

JANVIER 2024

Vues & convictions

▶ Début d'un cycle
d'assouplissement
monétaire

▶ Obligations privées,
un contexte propice
au portage

▶ Vers un rattrapage des
petites et moyennes
valeurs

**Retour à la
réalité pour les
marchés financiers ?**

 **BFT**
Investment
Managers

REDONNONS UN SENS AU RENDEMENT

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,

Investment Specialist

Recherche

Jeanne Asseraf-Bitton,

Responsable de la Recherche & Stratégie

Romain Aumond,

Economiste

Fabien Forchino,

Senior Quantitative Analyst

SOMMAIRE

3

INTRODUCTION

Retour à la réalité pour les marchés financiers

4

SCÉNARIO D'ACTIVITÉ

- La désinflation convainc les banques centrales qui se soucient davantage de la croissance
- Etats-Unis : les contours du scénario d'atterrissage en douceur sont flous
- Zone Euro : une croissance atone et une inflation structurellement plus élevée devraient pousser la BCE à plus de retenue
- France : dynamiques de croissance et d'inflation en 2024

8

ANALYSE DE FINANCE COMPORTEMENTALE

- Un scénario « boucle d'or » pour 2024

9

VALORISATION DES MARCHÉS

- Actions : La Chine, outsider sur les marchés actions en 2024
- Obligations : Retour au calme après une extrême volatilité en 2023 ?
- France : La France dans la moyenne en 2024 sauf ... en cas de reprise chinoise

12

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

- Capter le rendement, prudence et sélectivité sur les actifs risqués
- Taux et crédit : Le portage, un élément essentiel de la performance
- Actions : Des marchés sur la ligne de crête
- Multi-Asset : Fin d'année en fanfare, résistons au FOMO

16

INVESTISSEMENT DURABLE

- Pic pétrolier en vue

17

GRANDES TENDANCES

- Pourquoi la volatilité a-t-elle été aussi basse en 2023 ?

18

NOTRE GAMME DE FONDS OUVERTS

- Monétaire, Trésorerie longue, Obligataire et Actions



Retour à la réalité pour les marchés financiers

Après avoir salué avec un spectaculaire rallye en fin d'année dernière le ralentissement de l'inflation intervenu plus rapidement que prévu, les marchés s'interrogent depuis le début de l'année s'ils ne sont pas allés un peu trop vite et trop loin dans leurs anticipations de recul des taux directeurs des banques centrales. La partie la plus facile de la désinflation semble déjà derrière nous. L'inflation cœur, à 3,9% aux Etats-Unis et à 3,4% en zone Euro, est toujours bien au-dessus de l'objectif. Il faudra que la demande et donc la croissance ralentissent davantage, notamment aux Etats-Unis, pour que cette inflation cœur puisse revenir à sa cible de 2%. Les politiques monétaires actuelles des deux côtés de l'Atlantique sont suffisamment restrictives pour permettre ce ralentissement de la croissance. Mais ce beau scénario risque d'être mis à mal si les conditions financières et en particulier les taux directeurs se détendent trop rapidement ...

Après l'euphorie de décembre ...

Au début 2023, les investisseurs se sont préparés à la récession après le cycle de fort resserrement monétaire débuté en 2022. Mais l'économie des Etats-Unis a été bien plus résiliente que prévu et le crédo « plus haut pour plus longtemps » s'est imposé. A partir de novembre, un nouveau scénario, celui de l'atterrissage en douceur, s'installe grâce au reflux plus rapide qu'attendu de l'inflation. Les banques centrales, aiguillées par la Réserve fédérale américaine, changent de ton et laissent entrevoir non seulement la fin du cycle de resserrement monétaire, mais aussi le début d'un nouveau cycle d'assouplissement en 2024. Les investisseurs s'empressent alors de pricer un pivot agressif des politiques monétaires anticipant plus de 6 baisses des taux de 25 pb de la part de la Fed et de la BCE (en décembre 2023). Cette nouvelle donne déclenche un rallye spectaculaire sur quasiment tous les actifs. Le rendement du Bund 10 ans, qui avait culminé en octobre 2023 à presque 3 %, a plongé pour atteindre 1,9% fin décembre 2023, bien en-dessous de son niveau de fin 2022. Les principaux indices actions se sont envolés. Le MSCI World (en \$ TR) a ainsi progressé au dernier trimestre de plus de 15 %.

... la gueule de bois de janvier

Depuis le début de l'année, les marchés sont entrés dans une phase de consolidation faute de nouveaux catalyseurs pour poursuivre le rallye. Les banquiers centraux cherchent à refroidir quelque peu l'optimisme des investisseurs. Les taux sur les marchés obligataires se sont tendus. Le rendement du Bund 10 ans a grimpé depuis le début de l'année d'environ 30 pb pour terminer le 22 janvier à 2,31%. Les indices boursiers reculent ou font du surplace. Les arguments qui avaient justifié le rallye des deux derniers mois n'opèrent plus et jouent même comme force contraire. Beaucoup d'investisseurs jugent les anticipations de baisse des taux trop agressives. Les marchés ont d'ailleurs commencé à modérer ces



Laurent GONON
Directeur des Gestions



Warin BUNTROCK
Directeur adjoint des Gestions

Deux convictions pour 2024 : les stratégies de rendement sur les obligations privées, et le rattrapage des petites et moyennes valeurs actions

anticipations en enlevant une ou deux baisses attendues et en reculant la date de déclenchement de ces baisses. Nous estimons que cette consolidation est plutôt bienvenue et risque de durer un peu de temps. Les marchés anticipent toujours bien plus de baisses des taux que ce que les banques centrales laissent entrevoir dans leurs nombreuses communications.

Nos convictions pour 2024

Le début d'un nouveau cycle de baisse des taux directeurs dans un contexte d'atterrissage en douceur de l'économie devrait constituer un environnement favorable à l'appétit pour le risque des investisseurs et aux stratégies obligataires qui pourront bénéficier pleinement du portage. Nous privilégions la partie courte de la courbe des taux sur l'IG et le HY bien noté.

Cet environnement devrait également permettre au segment actions des petites et moyennes valeurs, dont la valorisation est particulièrement en retard par rapport aux grandes capitalisations, de rebondir.



Scénario économique d'ensemble

La désinflation convainc les banques centrales qui se soucient davantage de la croissance



Romain AUMOND
Economiste

La communication récente des banques centrales indique que les risques d'adopter une posture trop restrictive se rééquilibrent vis-à-vis de ceux relatifs à une posture trop attentiste. Ce pivot dans la communication est associé à la conviction que la dynamique des prix décélèrera suffisamment vers leur cible en 2024. Elles ancrent de ce fait les anticipations de marché vers un scénario de baisses progressives des taux directeurs d'ici à la fin de l'année 2024, mouvement qui devrait s'amorcer d'ici l'été.

Assouplir la posture monétaire sur les économies développées semble a priori accompagner un scénario de croissance en ralentissement sur 2024, la transmission du resserrement monétaire amorcé depuis le premier semestre 2022 se matérialisant plus amplement sur la demande interne. Il n'en demeure pas moins que la résilience des marchés de l'emploi, les déséquilibres substantiels entre offre et demande ainsi que les dynamiques salariales intrinsèques constituent un risque à la hausse sur les prix en 2024. Si les entreprises défendent leurs marges sous l'hypothèse d'une productivité du travail décevante, les tensions endogènes induites pourraient pousser les agrégats de prix à des niveaux structurellement supérieurs aux cibles des institutions centrales. Les données d'enquêtes viennent cependant mitiger ce risque à court terme. Elles pointent en effet une baisse significative des prix de production accompagnée d'une normalisation des chaînes de valeur. Les développements géopolitiques et les enjeux électoraux de cette année demeurent des risques exogènes majeurs sur cette trajectoire.

Plus généralement, la divergence des trajectoires de croissance observée de part et d'autre de l'Atlantique en 2023 devrait perdurer en 2024. L'économie américaine bénéficie de relais de croissance par la demande (politique budgétaire procyclique, revenus en expansion, effets richesse positifs, stabilité du marché immobilier résidentiel). Demande interne qui semble avoir disparu en zone Euro dont le virage vers l'orthodoxie budgétaire et la morosité du moral des agents devraient peser négativement sur la croissance. Et ce, en dépit d'une reconstitution progressive des revenus réels.

Prévisions de croissance du PIB - Scénario central

	2022	2023*	2024*	2025*
Monde	2,6%	3,3%	2,7%	3,0%
Pays avancés	2,7%	1,7%	1,2%	1,8%
Etats-Unis	2,1%	2,7%	1,6%	2,1%
Zone Euro	3,4%	0,6%	0,8%	1,5%
Royaume-Uni	4,1%	0,5%	0,6%	1,2%
Japon	1,2%	1,9%	1,5%	1,7%
Pays émergents	2,5%	4,6%	3,9%	4,0%
Chine	3,0%	5,2%	4,8%	5,0%
Brésil	2,9%	3,0%	1,5%	2,0%
Russie	-2,1%	3,5%	2,1%	1,4%

*Prévisions BFT-IM

Prévisions d'inflation (headline)

	2022	2023*	2024*	2025*
Monde	8,6%	6,4%	4,6%	4,9%
Pays avancés	8,1%	4,8%	3,0%	2,3%
Etats-Unis	8,0%	4,1%	3,0%	2,2%
Zone Euro	8,4%	5,4%	2,8%	2,4%
Royaume-Uni	9,1%	7,4%	3,9%	2,6%
Japon	2,5%	3,0%	1,8%	2,0%
Pays émergents	9,0%	7,7%	6,0%	7,0%

*Prévisions BFT-IM

Prévisions de Politique Monétaire

Principales banques centrales	Niveaux des taux		
	déc-23	juin-24 *	déc-24 *
US - FED - upper limit	5,50%	5,50%	4,25%
BCE - Tx de refi	4,50%	4,50%	3,50%
BCE - Tx de dépôt	4,00%	4,00%	3,00%
Royaume-Uni - BOE	5,50%	5,50%	4,50%
Japon - BOJ	-0,10%	-0,10%	0,00%

*Prévisions BFT-IM

Source : BFT IM et Datastream, prévisions d'inflation et d'activité réalisées en janvier 2024



Synthèse macroéconomique par zone géographique

Etats-Unis : les contours du scénario d'atterrissage en douceur sont flous

La vigueur de la demande interne aux Etats-Unis ne cesse de surprendre les observateurs. Politique budgétaire procyclique, revenus en expansion, effets richesse positifs et stabilité du marché immobilier résidentiel semblent avoir rendu la conjoncture américaine immune face au resserrement monétaire. Seuls la création de crédit bancaire et des secteurs tels que l'immobilier commercial auquel les banques régionales sont exposées souffrent de la posture monétaire restrictive. Les politiques structurelles de souveraineté industrielle et la dynamisation du potentiel de croissance viennent, qui plus est, rebattre les cartes quant à la trajectoire de l'inflation sur l'année 2024, le tout dans un contexte électoral incertain.

La lente normalisation du marché du travail aux Etats-Unis, couplée à des dynamiques salariales incompatibles avec une cible d'inflation à 2% de la FED sont le signe d'une anomalie cyclique. Et ce dans un contexte de resserrement monétaire entrepris depuis bientôt deux ans. Le délai inhabituel de la transmission de la politique monétaire prend racine dans un volontarisme budgétaire rarement observé en période d'expansion économique par le passé. Le profil de croissance (Fig. 1) nous montre que la demande interne est un véritable moteur qui, bien qu'attendu en décélération dans les prochains mois, devrait continuer à porter la croissance en 2024. La situation bilancielle plus saine des ménages et des entreprises comparée aux cycles de resserrements précédents est l'un des facteurs qui explique par ailleurs une moindre sensibilité des agents au cycle de resserrement monétaire expéditif observé depuis mars 2022. Les données d'enquête auprès des directeurs d'achat émettent des signaux contradictoires et volatiles concernant les attentes de production tant dans les services que dans le secteur manufacturier. Force est de constater qu'avec un taux de chômage proche de niveaux historiquement bas (3,7%), des revenus des agents qui ne cessent de s'accroître associés à des ventes manufacturières ou au détail robustes, la conjoncture américaine semble avoir atteint un état stationnaire duquel il sera difficile de la faire sortir.

Comment expliquer alors le tournant dans la posture monétaire opéré par la Réserve Fédérale au travers de la voix de J. Powell en décembre dernier ? La FED poursuit un double mandat de plein emploi et de stabilité des prix. Il semble que l'objectif soit devenu plus symétrique dans les derniers mois à la faveur d'une désinflation prononcée, portée à la fois par les biens manufacturés, les composantes énergétique et alimentaire (Fig. 2). La seule ombre au tableau demeure la résistance des services dont la composante hébergement est néanmoins attendue en fort ralentissement pour la première partie de l'année 2024. La véritable question qui se pose dans un contexte d'économie légèrement supérieure à son potentiel : les tensions endogènes peuvent-elles être suffisamment retenues dans un contexte d'assouplissement progressif des conditions monétaires ? Le concept d'atterrissage en douceur qui a gagné le consensus de marché demeure de ce point de vue relativement fébrile à l'épreuve des faits.

Fig 1. Profil de croissance du PIB US (contributions et variations du PIB en rythme trimestriel annualisé)

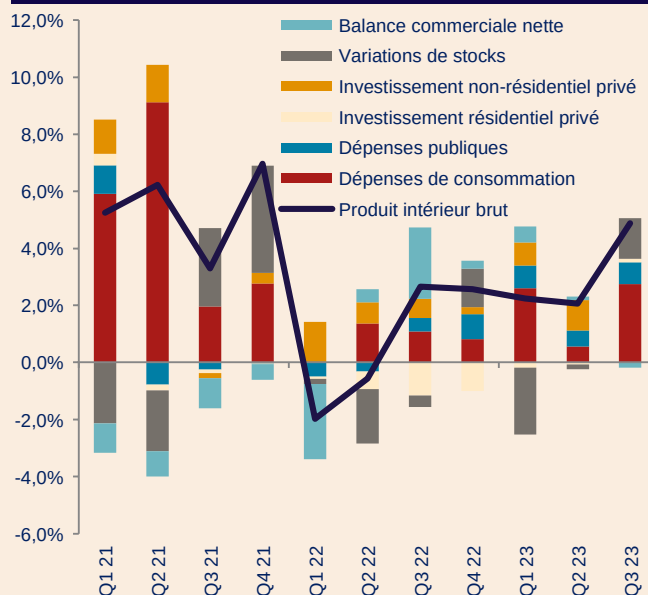
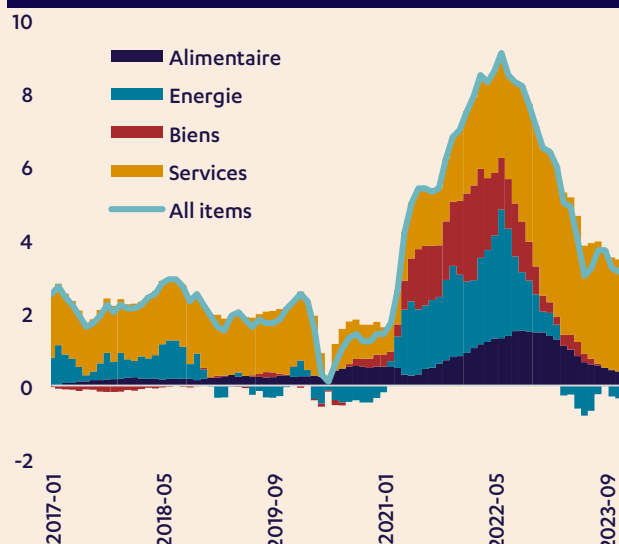


Fig. 2 Inflation US et composantes (g.a. %)



Source : BFT IM et Datastream



Synthèse macroéconomique par zone géographique

Zone Euro : une croissance atone et une inflation structurellement plus élevée devraient pousser la BCE à plus de retenue

La désinflation significative observée en 2023 à la faveur d'effets de base négatifs et d'une baisse marquée des prix de l'énergie interroge quant à l'apparition d'effets de second tour amplifiés par une hausse des coûts unitaires de production et portés par une baisse de la productivité du travail. Dans le même temps, le choc négatif sur les revenus réels des agents tend à s'estomper présageant une reprise timorée de l'activité de la zone Euro dans un contexte où l'amélioration des termes de l'échange et la réorganisation des chaînes de valeur mondiales devraient œuvrer comme support. Le retour de l'austérité budgétaire constitue cependant un risque non négligeable dans un environnement géopolitique incertain et une conjoncture encore convalescente.

L'action résolue de la BCE dans sa lutte pour l'extinction d'effets de second tour à la suite du choc énergétique amorcé par le conflit russo-ukrainien impose une contrainte sur l'économie européenne. Cette dernière, par l'intermédiaire de ses économies manufacturières et exportatrices porte encore le stigmate de la dégradation des termes de l'échange et du choc de compétitivité auxquels elle a fait face. En dépit de mesures budgétaires de protection des entreprises et des ménages, les revenus des agents se sont amplement dégradés et induit un profil de croissance stagflationniste en 2023 (Fig.1). Les composantes de demande interne, consommation des ménages, investissement des entreprises et dépenses budgétaires ne constituent plus le moteur de croissance de l'activité.

L'économie de la zone Euro a vraisemblablement atteint un creux conjoncturel duquel elle ressortira en 2024 par la circonstance de gains de revenus réels tant des ménages que des entreprises. Les dynamiques sont hétérogènes à travers les économies majeures de la zone. Alors que l'Espagne a bénéficié d'un rattrapage des services et a vu son économie plus

immunisée face au choc inflationniste (+2,3% de croissance attendue en 2023), le PIB français a crû de 0,9% en 2023, le PIB italien est attendu en hausse de 0,7% tandis que l'Allemagne pâtira d'une contraction de la création de valeur ajoutée de l'ordre de 0,4%.

Ces dynamiques conjoncturelles s'accompagnent de tensions inflationnistes, qui, une fois purgées des composantes volatiles semblent plus persistantes qu'initialement anticipées. Les services souffrent de tensions sur le marché de l'emploi. Le taux de chômage se maintient à ses plus bas historiques (6,4%) ce qui amplifie les effets de rattrapages salariaux suite au choc inflationniste. La question qui taraude l'institution francfortoise par le biais des prises de parole récentes des membres du directoire est de savoir si les tensions salariales du scénario macroéconomique se matérialiseront par des hausses de prix de vente supérieures ou par une contraction des marges. Si le premier scénario signifie une posture restrictive de la BCE plus longue qu'actuellement escompté par le marché, la seconde perspective inquiètera les investisseurs quant à la profitabilité du secteur privé européen.

Fig 1. Croissance trimestrielle du PIB et contributions (%)

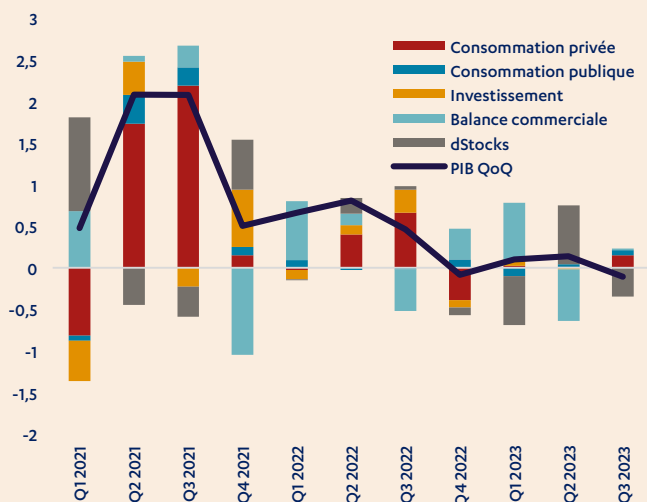
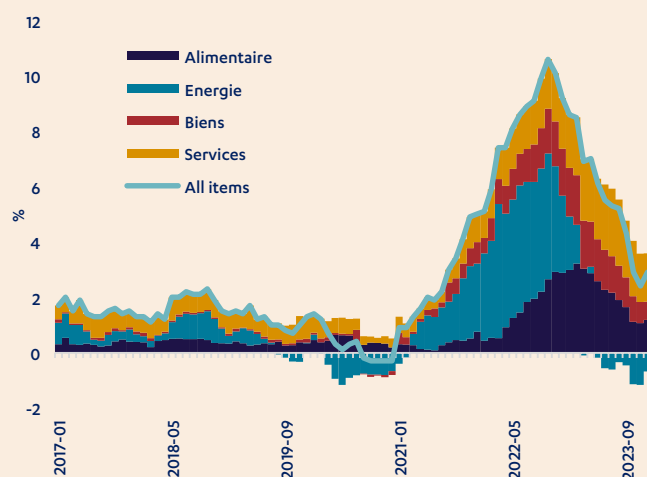


Fig 2. Dynamique de l'inflation (HICP) en Zone Euro (g.a.,%)



Source : BFT IM, et Datastream



Synthèse macroéconomique par zone géographique

La conjoncture en France

La croissance française a connu une contraction de 0,1% au troisième trimestre de l'année 2023, grevée par une baisse significative du solde commercial induite par une compression des exportations. Les composantes de demande interne ont cependant toutes contribué positivement à la création de valeur ajoutée, au premier rang desquelles la consommation des ménages (+0,6%) suivie de la dépense budgétaire (+0,5%) et de l'investissement (+0,2%). La demande interne bénéficie donc de gains de revenus réels des entreprises et des ménages et d'un volontarisme budgétaire.

La croissance française devrait atteindre +0,8% en 2023, légèrement supérieure à celle de la zone Euro (+0,6%). Les projections de la Banque de France pointent vers une croissance en 2024 qui resterait contrainte par le contexte restrictif de la politique monétaire. La croissance serait portée par des gains de pouvoir d'achat des ménages qui, couplés à une baisse du taux d'épargne devrait constituer un moteur pour l'année à venir. La baisse de productivité et le ralentissement conjoncturel observé en 2023 devraient se diffuser progressivement au marché de l'emploi qui connaîtra un coup de frein en terme de créations de postes. Conséquemment, un accroissement du taux de chômage ne serait pas à exclure.

Les enquêtes et soldes d'opinion sectoriels mensuels produits par la Banque de France continuent de pointer des dynamiques divergentes entre les services et le secteur manufacturier. Tandis que le secteur des services se maintient dans des territoires d'expansion, le secteur manufacturier continue de signaler une contraction de l'activité dans le sillage de secteurs chimie et automobile souffrant d'une demande déprimée.

Les enquêtes Rexecode auprès des trésoriers d'entreprise signalent par ailleurs une amélioration constante des soldes d'opinion sur la trésorerie d'exploitation des ETI et grandes entreprises. Une dichotomie se matérialise entre ce périmètre et les PME qui signalent une détérioration des délais de paiement et un accès toujours plus contraint à de nouveaux financements. Ces facteurs se matérialisent en une situation de trésorerie de plus en plus dégradée.

Les enquêtes auprès des directeurs d'achat (PMI) signalent également un niveau d'activité déprimé tant du point de vue des services que du secteur manufacturier. Ce dernier gravite en territoire récessif depuis un an et continue de se détériorer. De son côté, le secteur des services pointe vers des zones d'affaiblissement depuis 6 mois. La résilience des données de comptabilité nationale viennent néanmoins mitiger le caractère dégradé de ces signaux.

Sur le front de l'inflation, le reflux significatif des prix de l'énergie, la décélération induite de la composante alimentaire ainsi que la normalisation des tensions sur les biens manufacturés ont contribué à un ralentissement significatif des dynamiques de prix. Après le pic observé au premier trimestre 2023 (+7,3% en g.a.), l'indice des prix à la consommation harmonisé a décéléré à 3,9% en g.a. en novembre 2023. Un rebond temporaire de la composante énergétique est à prévoir. Elle est attribuable au retrait progressif des dispositifs de protection des ménages et des entreprises sur le début de l'année 2024. Par ailleurs une viscosité des dynamiques de prix dans les services, supportée concomitamment par une hausse tendancielle des salaires et une détérioration de la productivité, n'est pas à exclure. C'est cette hausse des coûts unitaires de production qui est scrutée de près par la BCE pour calibrer la temporalité de l'assouplissement monétaire annoncé.

Projections économiques (BdF et BCE)			
	2023	2024	2025
France - PIB réel	0,8	0,9	1,3
Eurozone - PIB réel	0,6	0,8	1,5
France - Taux de chômage	7,3	7,6	7,8
Eurozone - Taux de chômage	6,5	6,6	6,5
France - Inflation	5,7	2,5	1,8
Eurozone - Inflation	5,4	2,7	2,1
France - Inflation "cœur"	4,0	2,8	2,2
Eurozone - Inflation "cœur"	5,0	2,7	2,3
Hypothèses pétrole (\$/baril)	84	80,1	76,5
Hypothèse €/€	1,08	1,08	1,08

Chiffres clés de l'emploi en France			
	Q3 2023	Q2 2023	vs.Q3 2022
France - Taux de chômage (BIT, %)	7,2	7	0,2
Eurozone - Taux de chômage ZE (BIT, %)	6,5	6,5	-0,2
France - Nombre de chômeurs (BIT, milliers)	2285	2221	65
Variation trimestrielle	2,9%	1,3%	
France - Taux de chômage (-25 ans) (BIT, %)	17,3	16,6	0,1
France - Taux de chômage (+49 ans) (BIT, %)	5	4,9	0,1
France - Nombre de chômeurs catégorie A (Pôle Emploi, milliers)	2812	2793	-7
France - Nombre d'emplois vacants (DARES, milliers)	342,2	333,6	8,9
France - Emploi (INSEE, milliers)	30448	30414	307,6
Variation trimestrielle	0,1%	0,3%	
Eurozone - Emploi (BCE, milliers)	168734	168322	2151
Variation trimestrielle	0,2%	0,1%	

Source : BFT IM et Datastream



Un scénario « boucle d'or » pour 2024

L'appétit pour le risque est élevé

La fin de l'année a surpris plus d'un investisseur. Le rebond des marchés actions et la baisse des taux longs qui l'a accompagnée ont été historiques par leur ampleur et leur rapidité. C'est tout d'abord la confirmation de la baisse de l'inflation, plus rapide qu'anticipé, qui a initié le mouvement début novembre. Le 13 décembre, le pivot de la Fed a donné aux marchés le signal qu'ils attendaient : la hausse des taux des banques centrales, c'est fini, place à la baisse !

Le contexte est donc clairement « risk on ». Les volatilités sont basses. Les différents indicateurs de risque sont soit neutres ou soit dans le vert, si bien que notre indicateur consolidé est à +4 sur une échelle de -10 à +10 (cf Fig. 1). Les flux des investisseurs ont continué de se porter sur les actions et l'obligataire Investment Grade, dans la tendance qui prévaut depuis le début de l'année. La nouveauté de cette fin d'année, c'est le retour des flux sur l'obligataire High Yield. La baisse des taux est en effet une bonne nouvelle pour la classe d'actifs en limitant le coût de refinancement des émetteurs, ce qui réduira le risque de défaut.

Avec quel scénario les investisseurs entament-ils l'année 2024? Le « higher for longer » appartient au passé. Les investisseurs ont une conviction forte dans la poursuite de la baisse de l'inflation. Avec la fin du cycle de hausse des taux monétaires des banques centrales, ils se tournent désormais vers la prochaine étape : la baisse des taux, courts comme longs. Et cette analyse est largement partagée : le consensus en faveur d'une baisse des taux longs en 2024 n'a jamais

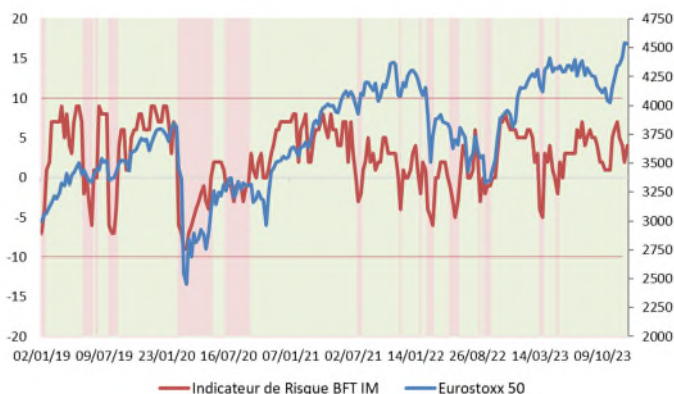
été aussi élevé (et de loin) sur les 20 dernières années (cf Fig. 2). Ceci incite toutefois à la prudence : tout n'est-il pas déjà dans les prix ? En effet, les risques issus de cet environnement sont nombreux, car les marchés « pricent » un scénario presque parfait de baisse des taux des banques centrales sans récession (le fameux « soft landing »). Il y a donc un fort risque de déception à la moindre surprise négative, sur l'inflation par exemple. Or les marchés réagissent mal aux surprises négatives.

Quelles sont les préoccupations des investisseurs ?

La principale inquiétude des marchés n'est plus l'inflation mais la croissance. En effet, l'incertitude paraît désormais plus forte sur la croissance que sur l'inflation. Les différentes économies vont-elles résister aux hausses passées des banques centrales ? Le scénario des marchés est optimiste sur ce point. Enfin, les risques politiques et géopolitiques sont toujours présents. En 2024, 40% de la population mondiale ira aux urnes, avec notamment les élections américaines en fin d'année, qui ne manqueront pas d'ajouter de la volatilité au gré des sondages.

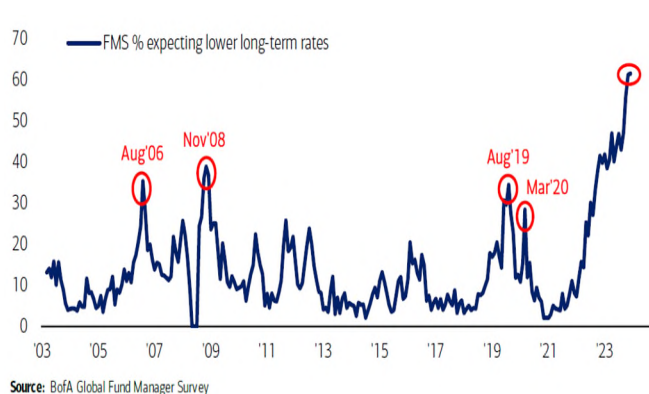
Les investisseurs vont-ils se tourner vers de nouvelles classes d'actifs ? Avec un appétit pour le risque soutenu et une confiance dans un scénario optimiste, les investisseurs pourraient aller rechercher les classes d'actifs qui ont déçu en 2023 et sont en retard de performance relative. Un tel comportement serait ainsi favorable aux actions chinoises, aux actions small caps ainsi qu'au Yen.

Fig. 1 : Des données économiques supérieures aux attentes aux US, inférieures en zone Euro et en Chine



Source : BFT IM, Bloomberg

Fig. 2 : Le consensus en faveur d'une baisse des taux longs n'a jamais été aussi marqué



Source : BofA Global Fund Manager Survey

Valorisation des **actions**

La Chine, outsider sur les marchés d'actions en 2024

Affectées par l'absence de reprise économique post-Covid et délaissées par les investisseurs, les actions chinoises, ont lourdement sous-performé les principales places financières en 2023. Sont-elles encore « investissables » ? Un rattrapage est-il possible en 2024 ?

Les actions des marchés développés ont fortement monté en 2023 avec des performances dividendes nets inclus de 23% sur l'indice MSCI Monde en devises locales, dont plus de 26% sur les Etats-Unis et près de 19% sur l'Eurozone. Même les marchés émergents hors Chine (indice MSCI en dollar) s'affichent en hausse de 20% l'an passé. Mais les actions chinoises (MSCI Chine en dollar) accusent une perte de -11.2% creusant ainsi le retard accumulé depuis 2021.

2024 s'annonce moins porteur pour les places occidentales. La remarquable expansion des multiples de valorisation qui a tiré l'envolée des marchés au 4^{ème} trimestre 2023 ne devrait pas perdurer en l'absence de baisse marquée des taux longs. L'évolution des profits deviendrait en 2024 la principale source de performance. A cet égard, les attentes bénéficiaires (consensus Ibes) nous paraissent plutôt optimistes à 10.9% pour le S&P 500 et 4.9% pour l'EuroStoxx. En effet, le contexte de croissance ralentie se traduirait au mieux par une stagnation des chiffres d'affaires et possiblement par une compression des marges encore très élevées des entreprises.

Les espoirs de reprise liés à la réouverture post-Covid de l'économie chinoise ont été continuellement déçus en 2023. Des craintes de nature déflationniste, nourries par la conjonction d'une population vieillissante, d'une sévère crise immobilière et d'un recul des prix à la consommation au second semestre, se sont ajoutées. Enfin, le risque géopolitique de tensions avec les Etats-Unis et les volte-face imprévisibles de politique économique des autorités chinoises ont achevé la confiance des investisseurs. Et les flux nets étrangers (stock connect) sur les actions chinoises ont été quasi-nuls en 2023 (Fig. 1). Ainsi les titres chinois abordent 2024 avec une croissance attendue des bénéfices par action ('BPA') de près de 15% à 12 mois et une valorisation très décotée à 8,7 fois les bénéfices attendus (Fig. 2). Mais les actifs les plus délaissés peuvent présenter un risque de rebond. Ce pourrait être le cas pour les actions chinoises.

Des obstacles demeurent en particulier pour l'immobilier dont la crise est loin d'être résolue mais les autorités semblent décidées à mettre en œuvre rapidement le plan de soutien de 1000 Mrds RMB (0.8% PIB) pour des projets d'infrastructure. Un assouplissement monétaire paraît également probable pour relancer la croissance décevante des prêts bancaires. Déjà, un frémissement d'activité paraît se dessiner avec l'accélération des ventes au détail, le recul du chômage et depuis peu un redressement des exportations et un léger mieux sur la confiance des entreprises.

Fig. 1 : Désaffection des investisseurs étrangers pour les actions chinoises en 2023

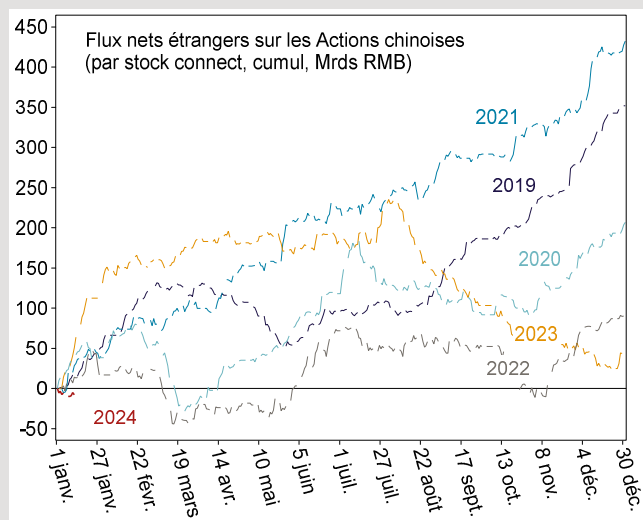
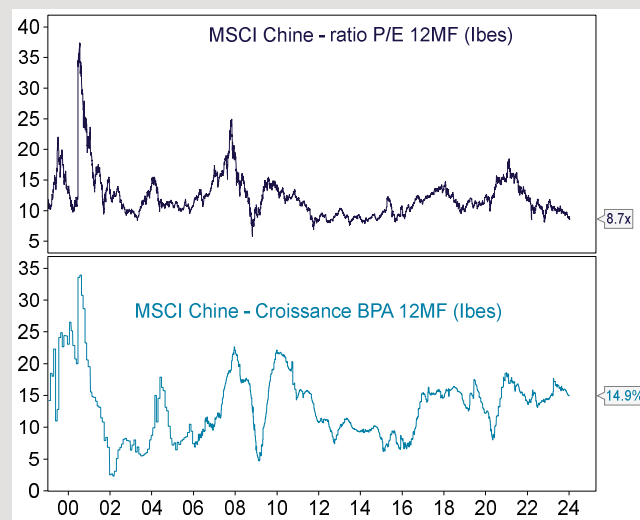


Fig. 2 : Perspectives bénéficiaires solides et valorisation attractive



Sources : BFT IM, Macrobond

Valorisation des **obligations**

Retour au calme après une extrême volatilité en 2023 ?

La volatilité des marchés obligataires souverains s'est envolée en 2023. Après une phase de correction qui a vu le rendement à 10 ans atteindre en octobre un plus haut depuis 2007, les marchés se sont brutalement retournés suite au signal de pivot de la Réserve Fédérale. Les prévisions sur 2024 sont très dispersées, reflets de scénarios économiques contrastés. Le retour au calme est-il néanmoins possible pour les marchés de taux ?

Porté par une économie plus résiliente que prévu aux Etats-Unis, le taux 10 ans s'est tendu sur l'essentiel de 2023 pour atteindre 5% sur les titres du Trésor américain et 3% sur le Bund en octobre dernier. Puis la désinflation plus rapide que prévu, en partie liée au recul des prix de l'énergie, renforcée par le pivot de la Fed et le statu quo de la BCE a précipité la chute des rendements obligataires. 2023 s'achève avec des anticipations de marché qui escomptent pour la Fed près de six baisses des taux des fonds fédéraux dès mars, totalisant 140 points de base ('pdb') pour atteindre environ 4% en fin 2024. Quant à la BCE, les marchés tablaient fin décembre sur près de sept baisses débutant en mars-avril qui ramèneraient le taux de dépôt de 4% aujourd'hui vers 2.25% en fin d'année.

Les taux longs se sont ajustés au scénario plus que parfait de désinflation immaculée aux Etats-Unis et le 10 ans clôture 2023 sur son niveau de début d'année à 3.9%. En Eurozone où le scénario escompté est une désinflation sans croissance, le taux

10 ans chute davantage à 2% fin 2023 contre 2.6% fin 2022. L'euphorie se corrige à peine sur les premiers jours de 2024 (au 12 janvier), le taux 10 ans regagnant une dizaine de pdb. Reste-t-il un potentiel de baisse à partir de ces niveaux ?

Les fondamentaux sont défavorables. Les finances publiques resteraient très dégradées en 2024 avec un déficit budgétaire prévu à 7.5% du PIB aux Etats-Unis et 2.8% en Eurozone. Le financement des Etats couplé au désengagement des banques centrales se traduirait par des émissions obligataires nettes des achats de la Fed d'environ 1800 contre 1100 Mrds \$ en 2023 aux Etats-Unis. En Eurozone, en revanche, l'offre de titres varierait peu autour de 600 Mrds €. Face à cette offre pléthorique, la demande paraît vulnérable avec le Japon en normalisation monétaire et la Chine qui réduit ses achats.

Une récession américaine ferait chuter les taux 10 ans très en deçà des niveaux actuels. Mais si le scénario d'activité ralentie avec une consommation résiliente soutenue par des salaires réels positifs se précise aux Etats-Unis, le taux 10 ans serait voisin de 3.75% d'ici 1 an, en phase avec une croissance nominale entre 3.5% et 4%. En UEM, une quasi-stagnation de l'activité est escomptée par les taux réels et un frémissement d'activité provoquerait des tensions. L'enjeu reste l'évolution des salaires (Fig. 2) qui dicterait la politique de la BCE. Nous tablons sur un taux 10 ans à 2.25% sur le Bund d'ici un an.

Fig. 1 : Extrême volatilité des titres souverains en 2023, proche des niveaux atteints en 2009

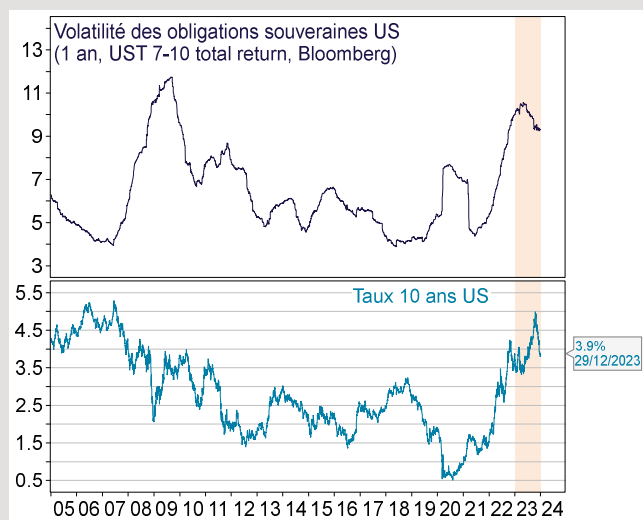
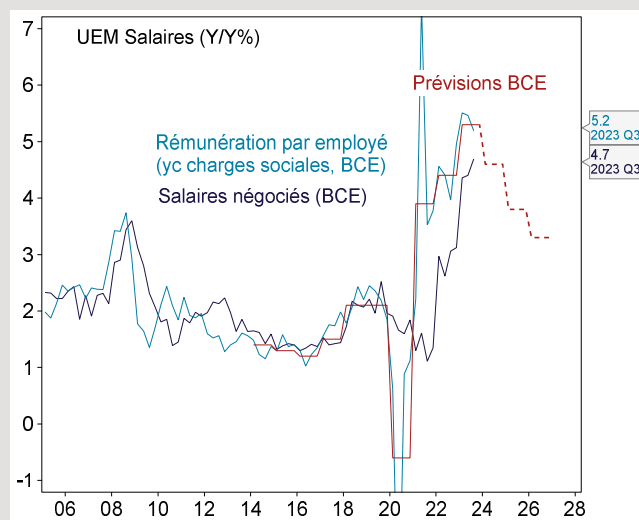


Fig. 2 : L'évolution des salaires, principal enjeu pour les perspectives de taux



Sources : BFT IM, Macrobond

Valorisation des **actifs français**

La France dans la moyenne en 2024 sauf ... en cas de reprise chinoise

A l'instar de la plupart des grandes places financières, la Bourse de Paris a profité de l'embellie de fin d'année. Ainsi sur 2023, les titres d'Etat français offrent un rendement de 6.5% à leurs porteurs et les actions, représentées par l'indice CAC40, affichent une performance (y compris dividendes nets) de 19.3%, légèrement supérieure à celle de l'EuroStoxx (Fig. 1). Reste-t-il du grain à moudre pour 2024 ?

La France aurait fait un peu mieux que l'Eurozone en 2023 avec une croissance estimée (consensus Bloomberg) à +0.8% contre +0.5% pour l'Union Monétaire. Mais les prévisions 2024 sont quasi-identiques à +0.7% contre +0.6%. La France ne se distingue pas dans la désinflation attendue, la BCE prévoyant une inflation sous-jacente à 2.7% en 2024 pour la zone alors que la Banque de France table sur 2.8% pour l'Hexagone. Les finances publiques sont partout très dégradées. Selon la Commission Européenne, l'endettement de la France serait de 109% du PIB en 2024 contre 90% pour l'Union et 64% pour l'Allemagne, une situation qui évoluerait peu car le nouveau cadre budgétaire européen, agréé par les ministres des finances, laisse entrevoir des ajustements très progressifs. Les agences de notation, convaincues de la détermination des autorités à assainir les finances publiques, n'ont récemment dégradé ni la notation de la France ni sa perspective. Dans ce contexte relativement stable, le taux 10 ans français varierait peu, parallèlement au rendement allemand, le spread

fluctuant dans un intervalle étroit autour de 50 points de base. En l'absence de mouvement marqué sur les taux longs et les multiples de valorisation, l'évolution des bénéfices devrait être clé pour les actions françaises. Les prévisions du consensus Ibes sont à peine positives à +2% pour le CAC 40 contre +5% pour l'EuroStoxx (Fig. 3). L'écart semble lié aux attentes (Fig. 2) sur l'énergie plus largement pondérée dans le CAC 40 et sur les financières deux fois plus représentées dans l'EuroStoxx. Premier secteur du CAC 40 (20% dont 15% pour le luxe), la consommation discrétionnaire, attendue à +4%, pourrait être revue en hausse si la reprise chinoise se précise en 2024.

Fig. 1 : Performance des actifs français au 29 déc. 2023

	3M	2023	12M
CAC40 (nTR)	5.9%	19.3%	19.3%
CAC Mid & Small (nTR)	3.2%	3.9%	3.9%
CAC All-Tradable (nTR)	5.8%	17.8%	17.8%
Euro STOXX (nTR)	7.8%	18.5%	18.5%
France Oblig. Etat (TR)	7.2%	6.5%	6.5%
EuroAgg Oblig. Etat (TR)	7.0%	7.1%	7.1%
ESTR Capitalisé	1.0%	3.3%	3.3%

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

Fig. 2 : Modeste croissance attendue pour les profits des entreprises françaises

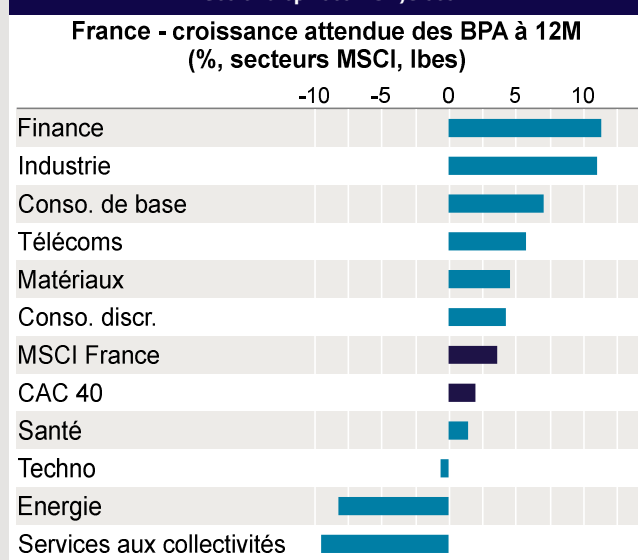


Fig. 3 : Valorisation Actions France vs. Euro zone

Actions françaises Valorisation au 29 déc. 23				
	CAC 40	CAC Mid60	CAC All Tradable	Euro STOXX
Niveau d'indice	7543	13838	5610	474
12MF BPA Croissance	2.0 %	6.2 %	3.0 %	5.0 %
12MF Momentum 3M	-1.3 %	-6.3 %	-1.8 %	-1.2 %
Cours/BPA	12.3 x	10.9 x	12.3 x	12.2 x
Capi./Ventes	1.2 x	0.7 x	1.1 x	1.1 x
Capi./Cash Flow	8.6 x	6.2 x	8.2 x	7.6 x
Capi./Valeur comptable	1.7 x	1.1 x	1.6 x	1.6 x
Rendement au dividende	3.0 %	3.7 %	3.0 %	3.1 %
Taux d'Etat 10 ans	2.6 %	2.6 %	2.6 %	2.8 %

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

Résumé de nos vues par classes d'actifs à horizon fin 2024

Capter le rendement, prudence et sélectivité sur les actifs risqués

Emprunts d’Etat: Nous préférons les obligations à maturités courtes qui bénéficieront du démarrage prochain d’un cycle de baisse des taux par les banques centrales (Fed et BCE). Les obligations à long terme ont déjà bien intégré ce cycle de détente monétaire. Nous sommes neutres sur les emprunts de la zone Euro et légèrement positifs pour les emprunts américains et anglais. Les dettes émergentes sont attractifs en raison de leur portage.

Obligations privées: Nous favorisons les maturités courtes sur l’IG et le HY en raison du portage attractif. Sur le HY, nous privilégions les emprunts notés BB.

Actions: Nous privilégions une approche prudente et équilibrée. Les marchés ont déjà bien intégré la baisse des taux à venir alors que la croissance ralentit avec l’impact décalé de la hausse des taux directeurs de l’an dernier.

Devises: Nous sommes positifs sur l’EUR et le Yen versus USD, car la Fed commencera à baisser ses taux avant la BCE.

Nos vues pour 2024		-	-/=	=	+/=	+
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**

Le portage, un élément essentiel de la performance

ENVIRONNEMENT DE MARCHÉ

La Fed a conforté la perspective d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine et d'un prochain desserrement monétaire. La banque centrale américaine est satisfaite des progrès sur le front de l'inflation et revoit en baisse les risques pour 2024. Jérôme Powell surprend même les marchés en indiquant que la baisse de taux, qui commencerait bien avant que l'inflation n'atteigne 2%, a fait l'objet d'une discussion. Le message l'emporte sur les données mitigées d'inflation de novembre avec un indice sous-jacent ferme à 4% l'an, et alimente l'optimisme des investisseurs et l'appétit pour le risque sur le dernier trimestre de l'année (Fig.1).

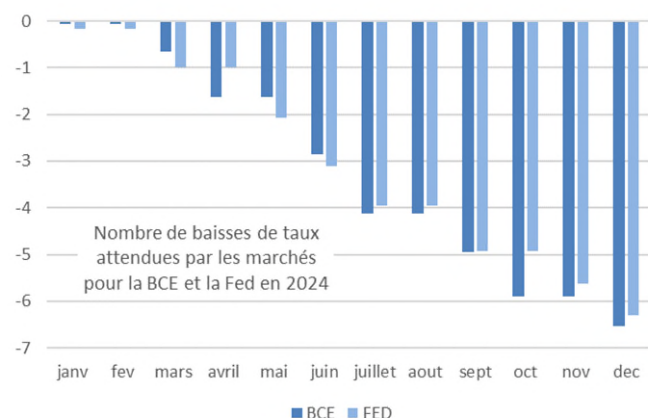
De son côté, la BCE se montre moins accommodante et juge que la lutte contre l'inflation n'est pas terminée. La banque centrale ne baisse pas sa garde face à une hausse des salaires qu'elle revoit en hausse à 4.6% en 2024 malgré une croissance revue en baisse à 0.8%. Mais elle ne semble pas convaincre les marchés qui se focalisent sur le vif recul des prix de l'énergie (-15% à -20% sur le mois) lié à une météo clémente et sur l'atonie de l'activité en Euro zone, source de désinflation.

Le comportement des obligations souveraines reflète le scénario de croissance modeste et de désinflation rapide. Les taux 10 ans se détendent de 45 pb sur le dernier mois de l'année et clôturent 2023 à 3.9% aux Etats-Unis et 2.5% sur le swap euro. De part et d'autre de l'Atlantique, les spreads de crédit entreprise se resserrent davantage. Le spread sur le segment high-yield du marché synthétique européen retrouve un plus bas depuis février 2022.

STRATÉGIES

Nous avons été surpris par le rallye des taux sur la fin de l'année basé sur les perspectives de baisse d'inflation et de discours

Fig. 1 – Les marchés ont rapidement intégré de fortes baisses de taux des banques centrales pour 2024



Source: Bloomberg, BFT IM



Olivier ROBERT
Directeur Gestion Taux

très bull des banques centrales, cela dans un marché très peu liquide, comme c'est souvent le cas au mois de décembre. Considérant que le marché était allé trop loin, nous sommes restés défensifs et nous accentuons ce côté défensif sur les niveaux de 2% pour le taux 10 ans allemands.

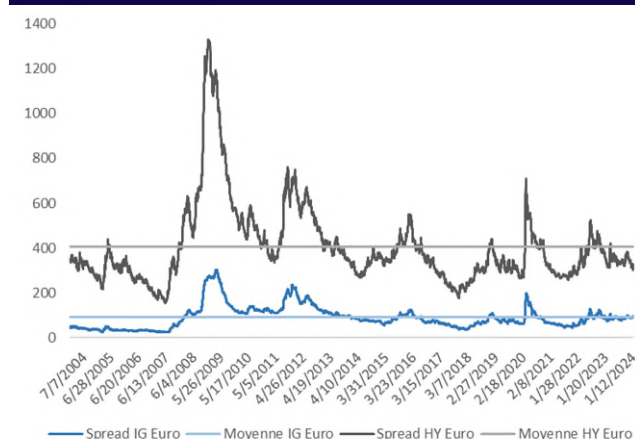
Concernant le crédit, nous constatons que les fondamentaux et les résultats des entreprises sont très résilients. Les taux de défaut spot et à 1 an (prévisions de Moody's) restent faibles. Le niveau des taux est toujours relativement élevé, même après la correction qui a commencé fin octobre.

Nous restons constructifs sur le segment IG, même si le retour du marché primaire habituel de début d'année pourrait peser sur les spreads à court terme.

Sur le segment HY, les spreads nous paraissent plus chèrement valorisés que sur le segment IG, et nous serons donc plus prudents. En effet, à 92 pb, le spread d'asset swap IG Euro est revenu sur sa moyenne des 20 dernières années (91 pb), alors que le spread HY (310 pb) est nettement sous celle-ci (405 pb) (Fig.2, indices Ice BofA). La situation est comparable sur le marché américain.

Enfin, devant le ralentissement économique à venir, nous privilégions les actifs de qualité d'une part, et les maturités courtes d'autre part. Ces maturités devraient bénéficier en premier de la baisse des taux des banques centrales en 2024.

Fig. 2 – Valorisation IG et HY : IG neutre, HY un peu cher



Source: Bloomberg, BFT IM

Vues sur les marchés **actions**

Des marchés sur la ligne de crête

ENVIRONNEMENT DE MARCHÉ

La publication du chiffre d'inflation américaine d'octobre a confirmé que le retour à la cible des banques centrales pourrait arriver plus rapidement qu'initialement attendu. Cela a déclenché un rebond historique des marchés actions et une détente des taux, amplifiés par la suite par le pivot de M. Powell qui a confirmé que le moment était venu de penser aux baisses de taux à venir. Ce contexte de marché, associé à une économie qui ralentit mais ne craque pas, constitue un environnement idéal pour les marchés actions qui vont bénéficier de la baisse des taux sans être pénalisés par des perspectives économiques trop négatives. En effet, même s'il y a probablement un peu trop d'optimisme dans la réaction des marchés sur cette fin d'année, la baisse des taux est une bonne nouvelle à deux niveaux. Tout d'abord, elle est positive pour l'activité des entreprises, et va donc soutenir les perspectives de bénéfices. Ensuite, elle est positive pour les valorisations des actions, ce qui profitera notamment aux valeurs de croissance.

Alors que les investisseurs se montraient plus prudents sur leur allocation en actions avec des marchés qui consolidaient depuis fin juillet (dernière hausse de taux de la Fed), le rebond a redonné de l'attrait à la classe d'actifs, avec un intérêt particulier pour les segments en retard : les cycliques (cf Fig. 1) et les small caps (cf Fig. 2).

STRATÉGIES

Notre stratégie d'investissement vise à exploiter le pivot de la Fed qui crée de nouvelles opportunités en apportant de la visibilité sur la trajectoire des taux, tout en maintenant une part d'incertitude sur le timing des baisses. De même, si la baisse de l'inflation semble se confirmer, les perspectives de croissance pour 2024 sont moins claires.

Tout en étant constructifs du fait de la fin du cycle de hausse des taux des banques centrales, nous restons prudents car le marché intègre un scénario très optimiste. Il y a donc de la place pour la déception.

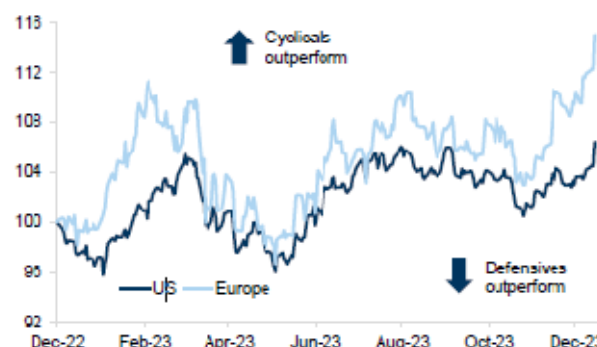
Nous renforçons les actions de petites et moyennes capitalisations car elles vont bénéficier d'un environnement de taux désormais plus favorable. Elles accusent par ailleurs un retard de performance sur les trois dernières années qui les rendent attractives relativement aux actions de grandes capitalisations.

Enfin, notre sélection de valeurs se focalise sur les secteurs et les valeurs en retard relativement au marché. En termes de secteurs, nous apprécions ainsi la santé, la consommation, les utilities.



Fabrice **MASSON**
Directeur Gestion Actions

Fig. 1 : Performance relative Cycliques vs Defensives



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

Fig. 2 : Performance relative Small Caps vs Large Caps



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

Vues sur les stratégies Multi-Asset

Fin d'année en fanfare, résistons au FOMO*

ENVIRONNEMENT DE MARCHÉ

Le dernier trimestre de l'année a vu un retournement de marché spectaculaire. Il ne fallait pas couper les positions fin octobre sous peine de rater environ 10% de performance des marchés actions ! Cette fin d'année euphorique s'appuie sur des anticipations de pivot de politique monétaire plus précoce et plus marqué tant aux Etats-Unis qu'en Eurozone. Fin décembre, les marchés escomptent pour 2024 près de 6 baisses de taux de la Fed débutant en mars et totalisant 140 points de base (pdb). Quant à la BCE, les attentes sont de 7 baisses débutant en mars-avril qui réduirait le taux de dépôt de 4% aujourd'hui à 2.25% fin 2024.

Le marché s'est rapidement ajusté sur ce scénario d'atterrissage en douceur de l'économie mondiale et de baisses marquées des banques centrales en 2024. Ainsi les taux court et longs ont fortement baissé sur le dernier trimestre. Les obligations d'états de la zone Euro clôturent l'année sur une performance de 7,1%, les obligations Euro IG de 8% et les obligations Euro HY de 12% (indices Ice BofA). Les marchés actions ont salué cette baisse des taux pour progresser : l'Eurostoxx atteint 18,6% sur l'année 2023, le SP500 25,7% et le Nasdaq 44,6%. Du côté des devises, l'euro finit l'année en hausse de 3% contre le dollar alors que le Yen perd 7% contre le dollar.

STRATÉGIES

Le fort rebond de fin d'année nous paraît exagéré. Le marché s'est en effet calé sur un scénario trop rose.

Plusieurs éléments nous incitent à conserver un biais prudents pour ce début d'année 2024. Les effets du resserrement monétaire des banques centrales ont un effet décalé dans le temps entre 12 et 18 mois, et il est donc probable qu'il y ait encore des impacts négatifs en 2024 (Fig.1). Les perspectives de poursuite de la baisse de l'inflation pourraient être contrariées par différents éléments tels que la progression des salaires, la remontée du pétrole, des tensions géopolitiques.

Nous conservons donc une allocation défensive aux actions avec un léger biais en faveur du marché américain, et un équilibre entre les styles Value et Croissance.

Sur l'obligataire crédit, nous nous portons principalement sur le crédit IG Euro pour le portage (Fig.2), et sommes prudents sur le HY US. La dette émergente offre aussi un portage attractif.

Enfin, en termes de durée, nous maintenons une exposition en protection de portefeuille en privilégiant le marché US dont les taux longs nous paraissent moins chers qu'en zone Euro.

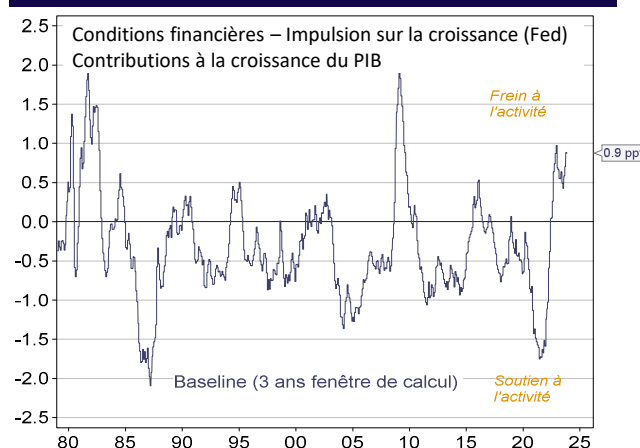
Concernant les stratégies de couverture, le Yen ne nous semble plus réagir comme un actif de protection. Nous préférons nous positionner sur le dollar, le secteur financier (en cas de remontée des taux), et le secteur Oil&Gas (en cas de remontée du pétrole).

* FOMO : Fear of missing out, peur de rater quelque chose



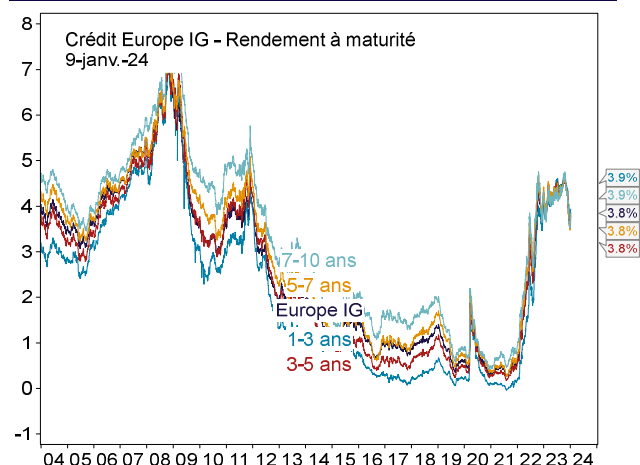
Fabien BOURGUIGNON
Directeur Gestion Multi-Asset

Fig. 1 – Le durcissement des conditions financières devrait continuer de peser sur la croissance



Source: Macrobond, BFT IM

Fig. 2 – Capter le portage : le niveau des taux de l'univers Euro IG reste au plus haut depuis 10 ans



Source: Macrobond, BFT IM



L'investissement durable décrypté

Pic pétrolier en vue

L'Agence Internationale de l'Énergie (AIE) prévoit dans son dernier rapport annuel, paru en octobre 2023, que le pic de la consommation de combustibles fossiles sera atteint avant 2030. Ce point d'inflexion est un moment crucial dans la transition énergétique. Fatih Birol, le directeur général de l'AIE, annonce ainsi le début de la fin de l'ère des combustibles fossiles. Il explique: *La transition vers l'énergie propre est en cours dans le monde entier et rien ne pourra la stopper. Ce n'est plus une question de « si » mais seulement une question de « dans quel délai » et le plus tôt sera le mieux pour nous tous.* Selon l'AIE, la part des combustibles fossiles dans la production mondiale d'énergie, qui est restée pendant des décennies proche de 80%, tombera ainsi à 73% d'ici 2030.

Un tournant dans la transition énergétique

Le développement des énergies renouvelables est à l'origine de ce tournant dans la consommation de pétrole, de gaz naturel et de charbon. Cette bascule vers une économie décarbonée a été rendue possible par les investissements massifs financés notamment par l'Inflation Reduction Act américain, le Pacte vert en Europe et la planification écologique en Chine.

Les changements en cours de l'économie chinoise, dont la croissance du PIB, très forte pendant des décennies, ralentit, pourraient également avoir un impact important sur les besoins énergétiques du pays. Cette mutation structurelle de la Chine qui est en train de passer d'un modèle centré sur les industries lourdes vers une économie davantage tournée vers les services constituera ainsi un autre moteur de cette décarbonation.

La crise énergétique mondiale déclenchée par la guerre en Ukraine a conduit à une prise de conscience, surtout en Europe, de la vulnérabilité des économies aux énergies fossiles importées et donc à la nécessité d'accélérer la transition climatique.

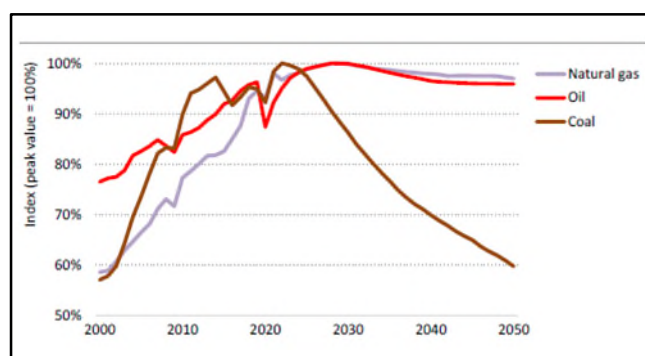
L'AIE prévoit ainsi que la part des véhicules électriques atteindra 35 % des ventes mondiales en 2030, contre moins de 25 % dans ces projections précédentes. Cela réduirait la consommation de pétrole de 5 millions de barils par jour.

Une bascule historique

Si la prévision de l'AIE se concrétise, cela constituerait une bascule historique. Depuis 150 ans, les nouvelles sources d'énergie ne remplaçaient jamais celles qui existaient déjà. A chaque fois, nous avons assisté à un phénomène d'accumulation, la croissance de la consommation de pétrole et de gaz naturel venant s'ajouter à la croissance de la consommation de charbon, qui elle-même s'est ajoutée à une croissance de la consommation de bois.

Le recours aux énergies fossiles a constitué l'un des faits majeurs du 20^{ème} siècle. Il a permis un accroissement massif de l'utilisation de l'énergie. La quantité de biens et de services produite grâce à cette énergie s'est accrue dans des proportions jamais observées auparavant. Mais aujourd'hui, l'approvisionnement en énergie est basée à 80 % sur des sources fossiles. D'où la quantité énorme de CO₂ rejeté dans l'atmosphère que le milieu naturel ne peut plus absorber. Nous devons passer d'une logique additive à une logique de

La consommation de gaz naturel, de pétrole et de charbon en pourcentage du pic de la consommation selon le scénario 2023 de l'AIE (source: World Energy Outlook 2023)



substitution, en réduisant à la portion congrue le charbon, le pétrole et le gaz naturel. C'est une rupture inédite dans l'histoire des systèmes énergétiques.

La demande mondiale de pétrole continue d'augmenter

Alors que la lutte contre le réchauffement climatique nécessite de se passer des énergies fossiles, la demande mondiale de pétrole continue d'augmenter. Selon les projections de l'AIE de juin 2023, la consommation de pétrole se dirige en 2023 vers un nouveau record avec 102,3 millions de barils par jour (Mb/j) consommés en moyenne. La consommation devrait encore progresser jusqu'en 2028, pour atteindre alors 105,7 Mb/j. Cette spirale haussière montre l'inertie du système.

Une tendance pas suffisamment alignée avec les ambitions climatiques

L'AIE le souligne elle-même dans son rapport: l'évolution anticipée n'est pas en phase avec l'objectif de limiter le réchauffement climatique en-dessous de 2°C d'ici la fin du siècle par rapport aux niveaux préindustriels. La forte demande est une incitation pour les compagnies pétrolières à continuer d'investir dans l'exploration et la production de pétrole. En 2023, ces investissements devraient atteindre leur plus haut niveau depuis 2015. Mais en parallèle les investissements dans le solaire devraient dépasser en 2023 ceux dans la production pétrolière, une première. Malgré l'optimisme de l'AIE, nous allons encore longtemps rester dans l'ère des hydrocarbures.

Sources : AIE Rapport annuel Octobre 2023, Le Monde, Christian de Perthuis Climat 30 Mots pour comprendre et agir 2022



Les Grandes Tendances décryptées

Pourquoi la volatilité a-t-elle été aussi basse en 2023 ?

La volatilité des actions a fortement baissé en 2023, en particulier au cours du deuxième semestre. L'indice VIX mesurant la volatilité implicite du S&P 500 a ainsi clôturé l'année à 12,5 %, bien en-dessous de sa moyenne historique de 19,9%, calculée depuis 2001, l'année de sa création. La trajectoire est identique pour la volatilité des actions européennes. Le VIX, appelé souvent « l'indice de la peur », est considéré par les investisseurs comme un baromètre phare mesurant le degré de nervosité des marchés. Son faible niveau indiquerait-il alors qu'il n'y a aujourd'hui, ni incertitude sur le régime d'inflation, ni incertitude sur la croissance économique, ni incertitude sur la trajectoire des politiques monétaires ? Ou est-ce que les investisseurs seraient devenus trop complaisants ?

Comment le VIX est-il calculé ?

Le VIX (pour *volatility index*) est calculé quotidiennement par le CBOE (Chicago Board Options Exchange) sur un ensemble d'options sur l'indice S&P 500. Plus précisément, la méthodologie intègre toutes les options avec une échéance comprise entre 23 jours et 37 jours. Une fois par semaine, les options utilisées sont renouvelées pour tenir compte du passage du temps. Toutes les options avec un prix coté à l'achat et à la vente supérieur à zéro sont incluses. Plus le prix d'exercice de l'option est éloigné du prix actuel du S&P 500, plus il est probable que l'option ne soit pas cotée et donc exclue du panier d'options utilisé pour le calcul du VIX. Lors de la dernière étape, chaque option est pondérée dans la formule de calcul du VIX (proportion inverse du carré du prix d'exercice de l'option) afin de s'assurer que les mouvements du VIX ne dépendent que de la variation de la volatilité du S&P 500 et pas d'autres facteurs comme le niveau de l'indice, les dividendes ou les taux d'intérêt. Plus de 100 options d'achats et de vente sont ainsi incluses dans le calcul du VIX.

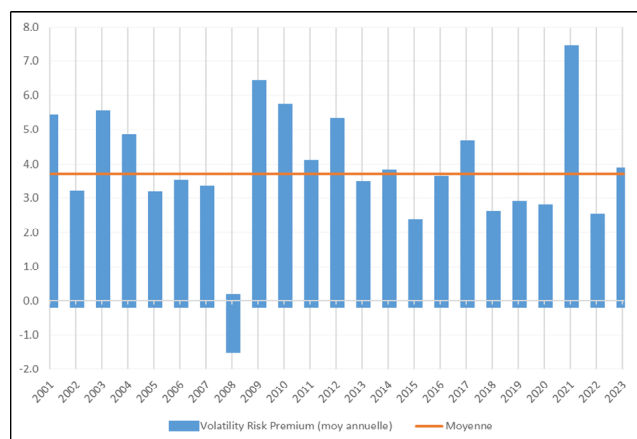
Comment décrypter le VIX ?

Le VIX est une ainsi mesure de la dispersion attendue du S&P 500 autour de sa moyenne. C'est un écart-type annualisé. Contrairement à un indice boursier, les variations du VIX ne représentent pas une performance, mais plutôt les fluctuations de la volatilité implicite à 30 jours du S&P 500. Cet indice de volatilité implicite permet ainsi d'estimer la bande de fluctuation anticipée de l'indice S&P 500 au-dessus ou au-dessous de son niveau actuel au cours des 30 prochains jours. Plus le niveau du VIX est élevé, plus le niveau de volatilité implicite est élevé, plus les marchés anticipent alors une bande de fluctuation du S&P 500 importante. Pour un niveau du VIX de 10, par exemple, la volatilité implicite dé-annualisée est de 2,9%. Le marché s'attend donc dans les 30 prochains jours à une variation à la hausse ou à la baisse du S&P 500 de 2,9% ($10 \div \sqrt{12}$). Si le VIX monte à 30, ceci implique que les marchés anticipent une fluctuation du S&P 500 de plus ou moins 8,7% au cours des 30 prochains jours. Plus cet indice est élevé, plus les investisseurs sont inquiets, car ils s'attendent à des variations du S&P 500 plus importantes.

Une brève histoire du VIX

Le VIX n'a dépassé le seuil de 40 points qu'à quatre reprises

La prime de risque du VIX (moyennes annuelles de la volatilité implicite du S&P 500 moins la volatilité réalisée):
(sources: CBOE, BFT IM)



depuis sa création: lors du défaut de la Russie et de la quasi-faillite du hedge fund « Long Term Capital Management » en octobre 1998, en 2002 avec le scandale Enron, en 2008 à l'occasion de la crise des subprimes et en 2020 avec la crise du Covid-19. L'indice a atteint son plus haut historique en 2008 frôlant les 90 points. Le VIX semble ainsi être passé à côté de beaucoup de crises comme celle provoquée en mars 2023 par la faillite des banques régionales américaines.

Pourquoi le VIX est-il si bas ?

En 2023, le VIX s'est maintenu bien en-dessous de sa moyenne historique se situant dans le dernier quartile de sa distribution long terme alors que le S&P 500 a connu plusieurs épisodes de baisses significatives. Le facteur explicatif clé peut être trouvé dans la baisse de la volatilité réalisée. La prime entre la volatilité implicite et la volatilité réalisée s'est en effet maintenue sur sa moyenne historique (cf. Fig.). Les raisons du faible niveau de la volatilité réalisée sont certainement fondamentales: moins d'incertitude sur l'inflation et donc réduction de l'incertitude macroéconomique, déclin de la corrélation entre les actions du S&P 500 dont la hausse l'an dernier a été dominée par quelques valeurs technologiques dopées par la révolution attendue de l'intelligence artificielle, faible exposition des investisseurs aux actions surtout au début 2023.

Nous anticipons une tendance plutôt haussière du VIX cette année, le contexte fondamental n'étant plus le même.

Sources: CBOE, S&P Dow Jones Indices How the VIX is built and calculated



Expertise	Nom	Classe d'actifs	Forme Juridique	Labels	Code ISIN
MONÉTAIRE	BFT FRANCE MONÉTAIRE COURT TERME ISR	Monétaire Court Terme	SICAV		Part I-C FR0010232298
					Part I2-C FR0013067808
	BFT AUREUS ISR	Monétaire Standard	FCP		Part I-C FR0010599399
					Part I2-C FR0013067790
TRÉSORERIE LONGUE	BFT CRÉDIT 6 MOIS ISR	Obligataire	FCP		Part I-C FR0010816439
	BFT CRÉDIT 12 MOIS ISR	Obligataire	FCP		Part E-C FR0010796425
OBLIGATAIRE	BFT CRÉDIT OPPORTUNITÉS ISR	Obligataire	FCP		Part I-C FR0010638676
					Part I2-C FR0012858710
	BFT CRÉDIT HIGH YIELD SHORT TERM ISR	Obligataire	FCP		Part I-C FR0010744300
					Part I2-C FR0013017837
	BFT FRANCE OBLIGATIONS DURABLES ISR	Obligataire	FCP		Part I-C FR001400C9Y2
					Part I2-C FR001400CA00
OBLIGATAIRE À ÉCHÉANCE	BFT RENDEMENT 2027	Obligataire	FCP		Part I-C FR001400D3Y4
	BFT SÉLECTION RENDEMENT 2024	Obligataire	FCP		Part I-C FR0013222379
	BFT SÉLECTION RENDEMENT 2027 RÉDUCTION CARBONE	Obligataire	FCP		Part I-C FR0014000EK5
DETTES & ACTIONS	BFT FRANCE EQUILIBRE ISR	Actions et obligations d'entreprises françaises	FCP		Part I-C FR0011043025
ACTIONS FRANÇAISES	BFT FRANCE EMPLOI ISR	Actions France toutes capitalisations	FCP		Part I-C FR00140039H4
					Part I2-C FR00140039J0
	BFT FRANCE FUTUR ISR	Actions France petites et moyennes capitalisations	SICAV	 labelReliance	Part I-C FR0011036912
					Part I2-C FR0013314259
ACTIONS EUROPEENNES ET INTERNATIONALES	BFT FRANCE PEA-PME	Actions France petites capitalisations	FCP	labelReliance	Part I-C FR001400DWX9
	BFT FRANCE SOLIDAIRE ISR	Actions France toutes capitalisations	FCP		Part I-C FR001400E414
ACTIONS EUROPEENNES ET INTERNATIONALES	BFT EURO FUTUR ISR	Actions Euro petites et moyennes capitalisations	FCP	 labelReliance	Part I-C FR0010720631
	BFT PARTNERS - VIA EQUITY EUROPE SRI	Actions Européennes grandes capitalisations	SICAV		Part I-C FR0013385531

Notre équipe commerciale

Proximité et réactivité

Depuis 35 ans, nous accompagnons nos clients
et leur proposons des solutions d'investissement innovantes adaptées
à leurs besoins.

Notre équipe, composée de commerciaux expérimentés et spécialisés
par segment de clientèle, est en mesure
de répondre efficacement aux attentes de chaque investisseur.



Jean-Marc NAVARRE
Directeur du Développement

—
jean-marc.navarre@bft-im.com

Notre organisation est articulée autour de quatre pôles commerciaux

INSTITUTIONNELS	DISTRIBUTION	CORPORATE	GRUPE CRÉDIT AGRICOLE
Nathalie Canu — 01 76 33 36 21 Nathalie.canu@bft-im.com	Hélène Cabanes — 01 76 37 91 60 helene-cabanes@bft-im.com	Guillaume Lapierre — 01 76 37 88 32 Guillaume.lapierre@bft-im.com	Régis Bourget — 01 76 37 91 58 Regis.bourget@bft-im.com
Elodie Chapon — 01 76 32 01 50 Elodie.chapon@bft-im.com	Diane De Tilly — 01 76 32 08 29 Diane.detilly@bft-im.com	Cécilia Mignucci — 01 76 37 91 84 cecilia.mignucci@bft-im.com	Isabelle Gallard — 01 76 37 90 11 Isabelle.gallard@bft-im.com
Pierre Portal — 01 76 37 91 24 Pierre.portal@bft-im.com	Philippe Chaker — 01 76 37 91 48 philippe.chaker@bft-im.com		



REDONNONS UN SENS AU RENDEMENT

BFT IM

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 31/12/2023.

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 d'Amundi Asset Management SAS. 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, Amundi 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 : 16/01/2024