

juillet 2023

Vues & convictions

▶ L'inflation baissera-t-elle ?

▶ Jusqu'ici tout va bien !

▶ Les cinq scénarii climatiques du GIEC

**Une résilience
à toute épreuve ?**


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

Philippe Chaker,

Investment Specialist

Recherche

Jeanne Asseraf-Bitton,

Responsable de la Recherche & Stratégie

Romain Aumond,

Economiste

Fabien Forchino,

Senior Quantitative Analyst

SOMMAIRE

3

INTRODUCTION

Les marchés sont-ils trop complaisants ?

4

SCÉNARIO D'ACTIVITÉ

- La résilience conjoncturelle et le risque de persistance de l'inflation mettent les banques centrales sous pression
- Synthèse macroéconomique par zone géographique : Etats-Unis, zone Euro, France

8

ANALYSE DE FINANCE COMPORTEMENTALE

- La crainte du ralentissement modère l'appétit pour le risque

9

VALORISATION DES MARCHÉS

- Actions : Quid de la résilience des marges ?
- Obligations : Taux d'équilibre, naturel, neutre, star...
- France : Une relance chinoise, un relai pour la Bourse de Paris ?

12

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

- Résumé
- L'inflation baissera-t-elle ?
- Jusqu'ici, tout va bien !
- En été, ne pas oublier de se protéger quand le soleil est au zénith

16

INVESTISSEMENT DURABLE

- Les cinq scénarii climatiques du GIEC

17

GRANDES TENDANCES

- L'emploi en France : de fortes disparités territoriales

18

NOTRE GAMME DE FONDS OUVERTS

- Monétaire, Trésorerie longue, Obligataire et Actions



Une résilience à toute épreuve ?

Contrairement à ce qui était attendu par de nombreux investisseurs, les marchés financiers ont réalisé un bon premier semestre. La plupart des indices actions ont progressé, le MSCI World gagnant 13,6% (TR, en USD, au 27/6/23). Les marchés obligataires ont également affiché des performances positives, l'indice obligataire mondial comprenant les emprunts publics et privés Investment Grade (Bloomberg Global Aggregate Index TR, en USD, au 27/06/23) progressant de 1,8%. Ce dynamisme financier a contrasté avec l'ambiance prudente et défensive des investisseurs, qui, en majeure partie, ont fait preuve dans leurs choix tactiques d'attentisme. Il est vrai que la croissance économique a été plus résiliente qu'attendue, le resserrement brutal des banques centrales n'ayant, pour le moment, pas conduit à la récession anticipée. De l'autre côté, l'inflation se montre aussi plus visqueuse que prévue, ne refluant pas aussi rapidement qu'escompté. Alors que les risques qui pèsent sur les marchés financiers sont multiples, comment se positionner pour le deuxième semestre ? Où sont les opportunités ?

Une volatilité actions trop basse

L'indice VIX de la volatilité implicite de l'indice S&P 500 a retrouvé il y a quelques jours son niveau le plus bas d'avant la crise du Covid en janvier 2020. Ce faible niveau de volatilité nous semble peu compatible avec les multiples risques identifiés : risque de récession, d'inflation, risques géopolitiques... La bonne tenue de l'indice S&P 500 est due quasi exclusivement à l'envolée des megacaps technologiques (Apple, Microsoft, Google, Nvidia, Amazon, Meta et Tesla). Alors que le S&P des valeurs technologiques bondi de plus de 40% depuis le début de l'année, le S&P 500 hors valeurs technologiques ne progresse que de 5,9%, le S&P 500 affichant lui une hausse de 15% (TR, en USD au 27/06/23). Cette forte concentration de la performance se justifie par l'engouement suscité par l'intelligence artificielle. Mais comme souvent, lorsqu'une innovation technologique arrive, les marchés ont tendance à s'emballer trop rapidement. Les valeurs technologiques capitalisent déjà plus de 30 fois les bénéfices anticipés à 12 mois contre 17 fois pour le reste du S&P 500. Les valorisations actuelles semblent avoir déjà intégré beaucoup de bonnes nouvelles.

Des banques centrales inflexibles face à l'inflation persistante

La viscosité de l'inflation contraint les banques centrales à poursuivre leur cycle de resserrement monétaire plus longtemps. Les facteurs de désinflation sont aujourd'hui en place, comme le constate M. Powell lui-même. Néanmoins, la baisse de l'inflation est à ce jour trop timide pour pouvoir acter la fin du cycle de hausse des taux. Ceci est encore plus vrai pour la BCE. Christine Lagarde vient d'ailleurs d'enfoncer le clou au Forum de Sintra en réaffirmant que l'inflation en zone euro est trop élevée et qu'il convient de la ramener « coûte que coûte » à l'objectif de 2%. Elle a déjà confirmé que la BCE relèvera ses taux directeurs encore une fois en juillet. Si le risque d'inflation persiste, le risque de récession ne peut pas être exclu non plus, malgré la bonne résistance de l'activité et du marché du travail. La stagflation comme dans les années 1970 et 1980 plane toujours au-dessus des marchés. Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, a récemment rappelé le fait que le coût pour l'économie



Laurent GONON
Directeur des Gestions



Warin BUNTROCK
Directeur adjoint des Gestions

« Un 2^{ème} semestre incertain face à l'inflexion des perspectives économiques

d'une action excessive contre l'inflation est plus faible que le prix à payer en cas d'action trop timide vis-à-vis d'une inflation persistante.

Une diminution drastique de la liquidité

La question de l'évaporation de la liquidité a quasiment disparu du radar des marchés. La poursuite des achats d'obligations par la Banque du Japon et les injections de liquidité de la Fed lors de la crise des banques régionales, a ainsi soutenu les marchés au premier semestre. Cette tendance ne devrait pas se poursuivre. Les banques centrales sont bien décidées à poursuivre la réduction de leur bilan. La BCE a cessé de réinvestir les tombées de son programme APP (moins 240 Md€ par an) et les banques ont remboursé les 2 000 Md€ des différents TLTRO. Cette réduction sans précédent de la liquidité doit être absorbée par le marché alors que les Etats, et notamment le Trésor américain, doivent financer des déficits toujours en croissance.

Des perspectives économiques en transition

Les répercussions différées du cycle de resserrement monétaire vont, selon nous, peser sur la croissance économique au cours du 2^{ème} semestre. Nous restons prudents sur les marchés d'actions, les valorisations ayant monté, et préférons les obligations notamment courtes qui procurent des rendements attractifs.



Scénario économique d'ensemble

La résilience conjoncturelle et le risque de persistance de l'inflation mettent les banques centrales sous pression



Romain AUMOND
Economiste

Le premier semestre de l'année 2023 contredit le scénario macroéconomique dégradé que la crise inflationniste, amplifiée par le conflit en Ukraine avait initié. La résilience des économies développées face au resserrement monétaire amorcé depuis plus d'un an, en dépit des épisodes de turbulence bancaire, ne cesse de surprendre. Fortement attendue par ailleurs, la reprise chinoise post-Covid tend à décevoir les observateurs : la demande interne demeure timorée et le tassement de la demande globale ne semblent pas porter l'espoir d'un réel relai pour la croissance mondiale en 2023.

Portée par un marché de l'emploi toujours en déséquilibre, la demande interne aux Etats-Unis reste étonnamment vigoureuse. Les entreprises qui bénéficient de situations bilancielle solides maintiennent un effort d'investissement conséquent dans un contexte de réorganisation des chaînes d'approvisionnement mondiales. Quant à la zone Euro, elle entre en ce début d'année en récession technique. Celle-ci est majoritairement attribuable à une demande atone qui plie sous le poids du choc énergétique sur les revenus réels des économies de la zone. Son secteur manufacturier souffre par ailleurs de l'essoufflement de la demande globale et absorbe difficilement le choc sur le prix des intrants. Il y a fort à parier néanmoins que les revenus réels porteront la croissance en seconde partie d'année à mesure que l'inflation refluera. Plus généralement, nous assistons à un ralentissement conjoncturel qui devrait se prolonger jusqu'à la fin de l'année. Ce ralentissement n'est cependant pas au goût des banques centrales qui souhaiteraient observer un réajustement entre offre et demande plus rapide, notamment sur le marché de l'emploi, afin de tempérer des pressions inflationnistes qui s'ancrent peu à peu dans les économies.

Les effets de base sur les prix de l'énergie couplés à ceux de la composante alimentaire des indices des prix à la consommation devraient comprimer les taux d'inflation à travers les économies développées.

Ce reflux bienvenu ne devrait cependant pas jouer à court terme sur les dynamiques des agrégats de prix sous-jacents, au premier rang desquels les services. Ce secteur étant largement dépendant du facteur travail et par conséquent des salaires, il y a fort à parier que les tensions sur le marché de l'emploi conjugué à un effet de rattrapage des revenus maintiennent une pression sur les coûts de production. De ce fait le risque d'un effet Phillips, amplifié par un phénomène de défense des marges des entreprises pourrait rendre la lutte contre l'inflation plus délicate pour les banques centrales et donc plus douloureuse pour les économies.

Prévisions de croissance du PIB - Scénario central

| | 2021 | 2022 | 2023* | 2024* |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Monde | 5,7% | 2,5% | 2,2% | 2,6% |
| Pays avancés | 5,3% | 2,7% | 0,9% | 1,0% |
| Etats-Unis | 5,7% | 2,1% | 1,2% | 0,9% |
| Zone Euro | 5,2% | 3,3% | 0,6% | 1,2% |
| Royaume-Uni | 6,9% | 4,1% | 0,5% | 0,9% |
| Japon | 2,2% | 1,2% | 1,3% | 1,1% |
| Pays émergents | 6,9% | 2,3% | 3,3% | 3,9% |
| Chine | 8,1% | 3,0% | 4,5% | 5,0% |
| Brésil | 4,7% | 2,9% | 0,5% | 1,5% |
| Russie | 3,1% | -3,5% | 0,7% | 1,3% |

*Prévisions BFT-IM

Prévisions d'inflation (headline)

| | 2021 | 2022 | 2023* | 2024* |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Monde | 3,8% | 8,6% | 6,3% | 4,8% |
| Pays avancés | 3,5% | 8,1% | 4,6% | 2,7% |
| Etats-Unis | 4,6% | 8,0% | 4,0% | 2,5% |
| Zone Euro | 2,5% | 8,4% | 5,0% | 2,8% |
| Royaume-Uni | 2,7% | 9,1% | 7,5% | 4,1% |
| Japon | 0,2% | 2,5% | 2,6% | 0,6% |
| Pays émergents | 6,2% | 9,0% | 7,7% | 6,5% |

*Prévisions BFT-IM

Prévisions de Politique Monétaire

| Principales banques centrales | Niveaux des taux | | |
|-------------------------------|------------------|----------|-----------|
| | juin-23 | déc-23 * | juin-24 * |
| US - FED - low range | 5,00% | 5,25% | 4,75% |
| BCE - Tx de refi | 4,00% | 4,50% | 4,50% |
| BCE - Tx de dépôt | 3,50% | 4,00% | 4,00% |
| Royaume-Uni - BOE | 4,50% | 5,00% | 5,00% |
| Japon - BOJ | -0,10% | -0,10% | 0,00% |

*Prévisions BFT-IM

Source : BFT IM et Datastream, prévisions d'inflation et d'activité réalisées le 30/06/2023



Synthèse macroéconomique par zone géographique

Etats-Unis : la demande interne et l'inflation sous-jacente tiennent tête à la Réserve Fédérale

Après un effort de hausse de taux directeurs cumulée de 500 bps entrepris par la FED depuis plus d'un an et demi, la conjoncture américaine ne cesse de surprendre par sa vigueur. Le marché du travail est encore en surchauffe bien que sur la voie d'une normalisation très lente de l'offre et de la demande. La demande interne émanant des ménages ou des entreprises demeure dynamique en dépit du renchérissement du coût du crédit ainsi que du resserrement des conditions d'octroi. Le marché de l'immobilier ne montre pas de véritable craquement bien que le secteur ait été le plus rapidement exposé au mouvement de restriction monétaire. La dynamique des prix, bien que pointant vers un net ralentissement grâce à la normalisation de la composante énergétique et des biens, peine à convaincre le FOMC qui continue d'alerter sur le risque d'enracinement d'une l'inflation trop élevée dans l'économie.

Le moteur de la croissance outre-Atlantique qu'est la consommation des ménages maintient un rythme d'expansion singulièrement élevé au cours du début d'année. Cette vigueur est attribuable en partie à la présence d'excès d'épargne, d'effets richesse mais surtout à un marché de l'emploi en surchauffe (taux de chômage à 3,7%) qui maintient les revenus réels des agents à des niveaux suffisamment élevés pour supporter la consommation associée à un faible taux d'épargne au regard de l'historique de la série (4,6% vs 8,8% du revenu disponible). La croissance des salaires (4,4% en glissement annuel) reste incompatible avec la cible de la FED qui désirerait voir un rythme équivalent à sa cible de 2% auquel les gains de productivité du travail s'ajouteraient. Le profil de croissance de la valeur ajoutée illustrée dans la Fig. 1. nous montre par ailleurs que la dépense publique demeure également un support pro-cyclique dans un contexte où les négociations relatives au rehaussement du plafond de la dette a été entériné par les forces politiques. L'investissement des entreprises demeure par ailleurs solide, signe que le secteur privé, encore fort d'une situation bilancielle plus saine que dans les fins de cycle observées précédemment maintient un effort de renouvellement de ses capacités de production. Plus globalement, si le secteur bancaire régional a connu des secousses poussant le régulateur à accroître les besoins de fonds propres et que le secteur de l'immobilier commercial qui est fortement lié au premier continue de montrer des risques de faiblesse structurelle, la résilience de la conjoncture américaine complexifie l'action de la Réserve Fédérale.

Bien que les anticipations des agents soient bien ancrées sur sa cible et que le processus désinflationniste (Fig. 2) ait débuté, notamment pour les composantes énergétique et biens manufacturés, la pression inflationniste émanant du secteur des services fait craindre à la FED un retour lent des variations des agrégats de prix à sa cible. Plus ce processus se prolongera et plus les risques de voir une inflation structurellement plus haute se matérialiseront, obligeant la Réserve Fédérale à un effort supplémentaire dans son resserrement monétaire.

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

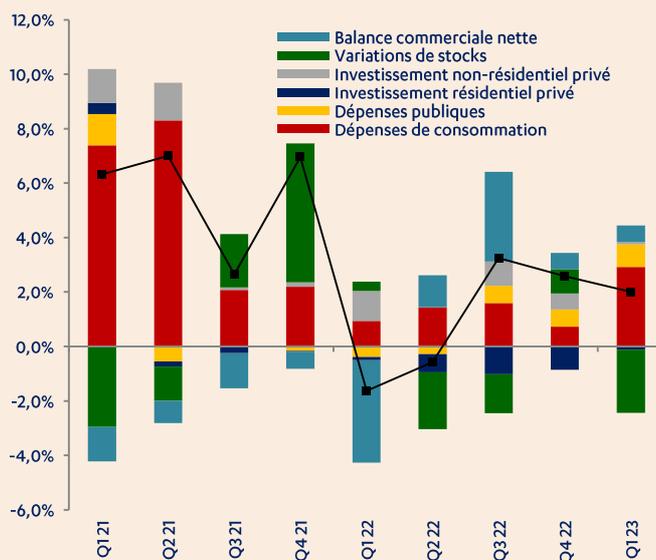
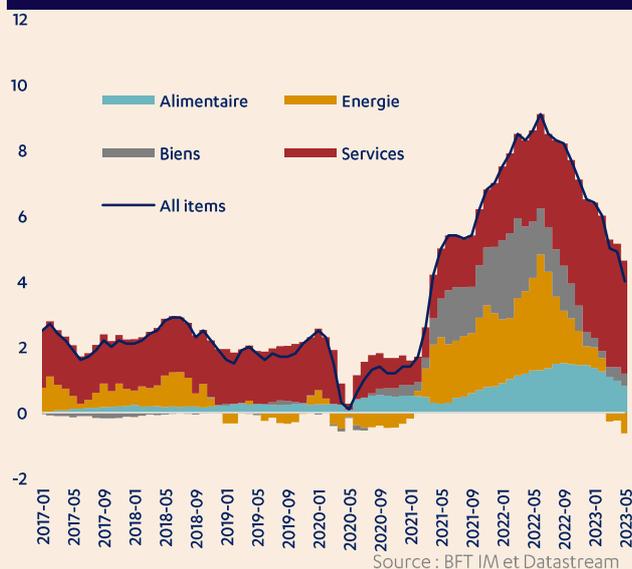


Fig. 2 Inflation US et composantes (g.a. %)



Source : BFT IM et Datastream



Synthèse macroéconomique par zone géographique

Zone Euro : la BCE déterminée à juguler les tensions inflationnistes endogènes

L'inflation en zone Euro n'est pas issue d'un excès de demande endogène mais est le fruit d'un choc exogène. Par crainte d'une diffusion du choc énergétique à l'économie réelle, la Banque Centrale Européenne s'est vue contrainte d'amorcer un virage monétaire restrictif historique, portant l'effort total de resserrement à 400 bps en termes de taux directeurs et un dégonflement progressif de son bilan. Cette action est guidée par la crainte que des déséquilibres présents sur le marché de l'emploi, conjugués à une contrainte sur l'offre encore présente, ne se matérialisent en effets de second tour endogènes, poussant les dynamiques de prix loin de la cible de l'institution francfortoise. La demande au sein de la zone est cependant sous pression et timorée, en raison notamment de la perte de revenus réels des agents, engendrée par la crise énergétique ne laissant que des marges de manœuvre restreintes à la BCE pour garantir un rééquilibrage des marchés des biens et services.

L'activité européenne souffre d'une demande interne atone ainsi que d'une demande globale en net ralentissement. Les contraintes sur l'offre ont maintenu le secteur manufacturier sous pression avant que le choc énergétique ne détériore plus violemment les capacités de production de la zone. Bénéficiant de supports tels que des carnets de commande encore fournis, les perspectives du secteur dans la zone semblent difficiles, comme l'indiquent les enquêtes auprès des directeurs d'achat (PMI) pour le secteur manufacturier (Fig. 1). Plus généralement, c'est le secteur des services dont bénéficient globalement les économies périphériques qui constitue le moteur de la croissance européenne à l'heure actuelle. Si l'Allemagne souffre d'un retrait de la dépense gouvernementale et des effets de perte de revenu réel de l'économie, l'Italie et l'Espagne ainsi que la France dans une moindre mesure sont parvenus à éviter la récession technique que la zone a connu durant l'hiver.

L'amélioration des termes de l'échange à la suite de la normalisation des prix de l'énergie constitue à l'heure actuelle, par le biais de la balance commerciale, le support majeur de la croissance. Il faut néanmoins constater l'admirable vigueur du marché du travail (taux de chômage de 6,5% de la population active, plus bas historique. Celui-ci, couplé à un effet de rattrapage des salaires dans la zone, ainsi qu'à une épargne

disponible en abondance, pourraient voir la demande interne contribuer positivement à la création de valeur ajoutée durant la seconde partie de l'année. Les effets multiplicateurs des efforts d'investissement dans la transition énergétique et la souveraineté industrielle de la zone peuvent également se matérialiser dans la dynamique d'investissement des entreprises.

Ces supports à la demande sont autant de risques du point de vue de la Banque Centrale Européenne de voir se matérialiser des effets de second tour sur les dynamiques de prix, sous-jacentes notamment, par la conjonction d'une pénurie de main d'œuvre accrue et d'un pouvoir de défense des marges des entreprises. Les effets de base énergétiques puissants vont comprimer les dynamiques des prix jusqu'à la fin de l'été (Fig. 2) mais n'oblitéreront pas ces tensions sous-jacentes, particulièrement dans les services. Le soutien budgétaire associé à des déficits pro-cycliques encore importants à travers les économies (à l'exception notable de l'Allemagne) maintiennent par ailleurs un soutien à la demande et reste abhorré, car insuffisamment ciblé, par la BCE. Le retrait progressif des mesures de protection des consommateurs et des entreprises ainsi que des derniers dispositifs Covid, risque cependant de mettre sous pression l'activité d'ici la fin de l'année.

Fig1. Enquêtes PMI Zone Euro

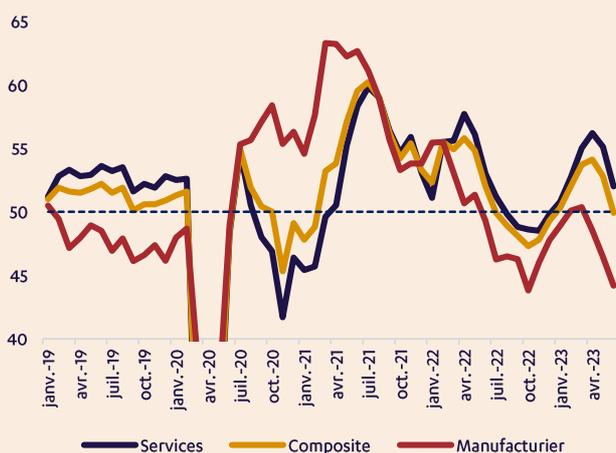
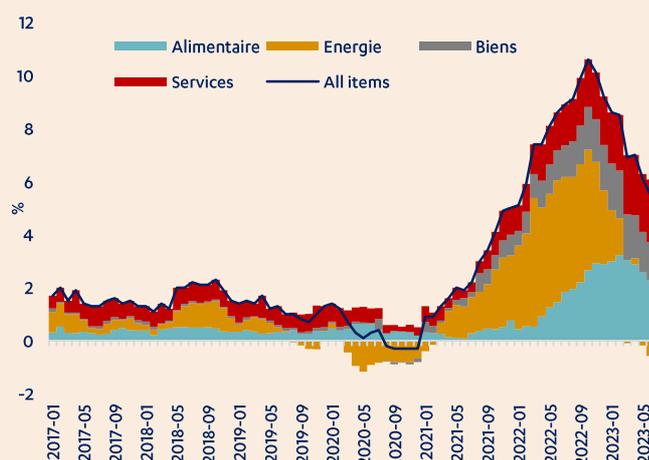


Fig2. Dynamique de l'inflation (HICP) en Zone Euro (g.a.,%)



Source : BFT IM, et Datastream



Synthèse macroéconomique par zone géographique

La conjoncture en France

La France maintient un rythme de croissance mesuré mais résilient en ce début d'année 2023, aidée par des contributions positives de la balance commerciale. Le choc énergétique semble être peu à peu absorbé dans les revenus réels des ménages et des entreprises. Ces dernières montrent que la dynamique d'activité dans l'industrie, dans les services ou le bâtiment demeure positive, bien que les nuages s'amoncellent face à une dégradation potentielle de la conjoncture globale.

L'activité française bénéficie de la normalisation des chaînes de production et d'approvisionnement ainsi que du ralentissement marqué des coûts de l'énergie. La bonne tenue du marché de l'emploi associée à une reprise des revenus réels des ménages, lourdement impactés par le choc énergétique, vont vraisemblablement jouer un rôle de support au cours de l'année. Ceux-ci disposent d'une épargne conséquente et l'enquête produite par l'INSEE mesurant leur moral s'oriente à la hausse de mois en mois, notamment la partie relative à la situation financière future. Le taux de chômage s'établit à 7,1% d'après l'OCDE, niveau tutoyant les plus bas historiques et se matérialisant dans les enquêtes des entreprises qui déclarent avoir des difficultés à recruter de la main-d'œuvre. Ces difficultés ont tendance à se réduire très marginalement.

Les entreprises françaises demeurent positives quant à la dynamique de leur activité à travers tous les secteurs de l'économie. L'incertitude relative à la vigueur de la demande qui leur sera adressée dans les prochains mois réapparaît néanmoins dans les enquêtes. Ces mêmes enquêtes confirment par ailleurs la disparition des difficultés d'approvisionnement, ainsi qu'une normalisation des prix des intrants. Dans ce contexte, le secteur manufacturier et la production industrielle qui lui est associée, montrent une amélioration d'après l'INSEE depuis le début de l'année, notamment dans le secteur des matériels de transports et des biens d'équipements. Le climat des affaires dans les services

semble, d'après l'INSEE, se stabiliser à des niveaux associés à une expansion. Ce secteur, largement dépendant de la disponibilité de main d'œuvre rapporte néanmoins des difficultés de recrutement. Ces difficultés, associées à une croissance tendancielle des salaires, pose un risque concernant les dynamiques des prix dans ce secteur. L'indice des prix à la consommation national montre une dynamique en fort ralentissement grâce au reflux marqué de la composante énergétique. La composante alimentaire montre des signes d'inflexion mais contribue à plus d'un tiers de la variation totale de l'indice. Les composantes sous-jacentes constituées des biens manufacturés et des services signalent un ralentissement, bien plus rapide dans la première catégorie que dans la seconde. Cette dernière sera en effet sujette à des contraintes d'ordre salariales sur une grande partie de l'année.

Les enquêtes Rexecode sur la trésorerie des grandes entreprises, celles de taille intermédiaire ou petites, indiquent que le resserrement des conditions d'octroi de crédit et le renchérissement de son coût se matérialisent peu à peu mais ne les détournent majoritairement pas dans leurs projets d'investissement. La trésorerie se maintient à des niveaux satisfaisants. Les délais de paiements s'allongent en revanche peu à peu. En 2023, de nombreuses entreprises anticipent par ailleurs d'augmenter les salaires mais également leur prix de vente dans l'optique de défendre leurs marges. Tandis que le nombre de défaillances se normalise à la suite du retrait progressif du soutien gouvernemental durant la crise Covid, le soutien gouvernemental au travers du plan de relance post-Covid va visiblement porter l'effort d'investissement tout au long de l'année.

Plus généralement, la France demeure sur une dynamique d'activité en ralentissement mais maintient un rythme de croissance solide en dépit des vents contraires observés depuis le début de l'année 2022.

Projections économiques (BdF et BCE)

| | 2023 | 2024 | 2025 |
|-------------------------------|------|------|------|
| France - PIB réel | 0,7 | 1,0 | 1,5 |
| Eurozone - PIB réel | 0,9 | 1,5 | 1,6 |
| France - Taux de chômage | 7,1 | 7,4 | 7,6 |
| Eurozone - Taux de chômage | 6,5 | 6,4 | 6,3 |
| France - Inflation | 5,6 | 2,4 | 1,9 |
| Eurozone - Inflation | 5,4 | 3,0 | 2,2 |
| France - Inflation "cœur" | 4,4 | 3,0 | 2,1 |
| Eurozone - Inflation "cœur" | 5,1 | 3,0 | 2,3 |
| Hypothèses pétrole (\$/baril) | 78 | 72,6 | 70,4 |
| Hypothèse €/€ | 1,08 | 1,09 | 1,09 |

Chiffres clés de l'emploi en France

| | Q1 2023 | Q4 2022 | vs.Q1 2022 |
|---|------------|------------|---------------|
| France - Taux de chômage (BIT, %) | 7,1 | 7,1 | -0,3 |
| Eurozone - Taux de chômage ZE (BIT, %) | 6,6 | 6,7 | -0,1 |
| France - Nombre de chômeurs (BIT, milliers) | 2186 | 2193 | -64 |
| <i>Variation trimestrielle</i> | -0,3% | -2,1% | |
| France - Taux de chômage (-25 ans) (BIT, %) | 16,2 | 16,4 | 0 |
| France - Taux de chômage (+49 ans) (BIT, %) | 5 | 4,8 | -0,4 |
| France - Nombre de chômeurs catégorie A (Pôle Emploi, milliers) | 2789 | 2820 | -156 |
| France - Nombre d'emplois vacants (DARES, milliers) | 357,5 | 333,3 | 20,7 |
| France - Emploi (INSEE, milliers) | 30291 | 30222 | 395,1 |
| <i>Variation trimestrielle</i> | 0,2% | 0,3% | |
| Eurozone - Emploi (BCE, milliers) | 168181 | 167254 | 2668 |
| <i>Variation trimestrielle</i> | 0,6% | 0,3% | |

Source : BFT IM et Datastream



La crainte du ralentissement modère l'appétit pour le risque

Les marchés actions sont proches de leurs points hauts historiques. L'appétit pour le risque était certes élevé en début d'année, après une année 2022 de performances significativement négatives. Mais suite à la crise des banques régionales américaines, l'appétit **pour le risque s'est effondré et n'est remonté qu'en territoire neutre, traduisant une volonté très limitée de la part des investisseurs pour la prise de risque** (Fig. 1). Qu'est ce qui les empêche de prendre davantage de risque ?

Ce positionnement prudent des investisseurs se retrouve dans les flux observés sur les différentes classes d'actifs. Depuis le début de l'année, ces flux sont largement orientés vers le monétaire, attirés par les niveaux de rémunération élevés suite à la remontée des taux des banques centrales. C'est aussi la classe d'actifs la moins risquée. Les investisseurs se tournent également vers les titres obligataires d'état ainsi que les titres crédit de catégorie Investment Grade. **Les actifs les plus risqués sont pour l'instant délaissés** : actions, obligations High Yield et dettes émergentes.

Plusieurs menaces se sont pourtant éloignées ou ont même disparu. La problématique du plafond de la dette américaine, qui aurait pu avoir des conséquences désastreuses pour l'économie mondiale, a finalement été résolue, au moins jusqu'en 2025. La crise des banques américaines ne s'est pas diffusée en risque systémique à l'ensemble de l'économie mondiale. Malgré un recours élevé des banques américaines au

bilan de la Fed, la situation semble désormais sous contrôle. Par ailleurs, la menace de la hausse de l'inflation semble également être derrière nous avec des chiffres d'inflation qui baissent plus ou moins rapidement selon les zones géographiques. En conséquence, le cycle de resserrement des banques centrales arrive logiquement à sa fin et cela rassure aussi les marchés.

Alors quels risques préoccupent les investisseurs ?

Le marché table sur un scénario de « soft landing » de l'économie. Ce scénario s'appuie sur la double hypothèse que l'inflation baisse rapidement et que les hausses de taux passées des banques centrales ne pèsent pas trop sur l'économie.

Or si l'inflation a passé son pic aux Etats-Unis comme en zone Euro, il subsiste une incertitude sur sa vitesse de retour à la cible. Une baisse trop lente pourrait inciter les banques centrales à poursuivre leurs resserrements monétaires.

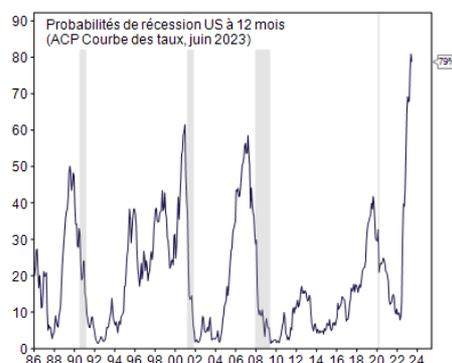
Même sans hausse supplémentaire de taux, le risque d'un atterrissage brutal est très élevé suite au resserrement monétaire le plus rapide de la Fed depuis 1974 avec +500bp de hausse en un peu plus d'un an seulement. D'après le modèle basé sur la forme de la courbe des taux, **la probabilité de récession aux Etats-Unis serait de 80% à 12 mois** (Fig. 2).

Les risques géopolitiques restent également présents dans les esprits avec le conflit Ukraine/Russie bien sûr, mais également un regain de tensions possible entre US et Chine, notamment au sujet de Taïwan.

Fig. 1 : L'appétit pour le risque reste timide malgré des marchés actions au plus haut



Fig. 2 : Le principal frein à une hausse de l'appétit pour le risque est la perspective d'une récession américaine



Source : BFT IM, Bloomberg, Macrobond



Jeanne ASSERAF-BITTON
Responsable de la Recherche & Stratégie

Valorisation des **actions**

Quid de la résilience des marges ?

Depuis le début de l'année (au 30 juin), les actions des pays développés (MSCI Monde) progressent de 12.9% malgré un resserrement monétaire d'une ampleur inédite. Les marchés semblent escompter une désinflation immaculée, scénario selon lequel les banques centrales parviendraient à ramener l'inflation vers sa cible de 2%, sans provoquer de récession et sans impact matériel sur les profits des entreprises. Mais la remarquable résilience des marges bénéficiaires, observée jusqu'à présent, est-elle tenable ?

A fin juin, le consensus (I/B/E/S) table pour 2023 sur une stabilité du bénéfice par action (BPA) pour le S&P 500 et une légère progression de 3% pour l'EuroStoxx. Les estimations pour 2024 demeurent optimistes à respectivement +11% et +8%. Suite aux résultats du 1^{er} trimestre qui ont montré un maintien des marges, les analystes ont à peine modifié leurs estimations : le BPA 12 mois a été révisé de -0.5% pour le S&P 500 et de +1% pour l'EuroStoxx sur le trimestre écoulé.

Pour les valeurs américaines, nos modèles macro rejoignent les estimations des analystes et suggèrent une progression du chiffre d'affaires d'environ 3-4% cette année et en 2024. Quant aux marges du S&P 500, la rentabilité des entreprises non financières, dérivée des comptes de la nation, est un bon proxy. Elle dépend de la capacité des entreprises à répercuter la hausse des coûts dans leurs prix de vente et est étroitement

liée au ratio prix de vente sur coût unitaire du travail (Fig. 1). Le ratio s'est un peu détérioré récemment alors que la hausse des prix de vente est devenue inférieure à celle des coûts (+2.7% trimestriel annualisé contre +6.8% au 1^{er} trimestre). Pour les prochains mois, nous anticipons une détente progressive du marché de l'emploi, source de modération salariale mais aussi un recul de la productivité en cette phase avancée du cycle, recul d'autant plus marqué que l'emploi est résilient. La hausse du coût unitaire du travail se poursuivrait alors que les enquêtes signalent une désinflation des prix de ventes. Des pressions accrues sur les marges sont probables.

En Eurozone, une étude récente du FMI montre que les profits ont plus que répercuté les hausses de coûts, contribuant à près de la moitié de l'inflation des 6 derniers mois. D'où un soutien de l'institution à davantage de resserrement de la BCE. Les entreprises pourront-elles encore monter les prix pour compenser les coûts et préserver leur marges ? Oui, selon la Banque de France qui prévoit des marges quasi-stables d'ici 2025 grâce à un regain de productivité avec le redressement espéré de l'activité. Le scénario nous paraît optimiste pour l'Hexagone et pour l'Union monétaire si l'on considère le durcissement des conditions de financement (Fig. 2) et son impact probable sur la croissance. Les marges nous semblent plus vulnérables qu'escompté par les marchés.

Fig. 1 : Des pressions modestes sur les marges des entreprises américaines, pour l'instant

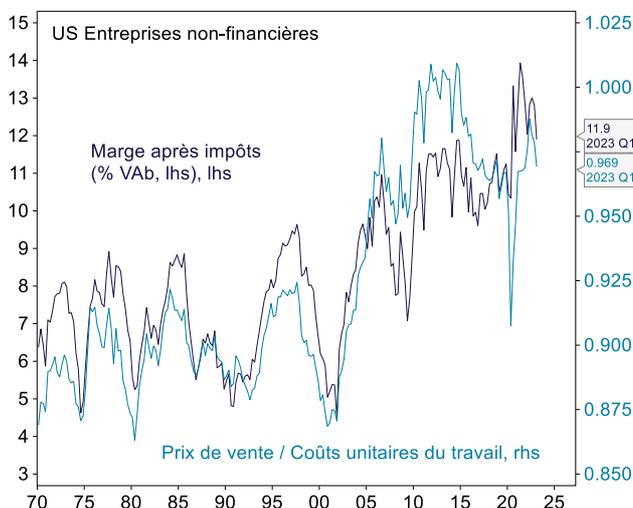
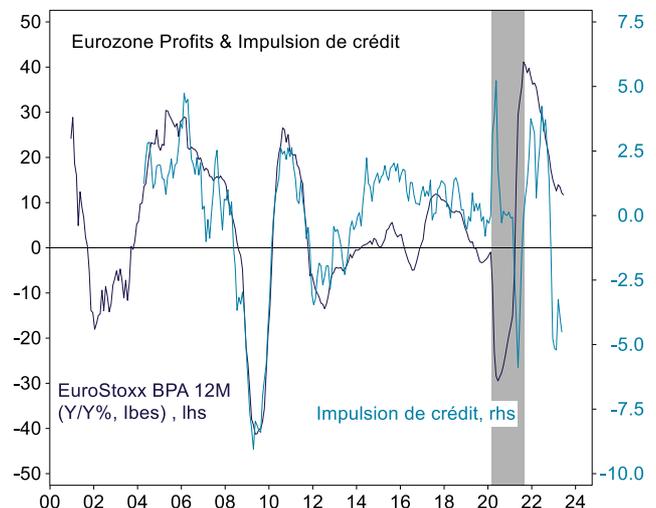


Fig. 2 : Les profits des entreprises sont vulnérables au durcissement des conditions de financement



Sources : BFT IM, Macrobond

Valorisation des obligations

Taux d'équilibre, naturel, neutre, star ... quel intérêt ?

Alors que les banques centrales occidentales peinent à juguler l'inflation et laissent entendre la poursuite du tour de vis monétaire, se pose la question du niveau qu'il faudra atteindre pour que le resserrement soit suffisant. Du côté de la Réserve Fédérale américaine, une majorité de membres du comité de décision considèrent souhaitable un taux directeur supérieur à 5.5% pour ramener l'inflation vers sa cible de 2%. Les marchés de futures escomptent un taux terminal proche de 5.5%. Quant à la théorie, elle met en avant une notion abstraite et non observable, un taux d'équilibre, neutre ou naturel, nommé R-star.

Qu'est-ce que R-star ? R-star est le taux d'intérêt réel neutre cohérent avec le maintien d'une économie à son potentiel (au plein emploi) et une inflation stable. Ainsi, plus la banque centrale fixe son taux directeur réel en-deçà de R-star, plus la politique monétaire est accommodante, et réciproquement plus le taux directeur réel est supérieur à R-star, plus la politique est jugée restrictive.

Quelles estimations de R-star ? La publication (Fed de New York) du modèle empirique Laubach-Williams a repris en mai 2023 avec la prise en compte des distorsions liées au Covid-19. Le modèle filtre les données sur la croissance, l'inflation et le taux directeur pour estimer la croissance potentielle et le taux

naturel réel. La Fed de Richmond publie les résultats d'une approche alternative, le modèle TVP-VAR de Lubik-Matthes, où les paramètres varient dans le temps, permettant de capter des comportements non-linéaires. Enfin, le taux réel forward 5 ans 5 ans est considéré comme un proxy de marché de R-star. Les estimations (Fig.1) diffèrent et varient dans le temps mais vu les fourchettes haute et basse du modèle Lubik-Matthes, nous privilégions le modèle Laubach-Williams (1.14% pour le T1 2023) et le proxy de marché (1.35% à mi-juin).

Quelles conclusions ? Le taux réel 2 ans (dérivé des obligations indexées sur l'inflation) reflète le taux directeur réel moyen sur le cycle, escompté par le marché. A mi-juin, il atteint 1.6% aux Etats-Unis et dépasse à la fois R-star estimé par Laubach-Williams et le proxy de marché, ce qui suggère que la politique de la Fed est devenue suffisamment restrictive.

Le signal est similaire pour l'Eurozone. Le modèle Holston-Laubach-Williams pointe vers un R-star à 0.9% pour le 1^{er} trimestre 2023 alors que le proxy de marché indique un taux plus faible à 0.4% fin juin. Or, le taux réel 2 ans (swap) de l'Eurozone, reflet du taux directeur moyen sur le cycle, avoisine 1.3%, soit un niveau supérieur aux deux estimations de R-star, ce qui suggère une politique restrictive de la BCE.

Fig. 1 : Estimations du taux naturel réel pour les Etats-Unis

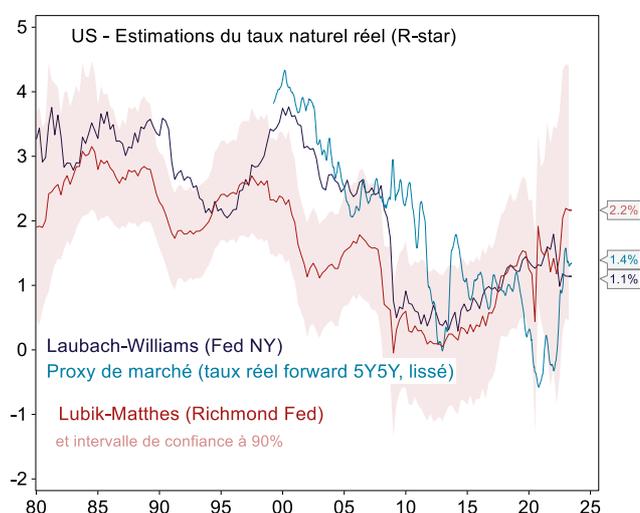
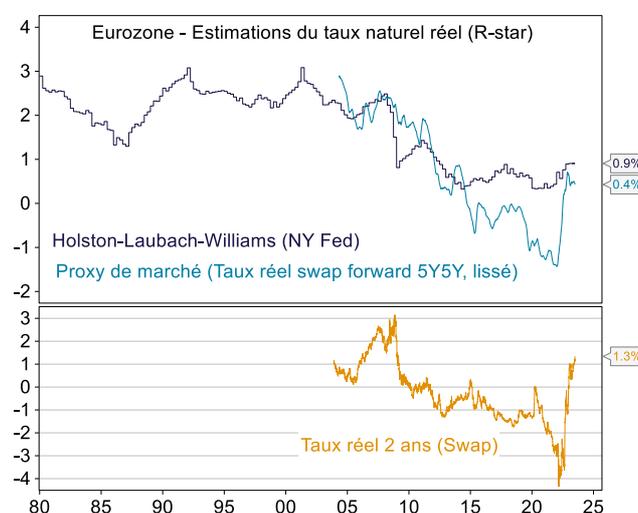


Fig. 2 : Estimations du taux naturel réel pour l'Eurozone



Sources : BFT IM, Macrobond

Valorisation des **actifs français**

Une relance chinoise, un relai pour la Bourse de Paris ?

Avec un nouveau plus haut historique atteint fin avril et plus de 4% (y compris dividendes nets) gagnés sur le trimestre écoulé, le CAC 40 conserve son avance et s'affiche en hausse de 13.3% depuis le début de l'année (au 26 juin) contre 11.7% pour l'EuroStoxx (Fig. 1). Malgré cette solide performance, la valorisation des valeurs françaises paraît peu exigeante si l'on considère le ratio cours sur bénéfices par action qui avoisine 12 (Fig. 2), sa moyenne de long terme. Même l'analyse technique semble suggérer un timing d'achat idoine avant un rebond possible. Quel pourrait être le catalyseur haussier pour le second semestre ?

Les perspectives bénéficiaires sont sans attrait avec une contraction (-1.8%) des bénéfices attendue en 2023 par le consensus I/B/E/S et une croissance limitée à +6.8% en 2024. De plus, la dynamique de révision déjà légèrement négative pourrait se dégrader davantage alors que les signes de stagnation de l'activité se multiplient en France. Les enquêtes de juin auprès des directeurs d'achats se sont enfoncées en territoire récessif, signe d'une économie intérieure en panne.

Mais le CAC 40 est peu exposé à l'activité de l'Hexagone. Les secteurs internationaux (consommation, matériaux, santé) pèsent près de 50% de l'indice alors que le poids des secteurs tournés vers le marché intérieur (services aux collectivités, télécoms, immobilier, finance) dépasse à peine 16%. La part des

ventes des entreprises du CAC 40 réalisée hors d'Europe avoisine 60% dont 23% en Asie-Pacifique, d'où l'importance du dynamisme de la Chine pour les valeurs françaises. La corrélation (Fig. 3) historiquement élevée du CAC 40 avec les valeurs chinoises s'est affaïssée pendant la pandémie et se redresse difficilement alors que la réouverture de la Chine ne répond pas aux attentes de rebond de la croissance. Une réaction des autorités sous forme de relance monétaire et de mesures budgétaires ciblées devient probable. Elle pourrait entraîner une hausse de la bourse de Paris dans le sillage des actions chinoises, sur fond de corrélation plus étroite.

Fig. 1 : Performance des actifs français au 26 juin

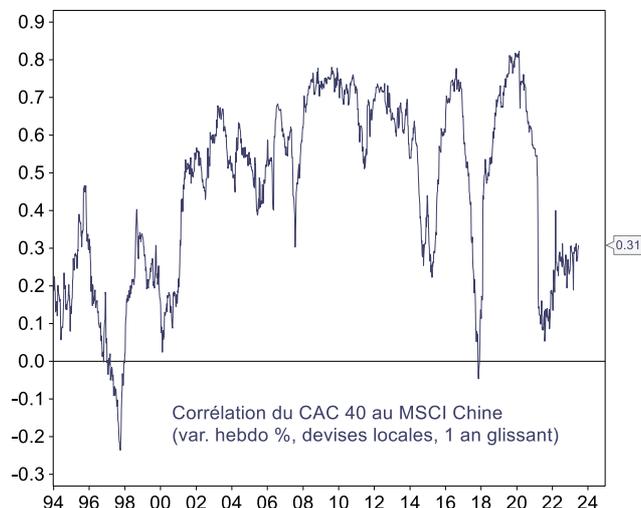
| France - Performance des actifs financiers | | | |
|--|-------|-------|-------|
| | 3M | 2023 | 12M |
| CAC40 (nTR) | 4.3% | 13.3% | 21.1% |
| CAC Mid & Small (nTR) | -0.6% | 2.9% | 3.2% |
| CAC All-Tradable (nTR) | 3.1% | 12.1% | 19.3% |
| Euro STOXX (nTR) | 4.3% | 11.7% | 17.6% |
| France Oblig. Etat (TR) | -0.9% | 2.5% | -4.8% |
| EuroAgg Oblig. Etat (TR) | -0.5% | 3.0% | -3.7% |
| ESTR Capitalisé | 0.8% | 1.3% | 1.6% |

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

Fig. 2 : Valorisation des actions françaises au 23 juin

| | Actions françaises Profits attendus et Valorisation | | | |
|------------------------|---|------------|------------------|------------|
| | CAC 40 | CAC Mid 60 | CAC All Tradable | Euro STOXX |
| Niveau d'indice | 7163 | 13702 | 5344 | 449 |
| 12MF BPA Croissance | 2.4 % | 44.5 % | 4.9 % | 5.3 % |
| 12MF Momentum 3M | -0.3 % | -3.6 % | -0.4 % | 1.2 % |
| Cours/BPA | 11.9 x | 10.4 x | 11.9 x | 11.8 x |
| Capi./Ventes | 1.2 x | 0.6 x | 1.1 x | 1.0 x |
| Capi./Cash Flow | 7.7 x | 5.8 x | 7.4 x | 7.1 x |
| Capi./Valeur comptable | 1.6 x | 1.0 x | 1.6 x | 1.4 x |
| Rendement au dividende | 3.3 % | 4.1 % | 3.3 % | 3.6 % |
| Taux d'Etat 10 ans | 2.9 % | 2.9 % | 2.9 % | 3.1 % |

Fig. 3 : Corrélation du CAC 40 et du MSCI Chine



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

Résumé de nos vues par classes d'actifs

Préférer les émetteurs affichant des revenus et des profits réguliers et de forts cash-flows pouvant résister à une conjoncture dégradée

Les marchés font preuve d'une résilience à toute épreuve. Les données économiques publiées ces dernières semaines ont plutôt surpris positivement et les primes de risques se sont bien restituées. Mais l'incertitude sur la trajectoire de la politique monétaire de la BCE est élevée. Le consensus semble plus dispersé qu'habituellement sur l'évolution des bénéfices cette année, tirillé entre un probable pincement des marges et l'évolution globalement favorable des chiffres d'affaires. Nous privilégions dans nos stratégies crédit et actions les émetteurs de qualité avec une bonne visibilité.

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

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

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

L'inflation baissera-t-elle ?

ENVIRONNEMENT DE MARCHÉ

Aujourd'hui, le contexte est « hawkish » des deux côtés de l'Atlantique avec des hausses de taux supplémentaires anticipées, aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe. Les marchés anticipent une hausse de la FED et deux de la part de la BCE dans les mois à venir. L'objectif de ces deux banques centrales reste la lutte contre l'inflation qui demeure persistante. Et malgré leurs remontées de taux successives, les chiffres macro-économiques demeurent solides. Les niveaux de portage dans le monde obligataire sont attractifs, principalement dus à la composante taux. Ces niveaux, pas vus depuis de nombreuses années, représentent une protection contre une potentielle hausse des taux/spreads. En cas de crise importante au niveau macro-économique, un écartement des spreads de crédit pourrait être compensé par une baisse de la composante taux. Ce contexte constitue un support solide pour la demande d'obligations : les flux acheteurs devraient à priori poursuivre leur croissance sur cette classe d'actifs.

Nous observons une demande soutenue sur l'ensemble des obligations privées, particulièrement sur la partie court terme, point culminant de la courbe, qui affiche un ratio rendement/maturité intéressant. Les émissions primaires, qui avaient ralenti en mars/avril à la suite de la crise bancaire américaine, ont repris à un rythme soutenu. Avec la fin du TLTRO entre autres, les besoins de financement des banques vont être plus importants. Nous prévoyons une hausse de leurs programmes d'émissions.

Parallèlement, la BCE met fin aux réinvestissements dans le cadre du programme d'achats d'actifs à compter du début du mois de juillet 2023. Au vu des flux estimés, cela devrait impacter davantage les obligations souveraines/supras que les obligations privées.

Concernant les spreads pays, ils sont restés stables sur les pays dits « Core » de la zone Euro. Quant aux pays « périphériques », les spreads se sont resserrés. Effectivement, nous pouvons noter que, vu le niveau des spreads actuels, la Grèce est désormais considérée moins risquée que l'Italie (Cf. Fig.1). Ceci étant vraisemblablement dû à l'anticipation d'un retour dans la catégorie Investment Grade.



Olivier ROBERT
Directeur Gestion Taux

STRATÉGIES

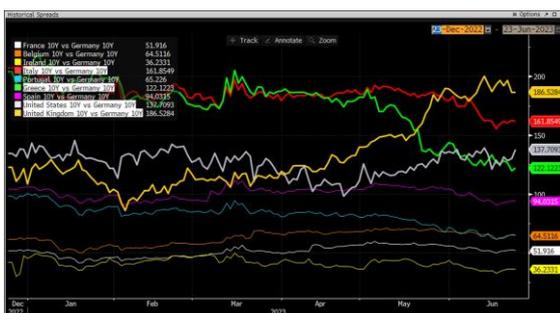
Dans ce contexte, nous pensons que la volatilité sur les taux devrait persister.

Sur le crédit, nous continuons de privilégier les maturités de court/moyen terme, choix guidé par la forme inversée de la courbe des taux. Notons que cette situation est très atypique et est généralement annonciatrice d'une récession à venir. Il faut retenir que cette inversion de la courbe des taux est historique, à la fois par son importance et surtout sa durée, plus de douze mois aux US (Cf. Fig. 2).

Nous conservons une approche prudente basée sur la qualité des actifs. Ainsi, nous ne sélectionnons que les émetteurs de meilleure qualité et les mieux armés pour préserver leurs marges. Nous nous positionnons d'avantage sur les titres BBB+/BBB dans l'univers IG et BB dans l'univers HY.

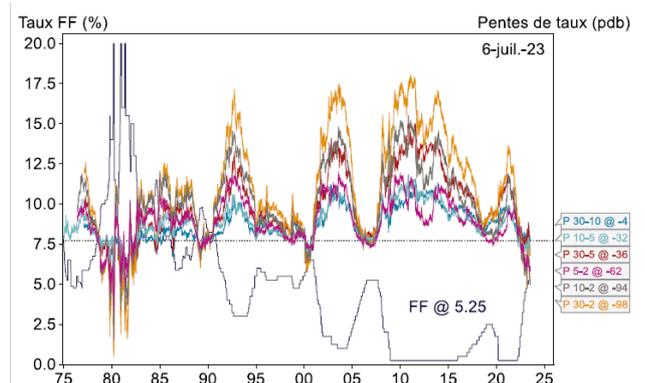
Sur le plan sectoriel, comme celui des entreprises, la grande dispersion actuelle offre de nombreuses opportunités. Notre préférence se porte sur certains secteurs défensifs comme la santé. Nous privilégions également les entreprises du secteur de l'énergie, des utilities et de la défense. A l'inverse, nous restons à l'écart des secteurs sensibles à la croissance comme la chimie, la distribution ou la consommation cyclique. Côté banques, les spreads actuels offrent de belles opportunités.

Fig. 1 – Spreads FR, BE, IT, ES, PT, GR et US vs ALL 10 ans



Source: Datastream, BFT IM, 30 juin 2023

Fig. 2 – Pentes 2/10 ans EUR, US et UK



Source: Datastream, BFT IM, 30 juin 2023

Vues sur les marchés **actions**

Jusqu'ici, tout va bien !

ENVIRONNEMENT DE MARCHÉ

Les acteurs des marchés anticipent tous un ralentissement économique à venir. Malgré cela, le premier semestre aura été largement positif. Car le ralentissement tant attendu ne se matérialise pas, que ce soit au niveau macroéconomique ou microéconomique.

En effet, les chiffres d'affaires et les résultats des entreprises restent pour l'instant assez résilients. Ainsi, les analystes ont peu révisé leurs anticipations de bénéfices. Leur consensus s'est stabilisé pour le moment (Fig. 1).

Les hausses de taux directeurs des banques centrales s'approchent sans doute de leur fin. Néanmoins, ce cycle de remontée de taux n'est pas encore complètement derrière nous. Les marchés anticipent une hausse de la FED et deux de la part de la BCE. Néanmoins, l'ampleur du resserrement monétaire futur sera dépendant des prochains chiffres macroéconomiques. Notamment en Europe où l'inflation semble plus visqueuse qu'aux Etats-Unis.

De plus, on peut noter que les divers risques géopolitiques restent bien présents aux quatre coins de la planète.

Pourtant, malgré tous ces sujets de préoccupation, les marchés actions ont bien performé depuis le début de l'année. En France, le CAC 40 (TR) gagne 17,4% au 30 juin. Les petites et moyennes capitalisations sous-performent les grandes capitalisations. En effet, le Cac Mid & Small (TR) ne progresse depuis le début de l'année que de 6,9%.

Sur les 5 dernières années (juin 2018 – juin 2023), l'écart de performance atteint même 48,8%, alors que, sur un horizon d'investissement de 5 ans glissants, les petites et moyennes capitalisations ont surperformé les grandes capitalisations sans exception entre 2005 et décembre 2019. Sur cette période, la surperformance moyenne sur une horizon d'investissement glissant de cinq ans s'élevait à 34,2%.

STRATÉGIES

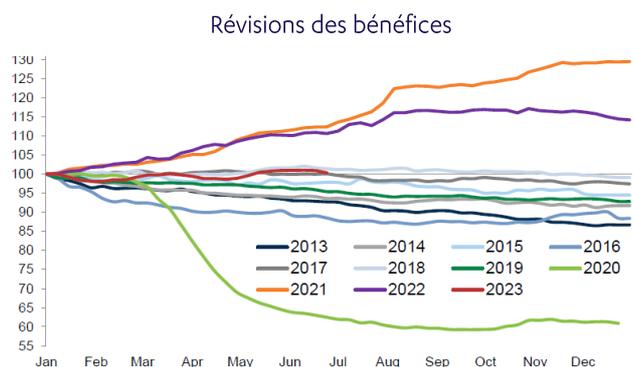
Dans cet environnement incertain, nous conservons donc des portefeuilles équilibrés, en maîtrisant leur degré d'exposition et leurs risques.

Nous avons rencontré de nombreux émetteurs à des conférences de marchés. Les sociétés profitent d'une dynamique d'activité qui demeure favorable et restent confiantes dans leur capacité à défendre leurs marges avec une capacité à maintenir leurs prix. Ainsi le fameux « pricing power » reste élevé notamment dans les services. C'est de bon augure pour les résultats dont la période de publication commence dans quelques jours. Nous maintenons notre exposition au segment « croissance » qui offre des perspectives de performances toujours importantes et profitent pleinement de l'engouement sur l'intelligence artificielle. Etre bien exposé sur ce type de valeurs a contribué positivement à nos performances.



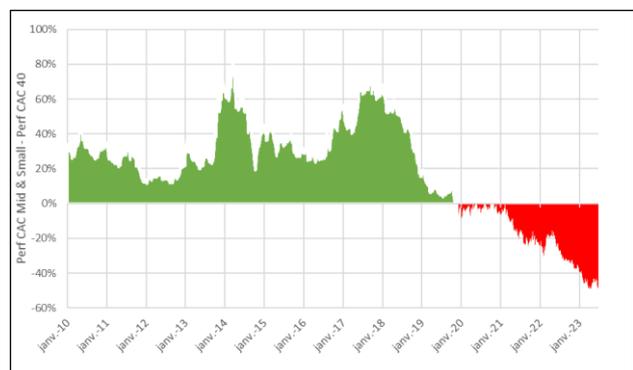
Fabrice MASSON
Directeur Gestion Actions

Fig. 1 : STOXX Europe 600
Les anticipations de résultats d'entreprises restent stables pour 2023



Source : Goldman Sachs Global Investment Research, au 30 juin 2023

Fig. 2 : Ecart de performance entre le CAC Mid & Small (TR) et le CAC 40 (TR) sur 5 ans glissants depuis 2005



Sources: RefinitivEikon Datastream, BFT IM, au 30 juin 2023



Vues sur les stratégies **Multi-Asset**

En été, ne pas oublier de se protéger quand le soleil est au zénith

ENVIRONNEMENT DE MARCHÉ

Dans un contexte d'appétit pour le risque modéré, nous observons de plus en plus de divergences que nous considérons comme inhabituelles dans ce stade du cycle.

Nous identifions en particulier :

- le faible écart de rendement entre crédit de bonne et de mauvaise qualité dans un contexte de fort resserrement des conditions de crédit,
- la bonne performance des marchés actions dans un contexte de chute des enquêtes PMI.

Ces divergences peuvent s'expliquer à court terme mais nous estimons qu'elles ne sont pas soutenables à plus long terme.

La saison de publication des résultats du 2ème trimestre s'approche et d'un point de vue top down nous sommes pessimistes sur l'évolution de l'ensemble des principaux déterminants de l'évolution de la rentabilité des entreprises (ROE) :

- Une baisse attendue des volumes de vente,
- Un indice des prix à la production qui s'effondre alors que les salaires réels continuent à progresser,
- La forte hausse du coût de refinancement des anciennes dettes avec un levier moindre.

STRATÉGIES

Le fort resserrement des conditions financières va progressivement se matérialiser dans la valorisation des actifs les plus risqués. Stratégiquement, nous conservons une approche en phase avec un cycle économique en ralentissement et une inflation qui poursuit sa normalisation .

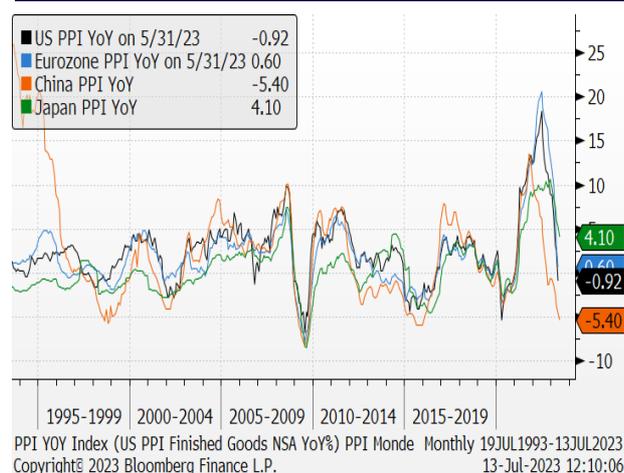
Stratégie taux et crédit: nous pensons que les récents discours restrictifs des banques centrales sont autant d'opportunités d'accroître la sensibilité taux de nos fonds. Les effets de base sur l'inflation vont devenir puissants durant l'été et les anticipations de croissance pour 2024 continuent de s'affaiblir. Par ailleurs, le très fort aplatissement des courbes de taux nous incite à initier des positions de pentification. Nous considérons les marchés du crédit globalement chers. Dans ce contexte, nous préférons les émetteurs de bonne qualité afin de bénéficier d'avantage de l'effet taux que de l'effet crédit.

Stratégie actions: Nous profitons des périodes de rebond sur la « value » pour alléger cette dernière au profit de la « croissance » et de la « qualité ». En termes d'allocation géographique, nous conservons une légère préférence pour les Etats-Unis par rapport à l'Europe. Nous sommes prudents sur le Nikkei qui a beaucoup progressé. La position sur les marchés émergents est conservée en raison de sa valorisation attractive.



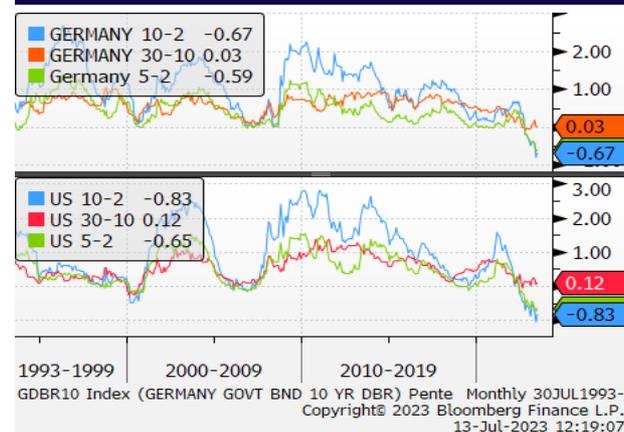
Fabien BOURGUIGNON
Directeur Gestion Multi-Asset

Chute historique et mondiale de l'inflation des prix à la production



Source: Bloomberg, BFT IM, Juin 2023

Pentes de taux, Euro & USD, sur longue période



Source: BFT, Bloomberg, Juin 2023



L'investissement durable décrypté

Les cinq scénarii climatiques du GIEC

Le 6^e rapport d'évaluation du Groupe d'experts Intergouvernemental sur l'Evolution du Climat (GIEC), publié en mars, a présenté une nouvelle génération de « scénarii climatiques ». Ceux-ci tentent d'imaginer le monde de demain avec des degrés en plus. Ils sont utiles pour comprendre, quantifier et pouvoir gérer le risque climatique. Ils sont utilisés par les gouvernements pour organiser la transition énergétique et par les entreprises pour construire leurs trajectoires vers la neutralité carbone. Nous allons examiner comment ces scénarii sont élaborés, quelles sont les hypothèses sous-jacentes et quels sont les différents climats futurs possibles.

Comment sont construits les scénarii du GIEC ?

Les experts du GIEC ont construit de multiples narratifs explorant une multitude d'évolutions possibles de nos sociétés en combinant un ensemble de trajectoires démographiques, économiques, technologiques, institutionnelles et sociales (population, éducation, urbanisation, PIB, ...) jusqu'en 2100. Quelques trajectoires socio-économiques dites « partagées » (Shared Socio-Economic Pathways, SSP), jugées les plus plausibles parmi les multiples narratifs socio-économiques analysés, sont traduites en émissions de GES, d'aérosols et usage des sols grâce à des modèles climatiques. Ces modèles complexes (Integrated Assessment Models) simulent et quantifient l'interaction entre activité économique, les systèmes énergétiques et le changement climatique en fonction des SSP. La réponse des modèles de climat à ces scénarii les plus probables fournit ainsi un ensemble de projections pour chaque paramètre et notamment pour l'évolution des températures en tout point du globe. Ces projections ne cherchent pas à prévoir la chronologie exacte des fluctuations climatiques comme cherche à le faire une prévision météorologique de manière probabiliste. Les scénarii du GIEC visent à estimer la réponse du climat aux perturbations du bilan énergie de la Terre à très long terme, jusqu'à 2100, de manière conditionnelle aux SSP et sur laquelle vient se superposer la variabilité interne du système Terre.

Les cinq scénarii de référence (SSP) du GIEC

Le GIEC a choisi d'évaluer la réponse du climat à cinq scénarii socio-économiques qui couvrent l'éventail des développements futurs possibles des facteurs anthropiques du changement climatique. SSPx-y est l'abréviation d'un scénario, où x est le numéro du scénario socio-économique (1 à 5) qui a été utilisé pour calculer la trajectoire d'émissions, et y indique la valeur du forçage radiatif (en W/m^2) atteint à la fin du siècle. Compte tenu du stock de gaz à effet de serre déjà rejeté dans l'atmosphère, les scénarii de réduction des émissions ne se traduisent sur la température moyenne qu'avec un certain délai. Dans tous les cas, un réchauffement de l'ordre de 1,5°C devrait être atteint aux alentours de 2030. C'est à partir de 2050 que l'action ou l'inaction d'aujourd'hui commencera à produire ses effets. Le GIEC projette ainsi trois catégories d'avenirs possibles pour la température moyenne de notre planète d'ici la fin du siècle. Dans les **scénarii fortement émissifs** (SSP3 et SSP5), le GIEC suppose une absence de coopération

Niveau de réchauffement par scénario et par horizon, en °C, best estimate, relativement à l'ère préindustrielle 1850-1900, selon le 6^{ème} rapport du GIEC (source : Carbone 4)

| | Court terme | Moyen terme | Long terme |
|----------|-------------|-------------|------------|
| | 2021-2040 | 2041-2060 | 2081-2100 |
| SSP1-1.9 | 1,5 | 1,6 | 1,4 |
| SSP1-2.6 | 1,5 | 1,7 | 1,8 |
| SSP2-4.5 | 1,5 | 2 | 2,7 |
| SSP3-7.0 | 1,5 | 2,1 | 3,6 |
| SSP5-8.5 | 1,6 | 2,4 | 4,4 |

internationale. Les pays continuent d'exploiter les énergies fossiles de manière extensive (SSP3) et très extensive (SSP5). Le SSP3 se caractérise par un développement économique lent, perturbé par les antagonismes nationaux, tandis que le SSP 5 est marqué par une croissance économique forte et des progrès technologiques élevés. A l'opposé, deux **scénarii à faible émissions** (SSP1) reposent sur une coordination internationale renforcée permettant d'amorcer la réduction des émissions mondiales de CO_2 dès à présent. La neutralité carbone peut être atteinte entre 2050 et 2070 grâce aux fortes baisses d'émissions opérées entre 2020 et 2050. Dans ces scénarii, on conserve l'espoir de stabiliser le réchauffement en dessous de 2°C d'ici la fin du siècle. Entre ces deux représentations stylisées du futur, le **scénario intermédiaire** « business as usual » (SSP2) suppose que les engagements pris dans le cadre de l'Accord de Paris sont tenus, mais qu'on ne va pas plus loin. Les émissions de CO_2 continuent de progresser entre 2020 et 2030, pour se stabiliser sur un plateau avant de décliner après 2050. Ces efforts sont insuffisants pour stabiliser le stock de CO_2 dans l'atmosphère. Le GIEC anticipe dès lors un réchauffement de l'ordre de 3°C à la fin du siècle.

Pas de place pour un « happy end »

En matière climatique, il n'y a pas de place pour un retournement miraculeux de dernière minute. Ce sont les lois de la physique et de la biologie qui fixent les contraintes et décideront de l'issue. Pour que le récit ne vire pas à la catastrophe, la seule solution est d'accélérer la réduction des émissions de gaz à effet de serre.

Sources : 6^{ème} rapport d'évaluation du GIEC Mars 2023, Christian de Perthuis Climat 30 Mots pour comprendre et agir 2022, Carbone 4 Violaine Lepousez, Maxime Aboukrat: Les scénarii SSP Décryptage et recommandations



Les Grandes Tendances décryptées

L'emploi en France : de fortes disparités territoriales

Le taux de chômage est en France à son plus bas niveau depuis 2008. Il s'élevait à 7,1% au premier trimestre 2023, quasiment inchangé depuis le dernier trimestre 2022. Alors que les perspectives économiques se détérioraient sous l'effet des fortes tensions inflationnistes, l'emploi a bien résisté jusqu'à présent. Mais, cette moyenne nationale dissimule d'importantes disparités régionales que révèle une étude de l'INSEE publiée en mars de cette année.

De fortes disparités du taux de chômage d'une région à l'autre

L'étude de l'INSEE sur les comparaisons régionales et départementales du taux de chômage au 4^{ème} trimestre 2022, parue le 31/03/23, révèle un tableau contrasté de l'emploi selon les territoires.

L'OIT (Organisation Internationale du Travail) considère qu'un pays est en plein-emploi lorsque le taux de chômage est inférieur à 5%. Lorsque le plein-emploi est atteint, ne subsiste plus que le chômage frictionnel lié aux difficultés à trouver un emploi en l'absence de chômage involontaire.

Certains départements ont un taux bien inférieur au taux de plein-emploi alors que d'autres subissent encore un chômage de masse dépassant toujours largement le point haut de 10,2% atteint par la moyenne nationale en 2015.

Les départements champions de l'emploi ...

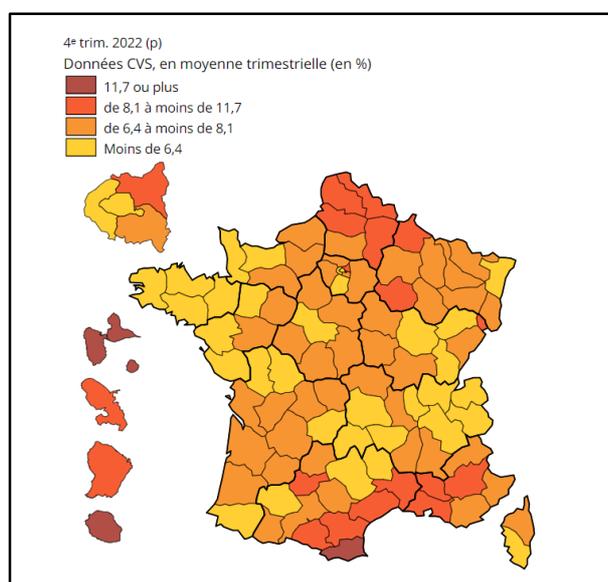
La Vendée (5,1%) et la Mayenne (4,9%) sont des départements proches du plein-emploi. La forte dynamique économique dans l'ouest de la France sur sa façade atlantique explique, selon l'INSEE, ce bon résultat. La Bretagne et les Pays de la Loire affichent également un faible taux de chômage de 5,8%. Pourtant, à l'exception de Nantes, ces régions ne disposent pas de grandes métropoles comme Paris ou Lyon qui sont traditionnellement des pôles de forte attractivité économique et pourvoyeuses d'emplois.

Quelques territoires ruraux se démarquent également. Par exemple, le Cantal (4,1%) et la Lozère (4,6%) présentent ainsi les taux de chômage les plus bas à fin 2022. Un résultat paradoxal car ces départements du centre de la France sont aussi les moins dynamiques économiquement, la croissance de l'emploi étant proche de zéro, alors que la croissance économique est en toute logique un facteur moteur dans la réduction du chômage. Le faible taux de chômage de ses départements s'explique, selon l'INSEE, par leur faible dynamisme économique chronique. Ce phénomène est ainsi lié aux anticipations : les personnes sachant qu'elles ont peu de chances de trouver un emploi dans ses départements, vont chercher un emploi ailleurs, créant ainsi un taux de chômage faible en trompe-l'œil.

... et les départements les moins dynamiques

La Guadeloupe (19,3%) et la Réunion (17,2%) sont les départements affichant les taux de chômage les plus élevés.

Taux de chômage par département au 4^{ème} trimestre 2022 (Source : INSEE)



En France métropolitaine, les régions des Hauts-de-France (8,7%) et de l'Occitanie (8,6%) ont le taux de chômage le plus élevé. Au niveau du département, les Pyrénées-Orientales détiennent le triste record avec un taux de chômage de 11,7% suivi de l'Aisne (10,3%). Le Nord de la France est marqué par une longue tradition de chômage chronique en raison de la désindustrialisation qui l'a particulièrement touché. En 2000, le secteur industriel représentait ainsi 21% des emplois dans les Hauts-de-France. La problématique est différente pour le pourtour méditerranéen. La saisonnalité de l'emploi dans cette zone touristique et l'attractivité du cadre de vie attire un grand nombre d'arrivants que ces régions ne peuvent pas entièrement absorber malgré leur fort dynamisme économique.

La taille des zones d'emploi est un facteur déterminant. L'emploi augmente davantage dans les grandes zones d'emploi, où il se concentre donc de plus en plus. Les mutations de la nature des emplois influent également sur les dynamiques territoriales d'évolution de l'emploi. Les territoires autrefois bien pourvus en emplois de production ont subi le déclin de ce type de l'emploi.

Sources: INSEE 31/03/23 Taux de chômage localisés au 4^e trimestre 2022, Le Figaro 7/4/23 Les territoires demeurent inégaux face au chômage, INSEE Première n° 1895 Mars 2022



| 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 |
| OBLIGATAIRE À ÉCHÉANCE | 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 grandes capitalisations | FCP | | Part I-C FR00140039H4 |
| | | | | | Part I2-C FR00140039J0 |
| | BFT FRANCE FUTUR ISR | Actions France petites et moyennes capitalisations | SICAV | | Part I-C FR0011036912 |
| | | | | | Part I2-C FR0013314259 |
| BFT FRANCE PEA-PME | Actions France petites capitalisations | FCP | | Part I-C FR001400DWX9 | |
| ACTIONS EUROPÉENNES ET INTERNATIONALES | BFT EURO FUTUR ISR | Actions Euro petites et moyennes capitalisations | FCP | | Part I-C FR0010720631 |
| | BFT PARTNERS - VIA EQUITY EUROPE SRI | Actions Européennes grandes capitalisations | SICAV | | Part I-C FR0013385531 |
| | BFT PARTNERS - VIA EQUITY WORLD SRI | Actions Monde grandes capitalisations | SICAV | | Part I-C FR00140068A8 |

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

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

CORPORATE

Guillaume Lapierre

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

GRUPE CRÉDIT AGRICOLE

Isabelle Gallard

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

Régis Bourget

—
01 76 37 91 58
Regis.bourget@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 31/03/2023.

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 en 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 : 13/07/2023