

REVUE DE L'ÉCONOMIE ET DES MARCHÉS

NOVEMBRE 2019

RÉSERVÉ AUX INVESTISSEURS PROFESSIONNELS



NATHALIE BENATIA
NOVEMBRE 2019

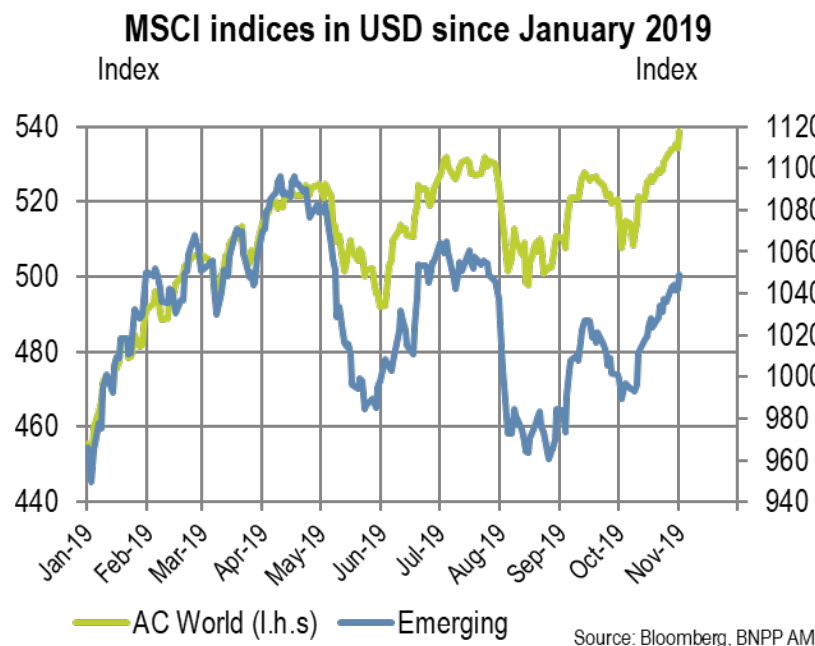


BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'asset manager d'un monde qui change

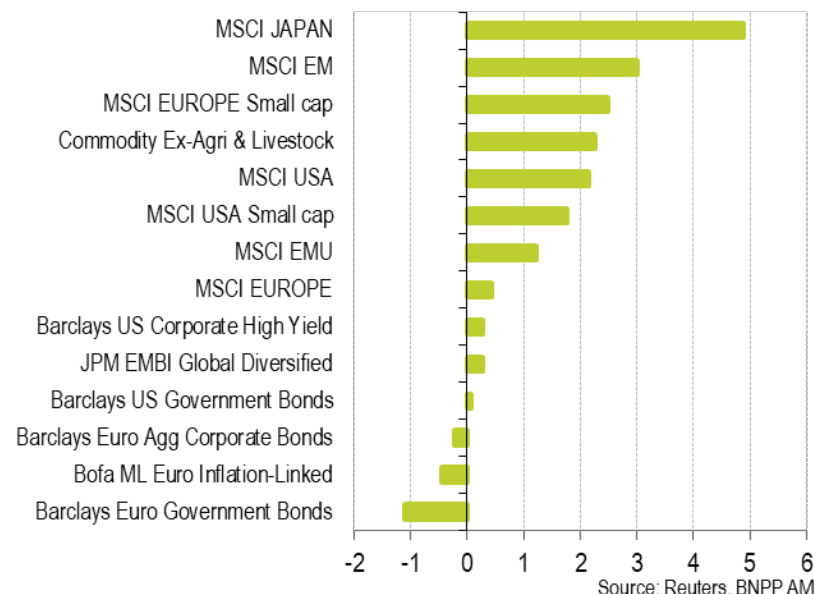
Que retenir d'octobre ?

Actions : nette reprise après une première semaine difficile



Contreperformance des obligations

Total returns in % (local currency) in October 2019



- La reprise des actions en octobre s'est accompagnée d'une légère dégradation des obligations gouvernementales. Le 21 octobre, le rendement du Bund à 10 ans a retrouvé le niveau qui prévalait le 22 juillet à -0,34 % tandis que le rendement du T-note américain à 10 ans, proche de 1,50 % en début de mois, est ponctuellement revenu vers 1,75 %.

Que retenir d'octobre ?

Toujours des doutes sur la croissance



Source: <https://app.hedgeye.com>

En attendant l'accord commercial



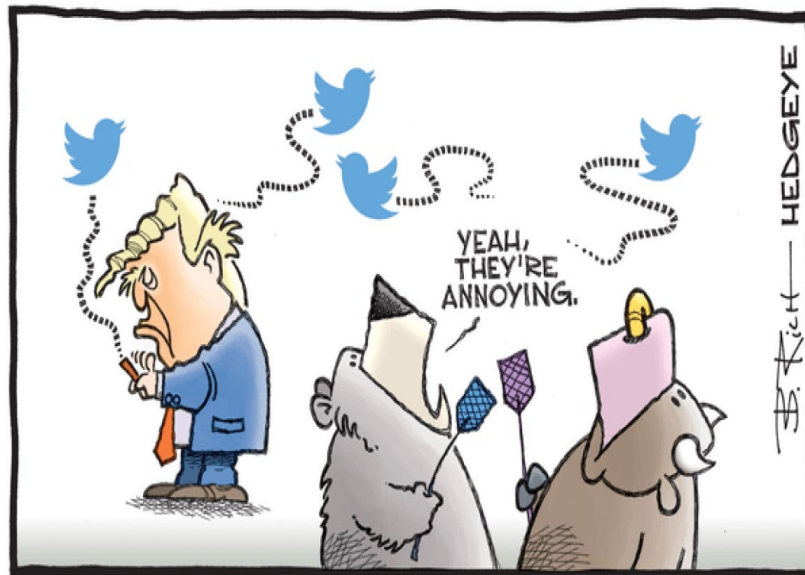
Source: <https://app.hedgeye.com>

- Après un début de mois difficile, les actions mondiales ont regagné du terrain en octobre. Ces évolutions s'inscrivent dans un classique mouvement de retour de l'appétit pour le risque alimenté par de « bonnes nouvelles » sur le front commercial (négociations sino-américaines) et politique (discussions entre le Royaume-Uni et l'Union européenne). Du point de vue économique, l'horizon a timidement paru s'éclaircir en fin de mois.



L'année électorale américaine a déjà commencé

Attachez vos ceintures pendant les douze prochains mois

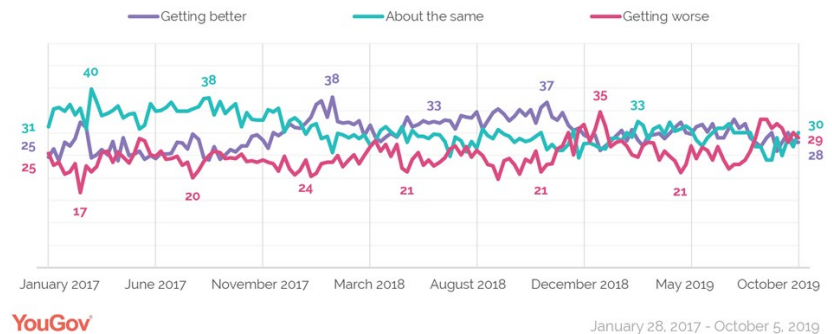


Source : <https://app.hedgeye.com/>

Perception de l'économie américaine par les électeurs

Slightly more Americans now say the economy is **"getting worse"** than they did at the beginning of the Trump presidency

Overall, do you think the economy is getting better or worse? (%)



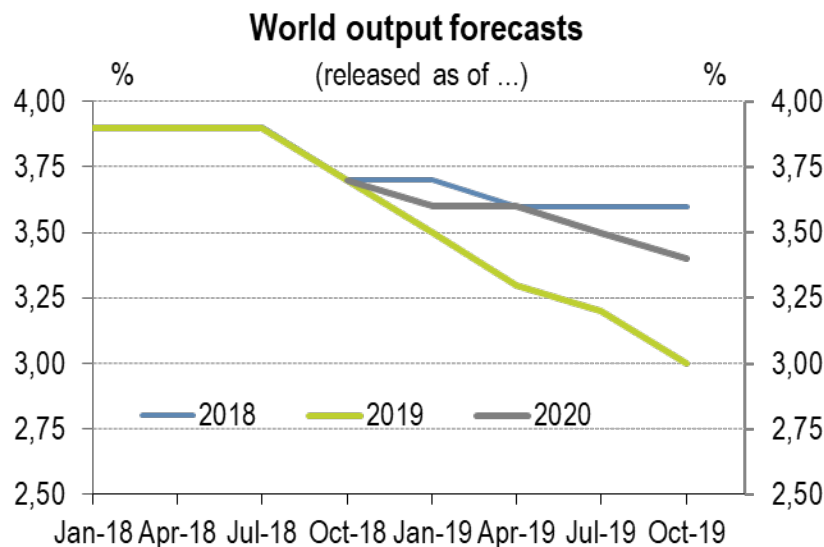
- La vieille maxime « It's the economy, stupid » reste valable alors que les craintes de récession restent présentes. De vives réactions des marchés financiers et/ou des entreprises pourraient conduire le Président à modifier sa stratégie. Par ailleurs, certaines propositions d'Elizabeth Warren, qui fait pour l'instant figure de favorite chez les Démocrates, sont de nature à bousculer les investisseurs.

Quelques pistes de réflexion

- Des variations heurtées depuis un an
 - Malgré la large progression des actions mondiales depuis janvier, les investisseurs paraissent encore réticents à se positionner largement sur les actions et le sentiment général semble prudent.
 - 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 mais paraît avoir été poussé à son paroxysme.
 - En conséquence, le mouvement haussier semble assez fragile.
 - A court terme toutefois, il peut se prolonger, notamment grâce aux assouplissements des politiques monétaires survenus au cours des derniers mois.
 - Même si les investisseurs deviennent plus sceptiques quant à l'efficacité des politiques accommodantes, les conditions financières sont beaucoup plus favorables que fin 2018.
 - La valorisation relative des actions face aux obligations s'est légèrement améliorée, les taux longs étant nettement plus bas qu'en début d'année.
 - 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 notre approche très tactique de l'allocation d'actifs.
-

Economie mondiale

Les perspectives de croissance une nouvelle fois revues à la baisse



Real GDP growth (y/y % change)

A figure in red/green indicates a downward/upward revision since July 2019

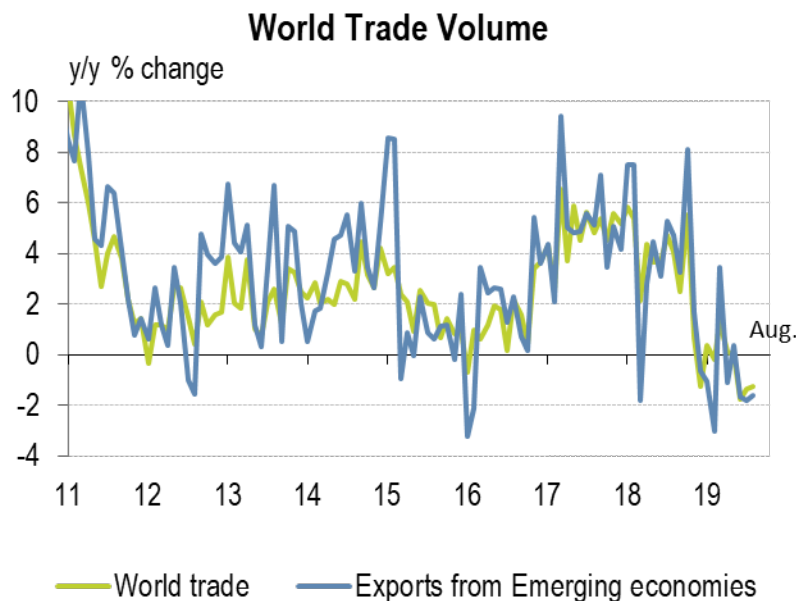
	2018	2019	2020
World	3,6	3,0	3,4
Advanced Economies	2,3	1,7	1,7
United States	2,9	2,4	2,1
Japan	0,8	0,9	0,5
Euro zone	1,9	1,2	1,4
United Kingdom	1,4	1,2	1,4
Emerging Economies	4,5	3,9	4,6
Brazil	1,1	0,9	2,0
China	6,6	6,1	5,8
India (FY)	6,8	6,1	7,0
Russia	2,3	1,1	1,9

Source: IMF World Economic Outlook, October 2019, BNPP AM

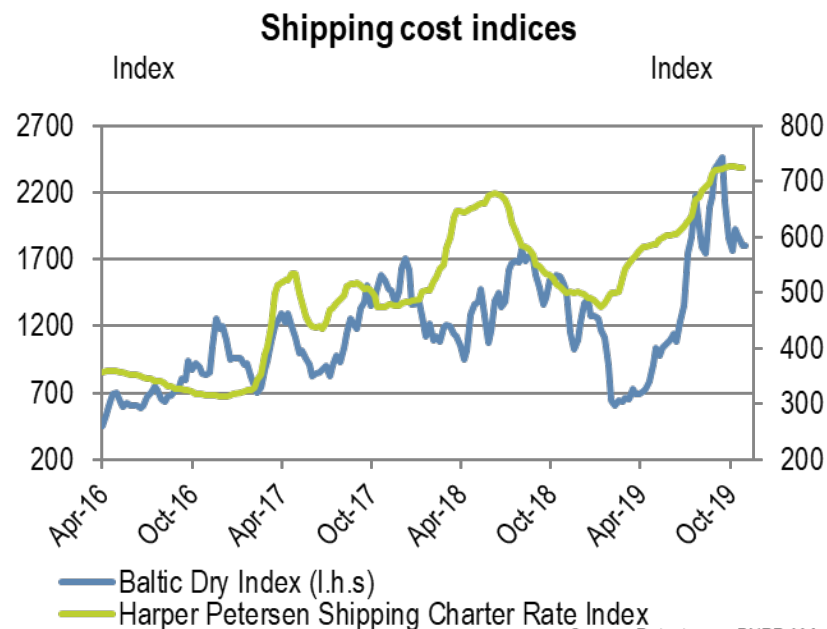
- Au cours des douze derniers mois, les estimations de croissance ont été sans cesse revues à la baisse dans un mouvement qui ne semble pas devoir s'interrompre. Ces « nouvelles », qui ont parfois fait les gros titres, ont pu contribuer à la morosité ambiante, limiter l'investissement des entreprises et influencer ainsi les résultats des enquêtes d'activité.

Economie mondiale

Le commerce mondial semble tenir. Jusqu'à quand ?



Source: CPB World Trade Monitor, BNPP AM



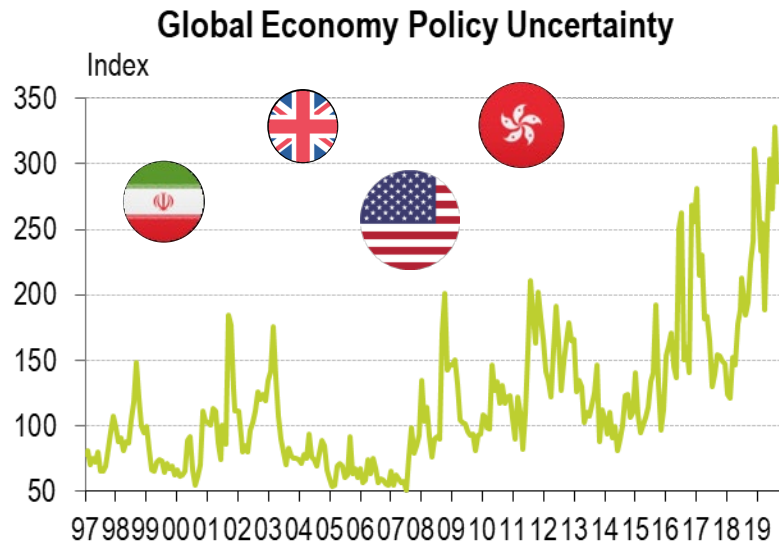
Source: Datastream, BNPP AM

- La hausse des coûts du fret maritime (transport de matières premières et transport de containers) va généralement de pair avec une reprise du commerce mondial. L'inflexion sur le Baltic Dry pourrait être spécifique au marché pétrolier. Depuis janvier, le commerce mondial alterne les mois de baisse et de hausse. En août, il a augmenté pour le 2^e mois consécutif.

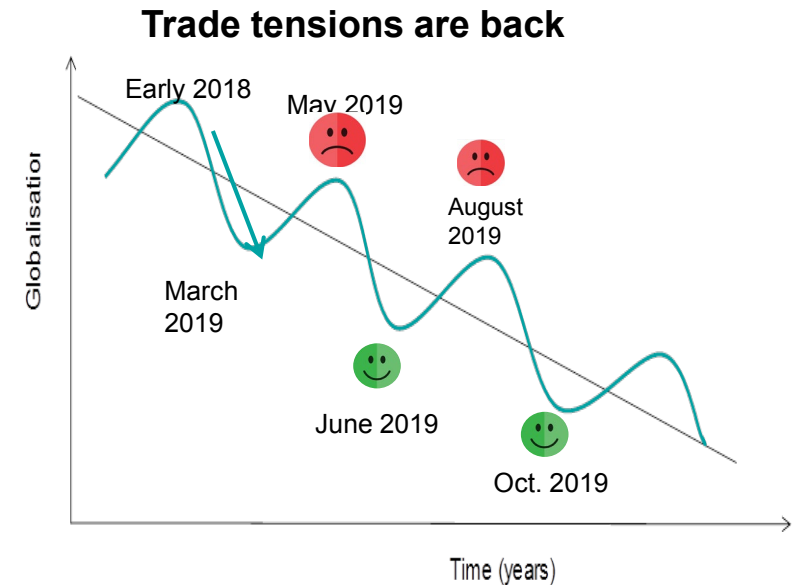


Economie mondiale

Reflux (passager ?) des incertitudes politiques



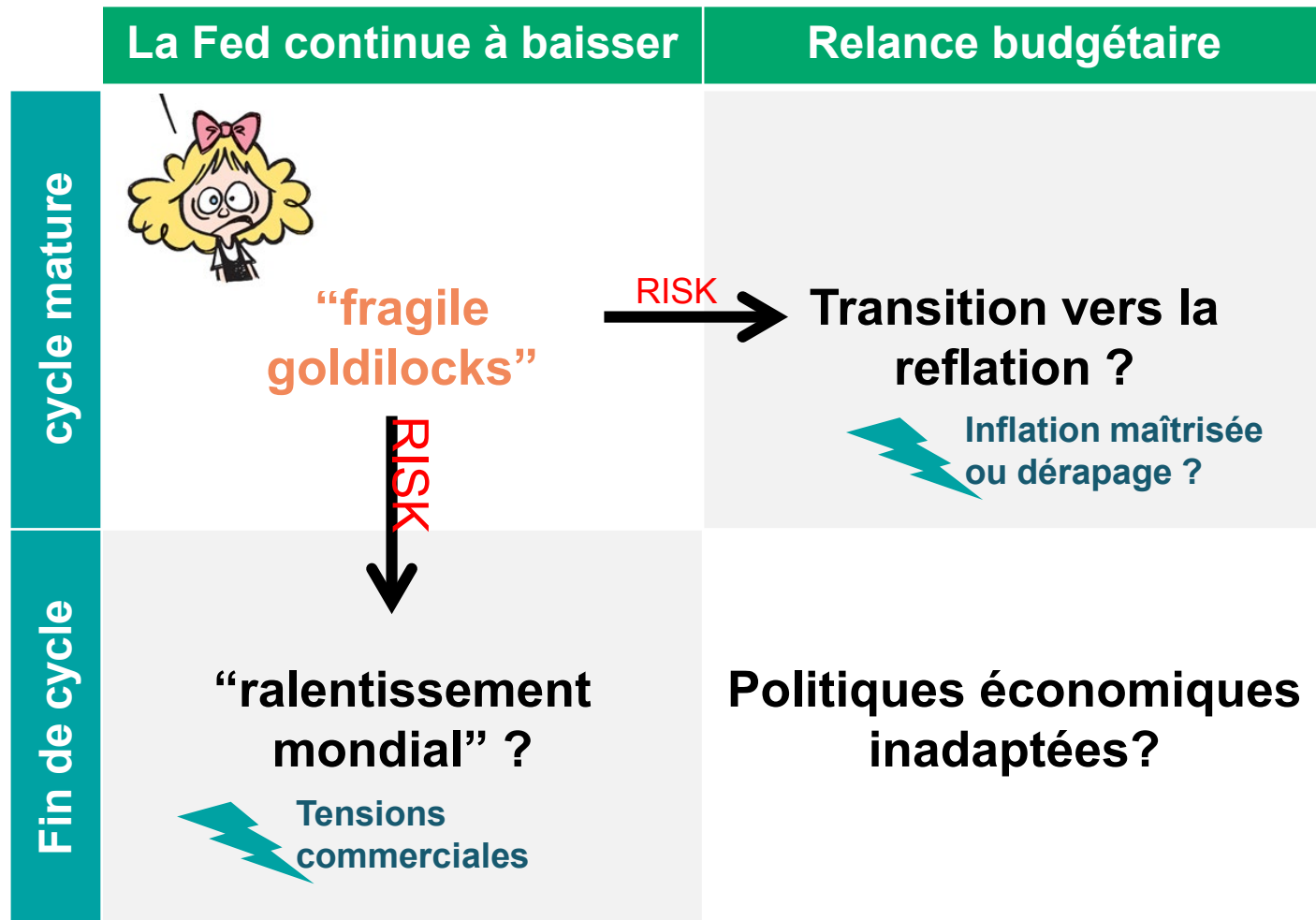
Source: <http://www.policyuncertainty.com>, BNPP AM



Source: Bloomberg, MAQS Research, BNPP AM as of 22 August 2019

- Le principal risque qui menace la croissance mondiale est une aggravation des tensions commerciales avec une escalade des représailles. Les marchés financiers et les entreprises américaines représentent toutefois des garde-fous importants.
- Jusqu'à présent, les autres risques géopolitiques ont moins retenu l'attention des investisseurs, y compris la procédure de destitution lancée contre Donald Trump.

“Boucles d’or” à la croisée des chemins



Sources: Bloomberg and BNP Paribas Asset Management. Data as of 30 September 2019.

Note: rien ne saurait garantir que ces attentes se révéleront exactes



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

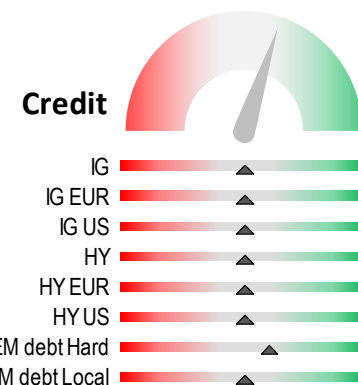
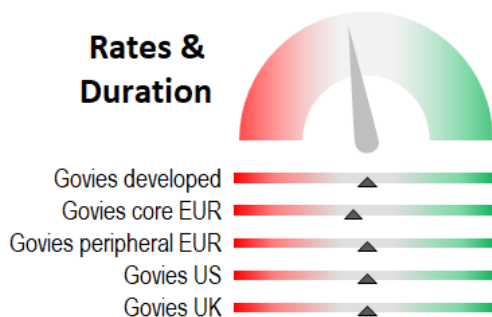
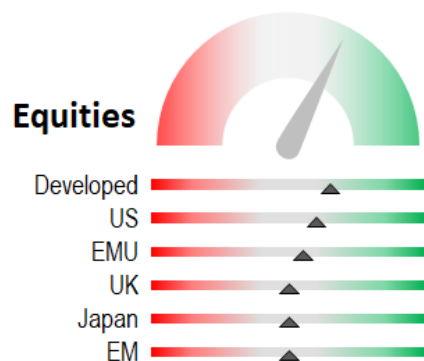
L’asset manager d’un monde qui change

Revue des marchés Nov. 2019

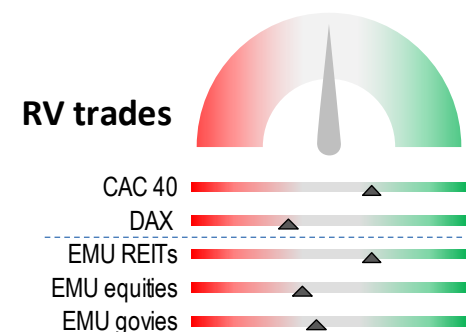
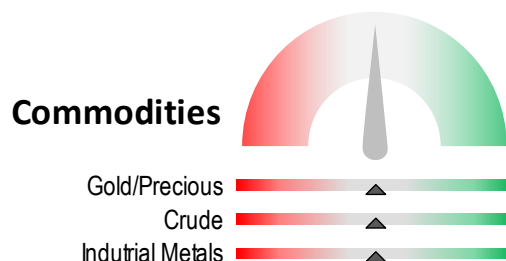
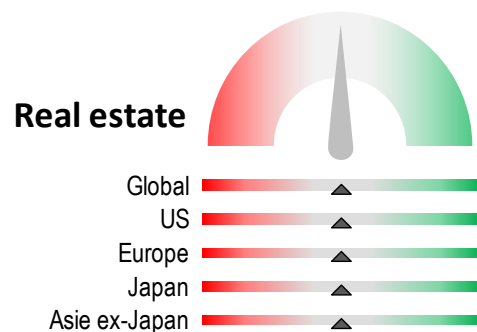
Allocation tactique – Réactivité et flexibilité

- Nous réitérons notre message d'une **approche très tactique** de l'allocation d'actifs. Même dans notre scénario central (croissance modérée, inflation faible, politiques monétaires accommodantes), l'environnement économique va rester changeant en 2020. Aux problématiques habituelles de cycle mature s'ajoutent les éléments politiques imprévisibles.
- Nous avons remis en place courant octobre et en deux temps une **surexposition aux actions développées** (Etats-Unis et zone euro) en achetant sur points bas. Nous continuerons à surveiller l'évolution des configurations techniques et de nos indicateurs maison de suivi de la dynamique des marchés et à adapter notre allocation en conséquence si des **opportunités** se présentent. Notre **outil propriétaire d'exposition aux facteurs de marché** nous amène d'autre part à être exposés aux actifs risqués dans la configuration actuelle.
- Face à la montée des risques baissiers sur la croissance, un consensus va avoir du mal à s'établir. De surcroît, le comportement des marchés financiers montre que le seul rempart envisagé jusqu'à présent est celui de politiques monétaires de plus en plus accommodantes. L'efficacité de ces politiques monétaires est pourtant remise en cause par les investisseurs-mêmes. De leur côté, les Banques centrales se préoccupent de plus en plus des effets des taux négatifs sur le système bancaire. Ces débats pourraient brouiller le message au moment où la Banque centrale européenne change de Président et où la Réserve fédérale américaine subit les critiques incessantes de Donald Trump.
- **Un choc « reflationniste »** représenterait un changement significatif des perspectives auquel le marché n'a pas été habitué ces dernières années. Un tel scénario n'est en effet absolument pas envisagé à l'heure actuelle dans les prix de marchés, en particulier sur les obligations gouvernementales. Face à ce risque asymétrique, nous restons **sous-sensible dans notre poche obligataire sur la partie « cœur » de la zone euro** mais avons ajusté notre exposition fin octobre après la remontée des taux longs allemands. Nous maintenons également notre **surexposition à la dette émergente en dollars** dans une optique de recherche du rendement. De la même façon, nous sommes exposés à **l'immobilier coté européen**.
- Plusieurs positions nous permettent par ailleurs de renforcer la résistance de nos portefeuilles en cas de basculement vers un **scénario de risque à la baisse mais aussi à la hausse**. Dans cette optique, nous sommes, par exemple, acheteurs des actions françaises (CAC40) et vendeurs des actions allemandes (DAX). Nous privilégions le dollar par rapport à un panier de devises d'Asie émergente et nous intéressons aux obligations américaines indexées sur l'inflation. Nous nous exposons également au **yen** (face à l'euro) qui profiterait de son statut de devise refuge en cas de phase baissière pour les actions mondiales.

Positionnement (Active Asset Allocation)



IG: Investment Grade; HY: High Yield; EM: Emerging



Ce tableau de bord présente l'allocation d'actifs dans nos portefeuilles et reflète les décisions du Comité d'investissement de l'équipe multi-actifs MAQS.

Source : MAQS, BNPP AM au 31 octobre 2019



ÉLÉMENTS SUR L'ÉCONOMIE



Éléments conjoncturels

Etats-Unis

- Les données économiques publiées en octobre sont, dans la plupart des cas, ressorties en deçà des attentes sans signaler pour autant une forte détérioration de l'activité. Le ralentissement reste cantonné au secteur manufacturier où l'indice ISM s'est inscrit sous 50 pour le troisième mois consécutif. Les autres indicateurs ont plutôt rassuré, confirmant la bonne santé du marché du travail, la résistance de la demande intérieure et la reprise du marché immobilier. Après trois baisses de taux directeurs au second semestre, la Réserve fédérale américaine a confirmé qu'elle avait procédé à un ajustement de milieu de cycle de sa politique monétaire et n'entendait pas, pour l'instant, aller plus loin. L'inflation, bien qu'en légère accélération depuis l'été, reste suffisamment modérée pour lui permettre de conserver une politique monétaire accommodante.

Europe

- Dans la **zone euro**, 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. La bonne tenue du marché du travail (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 attendue par 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.
- Au **Royaume-Uni**, 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 siègera après les élections anticipées du 12 décembre. La livre sterling a profité de ce réchauffement des relations.

Japon

- La Banque du Japon a 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 enquêtes qui reflètent la demande intérieure ont montré de timides signes de stabilisation après avoir connu une nette détérioration depuis le début de l'année.

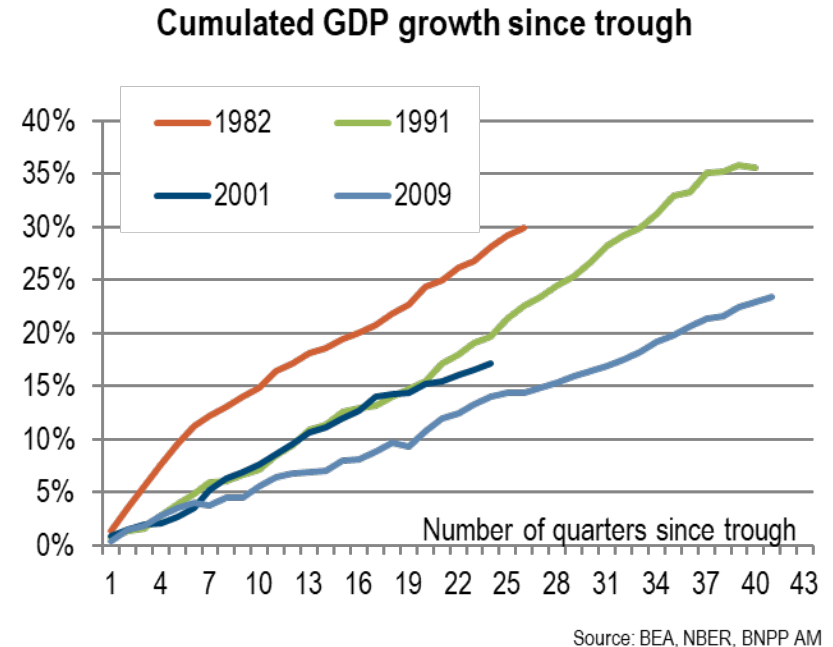
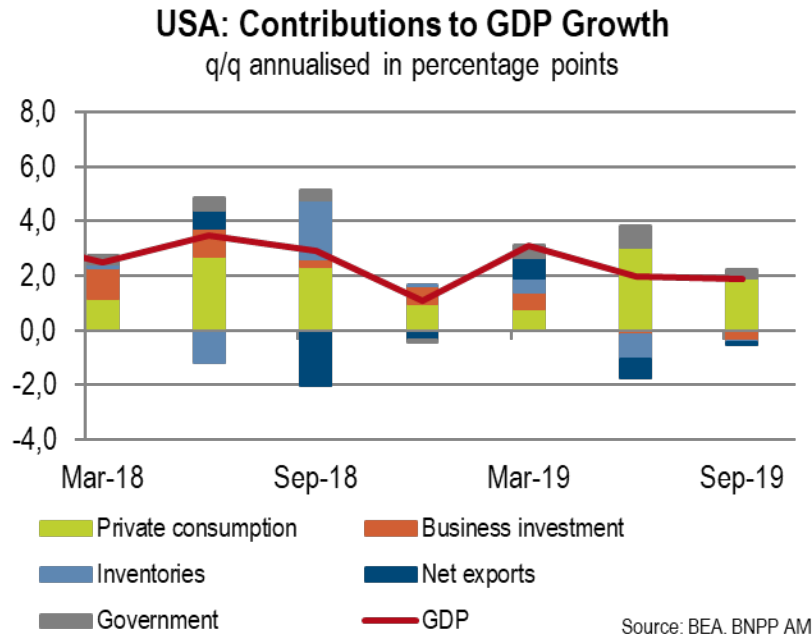


Etats-Unis



La croissance est au rendez-vous

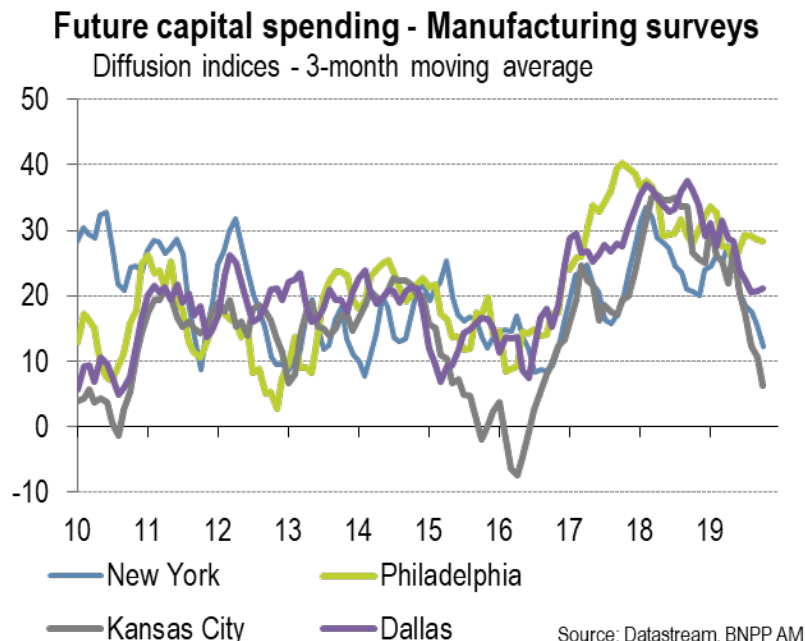
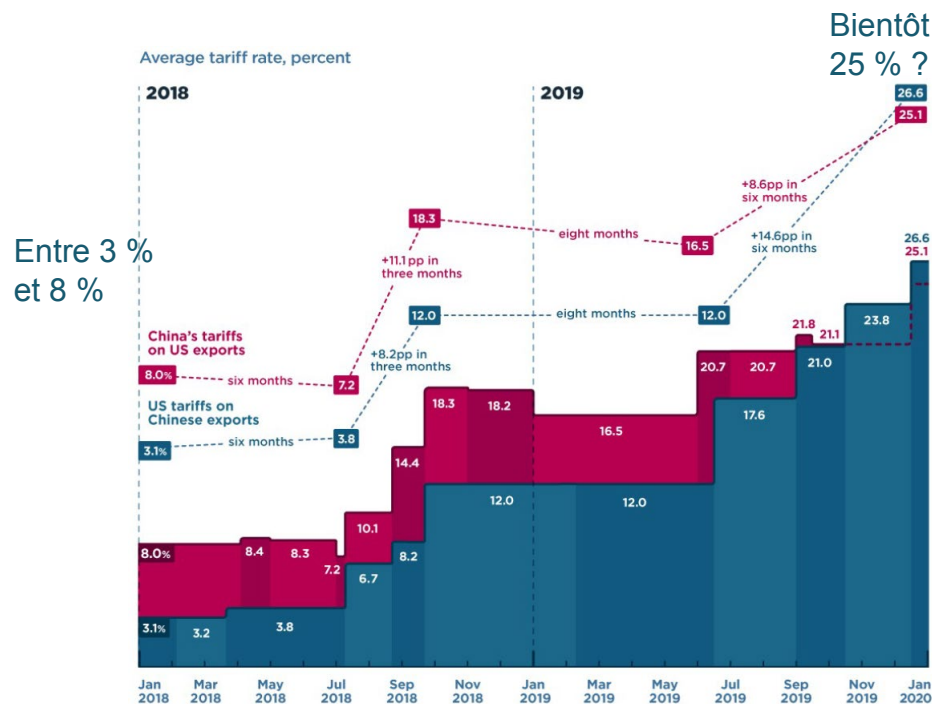
Les craintes de ralentissement ne se sont matérialisées



- La croissance du PIB au 3^e trimestre est ressortie à 1,9 % (rythme annualisé), légèrement au-dessus des attentes. La consommation privée est toujours dynamique (+2,9 % après +4,6 %) mais l'investissement productif a continué à baisser (-3,0 % après -1,0 %).

Investissement : le maillon faible ?

Il ne faudrait pas que les incertitudes se prolongent trop

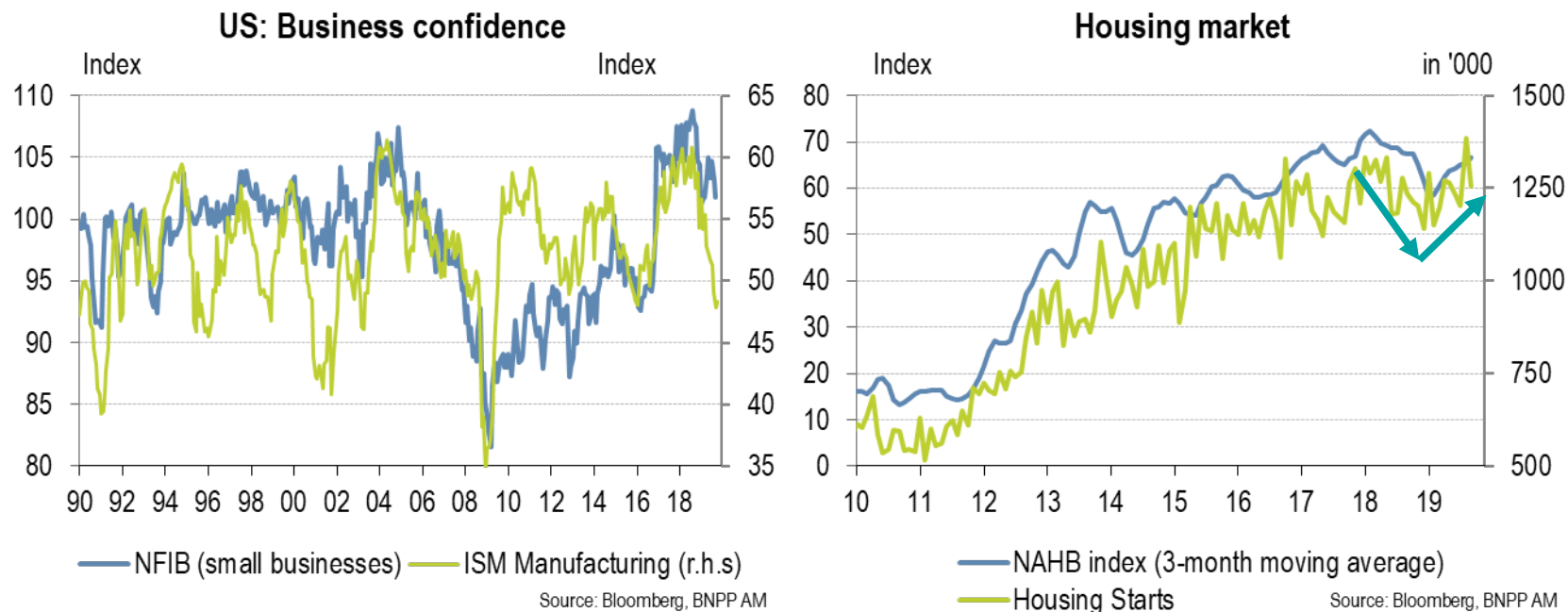


- Les intentions d'investissement sont au plus bas depuis l'automne 2016. Les commandes de biens durables ne sont pas bien orientées. L'évolution de l'investissement productif sera liée aux progrès des négociations sur le front commercial et aux conséquences économiques des hausses des droits de douane.



Le ralentissement est essentiellement manufacturier

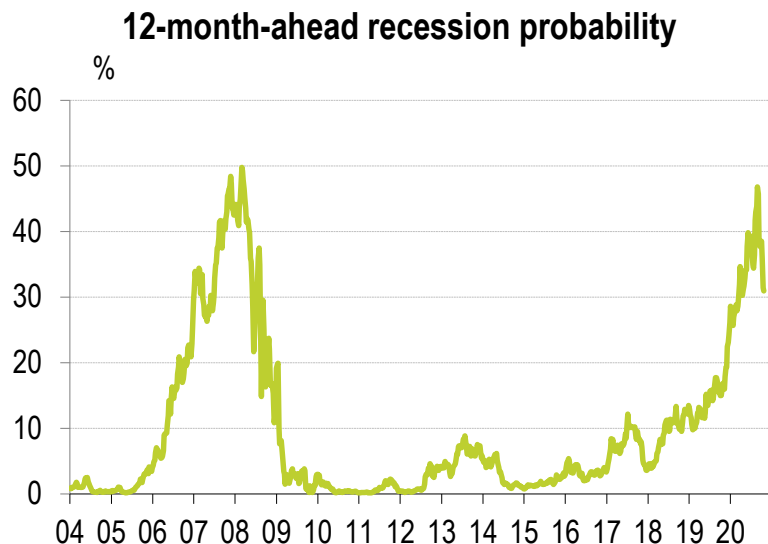
Les autres secteurs résistent



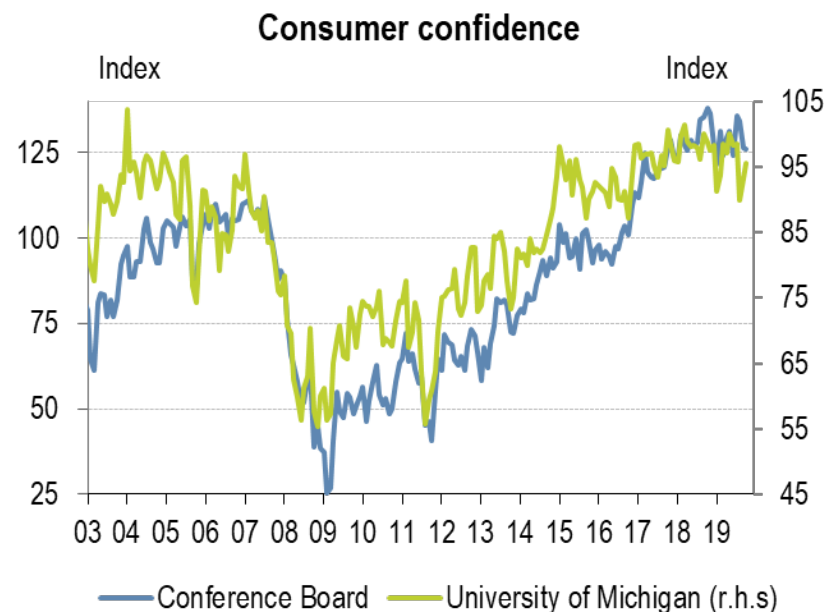
- L'investissement résidentiel, en recul de 1,5 % en 2018, devrait repartir à la hausse comme en témoigne l'accélération des transactions immobilières et des mises en chantier depuis le début de 2019. L'évolution des taux est le principal facteur explicatif.

Ne pas surréagir à certains signaux

Wall Street vs. Main Street ?



Source: Bloomberg, Fed of Cleveland, BNPP AM



Source: Bloomberg, BNPP AM

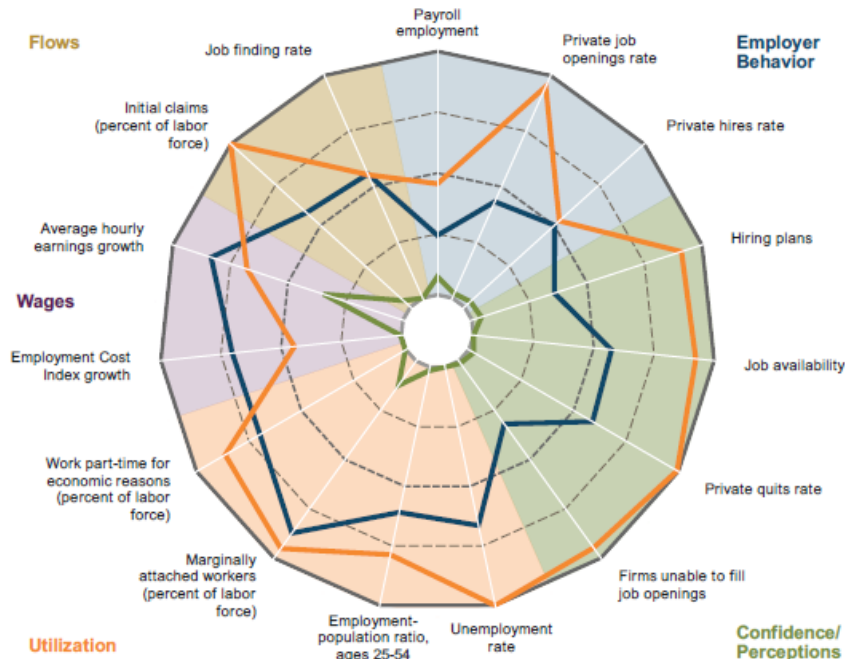
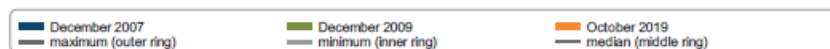
- Comme la plupart des modèles de « probabilité de récession », le modèle de la Fed de Cleveland est calculé à partir de variables financières, en particulier la pente de la courbe des taux. Cette construction explique l'évolution constatée au cours de l'été et le reflux de l'indicateur depuis. Dans le même temps, la confiance des consommateurs est restée solide.

Le marché du travail est solide

Indicateurs encourageants dans toutes leurs dimensions

Labor Market Distributions Spider Chart

Data since March 1994



Sources: U.S. Bureau of Labor Statistics, U.S. Department of Labor, National Federation of Independent Business, The Conference Board, and Haver Analytics
Copyright 2019 Federal Reserve Bank of Atlanta. All Rights Reserved. Permission is granted to reproduce for personal and educational use only.

Source: Federal Reserve of Atlanta as of October 2019

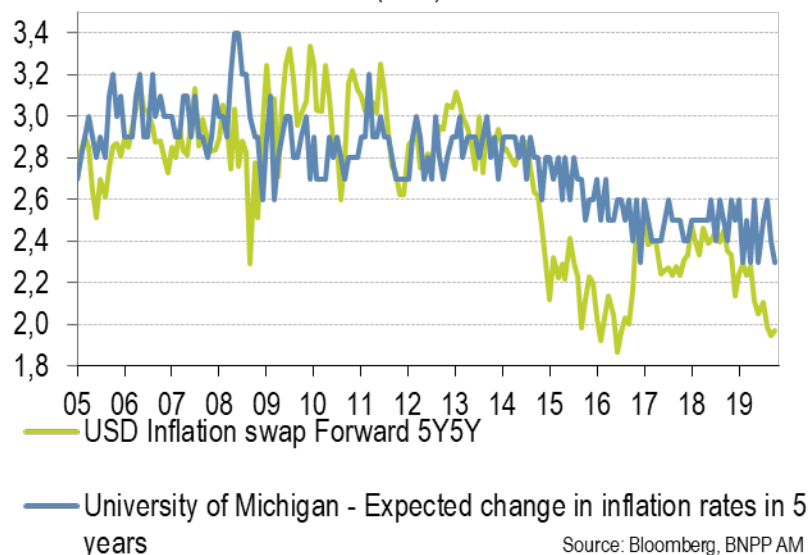
- De nombreux indicateurs permettant de surveiller la santé du marché du travail sont désormais proches de leur meilleur niveau des 25 dernières années.
- Le rythme mensuel suivi par les nouvelles créations d'emploi depuis le début de l'année (167 000) est moins élevé qu'en 2018 (223 000) mais permet de conserver un taux de chômage très bas.
- Le taux de chômage est tombé à septembre à 3,5 %, au plus bas en 50 ans. Il s'est inscrit à 3,6 % en octobre mais le taux de participation a augmenté.
- Les entreprises confirment leur intention d'embaucher et leurs difficultés à le faire alors que le ratio du nombre de chômeurs par emploi créé est inférieur à 1 depuis mars 2018.



Fed : « ajustement de milieu de cycle »

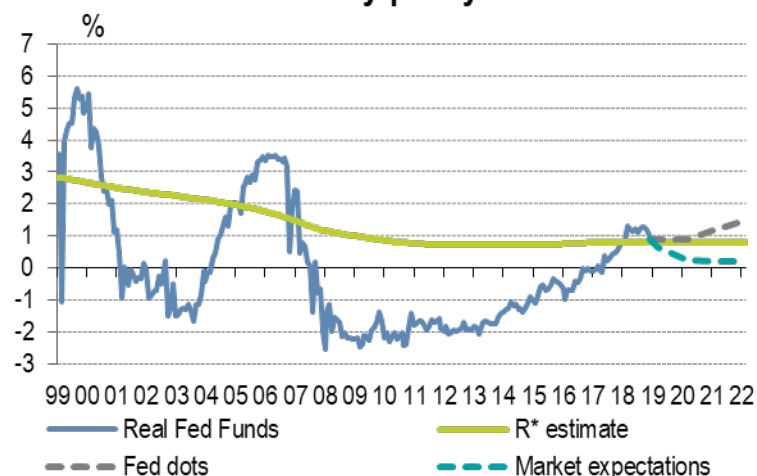
Vers une phase de stabilité après la baisse d'octobre

Des anticipations inflationnistes modérées
Survey and Market-based inflation expectations
(in %)



La politique monétaire de retour en territoire neutre

Fed monetary policy stance



- Comme anticipé, la Fed a annoncé le 30 octobre une baisse de 25 pb du taux objectif des fonds fédéraux qui évolueront désormais dans la fourchette 1,50 % - 1,75 %. Il s'agit de la troisième baisse depuis juillet. Jerome Powell a nettement fait comprendre que cet ajustement de milieu de cycle touchait à sa fin et que les conditions pour une baisse ou une hausse seraient difficilement atteintes dans les prochains mois.

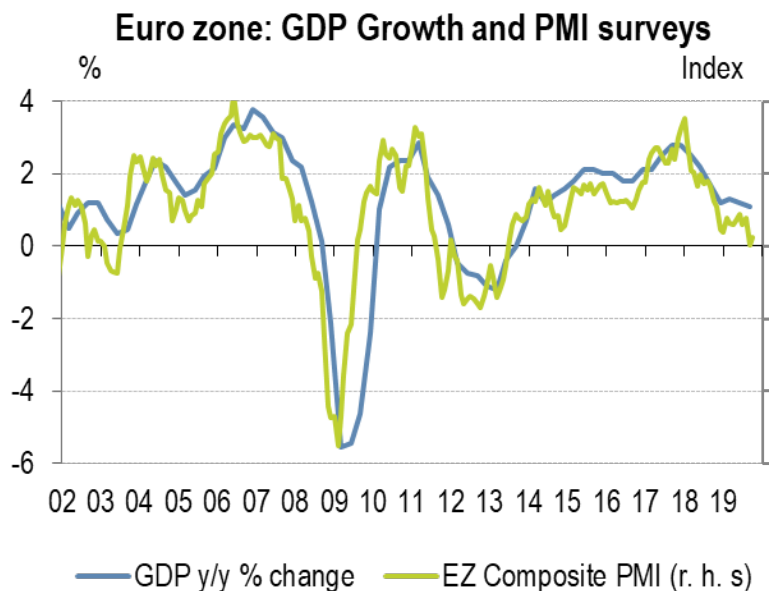


Zone euro

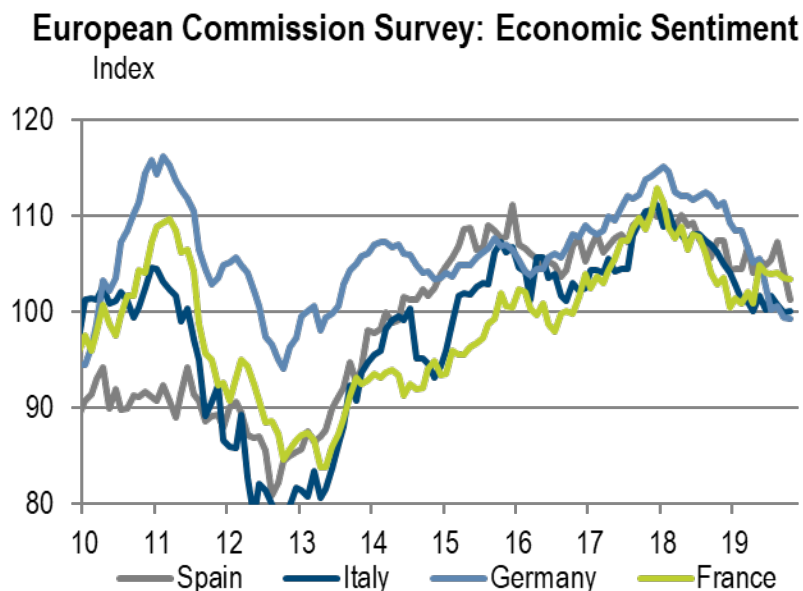


La tendance reste morose mais...

Des enquêtes d'activité toujours hésitantes



Source: Bloomberg, Markit, BNPP AM

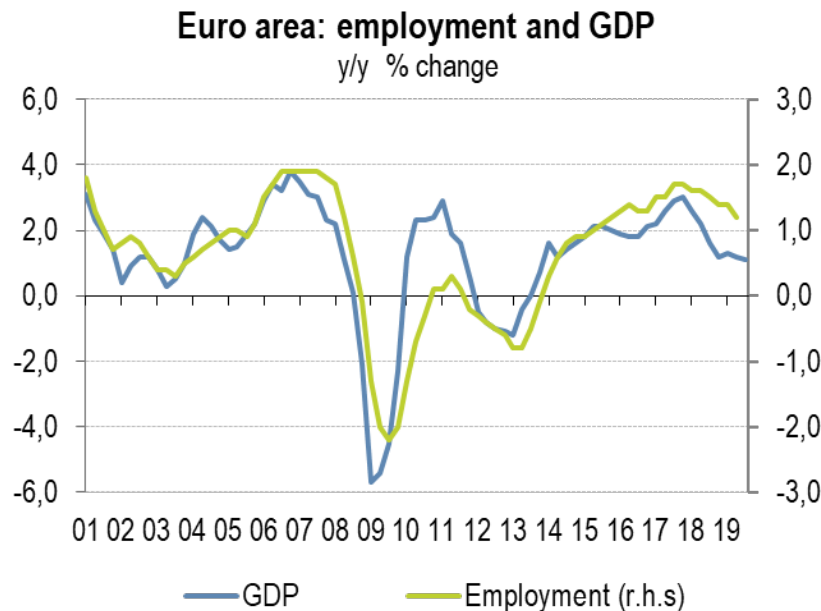


Source: Bloomberg, BNPP AM

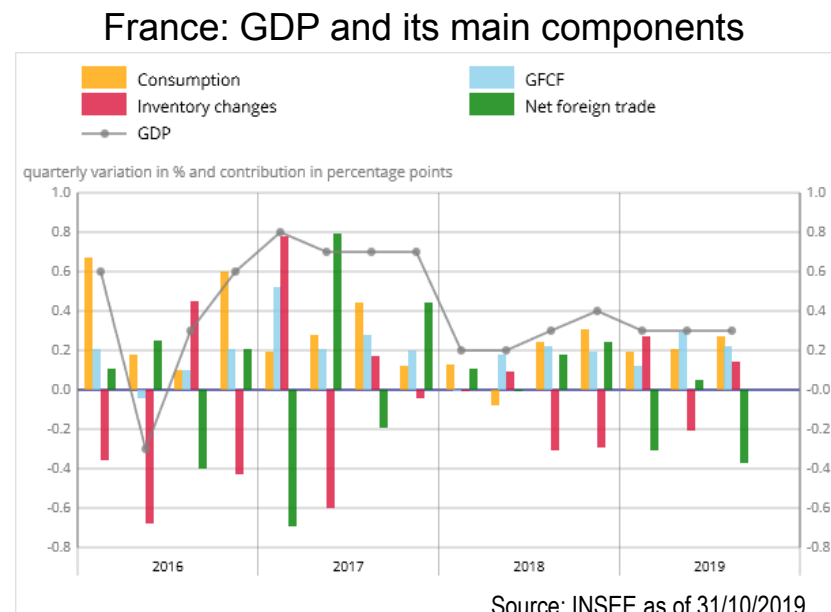
- L'indice PMI composite, qui reflète l'opinion de directeurs d'achats dans le secteur manufacturier et les services, s'est inscrit à 50,6 en octobre contre 50,1 en septembre. De tels niveaux sont généralement associés à une quasi-stagnation de l'économie alors qu'au 3^e trimestre, le PIB est parvenu à progresser de 0,2 % comme il l'avait fait au 2^e.

... légèrement meilleure que prévu

En France, le PIB a progressé de 0,3 % au 3^e trimestre



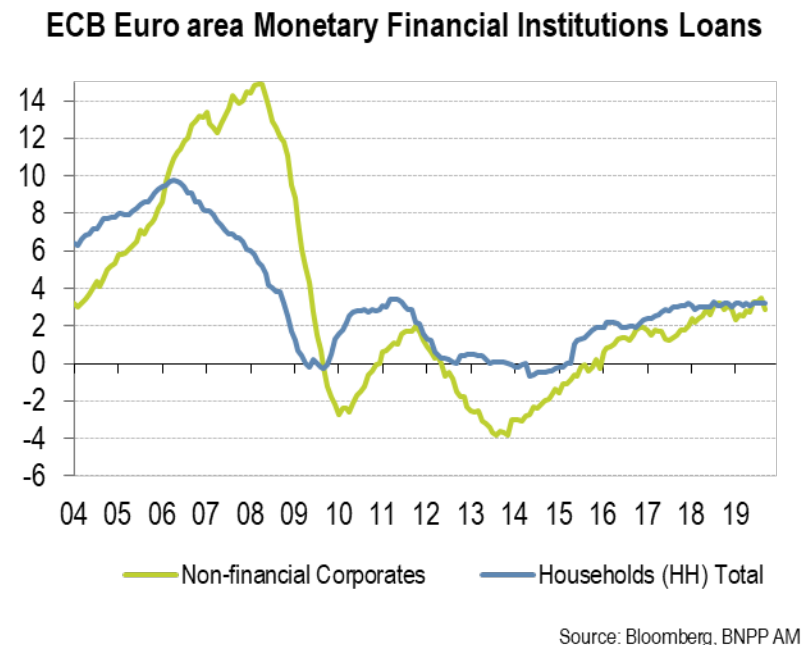
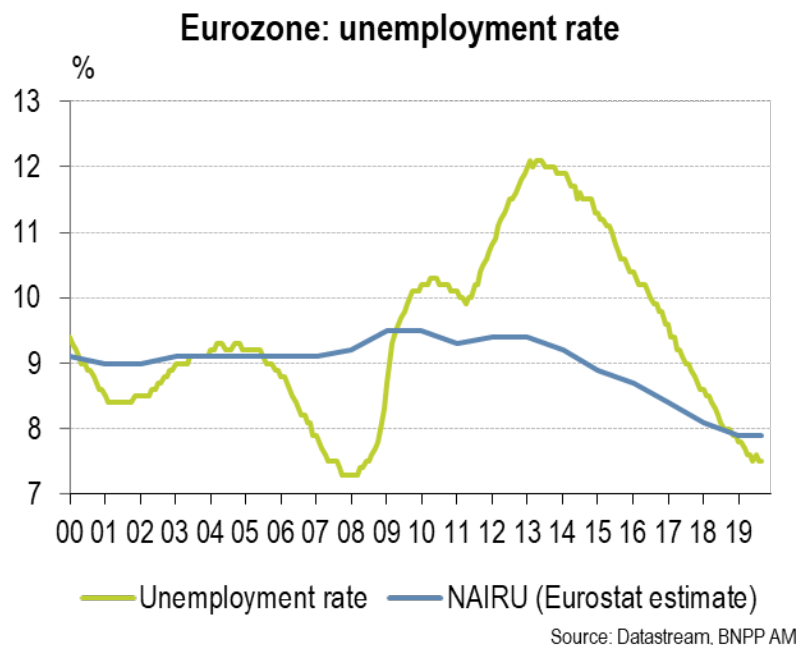
Source: Datastream, BNPP AM



- En France, la demande intérieure hors stocks est restée dynamique au 3^e trimestre. Les exportations se sont légèrement reprises mais, en raison du rebond des importations, la contribution extérieure est négative (-0,4 pp). La croissance de 0,1% du PIB italien est, elle aussi, supérieure aux attentes.

Facteurs de soutien de la demande intérieure

Emploi solide ; crédits au secteur privé en hausse

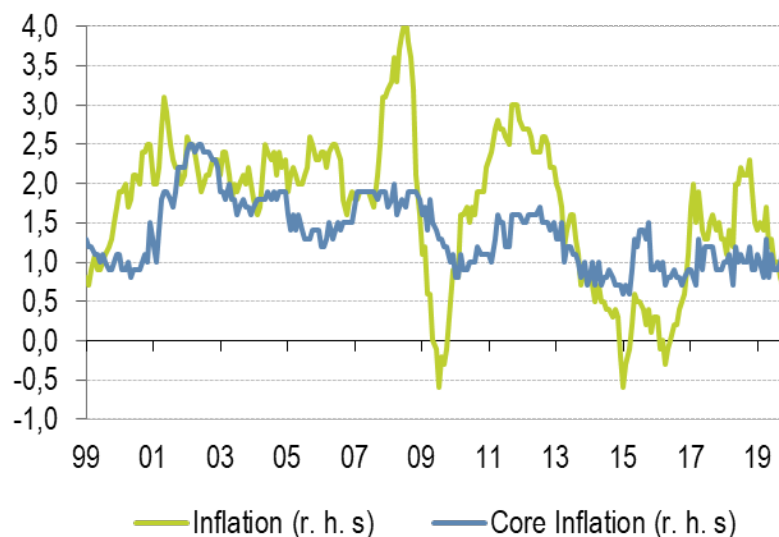


- L'amélioration continue de l'emploi (avec un taux de chômage à 7,5 % en septembre, au plus bas depuis juillet 2008) est favorable. Les prêts à court terme, plus sensibles au cycle, montrent des signes de faiblesse mais la hausse des prêts au secteur privé continue d'être soutenue par le niveau historiquement bas des taux d'intérêt.

L'inflation est modeste

Les anticipations aussi

Euro zone: inflation (y/y changes in %)



Source: Bloomberg, BNPP AM

EUR Inflation Swap Forward 5Y5Y

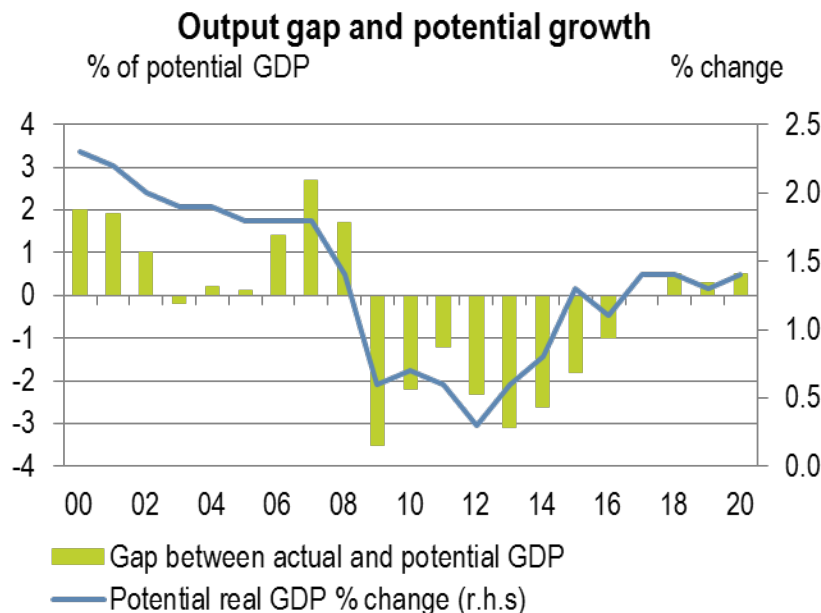


Source: Bloomberg, BNPP AM

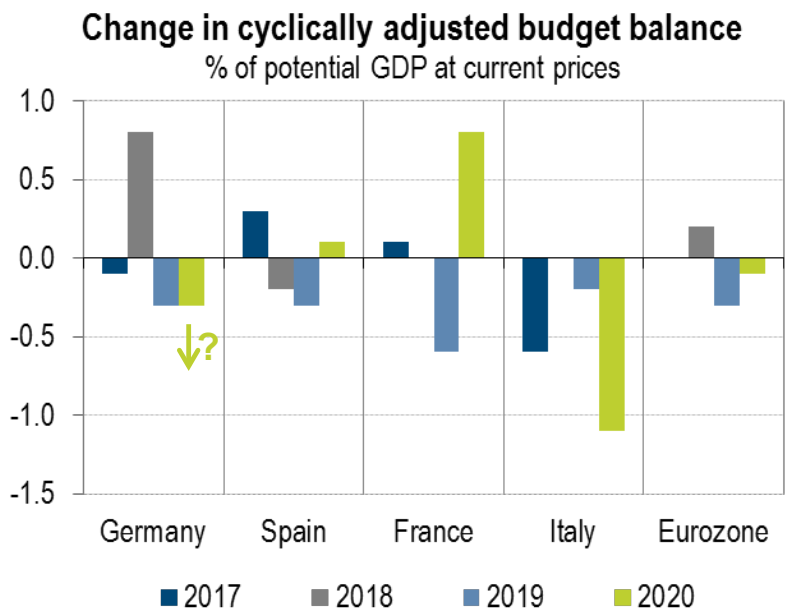
- La faiblesse persistante de l'inflation (0,7 % en glissement annuel en octobre ; 1,1 % hors alimentaire et énergie) permet à la BCE de conserver sa politique monétaire accommodante.

Quid d'une relance budgétaire ?

Ceux qui voudraient, ceux qui pourraient



Source: European Commission, Spring 2019 Forecasts, BNPP AM

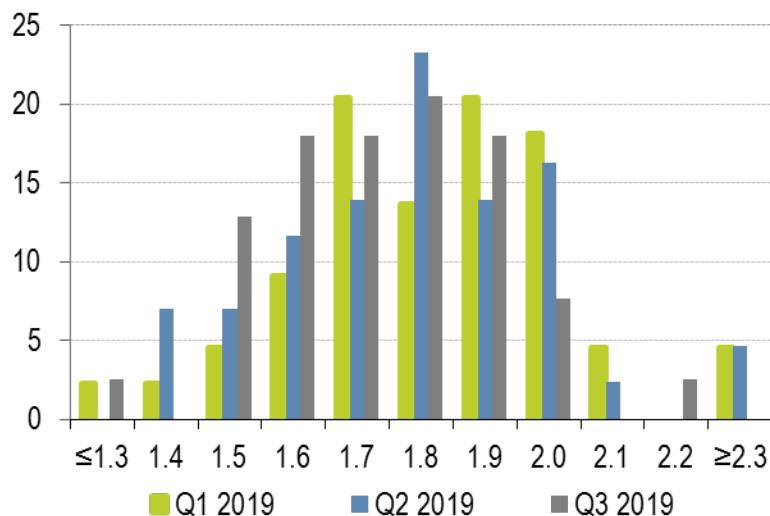


Source: European Commission, Spring 2019 Forecasts, BNPP AM

- Les appels pour des politiques budgétaires de relance se multiplient dans la zone euro. Plusieurs officiels de la BCE ont mis en avant la nécessité d'un budget commun à la zone euro. Christine Lagarde a déclaré que les pays en excédent budgétaire n'ont « pas vraiment fait les efforts nécessaires ». Toutefois, la Bundesbank a indiqué ne pas voir la nécessité d'un plan de relance en Allemagne pour le moment.

RAS pour la dernière réunion de l'ère Draghi

Distribution of point expectations for HICP inflation in the longer term
% of respondents

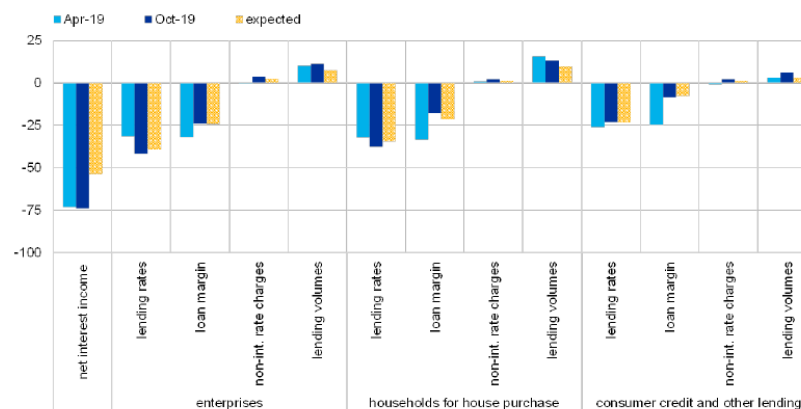


Source: ECB, Survey of Professional Forecasters, BNPP AM

Des baisses de taux moins efficaces ?

Impact of the negative DFR on banks' net interest income and bank lending

(net percentages of banks)



Source: ECB Bank lending survey, October 2019

- Mario Draghi a souligné que « l'appréciation générale [au sein du Conseil] des taux négatifs est globalement positive ». 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.

BCE : Conseil des Gouverneurs divisé

Le 25 septembre, l'annonce surprise de la démission de l'allemande Sabine Lautenschläger du directoire de la BCE a été interprétée comme un signe de désaccord.

François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France le 24 septembre

« Je n'étais pas favorable à la reprise des achats nets d'actifs, car je pensais que la poursuite des achats ne s'imposait pas immédiatement étant donné les très bas niveaux des taux d'intérêt de long terme ainsi que des primes de terme, qui ont encore nettement diminué depuis que nous avons interrompu les achats nets en décembre dernier ».

Jens Weidmann, Président de la Bundesbank, dans le presse allemande

« Il n'était pas nécessaire de recourir à des mesures d'une telle portée [...] Avec la décision d'acheter encore plus d'emprunts d'État, il sera encore plus difficile pour la BCE de sortir de cette politique. Plus elle dure, plus les effets secondaires et les risques pour la stabilité financière augmentent ».

Klaas Knot, Banque des Pays-Bas, communiqué

« Cette large panoplie de mesures est disproportionnée par rapport à la situation économique, et il existe de bonnes raisons de douter de son efficacité. »

Certaines informations ont fait état de l'opposition de Benoît Coeuré à cette décision

Le 4 octobre, six anciens banquiers centraux, dont Otmar Issing et Jürgen Stark, qui furent chefs économistes de la BCE, ont publié un mémorandum reprochant à Mario Draghi de mener une politique trop laxiste qui fragilise le secteur financier.

Les institutions européennes en ordre de marche...

...après de longues négociations

Parlement européen : organe de l'Union européenne élu au suffrage universel direct, doté de compétences législatives, budgétaires et de surveillance.

Membres: 751 députés (membres du Parlement européen)

Président: Antonio Tajani → **David Sassoli (Italie)**

Conseil européen : définit les grandes orientations et priorités politiques de l'Union européenne

Membres: les chefs d'État et de gouvernement des pays de l'UE, le président du Conseil européen et le président de la Commission européenne

Président: Donald Tusk → **Charles Michel (Belgique)**

Commission européenne : promouvoir l'intérêt général de l'Union européenne (UE) en proposant des textes législatifs et en veillant à leur application, ainsi qu'en mettant en œuvre les politiques et le budget de l'UE.

Membres: une équipe de commissaires (un par État membre), qui forment ensemble le «collège».

Président: Jean-Claude Juncker → **Ursula von der Leyen (Allemagne)**

Service européen pour l'action extérieure : le SEAE gère les relations diplomatiques de l'UE avec les pays non membres et mène la politique étrangère et de sécurité de l'Union.

Haut représentant pour les affaires étrangères et la politique de sécurité:

Federica Mogherini → **Josep Borrell (Espagne)**

Banque centrale européenne : gérer la monnaie unique, assurer la stabilité des prix et mener la politique économique et monétaire de l'UE.

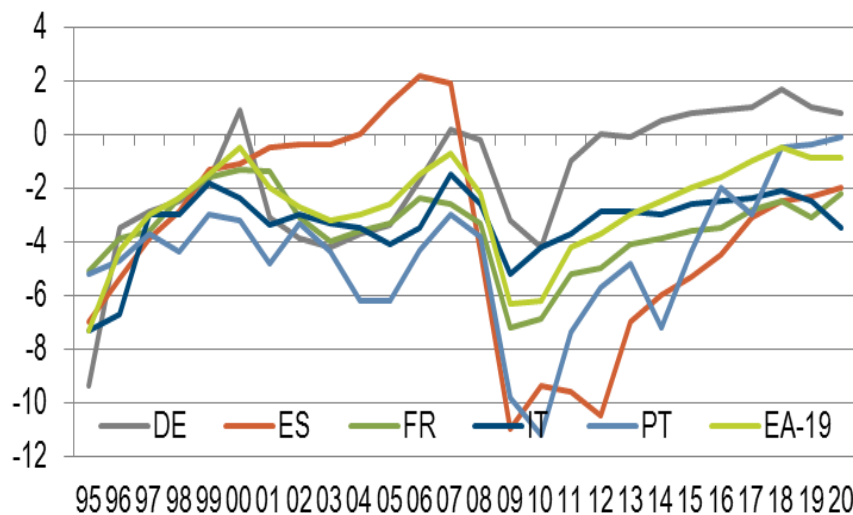
Membres: le président et le vice-président de la BCE, ainsi que les gouverneurs des banques centrales de tous les États membres de l'UE

Président: Mario Draghi → **Christine Lagarde (France) à partir du 1^{er} novembre 2019**

Source: https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies_fr

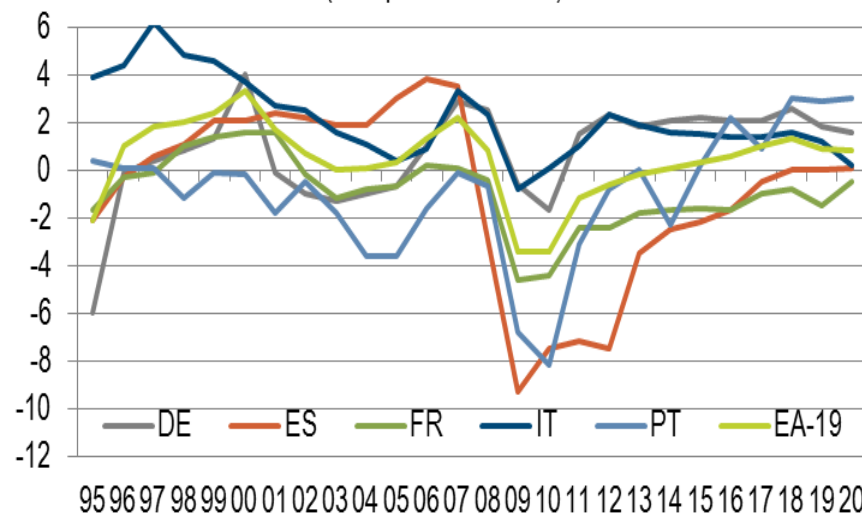
Equilibre des comptes publics

General Government Fiscal balance
(as a percent of GDP)



Source: European Commission, Spring 2019 forecasts, BNPP AM

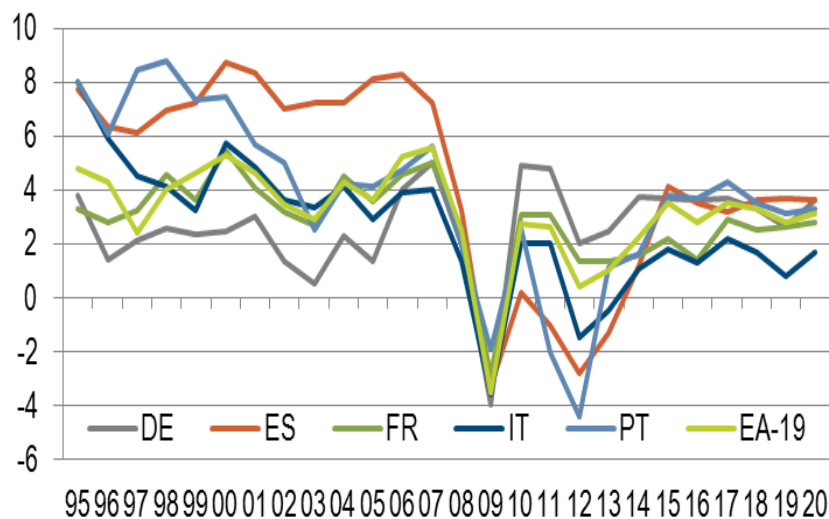
General Government Fiscal Primary balance
(as a percent of GDP)



Source: European Commission, Spring 2019 forecasts, BNPP AM

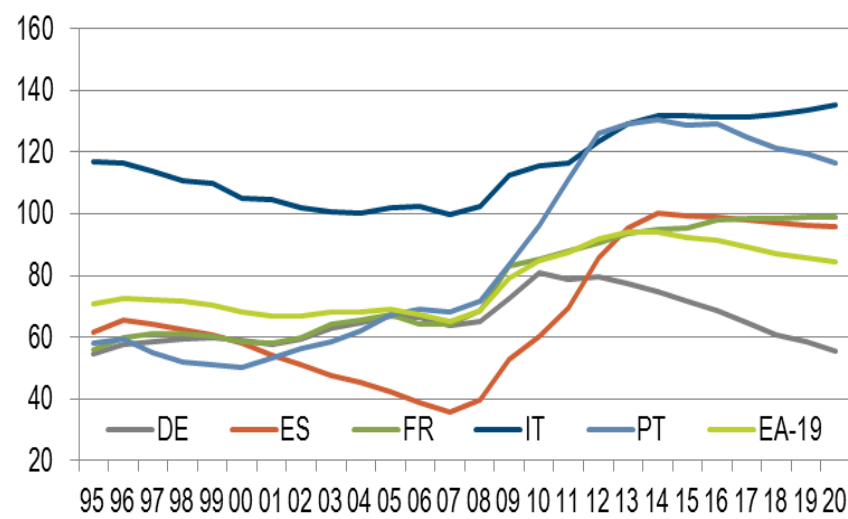
Equilibre des comptes publics

Nominal GDP growth
in %



Source: European Commission, Spring 2019 forecasts, BNPP AM

General Government Gross Debt
(as a percent of GDP)



Source: European Commission, Spring 2019 forecasts, BNPP AM



Japon



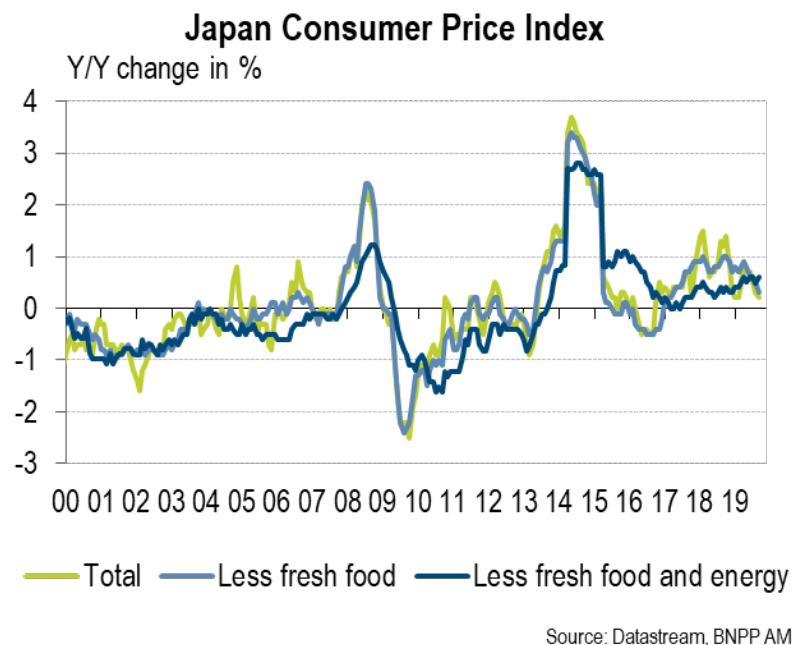
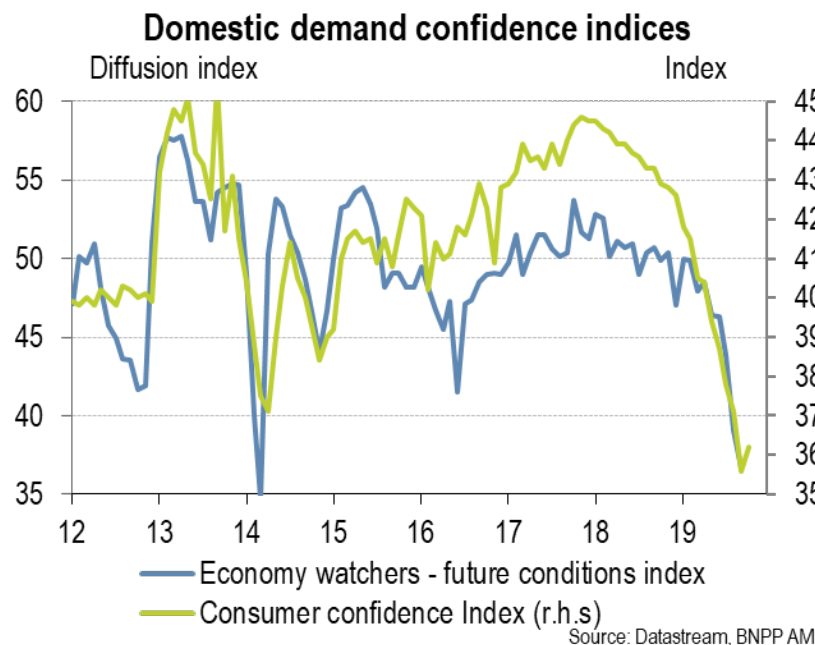
BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'asset manager d'un monde qui change

Revue des marchés Nov. 2019 **32**

Signaux contradictoires

L'inflation bien inférieure à 2 % avant la hausse de la TVA



- La Banque du Japon n'a pas modifié sa politique monétaire fin octobre mais a souligné son inquiétude face aux risques extérieurs et a laissé entendre qu'elle pourrait procéder à des baisses supplémentaires. Le rebond de la production industrielle en septembre est peut-être lié à un regain de demande adressée aux entreprises avant la hausse de la TVA ou, et ce serait plus encourageant, à une amélioration des exportations.



Emergents



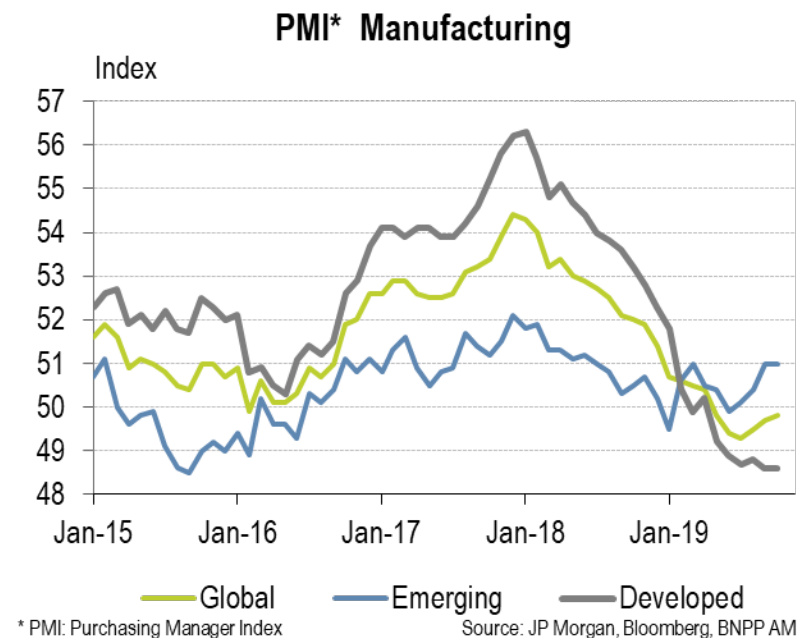
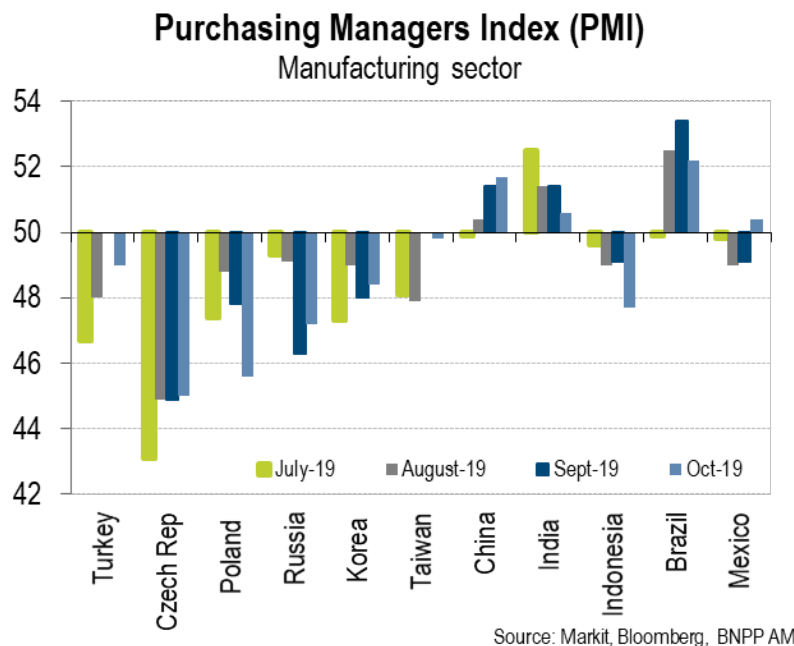
BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'asset manager d'un monde qui change

Revue des marchés Nov. 2019 **34**

Croissance revue à la baisse pour les grands pays émergents

Le commerce mondial génère d'importantes incertitudes



- En Inde, la Banque centrale (Reserve Bank of India) a abaissé son taux directeur de 25 pb à 5,15 % (repo) le 4 octobre face au net ralentissement de la demande intérieure et aux perspectives moroses de croissance. Il s'agit de la cinquième baisse de l'année et de nouvelles réductions sont envisagées. Le gouvernement a annoncé en septembre une baisse substantielle de l'impôt sur les sociétés pour stimuler l'investissement.

Chine : des données dégradées mais...

... des marges de manœuvre pour des mesures de soutien



Source: Bloomberg, BNPP AM

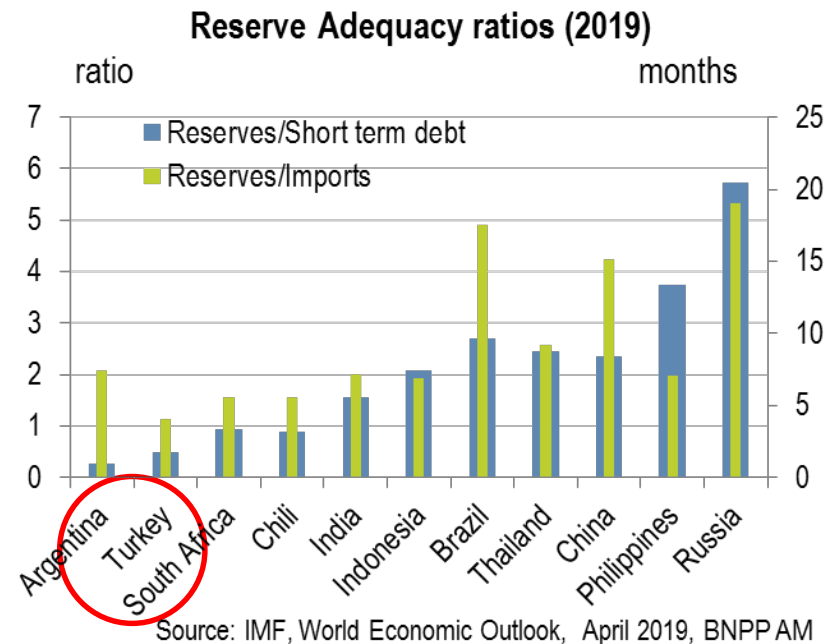
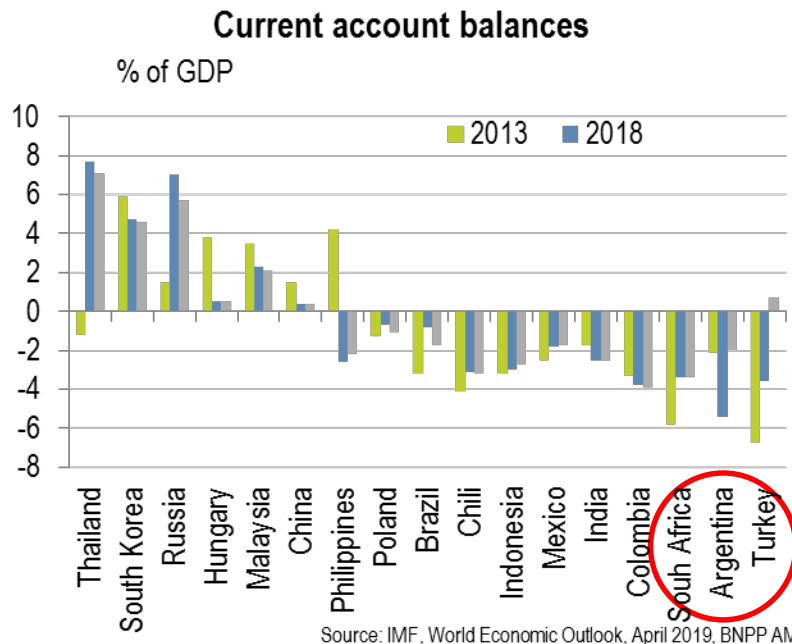


Source: Bloomberg, BNPP AM

- La croissance du PIB est ressortie à 6 % au 3^e trimestre après 6,2 % au 2^e et 6,4 % au 1^{er}. Le tassement de l'activité est confirmé avec, de surcroît, une progression légèrement inférieure aux attentes. Les récentes mesures d'assouplissement monétaire ont permis une accélération du crédit au secteur privé. Des mesures supplémentaires pourraient être annoncées, le rythme de croissance du PIB des derniers mois étant inférieur à l'objectif du gouvernement.

Des fondamentaux plus solides...

... sauf où ils ne le sont pas



- Les fondamentaux se sont améliorés ces dernières années sur bon nombre d'indicateurs de stabilité (balance courante, inflation, solde budgétaire, réserves,...). Les pays en difficulté sur plusieurs de ces indicateurs sont sanctionnés.

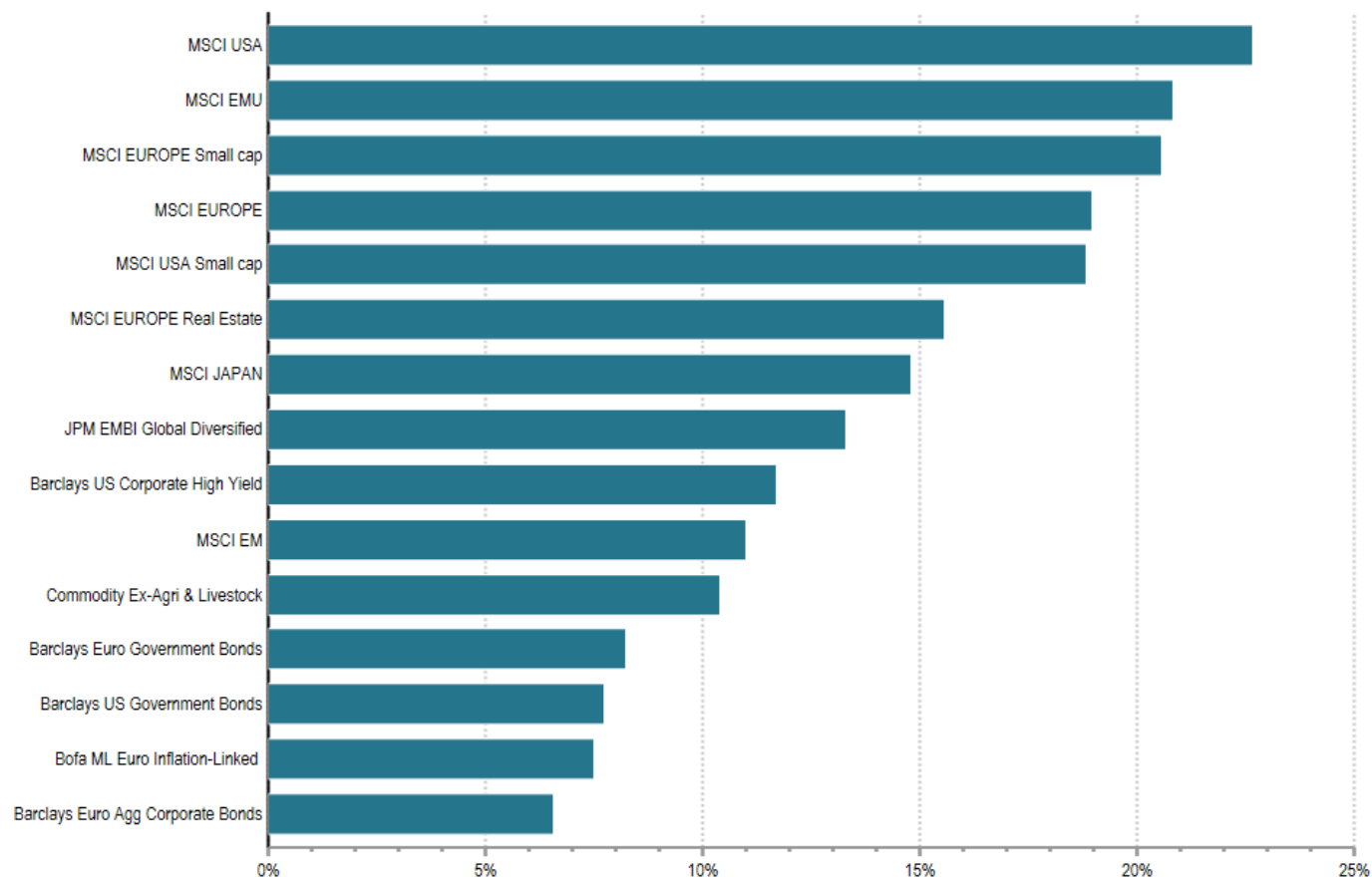


ÉLÉMENTS SUR LES CLASSES D'ACTIFS



Performances totales de janvier à octobre 2019

Market Overview (local currency)



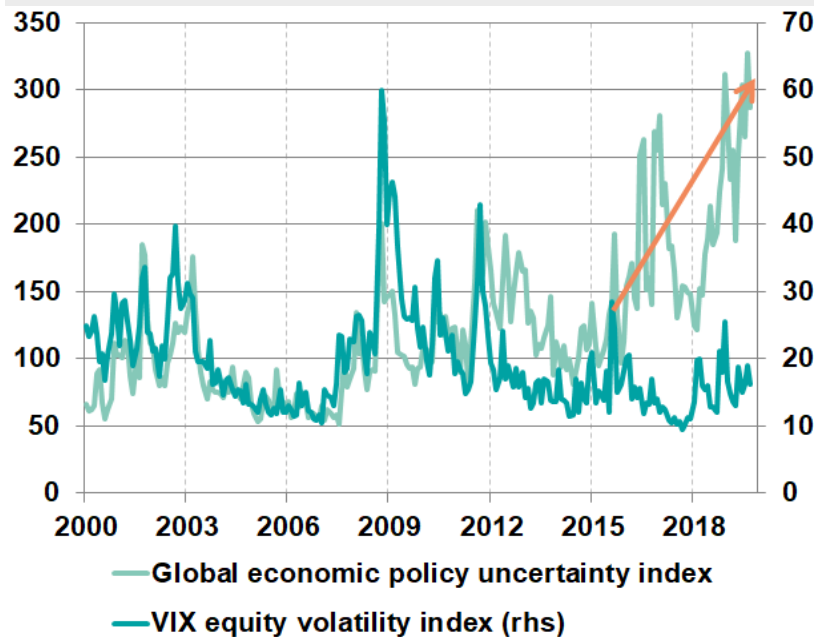
Source: Refinitiv Datastream / BNP Paribas Asset Management



De nombreuses sources d'incertitude

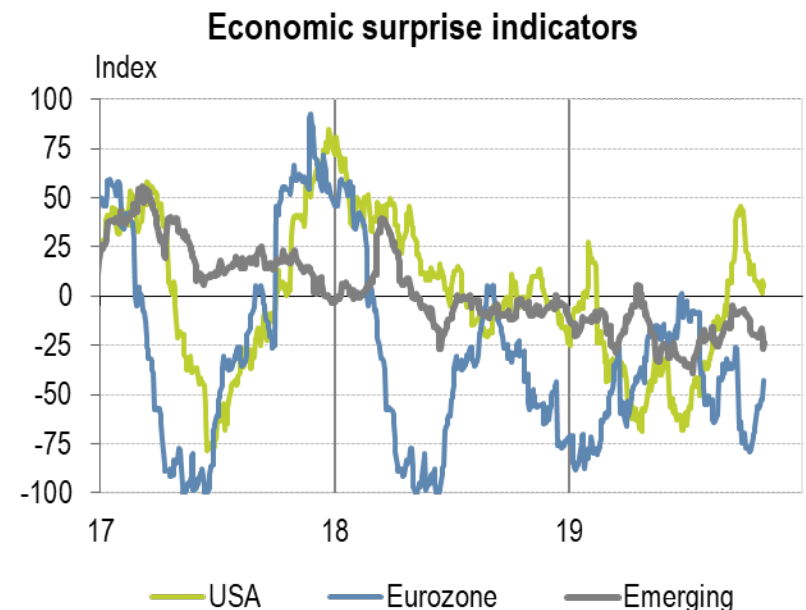
Entre risques politiques et doutes sur la croissance

Les incertitudes politiques peuvent déstabiliser les actions



Source: Bloomberg, MAQS Research, BNPP AM as of 31/10/2019

Hésitations sur le scénario économique



Source: Citi, Bloomberg, BNPP AM

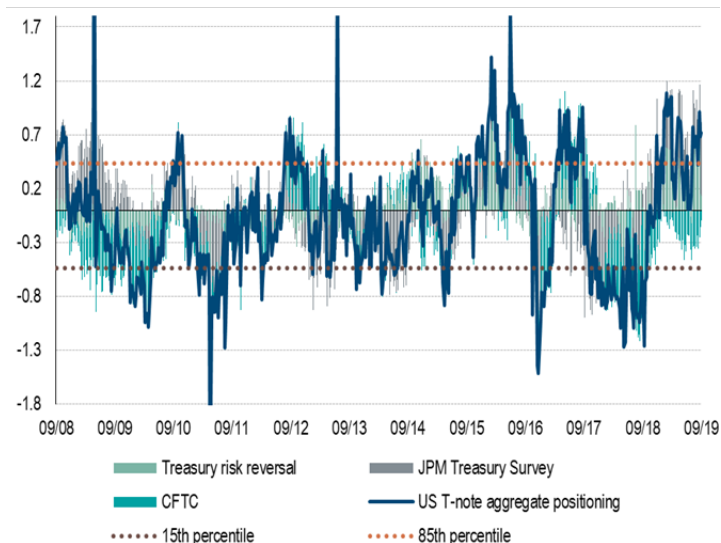
- Les indicateurs économiques continuent à souffler le chaud et le froid. De ce fait, le consensus a du mal à s'établir. Il est encore trop tôt pour affirmer qu'un rebond industriel est en cours mais les craintes sur la croissance mondiale ont reflué.

Les investisseurs restent prudents sur les actions...

... et surexposés sur les obligations américaines

La recherche du rendement profite aux titres du Trésor américain

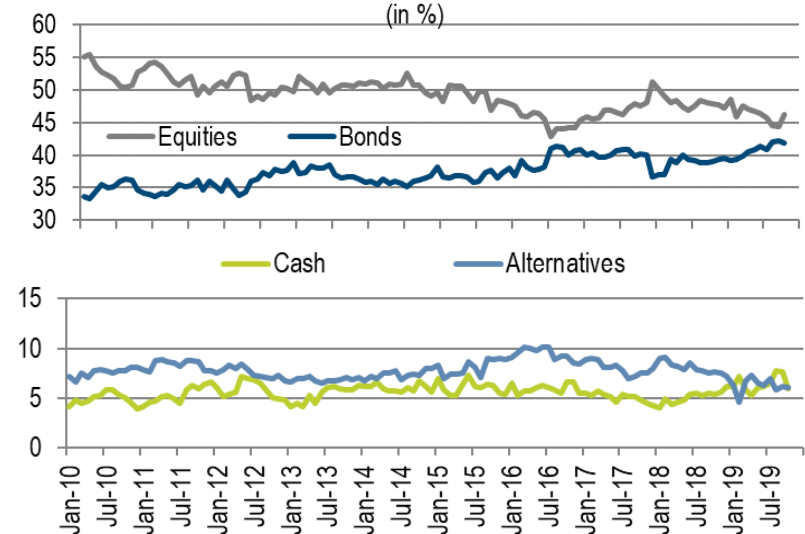
UST positioning indicators



Source: Bloomberg, MAQS Research, BNPP AM as of 31/10/2019

Timide augmentation de l'exposition aux actions en octobre

Reuters Global Asset Allocation poll



Source: Reuters as of 31 October 2019. BNPP AM

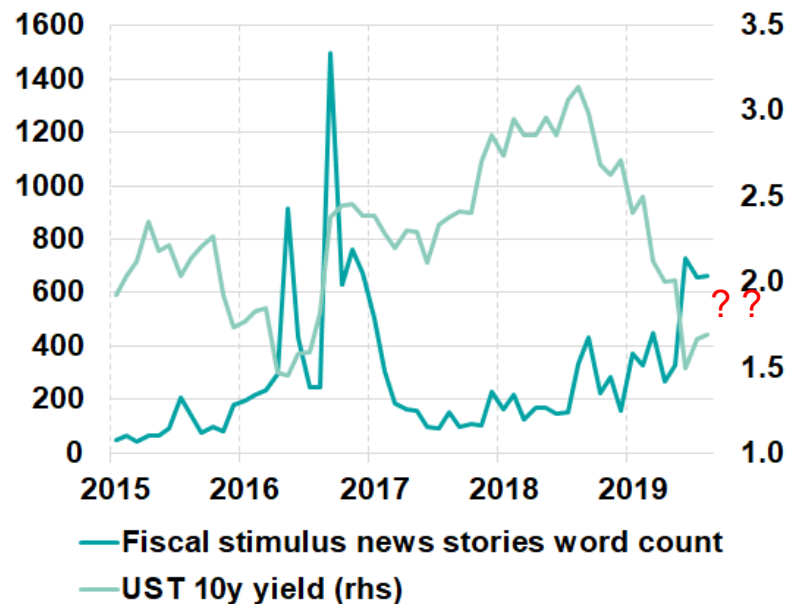
- Les enquêtes conduites auprès des grands gérants d'actifs montrent que leur exposition aux marchés obligataires a été légèrement réduite mais reste très élevée dans l'absolu.

(source : Reuters)

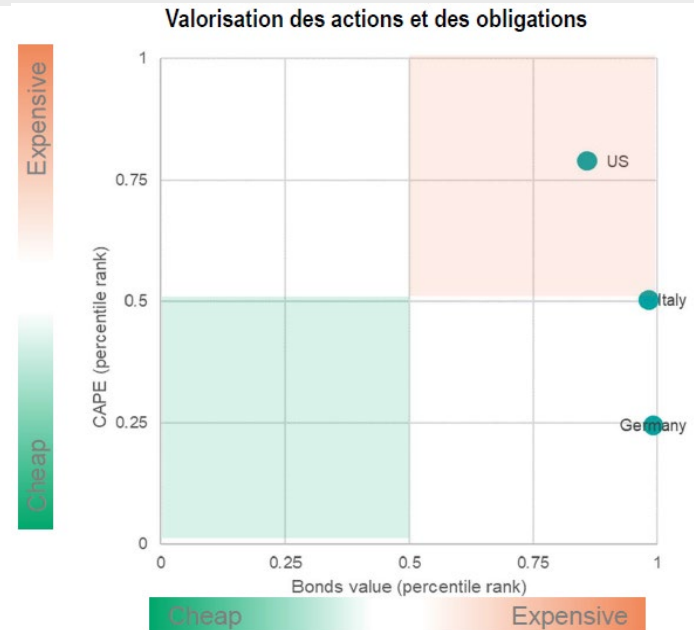
Un facteur à surveiller

Quelles conséquences aurait une relance budgétaire ?

En général, les obligations n'aiment pas entendre parler de relance budgétaire



Un risque asymétrique sur les taux longs



- Nous mesurons la valorisation des marchés actions et obligations en comparant, respectivement, les multiples CAPE (cours/bénéfices corrigé du cycle) et les rendements réels à leurs moyennes calculées depuis 1990. Les marchés obligataires, portés par la dynamique de « plus bas pour plus longtemps », apparaissent chers et vulnérables en cas de relance budgétaire.



Marchés obligataires

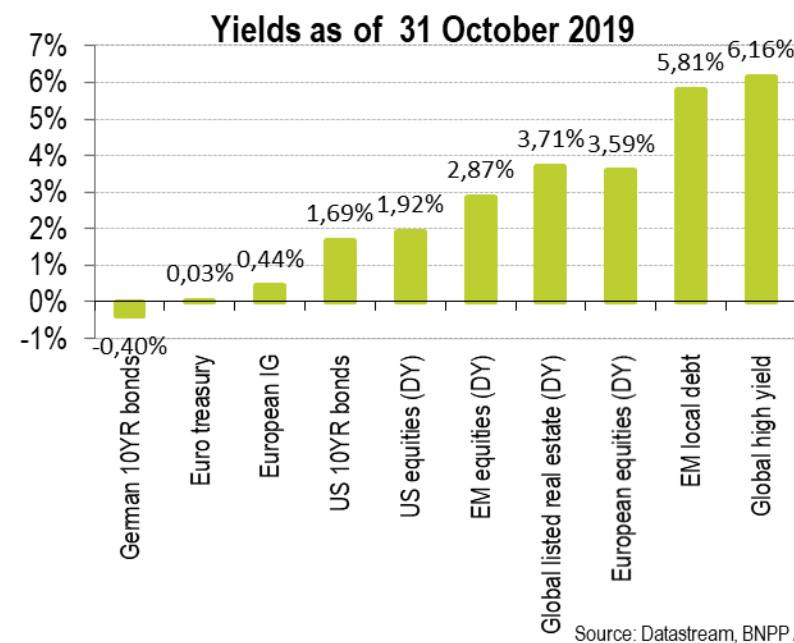
La fin des taux très bas ? Peut-être !

Légères tensions en octobre



Source: Bloomberg, BNPP AM

Où trouver du rendement ?



- Le rendement du Bund allemand à 10 ans 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 %, loin au-dessus des points très bas traités fin août et début septembre.

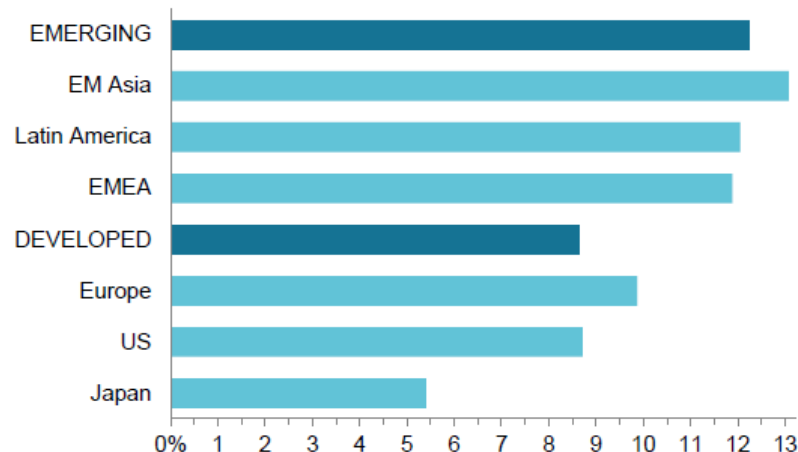
Marchés obligataires

Performances depuis le 31 décembre 2018

Vue générale

Total returns in USD for broad indices and emerging market debt, local currency for developed country/regional indices.

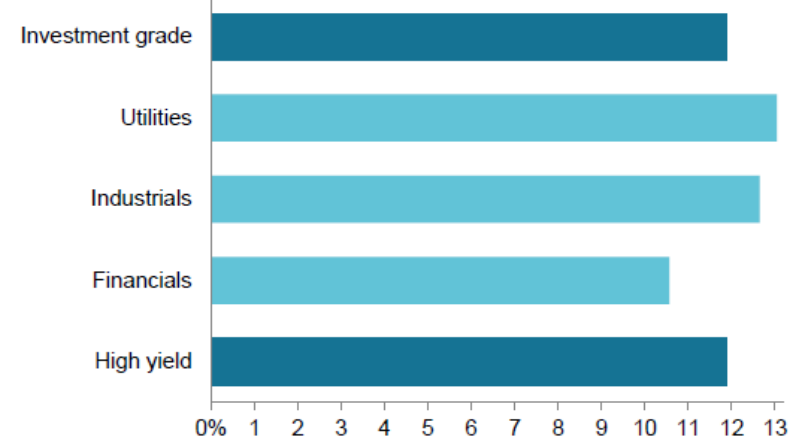
GEOGRAPHY



Source: Bloomberg, JP Morgan, BNPP AM, Macro Research as of 01/11/2019

Obligations d'entreprise

CORPORATES

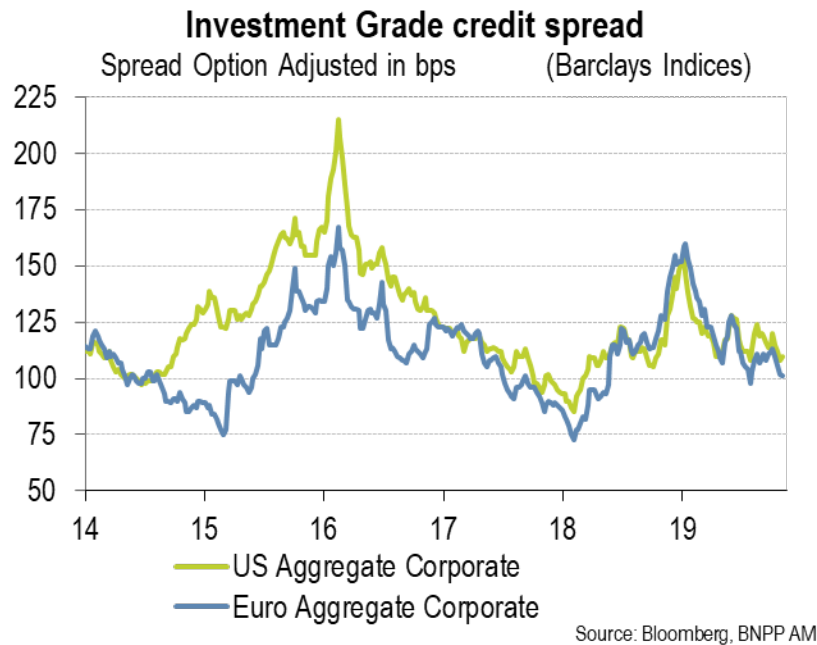


Source: Bloomberg, JP Morgan, BNPP AM, Macro Research as of 01/11/2019

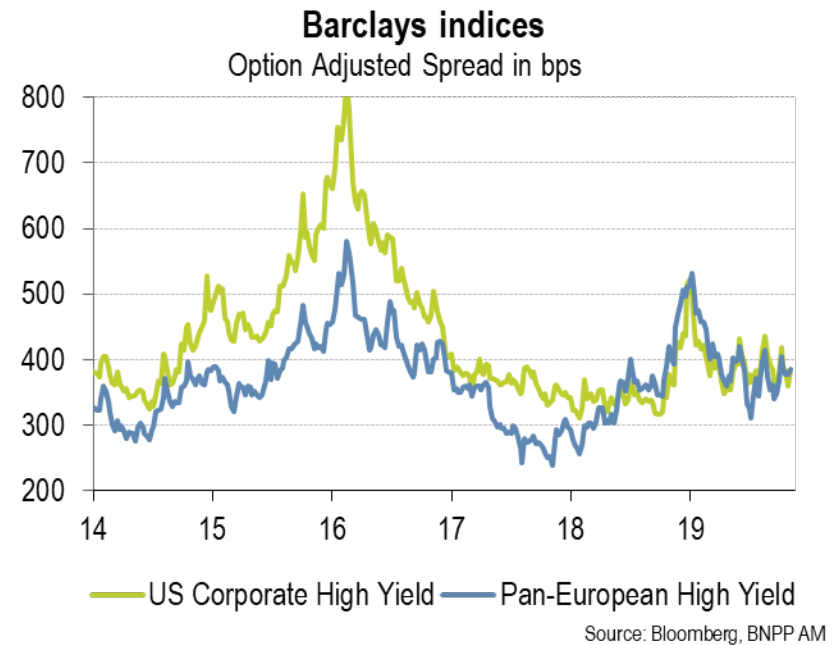
Marchés obligataires

Marché du crédit – Ecart de taux

Crédit de qualité (IG)



Crédit à haut rendement (HY)

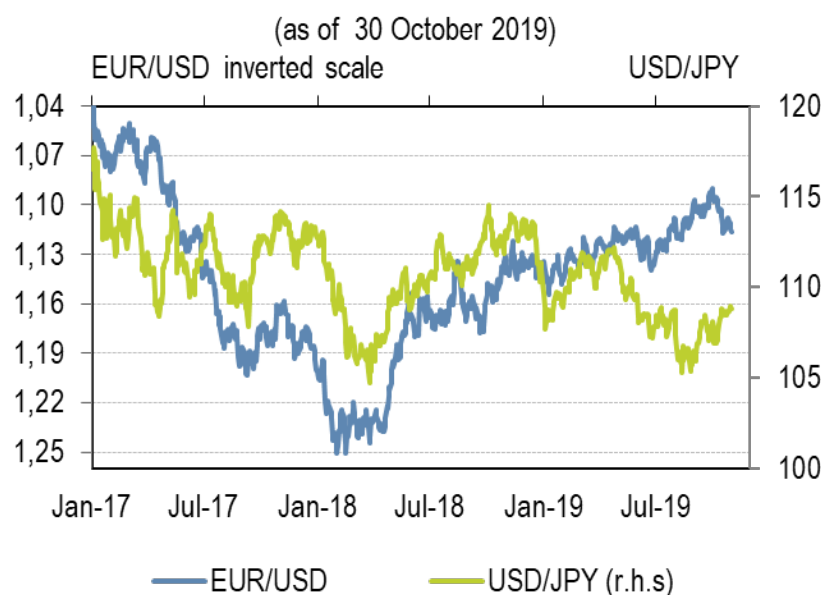


- Les spreads de taux se sont réduits en octobre du fait des tensions survenues sur les rendements des obligations gouvernementales. Les performances totales sont légèrement négatives pour les titres en euros. Les titres en dollars affichent une performance totale positive.

Marché des changes

L'euro est reparti à la hausse en octobre

Fed et BoJ : les politiques monétaires comptent



Source: Bloomberg, BNPP AM

La livre profite des derniers développements autour du Brexit



Source: Bloomberg, BNPP AM

- La parité EUR/USD s'est orientée à la hausse début octobre pour rapidement retrouver son plus haut niveau depuis la mi-août et terminer le mois à 1,1150 (+2,3 % par rapport à fin septembre). L'euro a profité de l'avancée des discussions entre le Royaume-Uni et l'Union européenne.



ANNEXE : PIB & INFLATION



Consensus Forecasts: Growth & Inflation

	GDP YoY %			Inflation YoY %		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Developed Economies						
USA	2,9	2,3	1,7	2,5	1,8	2,1
Canada	1,9	1,5	1,6	2,3	2,0	2,0
Eurozone	1,9	1,1	1,0	1,8	1,2	1,2
UK	1,4	1,2	1,0	2,5	1,9	2,0
Switzerland	2,8	0,8	1,2	1,0	0,5	0,7
Japan	0,8	0,9	0,3	1,0	0,6	1,0
Australia	2,8	1,8	2,4	1,9	1,6	2,0
Developing Economies						
China	6,6	6,1	5,9	2,1	2,5	2,4
India (FY)	7,2	6,2	6,1	4,0	3,2	3,6
South Korea	2,7	1,9	2,2	1,5	0,5	1,3
Taiwan	2,6	2,1	2,0	1,4	0,7	1,0
Argentina	-2,5	-2,5	-1,5	34,9	53,7	47,9
Brazil	1,1	1,0	2,0	3,7	3,7	3,7
Mexico	2,0	0,3	1,2	4,9	3,7	3,5
Russia	2,3	1,1	1,6	2,9	4,5	3,6
Turkey	2,7	-0,3	2,3	16,2	15,6	12,2

Source: Bloomberg Consensus Forecasts as of 4 November 2019, BNPP AM



Eurozone		Consensus forecasts: growth & inflation (in %)						
		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Eurozone	GDP	1,4	2,1	1,9	2,5	1,9	1,1	1,0
	CPI	0,4	0,2	0,2	1,5	1,8	1,2	1,2
Austria	GDP	0,8	1,0	2,1	2,7	2,3	1,5	1,3
	CPI	1,6	0,9	0,9	2,1	2,0	1,7	1,8
Belgium	GDP	1,6	2,0	1,5	2,0	1,5	1,1	0,9
	CPI	0,3	0,6	2,0	2,1	2,1	1,5	1,4
Finland	GDP	-0,4	0,6	2,6	3,1	1,7	1,3	1,0
	CPI	1,2	-0,2	0,4	0,8	1,2	1,1	1,3
France	GDP	1,0	1,1	1,1	2,3	1,7	1,3	1,2
	CPI	0,6	0,1	0,3	1,2	2,1	1,3	1,3
Germany	GDP	2,2	1,7	2,2	2,5	1,5	0,5	0,7
	CPI	0,8	0,7	0,4	1,7	1,9	1,4	1,4
Greece	GDP	0,7	-0,4	-0,2	1,5	1,9	1,7	1,8
	CPI	-1,4	-1,1	0,0	1,1	0,8	0,5	0,8
Ireland	GDP	8,6	25,2	3,7	8,1	8,4	4,6	2,5
	CPI	0,3	0,0	-0,2	0,3	0,7	1,0	1,1
Italy	GDP	0,0	0,8	1,3	1,7	0,8	0,1	0,4
	CPI	0,2	0,1	-0,1	1,3	1,3	0,7	0,9
Netherlands	GDP	1,4	2,0	2,2	2,9	2,6	1,6	1,5
	CPI	1,0	0,6	0,3	1,4	1,7	2,6	1,6
Portugal	GDP	0,9	1,8	1,9	2,8	2,2	1,8	1,4
	CPI	-0,2	0,5	0,6	1,6	1,2	0,5	0,9
Spain	GDP	1,4	3,8	3,0	2,9	2,4	2,1	1,7
	CPI	-0,2	-0,6	-0,4	2,0	1,7	0,8	1,2

Source: Bloomberg Consensus Forecasts as of 4 November 2019, BNPP AM



Mention légale

Les graphiques présents dans ce document ont été mis à jour en novembre 2019, sauf indication contraire. BNPP AM est la source au 4 novembre 2019 des données chiffrées décrites dans cette présentation, excepté en cas d'indication spécifique.

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.



BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT

14, rue Bergère

75009 Paris

bnpparibas-am.com



INVESTORS'

corner



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'asset manager d'un monde qui change