquons un flight-to-quality vers l'Allemagne.



Olivier ROBERT
Directeur Gestion Taux

STRATÉGIES

Au vu des éléments actuels, nous considérons les taux courts (2 ans) de la Zone Euro et US correctement valorisés. Nous pensons néanmoins que les taux 10 ans pourraient continuer à augmenter ce qui accélérerait la désinversion des courbes.

Nous restons positifs sur le crédit au regard de la situation économique dans un environnement où les taux courts devraient continuer de baisser. La demande pour ce type d'actif devrait rester soutenue et l'offre devrait baisser comme cela est souvent le cas en période estivale. Nous restons vigilants quant à un possible écartement des spreads en raison des risques politiques.

Sur le marché du HY, historiquement plus corrélé aux marchés actions, nous restons également positifs car la composante taux (portage) reste une valeur sûre tout en restant vigilants sur les risques idiosyncratiques de certains émetteurs les plus endettés.

En conclusion, quelque soit le type de crédit nous privilégions les obligations de maturités court/moyen terme afin de profiter d'un portage toujours très attractif et de limiter l'impact d'un éventuel écartement des spreads.

Fig. 1 – Evolution des taux des obligations Investment Grade et HighYield Euro sur 13 ans (en bp)



Source: DataStream (ER00 et HE00), BFT IM

Fig. 2 – Evolution du Spread OAT / Bund 10 ans depuis 2017 (en bp)



Source: Bloomberg

Vues sur les marchés **actions**

Privilégier la visibilité

ENVIRONNEMENT DE MARCHÉ

Depuis avril, les indicateurs économiques montrent les premiers signes de ralentissement de l'économie américaine et une confirmation de la désinflation des deux côtés de l'Atlantique.

Cela s'est vu du côté des marchés actions qui étaient entrés dans un tunnel légèrement haussier au deuxième trimestre, le rebond de mai ayant été soutenu par les bons résultats d'entreprises et les révisions des bénéfices attendus (Fig 1). Malgré cela, le choc de la dissolution en France en juin a fait perdre une bonne partie des gains annuels en Europe et fait entrer les marchés actions dans une période d'incertitude et de volatilité.

Au final, sur ce trimestre, les bourses européennes ont consolidé tandis que les bourses américaines sont restées près de leur plus haut: CAC autour de 7600, SP500 au-dessus de 5400. Dans ce contexte, nous continuons à penser que la valorisation des actions américaines est élevée. Les actions européennes nous semblent bon marché malgré les risques politiques.

Les résultats des élections françaises, les possibles représailles de la Chine à la taxe sur les voitures électriques, les politiques monétaires de la BCE et de la Fed sont quelques-uns des indicateurs qui pourraient influencer sur l'évolution des marchés dans les prochains mois.

STRATÉGIES

Du fait de cet environnement incertain, notre stratégie d'investissement reste prudente avec des portefeuilles équilibrés et une maîtrise de leurs risques. Nous continuons à rechercher les actions qui offrent de la visibilité.

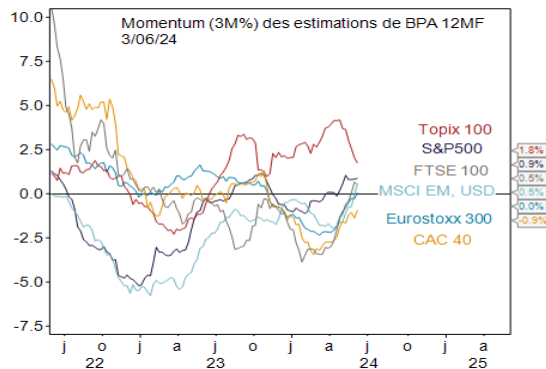
Nous décidons de maintenir notre exposition stable avec des betas proches de 1 afin de profiter d'un éventuel rebond en Europe tout en limitant notre sensibilité aux mauvaises nouvelles. Nous considérons cependant que la consolidation des marchés en juin pourrait redonner un potentiel de hausse à moyen terme.

Nous restons neutre entre les différents styles, les titres «value» pouvant profiter d'une conjoncture économique meilleure qu'attendu alors que les titres «croissance» bénéficieraient d'une amélioration des conditions de financement. Nous restons également neutres entre les valeurs défensives et cycliques. Concernant les secteurs, nous apprécions toujours la santé, la techno et le tourisme et restons prudents sur les secteurs de la distribution, des télécommunications et de la chimie. Enfin, la hausse des flux des ETF Small Cap depuis le début de l'année (voir Fig 2), nous laisse à penser que, malgré la baisse de juin, le rattrapage de valorisation des actions de petites et moyennes capitalisations est en cours.



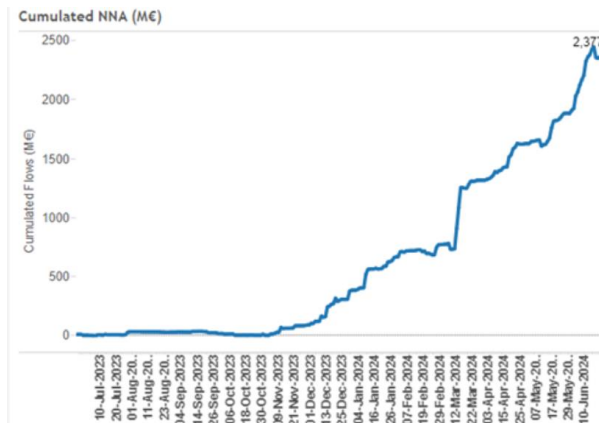
Fabrice MASSON
Directeur Gestion Actions

Fig. 1 : Révision des estimations de bénéfices par actions



Source: Macrobond, BFT IM

Fig. 2 : Flux net cumulé 1 an sur les ETF de petites capitalisations européennes au 21/06/2024



Source: Amundi, BFT IM

Vues sur les stratégies **Multi-Asset**

Prudence et réactivité

ENVIRONNEMENT DE MARCHÉ

En cette fin de premier semestre, nous entrons dans une phase d'incertitude importante.

Au ralentissement des prévisions de baisse des taux des banques centrales s'ajoutent des craintes liées aux incertitudes politiques : conséquences des élections européennes et françaises, impacts négatifs des élections en Inde et au Mexique en attendant les élections américaines en Novembre.

Ces évènements ont généré une hausse de la volatilité et ont pris à contrepied les investisseurs sur l'Europe. En effet, la zone Euro commençait à retrouver la faveur des investisseurs qui souhaitaient bénéficier de son amélioration économique relativement aux Etats-Unis et profiter de valorisations plus attractives. Des deux côtés de l'Atlantique, les mega-capitalisations ont continué à surperformer conformément à leur trajectoire de résultats.

La défiance des investisseurs vis-à-vis de la France a impacté le marché obligataire européen. En raison du mouvement de «flight-to-quality», le Bund allemand a été un des rares rescapés de la zone.

STRATÉGIES

Nous conservons notre exposition prudente sur les marchés actions. Nous maintenons notre préférence pour les Etats-Unis. Tactiquement, nous avons renforcé notre exposition spécifique à certains pays européens (Italie, Allemagne) qui avaient baissé exagérément en contagion du risque français (Fig.2). Nous restons investis sur les segments qualité et croissance (en particulier aux Etats-Unis). Nous sommes vigilants sur les secteurs pouvant être impactés par les élections : Luxe, Banque, Pétrole, Infrastructure.

Sur les taux, notre exposition à l'Allemagne a joué son rôle de protection de portefeuille. Suite à l'écartement des spreads pays, nous allégeons cette exposition en faveur de l'Espagne (Fig.1)

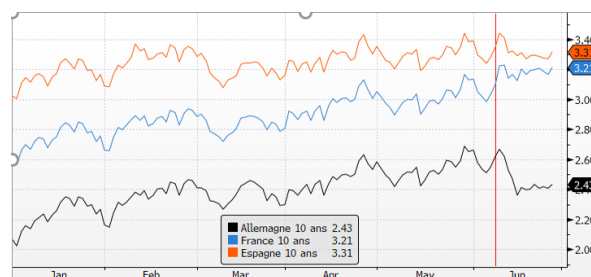
Sur l'obligataire crédit, bien que la demande continue à être forte et la baisse des taux enclenchées en Europe, nous sommes attentifs au risque de diffusion du risque politique, aux financières puis aux corporates. Côté américain, nous considérons les spreads comme serrés et privilégions le crédit Investment Grade à court terme.

Concernant les stratégies de couverture, nous maintenons des expositions sur le Bund allemand, les taux américains et le dollar. Les positions sur le secteur Pétrole et Gaz sont conservées en cas de hausse des tensions au Moyen Orient.



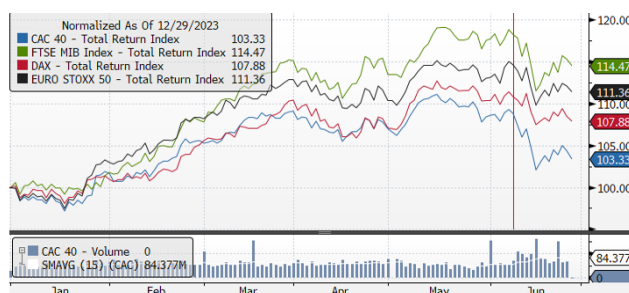
Fabien BOURGUIGNON
Directeur Gestion Multi-Asset

Fig. 1 – Evolution des taux allemands, français et espagnols depuis le début 2024, au 26/06/2024



Source: Bloomberg

Fig. 2 – Performances 2024 des principaux indices européens, au 26/06/2024



Source: Bloomberg



L'investissement durable décrypté

France: baisse des émissions de GES en 2023

Bonne nouvelle: selon le dernier rapport du CITEPA (Centre interprofessionnel technique d'études de la pollution atmosphérique), l'organisme en charge d'établir chaque année un inventaire national des émissions de gaz à effet de serre (GES), les émissions territoriales ont baissé en France de 5,8% en 2023 par rapport à l'année précédente. C'est la troisième plus forte année de réduction après 2020 (- 9% en raison du covid-19) et 2014 (-6,6% en raison d'un hiver exceptionnellement doux). Le recul par rapport à 1990 est de presque un tiers.

Evolution des émissions de GES depuis 1990

Au total, hors importations, les activités sur le territoire français ont émis 373 millions de tonnes équivalent CO2 (MtCO2e) en 2023 contre 396 MtCO2e en 2022. Ce niveau est inférieur au niveau le plus bas jamais enregistré en 2020 (389 MtCO2). Ramenées au nombre d'habitants, elles passent de 5,5 tCO2e/habitant à 5,2 tCO2e.

Après un plateau relatif entre 1990 et 2005 (cf. graphique ci-contre), la réduction des émissions de CO2 suit une tendance assez régulière de l'ordre de moins 2% l'an. Cependant, pour atteindre 268 MtCO2e en 2030, l'objectif conforme au Pacte vert, il faudra encore doubler le rythme de baisse entre 2023 et 2030.

Les émissions de GES par secteur

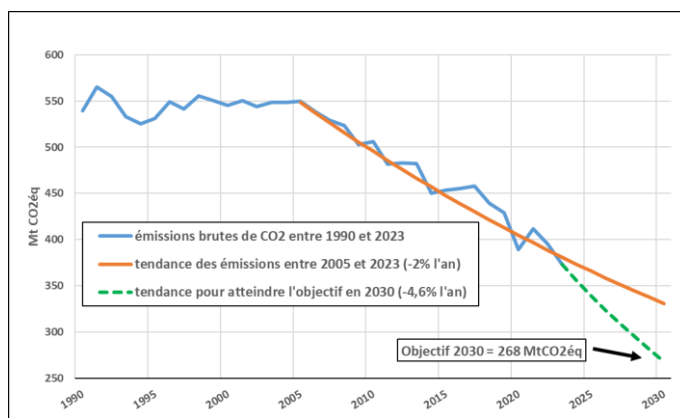
Pour la première fois, tous les secteurs émetteurs enregistrent en 2023 une baisse. Elle est la plus forte dans la production d'énergie (-18%) en raison d'une hausse de la production nucléaire. De nombreux réacteurs ont pu reprendre leur activité après un arrêt en 2022. La production d'énergie renouvelable a aussi augmenté significativement. La consommation d'électricité a continué par ailleurs de diminuer dans un contexte d'inflation persistante.

Les émissions de GES des bâtiments, principalement liées à l'usage des énergies fossiles pour le chauffage, se sont repliés de 6% grâce à la sobriété des ménages et des entreprises mais aussi en raison d'un hiver doux.

Le transport, secteur le plus polluant avec 34 % des émissions nationales, a lui aussi enregistré un recul de 3 %. Ce résultat reste pourtant largement insuffisant car ses émissions dépassent toujours, en 2023, le niveau de 1990. Plusieurs effets se sont combinés : le renouvellement du parc avec des véhicules moins polluants, en particulier des véhicules électriques, et la sobriété des conducteurs à cause d'un prix à la pompe toujours élevé. Le bilan est plus contrasté pour le secteur aérien. La suppression de certains vols intérieurs (de moins de deux heures) a fait baisser les émissions du trafic domestique, mais les émissions de GES des vols internationaux accusent une forte hausse de 16 %.

L'agriculture, deuxième secteur le plus polluant (19,6 % des émissions en 2023) a vu ses émissions reculer de 1,6 % en raison d'une diminution du cheptel bovin et porcin et la réduction des apports d'engrais.

Emissions brutes de gaz à effet de serre en France (1990 – 2023)
(source: inventaire CITEPA rapport Secten 2024)



Enfin, l'industrie, troisième secteur le plus émetteur de GES avec 17,4 % du total, a vu ses émissions baisser de 9 % sous l'effet d'un recul de la production industrielle.

Les puits de carbone en difficulté

Cette baisse des émissions en 2023 a ainsi, non seulement des causes conjoncturelles mais également structurelles. En parallèle des émissions des autres secteurs, le secteur de l'utilisation des terres et des forêts représente un puits net de carbone qui permet de séquestrer du CO2 dans la biomasse et les sols. Estimés à environ 45 MtCO2 en moyenne par an dans les années 2000, ces puits se sont considérablement réduits à 21 MtCO2 en 2023. Du fait de l'absence d'actions d'adaptation aux impacts du changement climatique, les massifs forestiers ont ainsi perdu plus de la moitié de leur capacité de séquestration du CO2 au cours des 15 dernières années.

Le rythme de réduction observé entre 2005 et 2023 a été d'environ 2 % en moyenne par an. Pour atteindre l'objectif de 268 MtCO2e en 2030 (baisse de 50 % par rapport aux émissions de 1990), il faudra donc plus que doubler l'effort de réduction à 4,6 % l'an pour tenir compte de la baisse du pouvoir de séquestration des puits de carbone.

Sources : CITEPA Inventaire 2023 Rapport Secten édition 2024



Les Grandes Tendances décryptées

Durée du travail: est-ce que les Français travaillent moins que leurs voisins européens ?

La durée annuelle moyenne du travail a fortement décliné depuis le début du 20^{ème} siècle dans l'ensemble des pays développés. En France, la durée effective annuelle moyenne du travail de l'ensemble des personnes en emplois (salariés à temps complet, à temps partiel et non-salariés à temps complet) s'élève actuellement à 1604 heures (enquête européenne sur les Forces de travail, Eurostat 2022). Elle est supérieure à celle de l'Allemagne (1553 heures) mais inférieure à celle de l'Espagne (1674 heures), celle de l'Italie (1759 heures) et à la moyenne de l'Union européenne (1679 heures).

Les différentes approches de la durée du travail

La durée du travail est non seulement une variable importante de l'économie ayant un impact sur la productivité mais aussi un enjeu du débat social. Afin de mesurer la contribution effective du facteur travail à la production, il convient d'examiner la durée effective du travail, c'est-à-dire le nombre d'heures réellement affecté à la production en excluant les heures rémunérées mais non effectuées comme p. ex. les congés annuels et les jours fériés payés, les congés pour maladie payés, etc. Cette durée varie ainsi de manière significative au cours d'une année. Elle doit ainsi être mesurée sur l'année et non pas à partir d'une durée habituelle hebdomadaire du travail. Les données que nous allons utiliser proviennent de l'enquête européenne sur les forces de travail de 2022, dont la composante française est l'enquête emploi. Nous analysons d'abord cette durée du travail pour les salariés à temps complet et ajoutons ensuite celle des salariés à temps partiel et des indépendants.

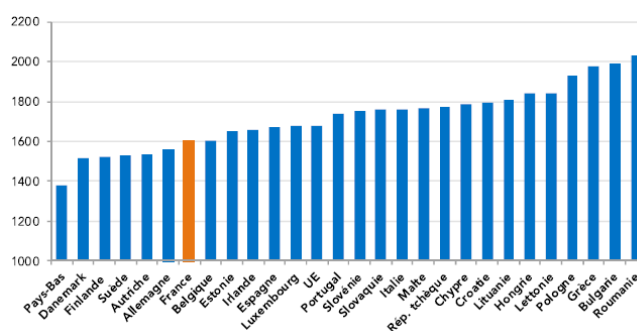
Une durée de travail annuelle effective moyenne des salariés à temps complet en France bien inférieure à la moyenne européenne

En 2022, la durée effective annuelle moyenne d'un salarié à temps complet est de 1668 heures en France, inférieure à celle de l'Allemagne (1790 heures) et de la moyenne des 27 pays de l'Union européenne (1792 heures). Cette durée effective du travail est inférieure à celle de la moyenne européenne et à celle de ses principaux voisins depuis le début des années 2000. En 2022, elle est la plus faible d'Europe. L'écart est relativement stable depuis 2005, sauf pour l'Allemagne, qui a vu sa durée annuelle du travail effectif diminuer entre 2006 et 2019 tout en restant supérieure à la durée en France.

La comparaison des durées de travail doit aussi prendre en compte la part que représentent les salariés à temps complet dans l'ensemble des salariés. Cette part tend à diminuer dans la plupart des pays européens depuis des années, sauf en France. Elle fluctue en France depuis 2000 autour de 82% (83% en 2022), supérieure à celle de la moyenne européenne (81% en 2022). Cette part a fortement baissé en Allemagne passant de 80% en 2000 à 70% en 2022.

Une durée annuelle effective moyenne des salariés à temps partiel et des travailleurs non-salariés supérieure en France à la moyenne européenne

Durée effective annuelle moyenne de travail de l'ensemble des personnes en emploi en 2022 (Eurostat, Rexecode)



En France, les salariés à temps partiel travaillaient, en 2022, 971 heures par an, contre 952 heures en moyenne dans l'UE, et 923 heures pour un salarié à temps partiel allemand. Les indépendants travaillaient plus longtemps que les salariés partout en Europe, mais dans des proportions bien différentes de ce qui est observé en France, avec un écart de durée du travail de 34% (2234 heures) contre seulement 20% en Allemagne.

La durée effective annuelle moyenne du travail de l'ensemble des personnes en emploi (y compris les non-salariés) s'inscrit en France à un niveau supérieur à celui en Allemagne (1604 heures contre 1553 heures) ainsi qu'à celui de la plupart des pays de l'Europe du Nord, mais elle reste inférieure à la moyenne de l'UE (1679 heures). Cela s'explique en partie par la plus forte proportion en France de salariés à temps complet dans l'ensemble de la population en emploi (73 % contre 70 % en moyenne européenne). Elle résulte également d'un effet de structure, la durée de travail variant fortement d'un secteur d'activité à l'autre et du poids des secteurs d'un pays à l'autre. Le positionnement de la France en termes de durée du travail reflète ainsi en partie des facteurs structurels de l'économie. La profonde modification des habitudes de travail avec la généralisation du télétravail (un salarié sur cinq a télétravaillé au moins un jour par semaine en 2022) interrogent par ailleurs sur la bonne mesure du temps de travail fondé sur des enquêtes déclaratives.

En conclusion, les salariés à temps complet travaillent nettement moins mais ceux à temps partiel et les indépendants travaillent plus que leurs voisins européens.

Sources: Eurostat Enquête 2022 sur les forces de travail, Rexecode Document de Travail 88 La durée effective du travail en France et en Europe en 2022 Olivier Redouls, INSEE et Banque de France



Expertise	Nom	Classe d'actifs	Forme Juridique	SRI	Labels	Code ISIN
MONÉTAIRE	BFT FRANCE MONÉTAIRE COURT TERME ISR	Monétaire Court Terme	SICAV	1		Part I-C FR0010232298
						Part I2-C FR0013067808
	BFT AUREUS ISR	Monétaire Standard	FCP	1		Part I-C FR0010599399
						Part I2-C FR0013067790
TRÉSORERIE LONGUE	BFT CRÉDIT 6 MOIS ISR	Obligataire	FCP	1		Part I-C FR0010816439
	BFT CRÉDIT 12 MOIS ISR	Obligataire	FCP	2		Part E-C FR0010796425
OBLIGATAIRE	BFT CRÉDIT OPPORTUNITÉS ISR	Obligataire	FCP	2		Part I-C FR0010638676
						Part I2-C FR0012858710
	BFT CRÉDIT HIGH YIELD SHORT TERM ISR	Obligataire	FCP	2		Part I-C FR0010744300
						Part I2-C FR0013017837
BFT FRANCE OBLIGATIONS DURABLES ISR	Obligataire	FCP	2		Part I-C FR001400C9Y2	
					Part I2-C FR001400CA00	
OBLIGATAIRE À ÉCHÉANCE	BFT RENDEMENT 2027	Obligataire	FCP	2		Part I-C FR001400D3Y4
	BFT SÉLECTION RENDEMENT 2026	Obligataire	FCP	2		Part I-C FR0013222379
	BFT SÉLECTION RENDEMENT 2027 RÉDUCTION CARBONE	Obligataire	FCP	2		Part I-C FR0014000EK5
DETTES & ACTIONS	BFT FRANCE EQUILIBRE ISR	Actions et obligations d'entreprises françaises	FCP	5		Part I-C FR0011043025
ACTIONS FRANÇAISES	BFT FRANCE EMPLOI ISR	Actions France toutes capitalisations	FCP	4		Part I-C FR00140039H4
						Part I2-C FR00140039J0
	BFT FRANCE FUTUR ISR	Actions France petites et moyennes capitalisations	SICAV	4	 labelReliance	Part I-C FR0011036912
						Part I2-C FR0013314259
BFT FRANCE PME	Actions France petites capitalisations	FCP	4	labelReliance	Part I-C FR001400DWX9	
BFT FRANCE SOLIDAIRE ISR	Actions France toutes capitalisations	FCP	5		Part I-C FR001400E414	
ACTIONS EUROPÉENNES ET INTERNATIONALES	BFT EURO FUTUR ISR	Actions Euro petites et moyennes capitalisations	FCP	4	 labelReliance	Part I-C FR0010720631
	BFT PARTNERS - VIA EQUITY EUROPE SRI	Actions Européennes grandes capitalisations	SICAV	4		Part I-C FR0013385531

EQUIPE COMMERCIALE

DIRECTEUR DU DÉVELOPPEMENT

Jean-Marc Navarre

jean-marc.navarre@bft-im.com

INSTITUTIONNELS

Nathalie Canu

01 76 33 36 21
Nathalie.canu@bft-im.com

Elodie Chapon

01 76 32 01 50
Elodie.chapon@bft-im.com

Pierre Portal

01 76 37 91 24
Pierre.portal@bft-im.com

DISTRIBUTION

Hélène Cabanes

01 76 37 91 60
Helene-cabanes@bft-im.com

Diane De Tilly

01 76 32 08 29
Diane.detilly@bft-im.com

Philippe Chaker

01 76 37 91 48
Philippe.chaker@bft-im.com

CORPORATE

Guillaume Lapierre

01 76 37 88 32
Guillaume.lapierre@bft-im.com

Cécilia Mignucci

01 76 37 91 84
Cecilia.mignucci@bft-im.com

GROUPE CRÉDIT AGRICOLE

Régis Bourget

01 76 37 91 58
Regis.bourget@bft-im.com

Isabelle Gallard

01 76 37 90 11
Isabelle.gallard@bft-im.com



Société anonyme au capital de 1 600 000 euros

Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le numéro GP 98026

Siège social : 91-93 Boulevard Pasteur, 75015 Paris, France.

www.bft-im.fr

[@linkedin.com/company/bft-im](https://www.linkedin.com/company/bft-im)

Ce document est uniquement à titre informatif. Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service.

Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent de BFT IM et sont datées du 30/03/2024.

La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement de BFT IM. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit de BFT IM. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change. En outre, BFT IM ne pourra aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation. Date de première utilisation : 12/07/2024