

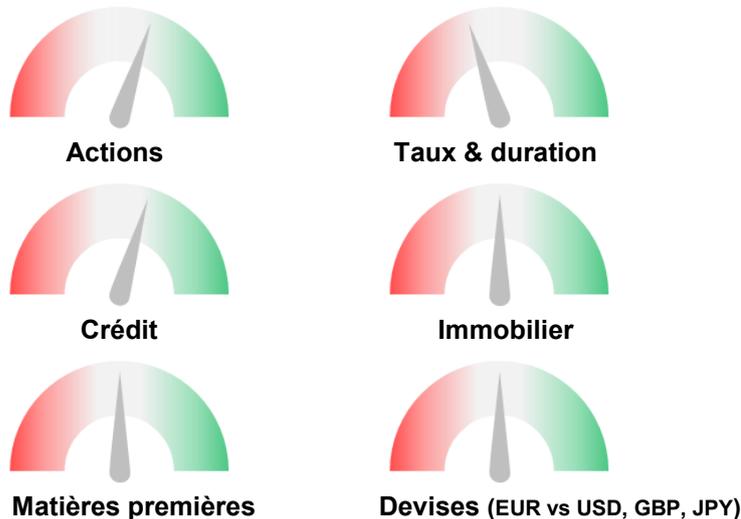
ANALYSE MENSUELLE DE L'ALLOCATION D'ACTIFS

BNPP AM – Multi-Actifs, Quantitatif et Solutions (MAQS)



DEFI D'EQUILIBRE ENTRE CROISSANCE ET POLITIQUE

Aperçu de l'allocation d'actifs



Maximilian MOLDASCHL
Stratège multi-actifs senior, MAQS
maximilian.moldaschl@bnpparibas.com
+44 20 7063 7247

Guillermo FELICES
Responsable Recherche et Stratégie,
MAQS
guillermo.felices@bnpparibas.com
+44 20 7063 7196

RESUME

- **Défi d'équilibre entre croissance et politique monétaire** – Notre scénario de base (environnement « Boucles d'or » fragile) suppose que les banques centrales sont en mesure de contrebalancer le ralentissement actuel de la croissance. Selon nous, cette hypothèse est désormais plus incertaine en Europe, mais reste valable aux États-Unis.
- **Les tensions commerciales et la détermination politique des banques centrales constituent les principales inquiétudes** – Les tensions commerciales demeurent la principale source de chocs négatifs pour la croissance, un constat qui n'échappe pas à la plupart des grandes économies, États-Unis inclus. Le recul des prévisions d'inflation met la détermination des responsables politiques à rude épreuve.
- **Résilience et marge de manœuvre budgétaire et monétaire aux États-Unis** – Les États-Unis affichent de meilleures chances de rester en mode « Boucles d'or » que l'Europe, pour deux raisons majeures. D'une part, ils disposent d'une marge de manœuvre plus importante en termes d'assouplissement de la politique monétaire et budgétaire. D'autre part, leur économie est généralement plus résistante aux chocs externes.
- **Marge de manœuvre réduite dans la zone euro** – Les investisseurs remettent en question la capacité d'action des responsables politiques de la zone euro. À ce jour, les évocations d'éventuelles mesures de relance budgétaire n'ont pas été suffisantes pour stopper l'effondrement des rendements obligataires des pays du cœur de l'UEM.

ALLOCATION D'ACTIFS

- **Acquisitions à la baisse d'actions américaines** – Nous avons adopté une position longue sur les actions américaines, tactiquement conforme à notre approche consistant à acheter à la baisse tant que la croissance modérée et les mesures de relance s'inscrivent en soutien d'un scénario « Boucles d'or fragile ». Cette situation prévaut toujours aux États-Unis, où les bénéfices des entreprises et l'économie se sont révélés robustes, et où les leviers politiques restent importants. Nos indicateurs de la température des marchés et d'analyse technique étaient également au vert.
- **Positionnement long sur les actifs de portage** – La quête de rendement se poursuit à la faveur des mesures d'assouplissement monétaire prises à l'échelle mondiale. Nous maintenons notre exposition longue à la dette émergente en devises fortes.
- **Focalisation sur la construction de portefeuilles robustes** – Parallèlement à nos critères d'investissement fondamentaux, nous nous attachons toujours à construire des portefeuilles robustes au travers de positions susceptibles de bénéficier de scénarios extrêmes, tels qu'un ralentissement plus marqué ou un retour de l'inflation.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

REVUE DES MARCHES : AOUT 2019

Après avoir signé une performance positive en juillet, les actions des marchés développés et émergents ont cédé 1,9 % et 2,5 % respectivement en août. L'appétit pour le risque a fléchi après que l'administration Trump a annoncé l'instauration de droits de douane de 10 % sur 300 milliards de dollars d'importations chinoises supplémentaires, déclenchant une correction des actions à l'échelle mondiale. En réponse à la décision des États-Unis, la Chine a laissé sa monnaie se déprécier à 7 yuans pour un dollar et suspendu les importations de produits agricoles américains. Le conflit s'est encore envenimé quand le gouvernement chinois a annoncé un plan prévoyant l'entrée en vigueur en deux étapes (septembre et décembre) de droits de douane sur 75 milliards de dollars de produits provenant des États-Unis, dont le soja, le pétrole et les automobiles. Le président Trump a riposté à la mesure chinoise en relevant les droits de douane de 5 %.

La décision prise par la Réserve fédérale américaine à la fin juillet d'abaisser ses taux directeurs a fait des émules parmi d'autres banques centrales des pays développés et émergents. La BCE a clairement indiqué qu'elle préparait un train de mesures, qui, selon Olli Rehn, gouverneur de la banque centrale finlandaise et membre de la BCE, dépasserait les attentes des analystes. À la suite de ce virage majeur en faveur d'une politique plus accommodante des banques centrales, les emprunts d'État se sont redressés en août.

Ce rebond s'est inscrit en soutien des marchés du crédit malgré l'aversion au risque généralisée. Les obligations investment grade américaines ont par exemple gagné plus de 3,1 %, tandis que la dette périphérique de l'UEM s'est adjugé 2,7 %, sous la conduite des BTP italiens (+3,9 %). Les emprunts italiens ont bénéficié d'une forte contraction des spreads par rapport aux Bunds allemands, en dépit des turbulences politiques qui ont entraîné la démission du Premier ministre Giuseppe Conte. Pour l'heure, le risque d'une élection générale a été écarté puisque le parti de centre-gauche et le Mouvement 5 Étoiles (anti-establishment) se sont entendus pour former une nouvelle majorité parlementaire.

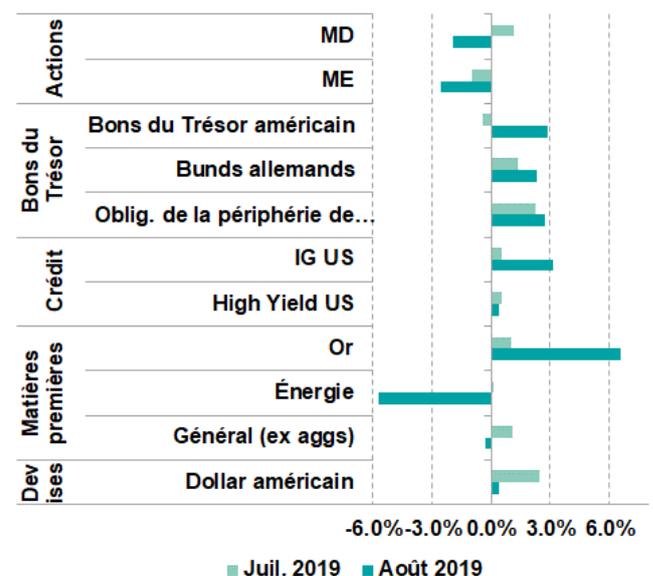
Les matières premières se sont repliées au cours du mois sous revue (-0,3 %), pétrole brut (-7 %) et cuivre (-4 %) en tête. En revanche, l'or s'est inscrit en hausse de plus de 6 %, reflétant la baisse des rendements réels et les inquiétudes du marché concernant la dépréciation des monnaies. Soutenu par la chute du yuan chinois, le dollar américain s'est raffermi face à un panier de devises du G10.

Sur le front macroéconomique, la conjoncture américaine a marqué le pas en août. Les derniers indices PMI font état d'une contraction tant dans le secteur manufacturier (49,9, contre 50,4 auparavant) que dans celui des services (50,9, contre 53,0 auparavant). La production industrielle a décliné de 0,2 % en glissement mensuel (alors que le consensus tablait sur -0,1 %).

En Europe, les derniers indices PMI ont légèrement dépassé les attentes et leurs niveaux des précédents mois, tant pour le secteur manufacturier (47,0, contre 46,2 pour le consensus) que pour les services (53,4, contre 53,0 pour le consensus). Les indices PMI du secteur manufacturier se sont stabilisés en Allemagne (43,6, contre 43,2 auparavant). La croissance définitive du PIB pour le deuxième trimestre s'est cependant révélée négative (-0,1 % en glissement trimestriel, après correction des variations saisonnières), avec une correction substantielle de l'investissement en capital (de 1,1 % à -0,1 % en glissement trimestriel).

En Chine, la croissance de la production industrielle est ressortie inférieure aux prévisions (4,8 %, contre 6,0 % pour le consensus), tandis que celle des exportations a surpris à la hausse (+3,3 % en glissement annuel, contre -1,0 % pour le consensus). Le PMI manufacturier Markit a rebondi de 49,9 à 50,4, les composantes production et emploi ayant progressé de 0,9 point et 1,2 point respectivement. Les exportations et les nouvelles commandes se sont en revanche repliées (-1,7 point et -0,1 point).

Figure 1 : Performance en août 2019 – correction des actions



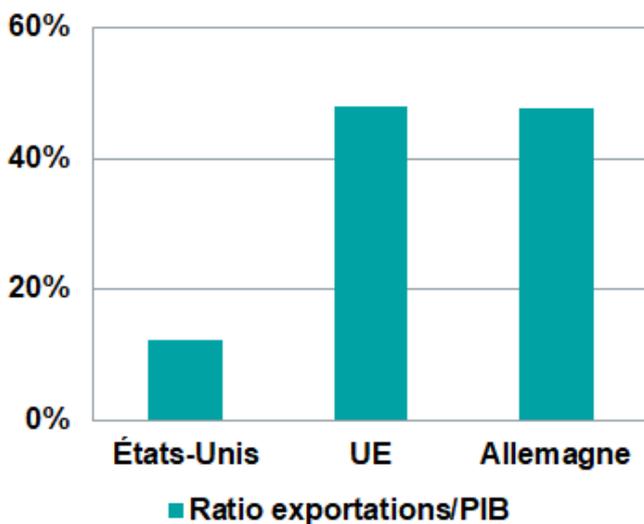
Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/08/2019

MODE « BOUCLES D'OR » INTACT AUX ÉTATS-UNIS, A LA PEINE AILLEURS

Depuis le début de l'année, nous qualifions le contexte de marché actuel d'environnement « Boucles d'or » fragile, caractérisé par une croissance et une inflation modestes, mais suffisamment faibles pour permettre aux banques centrales d'offrir aux marchés un soutien politique crédible. Nous avons également souligné que le principal risque réside dans un ralentissement mondial plus marqué. En pareil cas, les banques centrales pourraient ne pas être en mesure de maîtriser totalement les chocs négatifs. En conséquence, les investisseurs seraient probablement confrontés à un environnement plus défavorable aux actifs risqués.

Deux facteurs ont attisé le risque d'un ralentissement plus prononcé en août : les tensions commerciales et les inquiétudes quant aux moyens politiques. Les risques géopolitiques, et tout particulièrement le conflit commercial sino-américain, ont continué de nuire aux perspectives mondiales. D'ores et déjà en gestation, le déclin du secteur manufacturier international entraîne dans son sillage un recul du commerce et des investissements des entreprises. À ce jour, les États-Unis se sont montrés résistants, car moins dépendants des échanges mondiaux (Figure 2).

Figure 2 : La zone euro est plus vulnérable aux chocs externes que les États-Unis du fait d'exportations pesant plus lourd dans le PIB



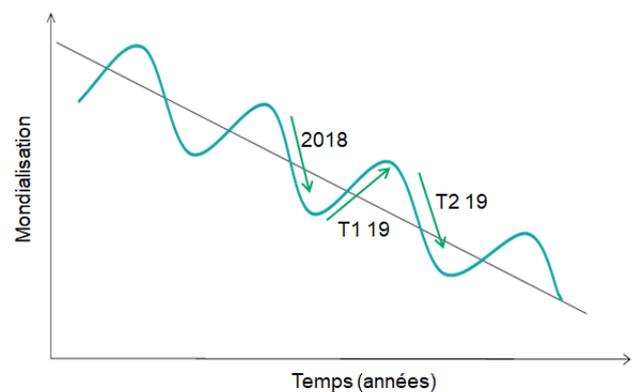
Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/08/2019

Sur le front politique, les marchés ont remis en question la volonté et la capacité des banques centrales d'assouplir efficacement la politique monétaire. En témoignent le repli rapide des prévisions d'inflation et le changement de cap de banques centrales telles que la Fed et la BCE.

LA CROISSANCE MALMENE PAR LA GUERRE COMMERCIALE

Parmi nos principales opinions : le caractère probablement durable des risques géopolitiques et, notamment, des tensions sino-américaines. Concernant ces dernières, nous avons souligné qu'elles sont le reflet d'une lutte pour le pouvoir mondial dans des domaines tels que l'économie et l'informatique, bien plus qu'une simple querelle commerciale. Nous avons également expliqué que ce processus de démondialisation connaîtra une évolution erratique, caractérisée par une succession d'escalades et de désescalades (Figure 3).

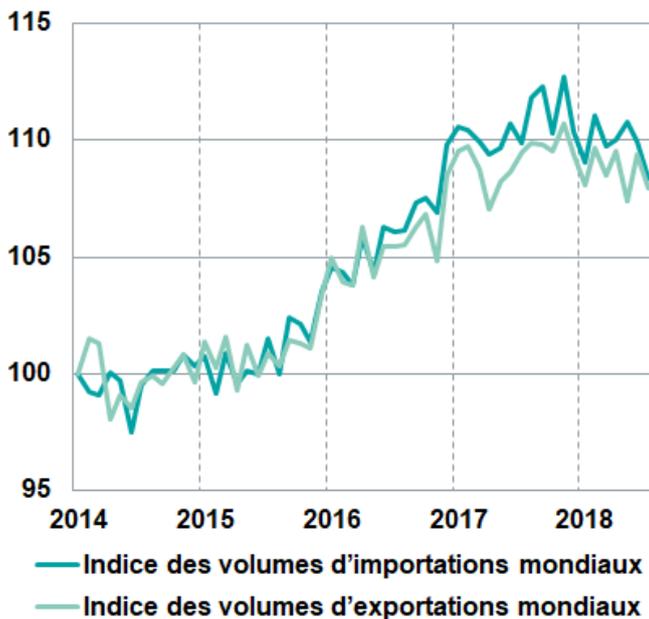
Figure 3 : Les tensions commerciales connaissent des variations à moyen terme et devraient se multiplier



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/08/2019

En outre, nous décelons trois effets préjudiciables de ces fluctuations. Premièrement, les escalades et désescalades deviennent plus fréquentes, menaçant tout espoir d'une résolution rapide. Deuxièmement, plus ces tensions persistent, plus elles alimenteront les incertitudes concernant les perspectives macroéconomiques et de marché. Troisièmement, ces incertitudes nuisent d'ores et déjà à la croissance mondiale, comme l'attestent clairement les données relatives au secteur manufacturier, aux investissements des entreprises et – surtout – aux échanges internationaux (Figure 4).

Figure 4 : Les tensions commerciales pèsent sur les volumes d'importations et d'exportations mondiaux

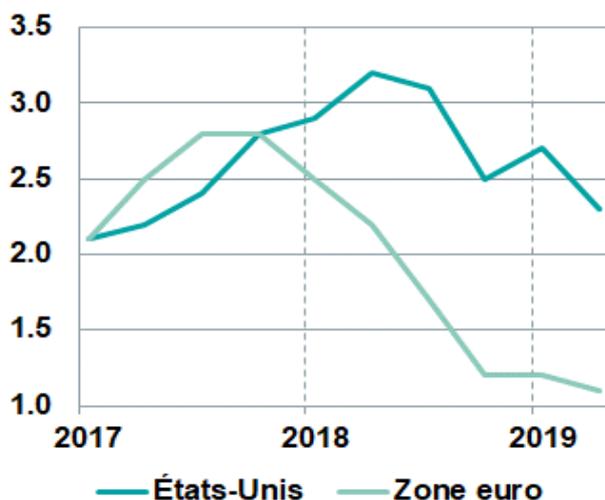


Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/08/2019

L'économie américaine plus résistante jusqu'à présent

Le ralentissement était initialement plus visible au sein des économies largement tributaires du commerce comme la zone euro et certains pays d'Asie. Les données relatives à l'activité révèlent déjà des dommages dans la zone euro, en particulier dans le secteur manufacturier. En effet, de nombreux observateurs craignent désormais une récession en Allemagne après la légère contraction du PIB enregistrée au deuxième trimestre (-0,1 % par rapport au premier trimestre).

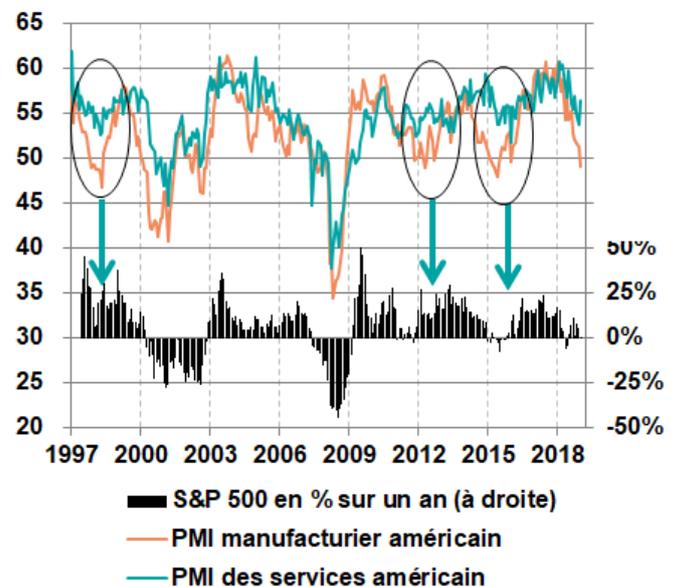
Figure 5 : Croissance du PIB en déclin aux États-Unis, mais plus solide que dans la zone euro



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/08/2019

L'économie américaine était il y a peu encore relativement à l'abri de ces écueils (Figure 5). Cependant, les dernières données subjectives comme les indices PMI ont montré des signes de faiblesse, qui semblent se propager au secteur des services. La Figure 6 nous rappelle que de tels effets de contagion sont assez courants et que, tant que le ralentissement est contenu, le marché d'actions américain peut toujours signer de belles performances. Ceci dit, les risques baissiers ont augmenté et les marchés d'actions mondiaux sont de nouveau tributaires de la perspective d'un assouplissement monétaire plus marqué.

Figure 6 : Expansion du secteur tertiaire américain en perte de vitesse, mais toujours cohérente avec les gains des actions en glissement annuel



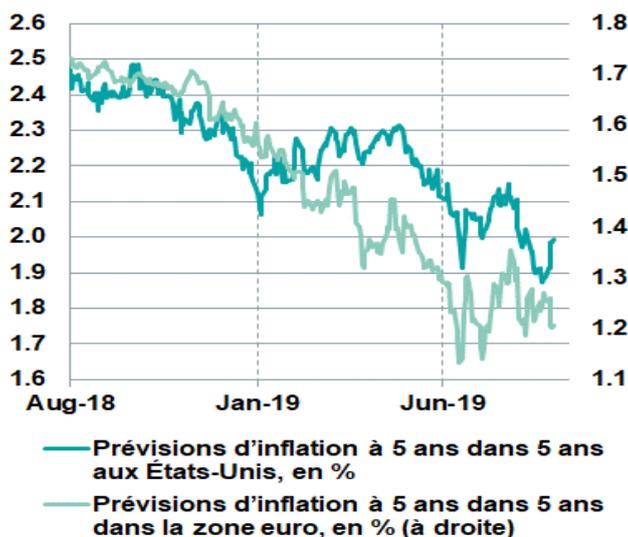
Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/08/2019

REMISE EN QUESTION DE LA DETERMINATION DES RESPONSABLES POLITIQUES PAR LES MARCHES

Le repli rapide des prévisions d'inflation des marchés constitue une autre évolution importante intervenue ces derniers mois, qui repose en partie sur la baisse des perspectives de croissance. Au regard du découplage par rapport à l'inflation réelle, il reflète cependant aussi les inquiétudes des marchés quant à la capacité et à la volonté des responsables politiques de stimuler l'inflation (les prévisions d'inflation), en particulier dans la zone euro. Par ailleurs, les investisseurs savent qu'une politique budgétaire plus souple constitue le meilleur remède, surtout pour la zone euro, mais ne sont pas totalement convaincus que son déploiement sera efficace.

La Figure 7 montre que le repli des prévisions d'inflation à long terme a débuté plus tôt et a été plus marqué dans la zone euro. Plus récemment, les attentes ont toutefois reculé rapidement aux États-Unis également. Il s'agit là d'un signe que les marchés deviennent plus inquiets quant à une propagation plus importante de la faiblesse du secteur manufacturier à l'économie américaine en général.

Figure 7 : Repli des prévisions d'inflation à long terme plus marqué et rapide dans la zone euro qu'aux États-Unis

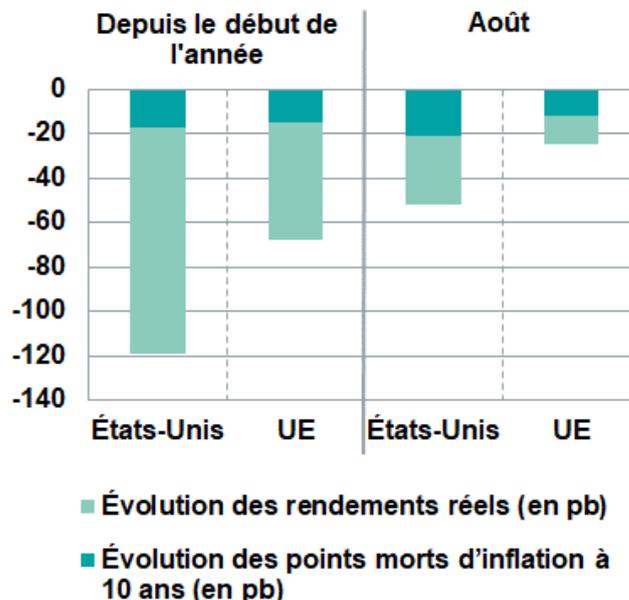


Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/08/2019

Assouplissement de la politique monétaire à l'échelle mondiale

Le tassement de la croissance mondiale et le recul des prévisions d'inflation ont été à l'origine d'un nouveau cycle d'assouplissement monétaire au sein de différentes économies : la Fed a abaissé ses taux de 25pb en juillet et la BCE a clairement laissé entrevoir l'adoption imminente d'un train de mesures. Les marchés obligataires avaient anticipé les inquiétudes au sujet de la croissance depuis le début de l'année, avec le repli des rendements réels et des prévisions d'inflation – mouvements qui se sont accélérés en août (Figure 8).

Figure 8 : Repli des rendements nominaux alimenté par les rendements réels, mais aussi par la baisse des prévisions d'inflation



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/08/2019

La question clé que se posent les investisseurs est de savoir si les banques centrales sont disposées à et capables de soutenir les prévisions d'inflation et d'apaiser les craintes de récession. Nous estimons que la Fed est en mesure d'assouplir davantage sa politique. Les taux directeurs s'établissent à 2,0-2,25 % et elle pourrait relancer l'assouplissement quantitatif (QE) si elle le désire. Toute intention d'agir agressivement est moins évidente dans l'immédiat, ce qui est compréhensible au vu de la résilience dont le marché de l'emploi et l'économie en général ont fait preuve jusqu'à présent.

Relance budgétaire ou monétaire ?

La situation diffère dans la zone euro, où la BCE dispose d'outils monétaires réduits pour soutenir l'économie dès lors que les taux directeurs sont déjà négatifs et que les contraintes juridiques limitent l'ampleur des achats d'emprunts d'État. Même si la volonté est bien là, le marché obligataire remet d'ores et déjà en question sa capacité d'action.

La plupart des économistes, investisseurs et observateurs du marché savent qu'une politique budgétaire plus expansionniste constitue un moyen efficace de stimuler les prévisions d'inflation et l'économie, qui dope la demande globale et contribue à faire augmenter les taux d'intérêt. Et c'est de cela dont la zone euro a désespérément besoin. Malheureusement, seuls les pays d'Europe du Nord et l'Allemagne disposent d'une marge suffisante pour mettre en œuvre une telle politique. De fait, le ministre des Finances allemand a récemment évoqué la possibilité de déployer 50 milliards d'euros si le ralentissement

se muait en récession. Les marchés ne sont pas pleinement convaincus que des mesures de relance, même d'une telle ampleur, changeraient la donne pour l'économie ou le marché obligataire allemand, sur lequel l'offre est déjà très limitée. Il s'agirait néanmoins d'un pas dans la bonne direction. L'effondrement des rendements s'est interrompu dans le sillage de ces commentaires, mais aucune inversion substantielle de la tendance n'est encore tangible.

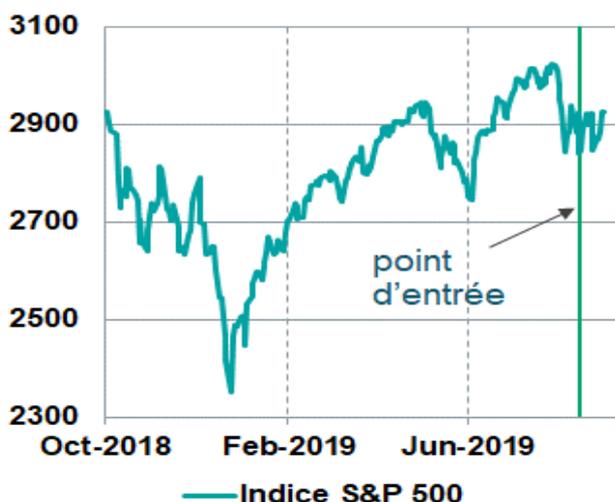
ALLOCATION D'ACTIFS

Position tactique longue sur les actions américaines

Nous avons augmenté notre exposition au risque de marché lors des fléchissements au cours des derniers mois, principalement à travers les actions des marchés développés. À la fin juin, nous avons pris des bénéfices sur notre exposition longue parce que nous estimions que le scénario « Boucles d'or fragile » était largement anticipé par les marchés. Par ailleurs, les signaux émanant de nos indicateurs de la température des marchés et d'analyse technique étaient négatifs. En juillet, à la suite d'un nouveau creux, nous avons encore accru tactiquement le risque de marché, en nous focalisant cette fois sur le marché américain (Figure 9).

Nous privilégions les États-Unis dès lors que le pays présente selon nous une économie plus résistante, des bénéfices plus robustes et une marge de manœuvre politique plus importante. L'assouplissement opéré par la Fed a apporté un certain soutien et celle-ci dispose de larges possibilités d'abaisser encore les taux si le ralentissement s'accroît. En d'autres termes, les États-Unis affichent de meilleures chances de rester en mode « Boucles d'or ». Enfin, les signaux envoyés par nos indicateurs de la température des marchés et d'analyse technique étaient au vert lorsque nous avons initié la transaction.

Figure 9 : Acquisitions à la baisse – position tactique longue sur les actions américaines



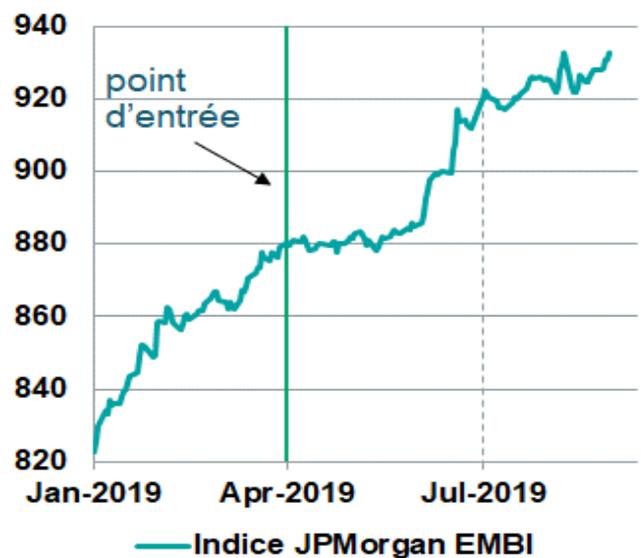
Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/08/2019

Position longue sur les actifs de portage

Nous pensons que le ton accommodant des grandes banques centrales devrait maintenir les rendements de base à de faibles niveaux et inciter les investisseurs à rechercher des performances attrayantes ailleurs, ce qui devrait soutenir les actifs à portage élevé.

Alors que les rendements ont baissé aux États-Unis et dans la zone euro, la dette émergente offre toujours des opportunités de portage intéressantes. Nous détenons une position longue sur la dette en devises fortes (USD) des marchés émergents (Figure 10).

Figure 10 : Quête de rendement – position longue sur la dette émergente en devises fortes



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/08/2019

Focalisation sur la construction de portefeuilles robustes

Nous nous attachons à construire des portefeuilles robustes à travers de positions dont nous attendons de bonnes performances dans des environnements faisant peser des risques sur notre scénario de base, à l'instar d'un ralentissement plus marqué ou d'une accélération de l'inflation aux États-Unis.

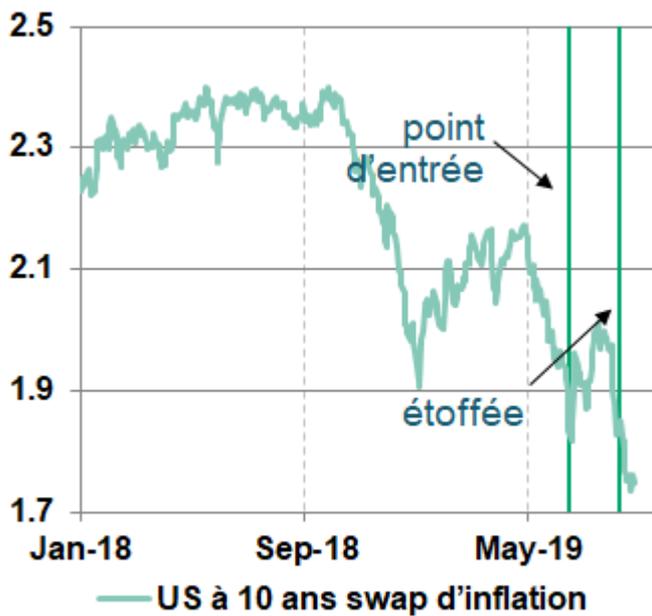
Nous sous-pondérons la durée de manière tactique dans l'UEM. À l'origine, la position n'avait pas été ouverte à des fins de couverture/diversification, mais une durée courte recèle désormais à nos yeux une asymétrie intéressante. Compte tenu du niveau très négatif des rendements en euros, cette position ne devrait avoir aucun mal à surperformer si le cycle se redresse, si les banques centrales parviennent à stimuler les prévisions d'inflation ou si des mesures d'expansion budgétaire voient le jour.

Comme nous l'avons évoqué le mois dernier, nous détenons une position longue sur les points morts d'inflation aux États-Unis.

Celle-ci nous a été défavorable, mais la Fed dispose selon nous d'une large marge pour doper les prévisions d'inflation si nécessaire. De fait, nous avons renforcé notre exposition à l'issue d'une forte baisse en juillet (Figure 11).

Ailleurs, à des fins de diversification et de couverture contre une aggravation du conflit commercial, nous détenons une position longue sur l'indice français CAC 40 et courte sur l'indice allemand DAX. La France est moins exposée à la démondialisation que l'Allemagne. De même, nous détenons une position courte sur un panier de devises asiatiques par rapport au dollar américain à titre de couverture.

Figure 11 : Position longue sur les PMI américains



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/08/2019

PANORAMA STRATEGIQUE DE L'EVOLUTION DES PRINCIPALES POSITIONS EN AOUT 2019

L'équipe MAQS de BNPP AM a pris les décisions suivantes en termes d'allocation d'actifs :

POSITION COURTE SUR LE DOLLAR CANADIEN FACE A LA COURONNE NORVEGIENNE

LIQUIDEE

01/08/2019

- Notre position courte sur le dollar canadien face à la couronne norvégienne a atteint son niveau stop loss et nous l'avons en conséquence clôturée.

POSITION LONGUE SUR LES POINTS MORTS D'INFLATION AUX ÉTATS-UNIS

ACCRUE

07/08/2019

- La réunion du FOMC qui s'est tenue en juillet a confirmé l'attitude accommodante de la Fed, ce qui est susceptible d'entraîner les prévisions d'inflation à la hausse. C'est pourquoi nous avons décidé d'étoffer notre position longue sur les points morts d'inflation.

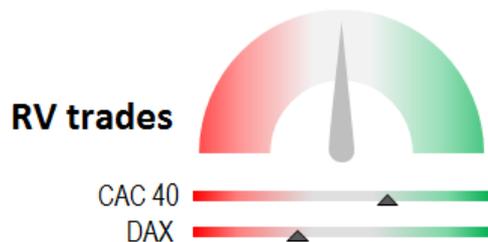
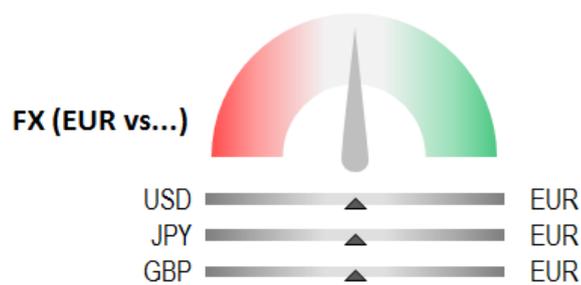
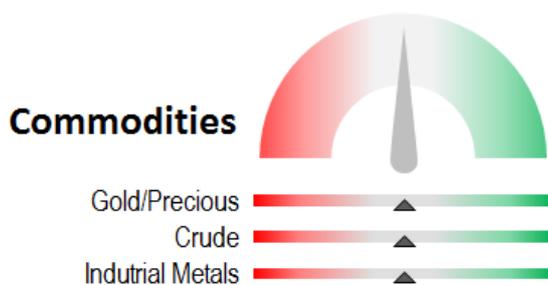
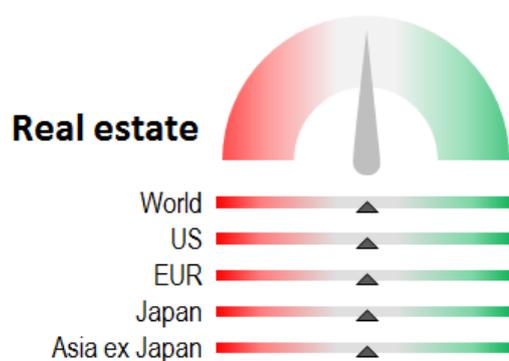
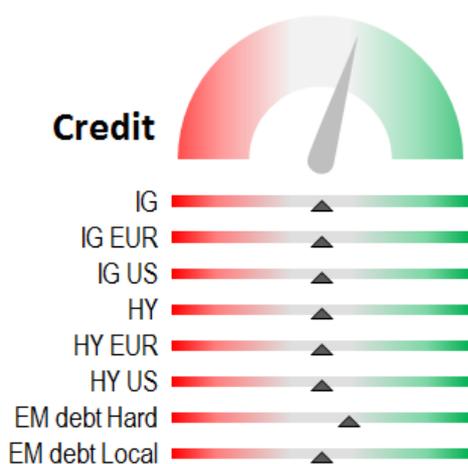
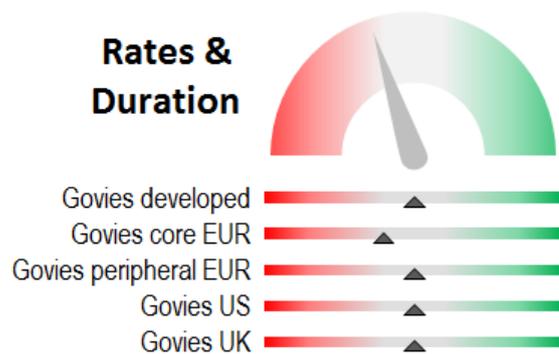
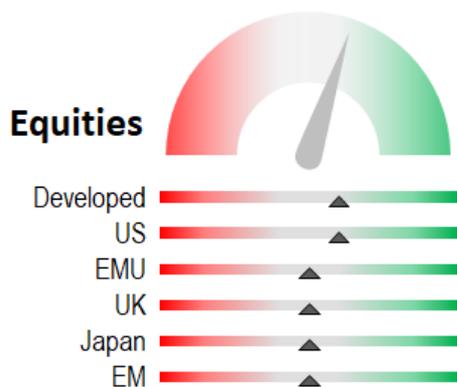
POSITION LONGUE SUR LES ACTIONS AMERICAINES

OUVERTE

13/08/2019

- Dans la mesure où notre scénario de base « Boucles d'or fragile » incite à acheter à la baisse, nous avons profité de la récente correction pour ouvrir une position longue sur les actions américaines.

TABLEAU DE BORD PRINCIPAL DE L'ALLOCATION D'ACTIFS¹



¹ Le 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.

Les opinions exprimées sont celles du comité d'investissement de MAQS en septembre 2019. Les différentes équipes de gestion de portefeuille en dehors de MAQS peuvent avoir des opinions divergentes et prendre des décisions d'investissement différentes en fonction des clients.

MENTION LEGALE

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.