

OCTOBRE 2024

Vues & convictions

► Un équilibre des
risques précaire

► Le retour du « Fed
put»

► La productivité se
redresse en France



Les banques
centrales entrent
en action


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

- Un équilibre des risques précaire

4

SCÉNARIO D'ACTIVITÉ

- Le scénario d'un atterrissage en douceur se profile

5

ANALYSE DE FINANCE COMPORTEMENTALE

- Un trimestre marqué par des ajustements brutaux des marchés

6

VALORISATION DES MARCHÉS

- Actions : Le retour du « Fed put »
- Obligations : Elections américaines : impacts pour les marchés obligataires
- France : entre valeurs de luxe et financières

9

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

- Résumé: Positif sur le crédit, neutre sur les taux, défensif sur les actions
- Taux et crédit: Les banques centrales convergent vers un assouplissement monétaire
- Actions: Les banques centrales à la rescousse
- Multi-Asset: Ralentissement économique contre soutien monétaire

13

INVESTISSEMENT DURABLE

- Réchauffement climatique: le seuil de +1,5°C a-t-il été dépassé ?

14

GRANDES TENDANCES

- La productivité se redresse en France

15

NOTRE GAMME DE FONDS OUVERTS

- Monétaire, Trésorerie longue, Obligataire et Actions



Un équilibre des risques précaire

La multiplication des signes de ralentissement de l'activité au niveau mondial pendant l'été et le violent pic de volatilité début août ont laissé des traces auprès de la majeure partie des investisseurs qui restent prudents à l'orée du dernier trimestre de l'année. Les bonnes nouvelles ne manquent pourtant pas. La Fed vient de donner le coup d'envoi tant attendu de son nouveau cycle d'accommodation monétaire. La Réserve fédérale emboîte ainsi le pas à la BCE qui a commencé à baisser ses taux directeurs dès juin. De nombreuses autres banques centrales, comme celles du Royaume-Uni, du Canada, d'Australie et de la Suède vont aussi ou ont déjà démarré leur cycle de détente des taux. Le cycle d'assouplissement monétaire généralisé, à l'exception notable de la Banque du Japon, devra se poursuivre tout au long de l'année 2025. La Chine vient de dégainer le bazooka monétaire et budgétaire pour tenter de ranimer son économie chancelante. Qu'est ce qui peut alors justifier cette relative prudence des investisseurs sur les actifs risqués ?

Le double risque d'inflation et de récession s'estompe

Alors que les marchés oscillent depuis des mois entre craintes inflationnistes et récessionnistes, ces deux risques se sont récemment nettement atténués. Les tensions sur les prix se sont ainsi significativement apaisées. L'inflation dans la zone euro est tombée en septembre à 1,8%, son plus bas niveau en trois ans. L'inflation US, à 2,4% le mois dernier, se rapproche aussi de sa cible. Ces baisses ne sont pas uniquement attribuables au fléchissement des prix de l'énergie. Si l'inflation sous-jacente reste encore trop élevée (2,7% en Z€ et 3,3% aux US en g.a.), la tendance est aussi orientée à la baisse. Les banques centrales semblent désormais aussi convaincues d'avoir vraiment tordu le cou à l'inflation et ont changé de priorité. La Fed a ainsi indiqué clairement qu'il ne s'agit plus de lutter contre l'inflation via une politique restrictive mais d'éviter un refroidissement trop important du marché du travail. Dès lors, elle a réduit ses taux directeurs en septembre de 50 bp, habituellement réservée aux temps de crises. Le marché du travail des deux côtés de l'Atlantique semble plus équilibré. Le rythme de hausse des salaires et des créations d'emplois ralentit, mais les destructions d'emplois sont pour le moment évitées. Le démarrage de ce cycle de détente monétaire conjugué à cette résilience du marché du travail aux Etats-Unis et en Europe, rend ainsi le scénario d'un atterrissage en douceur bien plus probable. Cette entrée dans une nouvelle phase du cycle a priori moins risquée ne semble pour autant pas aiguïser outre mesure l'appétit pour le risque des investisseurs qui considèrent que la plupart des bonnes nouvelles sont déjà intégrées dans les marchés.

Trop de baisses de taux directeurs anticipées ?

Mi-septembre, les marchés anticipaient une baisse considérable et rapide de plus de 210 bp des Fed Funds en cumul d'ici fin 2025. Le taux terminal se rapprochait ainsi fortement du taux neutre que la Fed estime à 2,9%, qui ne stimule ni ne freine l'activité économique. Compte tenu des risques résiduels pesant encore sur l'inflation, ce niveau du taux terminal nous paraissait trop bas.



Laurent GONON
Directeur des Gestions



Warin BUNTROCK
Directeur adjoint des Gestions

Depuis, le marché des futures sur Fed Funds a corrigé ces excès, n'anticipant plus qu'un taux final de 3,5%.

Les actions ont-elles déjà trop montées ?

Avec un gain depuis le début de l'année de 22% (au 30/09), le S&P 500 signerait une de ses meilleures années depuis 2000. Toutefois, le ralentissement de l'activité en cours devrait finir par peser sur les chiffres d'affaires. Les marges, qui avaient nettement augmenté pendant la phase d'accélération de l'inflation, devraient vraisemblablement se normaliser, les entreprises perdant globalement en « pricing power » dans ce nouveau régime. Les attentes de progression des bénéfices du consensus pour 2025 nous semblent ainsi trop optimistes.

Des marchés « pricés » pour la perfection ?

Les marchés nous semblent ainsi avoir déjà intégré bon nombre de bonnes nouvelles. L'élection présidentielle américaine à l'issue incertaine et une situation internationale extrêmement tendue sont des sources de disruption potentielle et une épée de Damoclès pouvant à très brève échéance anéantir notre scénario d'atterrissage en douceur. Nous préférons, dans cet équilibre des risques précaire, rester tactiquement neutre à court terme. Mais, à moyen terme, nous sommes modérément positifs sur les actifs risqués.



Le scénario d'un atterrissage en douceur se profile

Prévisions de croissance du PIB - Consensus

GDP (%)	2022	2023	2024 E	2025 E
US	1.9%	2.4%	2.6%	1.7%
JP	0.9%	1.7%	0.0%	1.2%
UK	4.3%	0.5%	1.0%	1.2%
EMU*	2.8%	0.5%	0.8%	1.0%
DE	1.8%	-0.3%	0.0%	0.8%
FR	2.5%	0.9%	1.1%	1.1%
IT	3.7%	0.7%	0.8%	0.9%
ES	5.8%	2.4%	2.5%	2.0%
Chine	3.0%	5.2%	4.8%	4.4%

Source : Consensus Forecasts, Octobre 2024 (en moyenne annuelle)

Prévisions d'inflation - Consensus

CPI (%)	2022	2023	2024 E	2025 E
US	8.0	4.1	2.9	2.2
JP	2.5	3.2	2.6	2.1
UK	11.4	9.3	3.1	3.3
EMU	8.4	5.6	2.1	1.8
DE	6.9	6.0	2.3	1.9
FR	5.2	4.9	2.2	1.6
IT	8.1	5.9	1.2	1.7
ES	8.4	3.6	2.9	2.0
Chine	2.0	0.4	0.5	1.2

Source : Consensus Forecasts, Octobre 2024 (en moyenne annuelle)

Prévisions de politique monétaire*

Principales banques centrales	Niveaux des taux		
	oct-24	déc-24	juin-25
US - FED - Upper Fed Funds target range	5.00%	4.50%	3.50%
Zone Euro - BCE - Taux de dépôt	3.50%	3.00%	2.00%
Royaume-Uni - BoE - Bank rate	5.00%	4.50%	3.50%
Japon - BoJ - Overnight Call Rate upper target	0.25%	0.25%	0.50%

* Prévisions BFT IM

L'activité n'a pas faibli aux Etats-Unis au 1^{er} semestre (S1) bénéficiant d'une demande intérieure privée dynamique et de puissants soutiens publics. En zone euro, la croissance est revenue, mais elle reste fragile. Les disparités au sein de la zone demeurent fortes entre déprime allemande et élan espagnol. Les ménages retrouvent des gains de pouvoir d'achat, mais préfèrent accroître leur épargne au lieu de consommer. La croissance au S1 a déçu au Japon. Au S2, le rythme d'activité devrait ralentir des deux côtés de l'Atlantique, mais accélérer au Japon.

L'épisode inflationniste qui a démarré en 2021 est en train de se clore. Le reflux de l'inflation a été particulièrement important en France. L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) d'Eurostat tombe en septembre à 1,5% (en glissement annuel). L'inflation dans la zone euro s'affiche pour le même mois à 1,8%, son plus bas niveau en trois ans. L'inflation US, à 2,4% le mois dernier, se rapproche aussi de sa cible. La désinflation devrait se poursuivre, sous réserve que les tensions géopolitiques ne provoquent pas un nouvel accès de fièvre.

Le pivot monétaire est désormais bien enclenché et s'amplifie depuis la rentrée. Les principales banques centrales devraient poursuivre leur cycle d'accommodation monétaire au moins jusqu'à mi-juin de l'année prochaine. Les effets favorables des baisses de taux ne devraient en revanche pas se matérialiser avant plusieurs mois.

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



Un trimestre marqué par des ajustements brutaux des marchés

Les marchés ont été secoués cet été par des flux d'envergure : le débouclage des « carry trades » sur le Yen. Depuis 2022, la remontée des taux des grandes banques centrales des pays développés avait creusé l'écart de taux courts avec le Japon (maintenus à 0%). Cela a offert une opportunité de financement à bas coût (au Japon) pour investir sur des actifs à rendements plus élevés dans d'autres pays (US, zone Euro, UK). Cette opportunité s'est finalement réduite lorsque les banques centrales ont initié leurs baisses de taux et que la BoJ commençait à les monter. Une telle stratégie, très largement répandue chez les investisseurs, ne pouvait pas se déboucler dans le calme : tout le monde veut sortir en premier. Depuis le réajustement de cet été, **les positions sur le JPY semblent indiquer que les carry trades sont en grande partie débouclés.**

Cela illustre une caractéristique des investisseurs depuis le début de l'année : un ajustement très rapide des positions selon les anticipations. Autre exemple : les anticipations de baisses des banques centrales. Début septembre, les marchés anticipaient **une baisse de taux record de la Fed sur les 12 prochains mois** (voir Fig. 2).

Plus récemment, **la réaction violente des marchés aux annonces de la Chine témoigne encore de cette hyper-réactivité** : les marchés chinois ont progressé de 20% en quelques jours, et certains secteurs européens sensibles à la Chine ont également bondi (comme le luxe en France).

Ce mouvement brutal a été amplifié par le fait que la Chine était la stratégie la plus « mal aimée » des investisseurs depuis 2 ans. Le point de départ était donc une forte sous-exposition du marché.

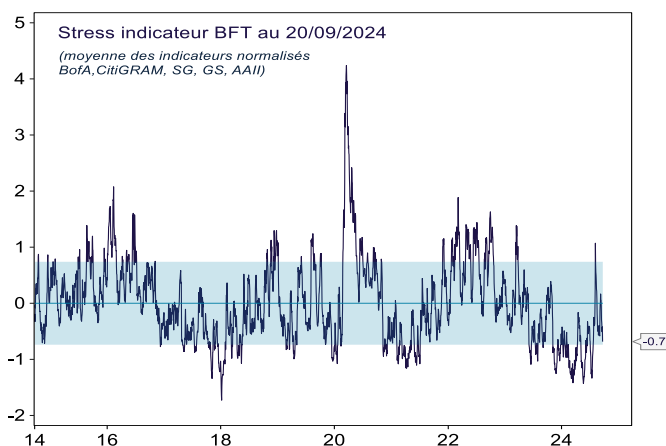
Tout semble donc se « repricer » très très vite. Probablement trop parfois, ce qui ouvre des opportunités d'investissement. Cela pourrait être également le cas lors des résultats des élections américaines.

Le stress de marché a bondi à deux reprises lors du trimestre (début août et début septembre) mais a rechuté dès la baisse de 50 bp de la Fed et l'annonce des mesures chinoises en septembre (voir Fig. 1). La baisse de 50 bp est interprétée non pas comme une baisse panique, mais comme la preuve de l'engagement avec lequel la Fed souhaite combattre le risque de récession pour assurer un atterrissage en douceur. Elle suit les baisses déjà initiées par la BCE et la BoE. Au total, ce sont **plus de 26 baisses de taux en septembre** de la part des 112 principales banques centrales, ce qui en fait **le 4e plus gros mois de stimulus monétaire de ce siècle**, après les baisses de mars 2020, mars 2009 et décembre 2008 (source BofA Data Analytics).

La volatilité des marchés actions reste toutefois un peu plus élevée qu'au cours des derniers mois avec des niveaux de 20% pour le VIX et le VDax. En effet, **plusieurs incertitudes demeurent dans l'esprit des investisseurs** :

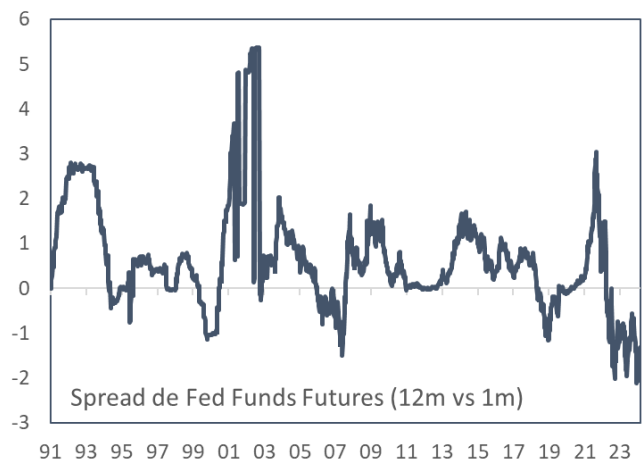
- Le risque de récession : un ralentissement plus prononcé qu'attendu pourrait vite se transformer en récession,
- Le risque géopolitique avec ses conséquences sur le prix du pétrole et la croissance mondiale,
- Le risque de rebond de l'inflation salariale qui empêcherait les banques centrales de délivrer autant de baisses qu'escompté par le marché.

Fig. 1 : Après deux épisodes de stress, un retour en zone d'appétit pour le risque



Source : BFT IM, Datastream, Bloomberg

Fig. 2 : Des anticipations de baisse de taux historiquement élevées pour les 12 prochains mois



Valorisation des **actions**

Le retour du « Fed put »

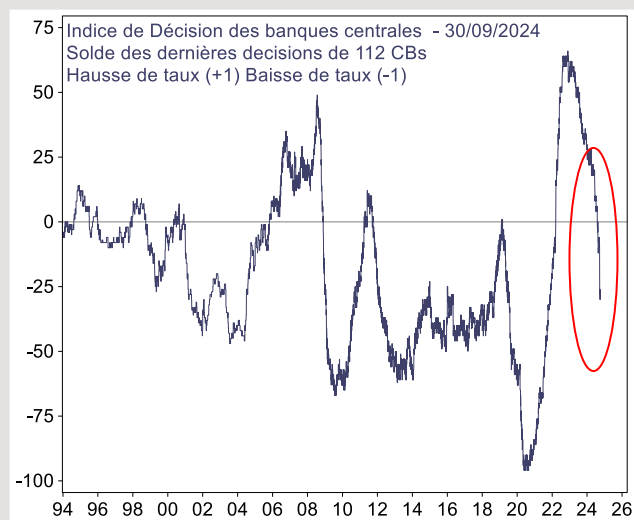
Nervosité, craintes de récession, épisodes d'extrême volatilité et brusques retournements agitent les places boursières au cours de l'été. Mais le 3^{ème} trimestre s'achève sur une note positive sur fond d'assouplissement monétaire et d'espoir de désinflation immaculée. Faut-il maintenir une position défensive pour la fin d'année ?

Dès le mois de juillet, les signes de tassement de l'activité et le resserrement inattendu de la Banque du Japon inquiètent les investisseurs. Ensuite, la remontée du chômage aux Etats-Unis déclenche la « règle de Sahm », qui stipule qu'une récession s'amorce lorsque le taux de chômage moyen des trois derniers mois dépasse de 0,5 (ou plus) le plus bas de l'année écoulée. Les craintes de récession affolent les marchés et la volatilité s'envole sur un plus haut en dehors des crises du Covid et de 2008. Puis la solide saison des résultats et les décisions monétaires rassurent les marchés. Les actions clôturent le 3^{ème} trimestre en hausse (en devises locales) de 5.7% pour les émergents (MSCI EM) et de 4.3% pour les pays développés (MSCI Monde) avec un record historique sur le S&P 500.

Le redressement, concentré sur la seconde quinzaine de septembre, fait suite à l'accumulation d'éléments favorables.

- 1) La Fed, confiante sur la désinflation, se focalise sur son mandat de plein emploi. Elle baisse le taux directeur à 5% et signale 4.5% fin 2024 et 3.5% fin 2025. Le pivot de la Fed amplifie une détente monétaire exceptionnelle (Fig. 1).

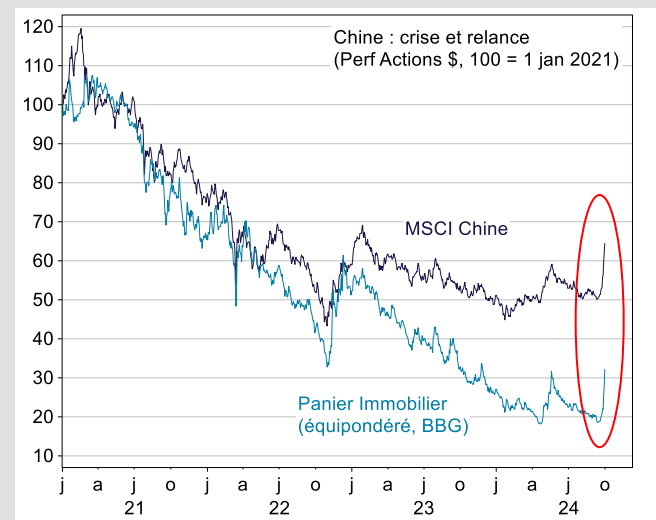
Fig. 1 : Un stimulus monétaire global historique



- 2) Les révisions quinquennales américaines revoient en nette hausse revenus des ménages et profits des entreprises, révélant une économie plus forte.
- 3) La Chine annonce un soutien massif. Côté monétaire, une baisse généralisée des taux d'intérêt côtoie 800 Mrds de yuans destinés à promouvoir les achats et rachats d'actions. Côté budgétaire, les mesures pourraient dépasser 1.5% du PIB. La relance chinoise surprend (Fig. 2) et apaise les craintes sur la croissance mondiale.

Le retour du « Fed put » (filet de sécurité offert par la Fed aux marchés) et la probabilité accrue d'un atterrissage en douceur de l'économie appellent **une attitude plus constructive sur les actions**. La violence du rebond en Chine prend de cours mais en Eurozone et aux Etats-Unis, les signes d'exubérance restent contenus. Les valorisations Eurozone, sur la moyenne des 20 dernières années, sont raisonnables. Outre-Atlantique, le ratio Cours / BPA est gonflé par les « 7 magnifiques » mais le multiple du S&P 500 équilibré est peu différent de la moyenne de la décennie écoulée. **Des obstacles tempèrent toutefois les velléités acheteuses** : l'incertitude sur la mise en œuvre et l'efficacité de la relance chinoise, les effets probables de l'austérité budgétaire nécessaire en zone euro, le risque lié aux élections américaines et au relèvement éventuel des tarifs douaniers, et le risque d'un embrasement au Proche-Orient qui provoquerait une forte poussée des prix du baril.

Fig. 2 : Une relance chinoise massive qui surprend les marchés financiers



Valorisation des obligations

Elections américaines : impacts pour les marchés obligataires

Les évolutions de l'inflation, les craintes sur la croissance et la teneur des politiques monétaires dominent les marchés obligataires. Les aléas politiques en Europe semblent avoir eu peu d'effet sur les taux d'intérêt à l'exception de la France dont l'absence de majorité parlementaire risque de compromettre le redressement des finances publiques. Outre-Atlantique également, le risque lié aux élections paraît à peine escompté. Le scrutin du 5 novembre sera-t-il sans impact sur les marchés obligataires ?

A peine plus d'un mois avant l'échéance, les résultats des élections américaines sont des plus incertains. Depuis le retrait en juillet dernier de Joe Biden de la course à la présidence au profit de Kamala Harris, les démocrates ont regagné du terrain. Les sondages donnent une courte avance à la vice-présidente, à l'instar des probabilités dérivées des paris (Predictit) mais dans ce scrutin indirect où un collège de grands électeurs choisit le président, sept états pivots devraient déterminer l'issue des élections. Parmi eux, la Pennsylvanie (19 grands électeurs) où Trump et Harris sont au coude à coude, paraît le plus décisif. Les élections législatives et sénatoriales ajoutent à l'incertitude. Les sondages ne tranchent pas pour la Chambre (435 sièges), actuellement contrôlée par les républicains. Pour le Sénat, 34 sièges (sur 100) seront renouvelés dont 23 sont tenus par les démocrates (et indépendants) qui selon les derniers sondages risquent de

perdre le contrôle. Les probabilités implicites privilégient à égalité deux scénarios : une vague républicaine (présidence et congrès) et un gouvernement divisé avec Harris présidente, un sénat républicain et une chambre démocrate (Fig. 1).

Le risque budgétaire paraît limité en cas de gouvernement divisé et même en cas de vague rouge car nombre de républicains refuseront de voter un programme qui creuserait le déficit budgétaire. Avant toute réforme, l'office budgétaire bipartisan du Congrès prévoit un déficit de 6% à 7% du PIB sur la prochaine décennie (Fig. 2) qui gonflerait la dette fédérale à 122% du PIB en 2034. Il n'y a plus de marge de manœuvre ! Le programme Harris qui propose une augmentation de la fiscalité des entreprises et des hauts revenus pour financer des mesures d'aide au logement et au pouvoir d'achat est difficile à mettre en œuvre complètement sans majorité au Congrès. De même la réduction de l'impôt sur les sociétés annoncée par Trump est improbable quelque que soit le Congrès issu des élections, à la différence du relèvement des tarifs douaniers. Le programme républicain induirait une hausse du tarif moyen de 16% à 20% auquel le reste du monde répondrait par une hausse des tarifs de 10%. L'impact serait une remontée transitoire de l'inflation aux Etats-Unis et une perte de croissance sensible de l'Eurozone. Conséquence probable, une Fed plus attentiste quant à la détente monétaire qui limiterait la tension probable des taux longs américains.

Fig. 1 : Des élections américaines très incertaines

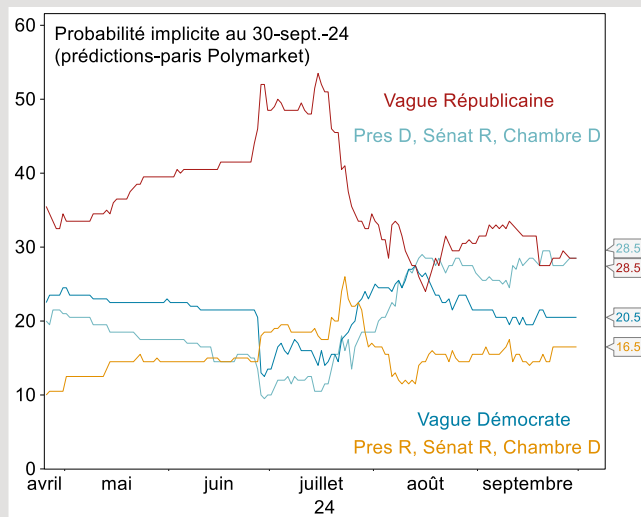
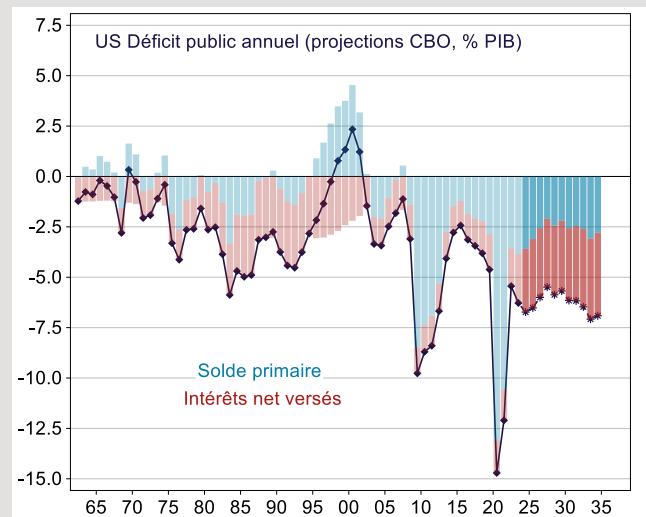


Fig. 2 : Les perspectives des finances publiques laissent peu de marge aux politiques qui creuseraient le déficit !



Sources : BFT IM, Macrobond

Valorisation des **actifs français**

France : entre valeurs de luxe et financières

Après la contreperformance du printemps liée au risque politique et à la situation dégradée des finances publiques, les actions françaises ont clôturé le troisième trimestre avec une progression de plus de 2% (Fig. 1), similaire à celle de l'ensemble des valeurs euro. Une surperformance serait-il envisageable pour la fin d'année ?

La composition du marché actions français devrait rester un facteur prépondérant de son évolution. Trois secteurs en particulier se distinguent, les biens d'équipement, le luxe et les financières. Les industrielles s'affichent en tête tant en pondération ($\approx 25\%$ du MSCI France) qu'en performance, qui dépasse 25% sur l'année écoulée au 27 septembre (Fig. 2). A l'origine de cette remarquable progression, les valeurs de biens d'équipement qui continueront probablement de profiter du dynamisme des dépenses militaires et de toute reprise de l'investissement que la détente monétaire mondiale pourrait induire. Autre poids lourd de la cote française, la consommation discrétionnaire qui inclut les valeurs de luxe, très corrélées aux actions chinoises. Elles sont apparues comme un maillon faible alors que l'activité chinoise, plombée par la crise immobilière, n'a cessé de décevoir depuis la réouverture postpandémie. Mais la récente salve de mesures de soutien à l'économie et au marché actions annoncées par la Chine pourrait changer la donne. Côté monétaire, une baisse généralisée des taux d'intérêt côtoie 800 Mrds de yuans

destinés à promouvoir les achats et rachats d'actions. Quant aux mesures budgétaires, leur ampleur devrait être connue sous peu. Le marché table sur 2 000 Mrds, soit 1.5% du PIB mais des rumeurs de plans plus ambitieux circulent. Si elles se concrétisent, elles donneraient un souffle supplémentaire aux fleurons du luxe français. Autre relai possible, les financières ($\approx 10\%$ du MSCI France) qui bénéficieraient de l'amélioration des conditions de crédit qui semble se dessiner. De plus, avec la baisse des taux directeurs de la BCE, la rentification de la courbe des taux devrait leur être favorable. Restent les aléas relatifs au déficit excessif de l'Hexagone et aux revues de la France par les agences de notation en octobre-novembre qui pourraient pénaliser les actions françaises.

Fig. 1 : Performance des actifs français au 27 septembre 2024

	T3	2024	12M
CAC40 (nTR)	4.3%	5.6%	12.8%
CAC Mid & Small (nTR)	5.0%	3.1%	7.6%
CAC All-Tradable (nTR)	4.6%	5.2%	12.3%
Euro STOXX (nTR)	4.4%	12.7%	22.8%
France Oblig. Etat (TR)	3.4%	-0.3%	7.0%
EuroAgg Oblig. Etat (TR)	3.9%	2.0%	9.2%
ESTR Capitalisé	0.9%	2.9%	4.0%

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

Fig. 2 : Forte dispersion des performances des secteurs français

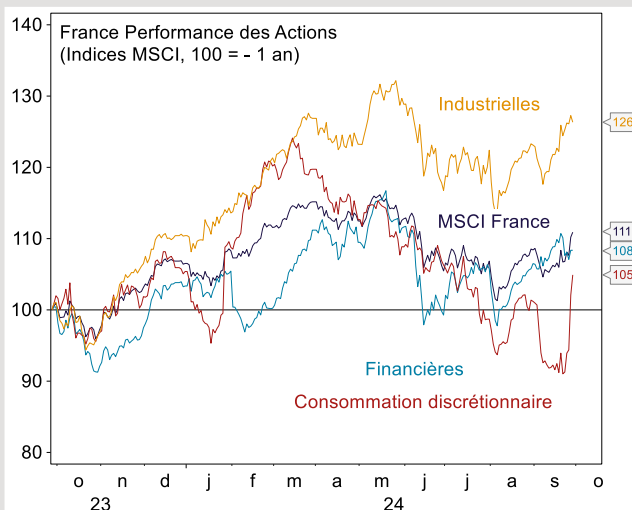


Fig. 3 : Valorisation Actions France versus Eurozone

	CAC 40	CAC All Tradable	Euro STOXX
Niveau d'indice	7792	5773	523
12MF BPA Croissance	6.5 %	7.7 %	8.5 %
12MF Momentum 3M	-3.8 %	-3.9 %	-2.0 %
Cours/BPA	13.0 x	12.8 x	13.0 x
Capi./Ventes	1.3 x	1.2 x	1.2 x
Capi./Cash Flow	9.3 x	8.8 x	8.2 x
Capi./Valeur comptable	1.7 x	1.7 x	1.7 x
Rendement au dividende	3.2 %	3.2 %	3.1 %
Taux d'Etat 10 ans	2.9 %	2.9 %	2.9 %

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

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

Positif sur le crédit, neutre sur les taux, défensif sur les actions

Emprunts d'Etat: Après avoir réduit la sensibilité au taux au début de l'été, nous sommes maintenant revenus à la neutralité sur les taux considérant que les anticipations de marchés sont en ligne avec nos prévisions.

Obligations privées: Nous restons positifs sur le crédit Investment Grade dans un contexte marqué par une forte demande des investisseurs. Sur le High Yield, nous restons positionnés sur la partie courte afin de profiter du portage attractif en limitant les risques d'écartement.

Actions: Malgré les mesures de stimulus monétaire, nous restons défensifs sur les actions dans l'attente de révision à la baisse des bénéfices par action en lien avec le ralentissement économique. Nous privilégions les Etats-Unis qui nous semblent plus résilients. Nous nous orientons, tactiquement, vers des secteurs plus sensibles à la baisse des taux.

Devises: Nous sommes négatifs sur l'EUR/USD en raison des évolutions attendues des politiques monétaires des deux côtés de l'Atlantique.

Nos vues à 3 mois		--	-	-/=	=	+/=	+	++
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**

Les banques centrales convergent vers un assouplissement monétaire

ENVIRONNEMENT DE MARCHÉ

Lors de la réunion de septembre, la Fed a enclenché son cycle de baisse des taux avec -50 bp. Les marchés anticipent deux baisses des taux supplémentaires (pour un équivalent de -75 bp) sur 2024. En Europe, la désinflation est bien installée et devrait permettre à la BCE de poursuivre la détente des taux. Le marché anticipe aussi deux baisses supplémentaires en 2024 après celles de juillet et de septembre. La BoE a également démarré son assouplissement en août (voir Fig. 1).

Le principal impact de ces détentes monétaires est la désinversion des courbes de taux avec des rendements à 2 ans qui ont baissé davantage que les rendements à 10 ans. Les courbes de taux allemande et américaine sont redevenues positives pour la première fois depuis 2022. Les spreads de crédit se sont brusquement écartés début août à la fois sur les crédits entreprises Investment Grade (IG) et sur les obligations High-Yield (HY) du fait d'un épisode d'aversion au risque (déboucement des stratégies de « carry trade » sur le Yen). Les spreads HY sont ensuite revenus sur leur niveau de fin juillet mais pas ceux des émetteurs IG EUR (voir Fig. 2). Côté souverain, le spread France-Allemagne à 10 ans reste élevé autour de 80 bp suite aux élections de juillet et dans l'attente du budget et des décisions de la part des agences de notation en octobre et en novembre.

STRATÉGIES

Nous pensons que les marchés anticipent trop de baisses de taux de la part de la BCE et de la Fed à horizon un an (respectivement -167 bp et -185 bp au 30 septembre 2024). Sur 2025, nous anticipons un atterrissage en douceur de l'économie et nous pensons donc qu'une ou deux baisses de 25bp pourraient être retirées des attentes de marché.



Olivier ROBERT
Directeur Gestion Taux

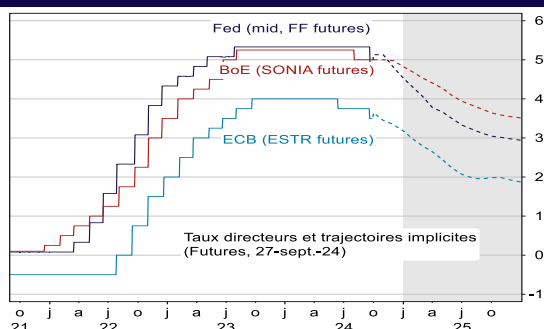
A court terme, nous prévoyons donc une remontée des taux courts et avons réduit, de manière tactique, la sensibilité taux sur cette partie de la courbe. Nous restons très prudents sur les taux longs avec le mouvement de pentification de la courbe des taux qui devrait se poursuivre.

Concernant le crédit, les fondamentaux des émetteurs restent sains, particulièrement pour les émetteurs IG. La hausse des spreads de cet été offre un potentiel supplémentaire de portage. Nous restons donc positifs sur le crédit IG.

Nous sommes plus prudents sur le HY qui nous paraît cher comparativement à l'IG d'autant plus que le risque lié aux émetteurs perdure. De ce fait, nous privilégions, sur ce segment, les échéances courtes (1 à 3 ans) qui permettent de profiter d'un portage toujours attractif qui pourrait atténuer d'éventuels écartements de spreads.

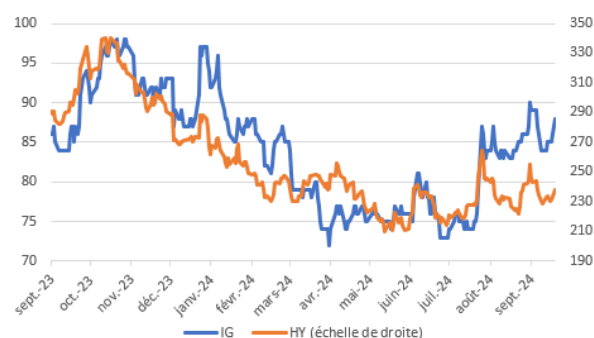
Enfin, nous sommes défensifs sur certains secteurs cycliques (l'automobile par exemple) et sommes positifs sur les bancaires, car la repentification à venir des courbes de taux sera positive pour la valorisation des banques. Par ailleurs, la réglementation bancaire en vigueur depuis la dernière crise financière a fortement renforcé ce secteur.

Fig. 1 – Trajectoire d'assouplissement de la Fed, BCE et BoE pour 2025



Source: Macrobond, BFT IM

Fig. 2 – Evolution des spreads des obligations Investment Grade et High Yield sur 1 an (en bp)



Source: Bloomberg

Vues sur les marchés **actions**

Les banques centrales à la rescousse

ENVIRONNEMENT DE MARCHÉ

Le dernier trimestre a confirmé le ralentissement économique aux USA et en Europe (ralentissement du marché du travail). La BCE a baissé ses taux de 50 bp (en deux fois) et la Fed de 50 bp également. Ce début d'assouplissement des banques centrales devrait permettre de soutenir l'activité dans un premier temps et donc à terme de pouvoir soutenir les bénéfices des entreprises potentiellement affectés par le ralentissement. Nous restons cependant vigilants sur la trajectoire de l'inflation qui pourrait freiner cette dynamique de baisse des taux.

Ce contexte économique ainsi que le climat politique européen et français ont tout de même pesé sur les actions qui ont connu un été assez volatile. Sur le troisième trimestre, les marchés sont en légère hausse malgré des baisses de 7 à 10% au cœur de l'été. Le SP500 a fini le trimestre sur son plus haut historique à 5762 points, le CAC 40 finit lui à 7635 points.

La vigilance reste de mise sur les résultats des entreprises. En effet, bien que la pression salariale diminue et que le risque de boucle prix-salaire semble s'éloigner, les sociétés n'ont plus assez de « pricing power » et risquent d'avoir du mal à défendre leurs marges. Il reste plusieurs facteurs d'incertitudes pour cette fin d'année et en particulier celui de l'issue des élections américaines.

STRATÉGIES

Dans cet environnement incertain, nous gardons des portefeuilles équilibrés, avec des degrés d'exposition et des risques maîtrisés.

Les politiques clairement accommodantes des banques centrales nous incitent à positionner nos portefeuilles davantage vers des valeurs de croissance et des secteurs sensibles à la baisse des taux (immobilier, services collectifs) (voir Fig. 1). Sur la partie « croissance », nous restons vigilants afin d'éviter certains titres survalorisés.

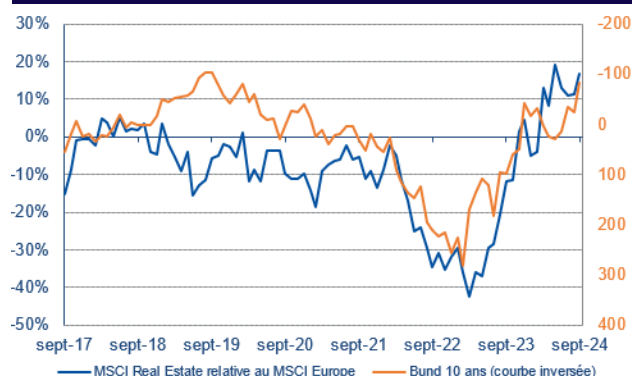
Sur la France, la mise en place d'un gouvernement a permis de lever une partie des incertitudes. Cela pourrait permettre un rattrapage des actions françaises par rapport aux marchés européens en particulier si un budget est rapidement voté.

Nous continuons à rechercher les actions de qualité et restons également neutres entre les valeurs défensives et cycliques. Concernant les secteurs, nous privilégions la santé, la technologie et l'immobilier et restons prudents sur les secteurs de la distribution, de l'automobile et de la chimie. Enfin, nous sommes plus positifs sur les actions des petites et moyennes entreprises : les baisses de taux devraient soutenir les prêts au secteur privé améliorant ainsi les conditions de financement aux entreprises. Historiquement, cela est plus favorable aux petites et moyennes entreprises qu'aux grandes. (voir Fig. 2).



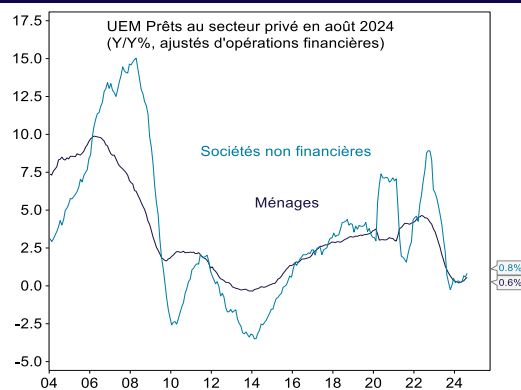
Fabrice MASSON
Directeur Gestion Actions

Fig. 1 : Performance relative du secteur immobilier comparé au rendement du Bund 10 ans, en glissement annuel



Source: Amundi Institute

Fig. 2 : Inflexion positive pour les prêts au secteur privé



Source: Macrobond, BFT IM

Vues sur les stratégies **multi-asset**

Ralentissement économique contre soutien monétaire

ENVIRONNEMENT DE MARCHÉ

Ce troisième trimestre 2024 a surtout été marqué, des deux côtés de l'Atlantique, par le début de la politique d'assouplissement monétaire des banques centrales ; les Etats-Unis ayant même surpris les marchés avec 50 bp de baisse en une seule fois. Cela a permis aux courbes de taux euro et américaine de continuer leur désinversion pour passer sur une pente positive entre le taux à 2 ans et le taux à 10 ans. En toute fin de trimestre, la Chine a également annoncé différentes mesures financières et budgétaires dans le but de stimuler son économie.

Cet été a aussi connu une hausse de la volatilité des marchés actions qui ont hésité entre un mouvement haussier lié aux baisses de taux et un mouvement baissier du fait du ralentissement économique mondial et des risques politiques. Bien que Powell ait indiqué qu'il soutiendrait l'économie américaine tant que nécessaire, nous constatons une tension sur les valorisations liées à une baisse des perspectives d'EPS (voir Fig. 1).

Enfin, pour la première fois depuis plusieurs trimestres, les megacapitalisations ont été des détracteurs de performance alors que la Chine a rebondi de l'ordre de 30%.

STRATÉGIES

La situation économique demeure compliquée avec un ralentissement de la croissance et un essoufflement à prévoir dans les résultats des entreprises. Ceci nous incite à la prudence en Europe. Toutefois, les différentes mesures de soutien monétaire et budgétaire devraient soutenir les marchés actions. Nous privilégions les Etats-Unis qui nous semblent plus résilients. Sectoriellement, nous privilégions l'immobilier, la santé et la technologie. Nous conservons des positions sur le secteur pétrole et gaz pour protéger nos portefeuilles en cas de hausse des tensions au Moyen Orient.

Nous considérons qu'il y a beaucoup de baisses des taux directeurs anticipées. Nous décidons donc de rester tactiquement neutre sur la durée en attendant une correction à la hausse des taux. La bonne tenue de la croissance espagnole (PIB 2024 attendu à +2,1% selon la Commission Européenne), nous incite à nous positionner sur la dette du pays (voir Fig. 2) en diversification.

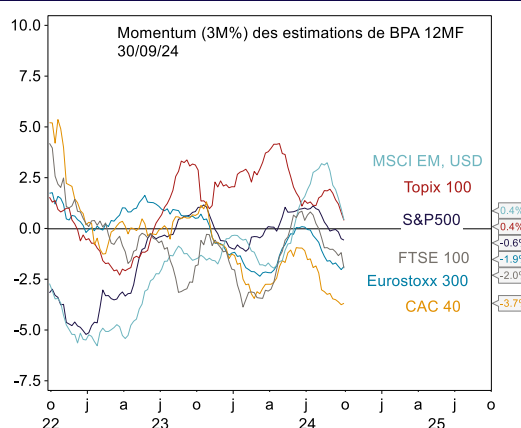
Sur l'obligataire crédit, la demande est toujours soutenue et l'écartement des spreads sur la catégorie Investment Grade Euro nous incite à augmenter notre exposition à court terme afin de profiter d'un portage intéressant.

Concernant les stratégies de couverture, nous sommes long dollar US.



Fabien BOURGUIGNON
Directeur Gestion Multi-Asset

Fig. 1 – Révision en baisse des estimations de bénéfices par action sur le dernier trimestre



Source: Macrobond, BFT IM

Fig. 2 – Evolution des spreads français, espagnols et portugais par rapport au Bund 10 ans



Source: Bloomberg



L'investissement durable décrypté

Réchauffement climatique: le seuil de +1,5°C a-t-il été dépassé ?

Selon l'Institut européen Copernicus, août 2024 a été le mois d'août le plus chaud jamais enregistré (avec août 2023). Au niveau mondial, la température de l'air moyenne s'élevait en effet en ce mois à 16,82°C, soit 1,51°C au-dessus des niveaux préindustriels (période de 1850 à 1900). Entre septembre 2023 et août 2024, la température a été de 1,64°C supérieure à la période préindustrielle. C'est également un record pour une période de 12 mois. Même si ces chiffres sont alarmants, cela ne veut pas dire que le seuil fixé dans l'accord de Paris de 2015 a été dépassé. Pour être pertinente, la moyenne du réchauffement doit être mesurée sur une période beaucoup plus longue.

Une question de calcul...

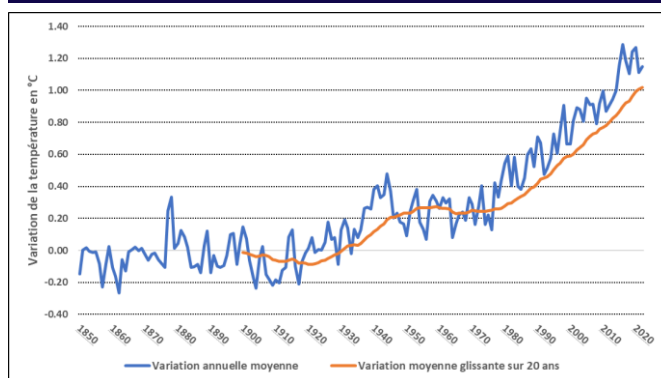
La double limite de +1,5°C et de +2°C avait été invoquée pour la première fois lors de la COP15 à Copenhague en 2009. Elle a ensuite été incluse formellement dans la COP21 (accord de Paris 2015). La convention préconisait de « contenir l'élévation moyenne de la planète nettement en-dessous de 2°C (...) en poursuivant l'action menée pour limiter l'élévation de la température à 1,5°C » d'ici la fin du siècle.

L'accord de Paris ne définit pas précisément comment on calcule un réchauffement d'1,5°C ou de +2°C. Il convient de rappeler que cette limite de température vise à stabiliser les températures à long terme. Pour mesurer l'évolution, il faut analyser la moyenne sur plusieurs décennies et sa tendance, en gommant le bruit dû aux effets de la variabilité naturelle. Dans leur sixième rapport d'évaluation de 2021, les scientifiques du Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC) préconisaient une période d'observation de vingt ans. Des chercheurs de l'Institut météorologique britannique ont proposé de construire un indicateur combinant les dix dernières années d'observations de la température mondiale et des projections qui modélisent les années à venir. Une autre méthode pourrait consister à extrapoler la tendance des dernières années pour les années à venir. Ces approches permettront de mieux anticiper le franchissement du seuil et d'éviter de créer la confusion au moment même où il deviendra encore plus urgent d'agir pour éviter les pires effets du changement climatique.

... et d'interprétation des textes

Si la formulation de l'accord de Paris paraît ambiguë, c'était probablement intentionnel afin de faciliter l'obtention d'un accord pendant les négociations. En terme d'atténuation, l'objectif est bien de poursuivre +1,5°C tout en restant bien en-dessous de 2°C et d'atteindre des émissions nettes nulles dans la seconde moitié du siècle. Cet objectif est légalement contraignant mais pose des questions d'interprétation notamment en ce qui concerne les risques de dépassement. Les pays signataires de l'accord de Paris les plus vulnérables comme les petits états insulaires insistent plutôt sur la limite de 1,5°C et d'autres, moins exposés, sur celle de +2°C.

Evolution de la température annuelle mondiale de 1850 à 2022 par rapport à la période de référence préindustrielle 1850 – 1900 (source: Organisation Météorologique Mondiale)



Des limites pas seulement physiques mais aussi politiques

Il est important de souligner que ces limites sont aussi politiques et pas seulement physiques. Elles servent à déterminer les politiques de baisse des émissions des états et entreprises car il existe une relation proportionnelle entre le niveau de réchauffement global et le cumul des émissions de gaz à effet de serre dans l'atmosphère. Les limites de +1,5°C et de +2°C ne sont pas des températures au-delà desquelles le monde va s'effondrer. Il ne s'agit pas d'une falaise d'où on tomberait en dépassant 1,5°C et que tout ira bien à 1,4°C. Mais les risques sont beaucoup plus élevés dans un monde réchauffé de 2°C que dans un monde à +1,5°C. Cela est une certitude.

La trajectoire compte aussi

Plus que l'année du franchissement, déterminer la pente du réchauffement sera au moins aussi crucial pour prévoir jusqu'où les températures pourront monter avant de se stabiliser. Vu le niveau des activités humaines, le dépassement du +1,5°C semble difficile à éviter. Le GIEC estime probable que ce seuil sera dépassé avant 2040. Cette trajectoire dépend de nos émissions de gaz à effet de serre dans les années à venir. Si nous réussissons à les réduire de 42% d'ici 2030 et d'atteindre la neutralité carbone en 2050, nous aurons réussi à reprendre le contrôle de notre avenir !

Sources : Organisation Météorologique Mondiale, Le Monde, GIEC



Les Grandes Tendances décryptées

La productivité se redresse en France

L'économie française ne réserve pas que des mauvaises nouvelles. Sur douze mois, entre le deuxième trimestre 2023 et le deuxième trimestre 2024, la productivité horaire qui mesure la valeur ajoutée produite en fonction du nombre d'heures travaillées, a progressé de 1,3% après plusieurs années de chute. Ce rythme est bien supérieur à celui d'avant la crise lié à la pandémie du Covid-19. Au cours des années précédant la crise sanitaire, la productivité croissait, en effet, d'environ 0,9% l'an. A la sortie du Covid, la tendance était encore plus inquiétante. Entre mi-2019 et mi-2023, les pertes de productivité se chiffraient à environ 5 points. Comment peut s'expliquer cette inversion de tendance de la productivité ?

Le mystère de la chute de la productivité en France pendant la crise du Covid-19

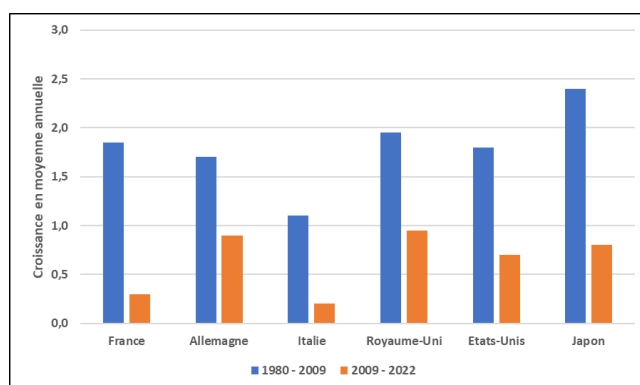
La France a connu la plus forte chute de la productivité horaire du travail parmi les grands pays développés pendant la pandémie. Cette crise a en effet fait chuter la production. Or, dans le même temps, le marché du travail, soutenu par le chômage partiel, les aides massives aux entreprises et le fait que les entreprises ont conservé leurs effectifs en attendant la sortie de crise, a permis de soutenir les créations d'emplois. L'apprentissage a aussi poursuivi son essor. Entre fin 2019 et le 2^{ème} trimestre 2024, l'économie nationale a ainsi créé 1,1 million d'emplois. Selon la tendance de la productivité avant le Covid, l'économie nationale aurait dû créer beaucoup moins d'emplois, que 129 000 emplois supplémentaires selon les calculs de l'OFCE. C'est cette propension des entreprises à la rétention de la main d'œuvre ainsi que la progression de l'apprentissage qui explique grosso modo la moitié des créations d'emplois inexpliquées.

L'autre moitié peut être expliquée par des révisions à la hausse du PIB durant ces années publiées par l'INSEE en mai et donc une perte de productivité un peu moindre et par une situation transitoire dans 2 secteurs, l'industrie et la construction qui avaient créés respectivement 200 000 et 85 000 emplois. Lorsque l'activité repartira dans ces deux branches, les entreprises pourront utiliser cette main d'œuvre disponible sans embaucher et le surplus d'emplois sera résorbé.

Le mystère de la chute de la productivité trouve donc sa cause dans la hausse importante du taux d'emploi qui était parmi l'un des plus faibles en Europe. Depuis 2023, la croissance du PIB dépasse celle des créations d'emplois. La valeur ajoutée du secteur marchand a en effet augmenté de 5%, alors que les créations d'emplois n'ont progressé que de 1,7%. Il semble que l'économie française retourne désormais dans un régime plus classique avec des gains de productivité autour de 1%.

Ce rebond ne signifie pas pour autant que la France va regagner entièrement la productivité perdue pendant la pandémie. Au rythme actuel de 1,3% de gains de productivité par an, il faudrait une douzaine d'années pour combler le terrain cédé entre 2019 et 2024.

Croissance annuelle moyenne de la productivité horaire du travail entre 1980 et 2009 et entre 2010 et 2022 (OCDE, calculs COR)



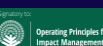
La productivité ralentit depuis les années 1960 dans les économies développées

Dans les autres pays européens et aux Etats-Unis, les gains de productivité par tête ont aussi baissé pendant la pandémie, mais dans des proportions bien plus faibles. Mais leur taux d'emploi n'a pas augmenté autant qu'en France.

Sur le très long terme, les gains de productivité horaire du travail ont progressé bien plus vite que le PIB par habitant. En France, la productivité a augmenté de 2,5 % entre 1980 et 2022 en moyenne annuelle alors que le PIB n'a progressé que de 1,8% (source : G.Cette, colloque du COR 2023). Depuis le début des années 1960, après le rattrapage suite à la fin de la 2^{ème} guerre mondiale, le rythme des gains de productivité a ralenti continuellement dans toutes les économies développées. Depuis environ 15 ans, le rythme de croissance de la productivité du travail atteint des niveaux significativement faibles. Cette tendance est constatée pour tous les grands pays développés alors même qu'elles ne sont pas toutes au même stade de développement et n'ont pas la même structure d'activité ni le même cadre institutionnel. Or, sur le long terme, la hausse de la productivité est le principal vecteur de performance économique et d'amélioration du pouvoir d'achat.

Sources: BdF Bulletin mars/avril 2024 Devulder, Ducoudré & all: Comment expliquer les pertes de productivité observées en France depuis la période pré-Covid? Le Monde 23/9/24: En France, du mieux sur le front de la productivité, OFCE, COR intervention de G. Cette Colloque nov 2021, www.longtermproductivity.com



Expertise	Nom	Classe d'actifs	SFDR	SRI	Labels	Code ISIN
MONÉTAIRE	BFT FRANCE MONÉTAIRE COURT TERME ISR	Monétaire Court Terme	Art. 8	1		Part I-C FR0010232298
						Part I2-C FR0013067808
	BFT AUREUS ISR	Monétaire Standard	Art. 8	1		Part I-C FR0010599399
						Part I2-C FR0013067790
TRÉSORERIE LONGUE	BFT CRÉDIT 6 MOIS ISR	Obligataire	Art. 8	1		Part I-C FR0010816439
	BFT CRÉDIT 12 MOIS ISR	Obligataire	Art. 8	2		Part I-C FR0010796433
OBLIGATAIRE	BFT CRÉDIT OPPORTUNITÉS ISR CLIMAT	Obligataire	Art. 8	2		Part I-C FR0010638676
						Part I2-C FR0012858710
	BFT CRÉDIT HIGH YIELD SHORT TERM ISR	Obligataire	Art. 8	2		Part I-C FR0010744300
						Part I2-C FR0013017837
	BFT FRANCE OBLIGATIONS DURABLES ISR *	Obligataire	Art. 8	2	 	Part I-C FR001400C9Y2
						Part I2-C FR001400CA00
OBLIGATAIRE À ÉCHÉANCE	BFT SÉLECTION RENDEMENT 2026	Obligataire	Art. 8	2		Part I-C FR0013222379
	BFT RENDEMENT 2027	Obligataire	Art. 8	2		Part I-C FR001400D3Y4
	BFT SÉLECTION RENDEMENT 2027 RÉDUCTION CARBONE	Obligataire	Art. 8	2		Part I-C FR0014000EK5
ACTIONS FRANÇAISES	BFT FRANCE EMPLOI ISR *	Actions France toutes capitalisations	Art. 8	5	 	Part I-C FR00140039H4
						Part I2-C FR00140039J0
	BFT FRANCE FUTUR ISR CLIMAT	Actions France petites et moyennes capitalisations	Art. 8	4	 	Part I-C FR0011036912
						Part I2-C FR0013314259
	BFT FRANCE PME	Actions France petites capitalisations	Art. 8	4		Part I-C FR001400DWX9
ACTIONS EUROPÉENNES	BFT FRANCE SOLIDAIRE ISR	Actions France toutes capitalisations	Art. 8	5		Part I-C FR001400E4I4
						Part I-C FR0010720631

* Fonds à impact selon la méthodologie OPIM (Operating Principles for Impact Management)

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 : 16/10/2024