



EVOLUTION DES MARCHÉS

OCTOBRE 2019

BOURSES

En tout début de mois, les actions ont nettement baissé en réaction à la publication d'indicateurs économiques jugés préoccupants. Les enquêtes auprès des directeurs d'achats ont en effet montré une inflexion de l'activité en septembre, dans le secteur manufacturier mais aussi dans les services. Aux Etats-Unis en particulier, l'indice ISM non-manufacturier a perdu 3,8 points pour s'inscrire à 52,6, au plus bas depuis août 2016. Cette évolution a semblé remettre en cause l'hypothèse d'une activité dans les services en mesure de résister au ralentissement industriel. Les données économiques publiées par la suite ont pourtant montré que la demande intérieure restait encore solide. Selon les premières estimations, la croissance du PIB au 3^e trimestre est ressortie à 1,9 % (rythme annualisé) aux Etats-Unis (après 2,0 % au 2^e) et à 0,2 % par rapport au trimestre précédent dans la zone euro. Ces résultats sont meilleurs que ceux que pouvaient laisser espérer les enquêtes d'activité. Par ailleurs, partout dans le monde, de timides signes de stabilisation sont visibles dans les premiers éléments disponibles pour le début du 4^e trimestre. En Chine, le PIB a progressé de 6 % seulement au 3^e trimestre après 6,2 % au 2^e et 6,4 % au 1^{er}. Le tassement de l'activité est donc confirmé avec, de surcroît, une progression légèrement inférieure aux attentes pour le 3^e trimestre. Les autres indicateurs se sont toutefois améliorés grâce aux mesures d'assouplissement monétaire décidées par la PBoC. Les craintes sur la croissance mondiale ont quelque peu reflué mais les déceptions observées jusqu'à présent continuent à entraîner des révisions à la baisse des prévisions.

L'attention des investisseurs s'est rapidement reportée sur les facteurs politiques. En premier lieu, la perspective d'un accord commercial partiel (« phase 1 ») entre les Etats-Unis et la Chine a rassuré. L'annonce de la suspension des hausses de droits de douane qui devaient entrer en vigueur le 15 octobre a été saluée. Les négociateurs indiquent que des avancées ont été réalisées sur trois thèmes importants : une plus grande ouverture du marché chinois aux entreprises américaines dans le domaine des services financiers, la suppression de la pratique du transfert forcé de technologie et la protection de la propriété intellectuelle. Aucun détail n'est encore disponible mais le ton adopté par les représentants des deux parties est apparu plutôt apaisé, laissant espérer la signature d'un accord à la mi-novembre. Parallèlement, les échanges entre le Royaume-Uni et l'Union européenne ont pris un tour plus constructif à l'approche de l'échéance du 31 octobre qui devait marquer la date officielle du Brexit. Même si la situation reste confuse, les européens ont accepté de repousser la date-butoir au 31 janvier 2020 pour permettre au gouvernement de faire adopter l'accord de sortie par le Parlement britannique. De son côté, Boris Johnson a obtenu la tenue d'élections générales anticipées en décembre. Même si rien n'est réglé, la probabilité d'un Brexit sans accord est, à présent, considérée comme plus faible. Ces changements de l'état d'esprit des investisseurs, qui craignaient il y a peu un regain des tensions commerciales et une sortie désordonnée du Royaume-Uni de l'Union européenne, expliquent largement la bonne tenue des actions mondiales. **L'indice MSCI AC World a gagné 2,6 % (en dollars) par rapport à fin septembre** et affiche une hausse de 17,3 % depuis le début de l'année. **Les actions émergentes ont surperformé en octobre (+4,1 % pour l'indice MSCI Emerging en dollars)**, portées par la bonne tenue intrinsèque de certains marchés (russes et asiatiques notamment) et par le rebond de nombreuses devises émergentes face au dollar. Au sein des grands marchés développés, et en considérant les indices en devises locales, la plus forte hausse a été enregistrée à Tokyo (+5,4 % pour le Nikkei 225). Les actions américaines ont progressé de 2 % (S&P 500) et les actions européennes de 1 % (Eurostoxx 50). L'appréciation de l'euro face au dollar (+2,3 %) explique la sous-performance des places européennes. Au niveau mondial, les valeurs de santé et les valeurs cycliques ont été recherchées, malgré des résultats trimestriels un peu décevants dans le secteur de la technologie.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'asset manager
d'un monde
qui change

POLITIQUE MONETAIRE

Comme anticipé, la **Réserve fédérale américaine** (Fed) a annoncé le 30 octobre une baisse de 25 pb du taux objectif des fonds fédéraux américains qui évolueront désormais dans la fourchette 1,50 % - 1,75 %. Il s'agit de la troisième baisse consécutive depuis juillet. Comme pour les précédentes, deux membres du FOMC s'y sont opposés. Cette fois-ci, Jerome Powell a nettement fait comprendre que cet ajustement de milieu de cycle touchait à sa fin et que les conditions actuelles de politique monétaire devraient permettre d'assurer une croissance économique modérée, de conserver un marché du travail solide et une inflation proche de l'objectif symétrique autour de 2 %. Le diagnostic sur l'économie est resté assez positif. La consommation et l'emploi sont décrits comme dynamiques. La faiblesse de l'investissement productif et des exportations a été soulignée. En ligne avec cette analyse, les données publiées au cours des dernières semaines sont restées bien orientées dans l'ensemble malgré quelques déceptions, notamment sur l'activité industrielle. Selon la première estimation, la croissance du PIB au 3^e trimestre est ressortie à 1,9 % (rythme annualisé), légèrement au-dessus des attentes. La consommation privée a nettement progressé (+2,9 % après +4,6 %) mais l'investissement productif a continué à baisser (-3,0 % après -1,0 %). Le taux de chômage est tombé à 3,5 % en septembre, au plus bas depuis 50 ans. Tous les aspects du rapport sur l'emploi (créations nettes, confiance dans la possibilité de trouver un emploi, volonté d'embaucher de la part des entreprises) correspondent à un marché du travail tendu. Depuis un an, les hausses de salaires sont de l'ordre de 3,5 % en glissement annuel (salaires horaires moyens des personnels non-cadres affectés à la production). Alors que le glissement annuel du déflateur des dépenses privées hors alimentaire et énergie s'est établi à 1,7 % en septembre, Jerome Powell a précisé qu'une accélération significative de l'inflation serait nécessaire pour que la Fed envisage de remonter ses taux directeurs. Par ailleurs, les anticipations inflationnistes reflétées dans les marchés demeurent modérées tandis que celles issues des enquêtes ont reflué. A la hausse comme la baisse, le message est clair : sauf si des changements importants surviennent, la politique monétaire devrait rester sur pause pendant un bon moment. La Fed a précisé à plusieurs reprises que les récentes interventions destinées à limiter les tensions sur le marché interbancaire étaient purement techniques. Les achats de T-bills, qui se poursuivront au moins jusqu'au 2^e trimestre 2020, ne correspondent en aucun cas à une reprise de l'assouplissement quantitatif.

La politique monétaire de la **Banque centrale européenne** (BCE) n'a pas été modifiée en octobre. Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt sont inchangés, à respectivement 0,00 %, 0,25 % et -0,50 %. Les décisions annoncées en septembre ont été confirmées. Les achats nets de titres dans le cadre de l'APP (Asset Purchase Programme) reprendront à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros à partir du 1^{er} novembre. Pour les observateurs, le principal intérêt était que cette réunion était la dernière présidée par Mario Draghi. Le président de la BCE a d'ailleurs révélé lors de la conférence que Christine Lagarde, qui lui succèdera le 1^{er} novembre, était présente. Il a été interrogé sur les dissensions au sein du Conseil des gouverneurs qui se sont manifestées à l'occasion de la reprise de l'APP. Dès septembre, plusieurs gouverneurs (français, allemand et néerlandais notamment) ont indiqué officiellement qu'ils n'étaient pas favorables à la reprise des achats. Le 4 octobre, six anciens banquiers centraux ont publié un mémorandum reprochant à Mario Draghi de mener une politique trop laxiste qui fragilise le secteur financier. Sa réponse est restée évasive (« nous avons des discussions, tout le monde a des discussions ») mais il a souligné que « l'appréciation générale [au sein du Conseil] des taux négatifs est globalement positive ». Cette déclaration est importante car les débats sur les effets des taux négatifs sont de plus en plus fréquents et la marge de manœuvre de la BCE pour les baisser davantage paraît limitée. Le diagnostic économique est resté prudent, les risques sur la croissance étant toujours jugés baissiers. Ils sont rattachés aux incertitudes liées aux facteurs géopolitiques et à la montée du protectionnisme. Selon la première estimation publiée par Eurostat, la croissance du PIB est ressortie à 0,2 % au 3^e trimestre, comme au 2^e. Ce résultat est plutôt une bonne surprise dans la mesure où les enquêtes d'activité publiées au cours des derniers mois n'ont pas traduit d'amélioration de la situation conjoncturelle. L'indice PMI composite, qui reflète l'opinion de directeurs d'achats dans le secteur manufacturier et les services, s'est inscrit à 50,2 en octobre (estimation préliminaire) contre 50,1 en septembre. De tels niveaux sont généralement associés à une quasi-stagnation de l'économie. L'amélioration continue de l'emploi (avec un taux de chômage à 7,5 % en septembre, au plus bas depuis juillet 2008) est compatible avec la croissance « modérée mais positive » au second semestre qu'anticipe la BCE. La faiblesse persistante de l'inflation (0,7 % en glissement annuel en octobre ; 1,1 % hors alimentaire et énergie) permet à la BCE de conserver sa politique monétaire accommodante. Mario Draghi a réitéré son appel pour que la politique budgétaire prenne le relais. Dans ses premières interviews, Christine Lagarde a abondé dans ce sens.



TAUX LONGS

En début de mois, le **rendement du T-note à 10 ans américain**, qui s'inscrivait à 1,66 % fin septembre, s'est dirigé vers 1,50 % en raison de données économiques jugées préoccupantes (enquêtes ISM en particulier). La publication de ces indicateurs a d'ailleurs surtout pesé sur les marchés boursiers, ce qui a renforcé la progression des obligations gouvernementales. Par la suite, les négociations commerciales sino-américaines ont semblé plus constructives et entraîné le rebond des actions. La probabilité d'un fort ralentissement de la demande mondiale lié à la montée du protectionnisme a reflué. Le rendement du T-note à 10 ans est alors rapidement repassé au-dessus de 1,70 % malgré les anticipations d'un assouplissement supplémentaire de la politique monétaire de la Fed. Des indicateurs économiques plus solides et une légère accélération de l'inflation (+2,4 % en septembre pour le glissement annuel des prix à la consommation hors alimentaire et énergie) ont envoyé le taux à 10 ans au-dessus de 1,75 %. Une baisse de 25 pb du taux objectif des fonds fédéraux a bien été annoncée le 30 octobre. Toutefois, en insistant sur le fait qu'une accélération significative de l'inflation serait nécessaire pour que la Fed envisage une remontée des taux directeurs, Jerome Powell a contribué à la légère détente des taux longs survenue en fin de mois. Le rendement du T-note à 10 ans termine à 1,69 %, soit une modeste tension (+3 pb) par rapport à fin septembre et une nette surperformance par rapport au Bund allemand de même échéance. La détente sur la partie courte de la courbe a ramené le taux américain à 2 ans à 1,52 % (-10 pb).

Le **rendement du Bund allemand** à 10 ans, qui s'établissait à -0,57 % fin septembre, s'est tendu de 16 pb pour s'inscrire à -0,41 % fin octobre. Quelques jours auparavant, il avait retrouvé son plus haut niveau depuis le 19 juillet à -0,33 %, effaçant ainsi les points très bas traités fin août et début septembre. Comme partout dans le monde, le regain de l'appétit pour le risque permis par des négociations commerciales sino-américaines apaisées a, bien évidemment contribué à la dégradation des obligations gouvernementales. La sous-performance des marchés européens montre toutefois qu'un facteur spécifique a été à l'œuvre de ce côté de l'Atlantique. La dégradation marquée de la plupart des marchés obligataires de la zone euro résulte principalement des développements jugés plus favorables autour du Brexit. En faisant refluer, aux yeux des investisseurs, l'hypothèse d'une sortie sans accord du Royaume-Uni de l'Union européenne, ces avancées ont fait disparaître, au moins temporairement, un des risques baissiers pesant sur les économies européennes. Les taux très bas traités fin août et début septembre (avec un record à -0,71 %) paraissent ainsi moins justifiés. En outre, les commentaires de la BCE et les dissensions au sein du Conseil rendent moins probable de nouvelles baisses des taux directeurs dans les prochains mois. Le taux allemand à 2 ans a ainsi retrouvé son plus haut niveau depuis fin mai à -0,66 %. Les marchés périphériques, toujours soutenus par la recherche de rendement, ont connu une dégradation un peu moins marquée : +10 pb pour le taux italien à 10 ans à 0,92 %, +9 pb pour son homologue espagnol à 0,24 % et 1 pb seulement pour le taux portugais à 0,17 %.

DEVISES

La **parité EUR/USD**, qui s'établissait à 1,09 fin septembre, s'est orientée à la hausse dès le début du mois pour rapidement retrouver son plus haut niveau depuis la mi-août. Après quelques hésitations durant la seconde quinzaine, elle termine à 1,1150, en hausse de 2,3 % en un mois. L'euro a profité de l'avancée des discussions entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Les investisseurs ont en effet considéré que la probabilité d'un Brexit sans accord avait diminué, ce qui éloigne aussi les risques sur l'activité de la zone euro. Par ailleurs, les anticipations de baisse des taux de la Fed, et la baisse elle-même annoncée le 30 octobre, sont des éléments de nature à affaiblir le dollar. Enfin, les interventions techniques menées par la Fed de New York sur le marché interbancaire ont pu jouer un rôle. Certains observateurs ont en effet interprété, à tort, ces mesures comme une reprise de l'assouplissement quantitatif.

Après une légère baisse en début de mois, la **parité USD/JPY** s'est à nouveau orientée à la hausse dans un mouvement hésitant qui l'a ramenée à 108,07 fin octobre, soit le niveau observé fin septembre, et auparavant en juin et juillet. La baisse de la parité survenue en août continue donc à être corrigée mais assez modestement. La Banque du Japon a pourtant laissé clairement entendre que de nouvelles baisses des taux allaient probablement intervenir dans les prochains mois face aux risques extérieurs qui pèsent sur la croissance japonaise et qui pourraient empêcher d'atteindre l'objectif d'inflation. En septembre, l'inflation (hors produits alimentaires frais) est tombée à 0,3 % en glissement annuel. Les opérateurs sur le marché des changes sont confrontés à une situation complexe à analyser du point de vue du différentiel de taux d'intérêt.



D'un côté, la Fed a baissé ses taux directeurs fin octobre en indiquant qu'elle allait faire une pause. De l'autre, la BoJ a maintenu le statu quo sur sa politique monétaire en préparant le terrain pour un prochain assouplissement.

Parmi les devises du G10, la plus forte hausse mensuelle a été enregistrée par la **livre sterling** (+5,2 % face au dollar ; +2,8 % face à l'euro) qui a profité de l'apparente amélioration des relations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne pour retrouver ses plus hauts depuis mai. Le nouveau report de la date-butoir (du 31 octobre 2019 au 31 janvier 2020) a éloigné aux yeux des investisseurs le risque d'une sortie sans accord. Les observateurs espèrent que l'accord pourra être approuvé par le Parlement britannique qui siégera après les élections anticipées du 12 décembre.

PERSPECTIVES

Les actions mondiales ont nettement progressé et l'indice S&P 500 a établi un nouveau record en clôture le 30 octobre. Les investisseurs paraissent pourtant encore un peu réticents à se positionner largement sur les actions et le sentiment général demeure prudent. La nette baisse des actions au 4^e trimestre 2018, leur recul marqué en mai et, dans une moindre mesure, en août ont laissé des traces. Par ailleurs, après chaque baisse, la remontée ne s'est pas construite sur des éléments objectifs (données économiques, résultats des entreprises) mais sur les espoirs de voir disparaître les principales sources d'inquiétude (tensions commerciales, Brexit). Un tel comportement n'est pas inhabituel sur les marchés boursiers mais nous paraît avoir été poussé à son paroxysme ces derniers temps. En conséquence, le mouvement haussier semble assez fragile. A court terme toutefois, il peut se prolonger, notamment grâce aux assouplissements des politiques monétaires survenues au cours des derniers mois. Même si les investisseurs ont pu se montrer sceptiques quant à l'efficacité des dernières mesures annoncées, les conditions financières sont nettement plus favorables qu'à la fin de 2018 au moment où les grandes banques centrales envisageaient l'arrêt des politiques monétaires non conventionnelles et la fin des taux directeurs très bas. La valorisation relative des actions face aux obligations s'est légèrement améliorée, les taux longs étant nettement plus bas qu'en début d'année. Enfin, comme souligné plus haut, l'exposition des investisseurs aux actions est prudente si bien que toute baisse pourra leur fournir une opportunité pour se repositionner. Etant donné que le scénario d'une récession nous paraît pouvoir être écarté, même si les risques ont augmenté, la hausse des actions pourrait se poursuivre à court terme. Des à-coups pourront toutefois être observés et nous conservons une approche très tactique de l'allocation d'actifs.

► Nathalie BENATIA

VARIATIONS

TAUX

Taux à 10 ans	31-Oct	variation mensuelle	variation annuelle
US T-note	1,69	3	-99
JGB	-0,13	8	-14
OAT	-0,10	18	-81
Bund	-0,41	16	-65

DEVICES

	31-oct	variation mensuelle	variation annuelle
EUR/USD	1,1149	2,28%	-2,63%
USD/JPY	108,07	-0,03%	-1,50%
EUR/JPY	120,49	2,86%	-4,12%
EUR/GBP	0,8620	-2,76%	-4,04%
GBP/USD	1,2934	5,18%	1,47%
EUR/CHF	1,1007	1,18%	-2,32%
USD/CHF	0,9874	-1,04%	0,35%

BOURSES

	31-oct	variation mensuelle	variation annuelle
Euro Stoxx 50	3604,4	0,98%	20,09%
Stoxx Europe 50	3267,2	0,35%	18,37%
CAC 40	5729,9	0,92%	21,12%
Xetra-DAX	12866,8	3,53%	21,86%
Footsie 100	7248,4	-2,16%	7,73%
SMI	10219,8	1,40%	21,24%
Dow Jones 30	27046,2	0,48%	15,94%
Nasdaq	8292,4	3,66%	24,97%
S&P 500	3037,6	2,04%	21,17%
Nikkei 225	22927,0	5,38%	14,55%
Topix	1667,01	4,99%	11,57%
MSCI all countries (*)	534,4	2,64%	17,28%
MSCI Emerging (*)	1042,0	4,09%	7,90%

(*) en USD

Source : Bloomberg, BNPP AM

NB : variation annuelle = variation par rapport au 31/12/2018

1, Mention : Ce document original est destiné à un usage interne mais son contenu peut être utilisé dans des documents externes,

2, Avertissement : Cette présentation a été préparée uniquement à l'intention et aux fins internes de ses destinataires, En conséquence, elle ne confère aucun droit de publication ou communication, en tout ou en partie, à quelconque tiers qui n'en est pas le destinataire direct,

Toute information visée dans cette présentation, sauf celle qui figure dans le domaine public, est strictement confidentielle, sauf notification contraire par écrit ou par e-mail de la part d'un représentant habilité de BNP Paribas Asset Management, Cette présentation ne peut être divulguée, diffusée ou utilisée en tout ou en partie pour tout autre objectif que celui pour lequel elle a été préparée sans le consentement préalable notifié par écrit ou par e-mail par un représentant habilité de BNP Paribas Asset Management,

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir,



Si cette présentation ne vous est pas destinée, sachez que toute utilisation, distribution ou reproduction de cette présentation en tout ou en partie ou toute action entreprise sur la base de celle-ci est strictement interdite par la loi et peut engager votre responsabilité et/ou entraîner d'autres conséquences importantes. Si vous avez reçu cette présentation par erreur, veuillez la renvoyer immédiatement, la détruire ou la supprimer.

DISCLAIMER

BNP Paribas Asset Management France est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP96002, constituée sous forme de société par actions simplifiée, ayant son siège social au 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832, et son site web : www.bnpparibas-am.com,

Le présent document a été rédigé et est publié par la société de gestion de portefeuille,

Ce contenu vous est communiqué à titre purement informatif et ne constitue :

- 1, ni une offre de vente, ni une sollicitation d'achat, et ne doit en aucun cas servir de base ou être pris en compte pour quelque contrat ou engagement que ce soit ;
- 2, ni un conseil d'investissement,

Le présent document réfère à un ou plusieurs instruments financiers agréés et réglementés dans leur juridiction de constitution,

Aucune action n'a été entreprise qui permettrait l'offre publique de souscription des instruments financiers dans toute autre juridiction, excepté suivant les indications de la version la plus récente du prospectus et du document d'information clé pour l'investisseur (DICI) des instruments financiers, où une telle action serait requise, en particulier, aux États-Unis, pour les ressortissants américains (ce terme est défini par le règlement S du United States Securities Act de 1933). Avant de souscrire dans un pays dans lequel les instruments financiers sont enregistrés, les investisseurs devraient vérifier les contraintes ou restrictions légales potentielles relatives à la souscription, l'achat, la possession ou la vente des instruments financiers en question,

Il est conseillé aux investisseurs qui envisagent de souscrire des instruments financiers de lire attentivement la version la plus récente du prospectus et du document d'information clé pour l'investisseur (DICI) et de consulter les rapports financiers les plus récents des instruments financiers en question. Cette documentation est disponible sur le site web,

Les opinions exprimées dans le présent document constituent le jugement de la société de gestion de portefeuille au moment indiqué et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. La société de gestion de portefeuille n'est nullement obligée de les tenir à jour ou de les modifier. Il est recommandé aux investisseurs de consulter leurs propres conseillers juridiques et fiscaux en fonction des considérations légales, fiscales, domiciliaires et comptables qui leur sont applicables avant d'investir dans les instruments financiers afin de déterminer eux-mêmes l'adéquation et les conséquences de leur investissement, pour autant que ceux-ci soient autorisés. À noter que différents types d'investissements, mentionnés le cas échéant dans le présent document, impliquent des degrés de risque variables et qu'aucune garantie ne peut être donnée quant à l'adéquation, la pertinence ou la rentabilité d'un investissement spécifique pour le portefeuille d'un client ou futur client,

Compte tenu des risques économiques et de marché, aucune garantie ne peut être donnée quant à la réalisation par les instruments financiers de leurs objectifs d'investissement. Les performances peuvent varier notamment en fonction des objectifs ou des stratégies d'investissement des instruments financiers et des conditions économiques et de marché importantes, notamment les taux d'intérêt. Les différentes stratégies appliquées aux instruments financiers peuvent avoir un impact significatif sur les résultats présentés dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir et la valeur des investissements dans les instruments financiers est susceptible par nature de varier à la hausse comme à la baisse. Il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas leur investissement initial,

Les données de performance, éventuellement présentées dans ce document, ne prennent en compte ni les commissions et frais contractés à l'émission ou au rachat de parts ni les taxes,

La documentation visée par le présent avertissement est disponible sur www.bnpparibas-am.com,