

# ANALYSE MENSUELLE DE L'ALLOCATION D'ACTIFS



## ATTENTION A LA FRAGILITE DE L'ENVIRONNEMENT « BOUCLES D'OR »

### Aperçu de l'allocation d'actifs



Actions



Taux & duration



Crédit



Immobilier



Matières premières



Devises (EUR vs USD, GBP, JPY)

Maximilian MOLDASCHL

Stratégiste multi-actifs senior, MAQS

[maximilian.moldaschl@bnpparibas.com](mailto:maximilian.moldaschl@bnpparibas.com)

+44 20 7063 7247

Guillermo FELICES

Responsable Recherche et Stratégie, MAQS

MAQS

[guillermo.felices@bnpparibas.com](mailto:guillermo.felices@bnpparibas.com)

+44 20 7063 7196

## RESUME

- **Environnement « Boucles d'or » bien ancré** – Les marchés continuent d'anticiper un environnement « Boucles d'or » (conjoncture idéale) avec de nouvelles hausses pour les actions, sur fond de croissance plus stable mais globalement modérée, d'inflation contenue et d'attitude accommodante des banques centrales.
- **Mais cet environnement reste « fragile »** – Deux scénarios plausibles pourraient jouer les trouble-fêtes : un ralentissement économique mondial, qui pénaliserait les actions, mais soutiendrait les emprunts d'État, et une surchauffe de l'économie américaine, qui contraindrait la Réserve fédérale à resserrer sa politique monétaire, portant ainsi potentiellement préjudice aussi bien aux actions qu'aux obligations.
- **Les marchés d'actifs reflètent actuellement l'environnement « Boucles d'or », mais pas cette fragilité** – Après avoir une nouvelle fois évolué à la hausse en avril, les actions affichent une progression d'environ 15 % depuis le début de l'année, tandis que le taux des bons du Trésor américain à 10 ans enregistre une baisse de près de 20pb.
- **L'économie américaine continue de se distinguer** – Malgré la stabilisation de la croissance dans les principales économies, les marchés préfèrent désormais une croissance plus stable aux États-Unis qu'une stabilisation hésitante en Europe ou en Chine.

## ALLOCATION D'ACTIFS

- **Exposition neutre aux actions et aux emprunts d'État des pays développés, mais positionnement tactique court sur les deux classes d'actifs** – Les banques centrales soutiennent les marchés, mais le rebond de cette année appelle à la prudence compte tenu des risques existants. Nous adoptons un positionnement tactique court sur les actions des pays développés et les obligations du cœur de la zone euro.
- **Maintien de la préférence pour les positions de portage longues** – L'attitude accommodante de la Fed et d'autres grandes banques centrales continue de contenir la volatilité, de comprimer les taux réels et d'alimenter la quête de rendement des investisseurs. Nous détenons actuellement une position longue sur la dette émergente en devises fortes, qui bénéficie d'un portage élevé et n'est pas affectée par la faiblesse des devises des marchés émergents.
- **Exploitation des asymétries et construction de portefeuilles robustes** – Compte tenu de l'incertitude macroéconomique ambiante, nous construisons des portefeuilles robustes par l'intermédiaire d'opérations de diversification à ce stade du cycle. Nous détenons plusieurs positions/arbitrages de valeur relative asymétriques, notamment une exposition longue aux bons du Trésor américain à 5 ans par rapport aux Bunds allemands, et au CAC français par rapport au DAX allemand.



**BNP PARIBAS**  
**ASSET MANAGEMENT**

The asset manager  
for a changing  
world

## REVUE DES MARCHES : AVRIL 2019

Les marchés d'actions mondiaux ont réalisé un beau parcours au mois d'avril (Encadré 1). Les actions des marchés développés ont progressé de 3,5 %, suivies par les actions de l'UEM (+4,8 %). Les actions des marchés émergents ont fait légèrement moins bien que leurs homologues des pays développés. Inversement, les emprunts d'État des principaux marchés ont enregistré une performance globalement stable en avril, de même que la majorité des grands marchés du crédit. Cette évolution est cohérente avec les timides signes de stabilisation de la croissance, qui semble freiner le rebond des marchés obligataires observé au 1<sup>er</sup> trimestre.

Sur le front des matières premières, les cours du pétrole ont continué d'augmenter, essentiellement en raison de la décision de l'OPEP de ralentir sa production, du raffermissement de la demande et de la fin des dérogations accordées par les États-Unis qui autorisaient certains pays à importer du brut iranien sans sanctions. Les marchés du pétrole ont tiré vers le haut l'ensemble du secteur de l'énergie (+5,7 %). Inversement, l'or s'est inscrit en baisse au mois d'avril, après un premier trimestre positif.

Sur les marchés des devises, le dollar américain s'est apprécié face à la livre sterling et au yen japonais, tandis qu'il est resté globalement stable face à l'euro. La livre s'est repliée durant le mois sous revue, victime des incertitudes liées à l'issue du Brexit.

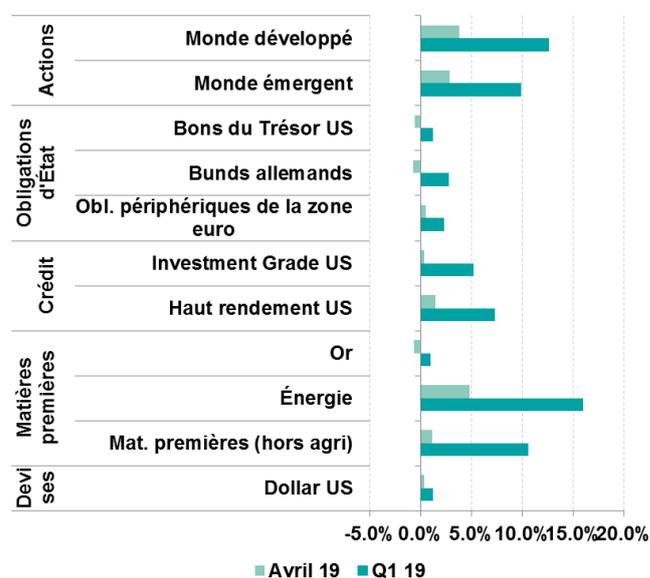
Le chaos a continué de régner sur la scène politique britannique malgré les négociations entre Theresa May et l'opposition. Dans la mesure où les parlementaires britanniques ne sont pas parvenus à trouver un accord avant le 12 avril, l'UE a autorisé le Royaume-Uni à rester au sein de l'Union jusqu'au 31 octobre, lui accordant six mois de délai avec un examen du processus en juin. Par ailleurs, les tensions politiques et sociales se sont accentuées en Turquie, alimentées par les résultats contestés des élections locales. L'instabilité politique qui en a résulté a perturbé les marchés turcs.

Du côté des banques centrales, la BCE a laissé ses taux inchangés et annoncé qu'il n'y aurait pas de hausse cette année. Même s'il estime que la probabilité d'une récession demeure faible, Mario Draghi a tenté de rassurer les marchés en annonçant garder toutes les options ouvertes, y compris de nouvelles baisses des taux directeurs déjà négatifs. Toutefois, il n'a pas fourni de précisions sur de nouvelles opérations TLTRO. Comme prévu, la Banque du Japon a maintenu le statu quo monétaire.

Sur le front macroéconomique, les statistiques chinoises se sont sensiblement raffermies. Les indices PMI publiés début avril sont ressortis supérieurs aux attentes : le PMI du secteur manufacturier s'est établi à 50,5, alors que le consensus tablait sur 49,6. Les ventes au détail (8,7 % en glissement annuel,

contre 8,4 % pour le consensus) et le PIB (6,4 % en glissement annuel, contre 6,3 % pour le consensus) ont également surpris à la hausse, atténuant les inquiétudes du marché quant à la croissance. Aux États-Unis, l'emploi non agricole a affiché une hausse supérieure aux attentes (196 000 créations de postes, contre 177 000 escomptées par le consensus), mais le salaire horaire moyen est resté modéré. En Europe, la production industrielle au Royaume-Uni, en France et en Italie est restée faible, mais supérieure aux prévisions du consensus, ravivant l'espoir d'une stabilisation de la croissance. La situation est toujours mitigée en Allemagne : l'indicateur du climat économique ZEW s'est amélioré (3,1, contre 0,5 pour le consensus), mais le PMI manufacturier est descendu à son plus bas niveau depuis 2013.

### Encadré 1 : Comparaison des performances entre avril 2019 et le premier trimestre – Actions et pétrole en hausse

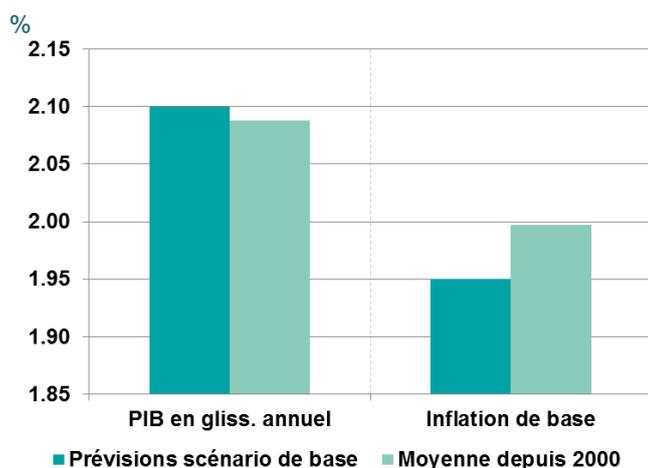


Source : Bloomberg et BNPP AM, au 30/04/2019

## ENVIRONNEMENT « BOUCLES D'OR » BIEN ANCRE

Les marchés intègrent résolument un environnement « Boucles d'or ». Sur le front macroéconomique, la croissance américaine solide, sans pour autant être spectaculaire, alliée à une inflation sous-jacente modérée, conforte les investisseurs dans l'idée que la politique à nouveau accommodante de la Réserve fédérale (Fed) pourrait se maintenir un certain temps (Encadré 2).

### Encadré 2 : La croissance et l'inflation sous-jacente aux États-Unis soutiennent le scénario d'un environnement « Boucles d'or »



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 30/04/2019

La Fed a reconnu que les pressions inflationnistes étaient rares, laissant entendre qu'elle se montrerait plus tolérante à l'égard de l'inflation. Ses déclarations sont cohérentes avec un possible changement de cadre de sa politique, qui autoriserait des taux directeurs plus bas plus longtemps afin d'atteindre plus ou moins son objectif d'inflation sur la durée.

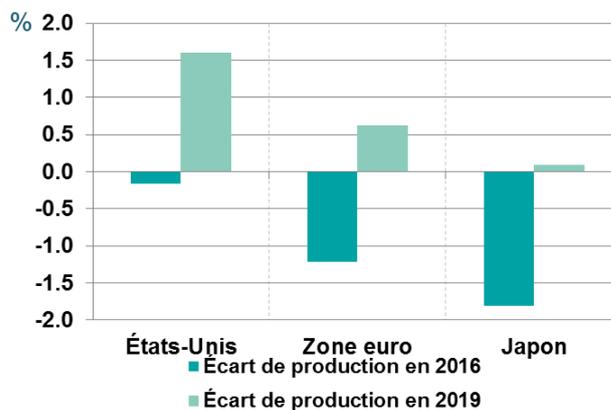
Les marchés financiers ont continué d'évoluer dans l'idée d'un scénario « Boucles d'or ». En avril, les actions ont progressé et les obligations ont suivi une évolution latérale après de solides gains dans toutes les classes d'actifs au premier trimestre. La direction des cours suggère également que les investisseurs entrevoient des signes de stabilisation de la croissance. Toutefois, ils ne sont pas encore totalement convaincus du caractère durable de ces forces de stabilisation. En effet, les attentes du marché à l'égard de la politique de la Fed d'ici la fin 2019 continuent d'intégrer des baisses de taux, ce qui laisse supposer que la croissance reste menacée aux yeux des investisseurs.

### Mais ce scénario « Boucles d'or » demeure fragile

Dans notre précédent rapport mensuel, nous avons estimé que le cap accommodant adopté par la Fed, puis par les autres grandes banques centrales, avait créé un environnement idéal

(« Boucles d'or »). Mais nous l'avons qualifié de fragile pour différentes raisons. Premièrement, le cycle mondial est aujourd'hui plus avancé qu'il ne l'était lors des périodes de pause précédentes de la Fed, notamment après les craintes suscitées par la croissance en 2016 (Encadré 3).

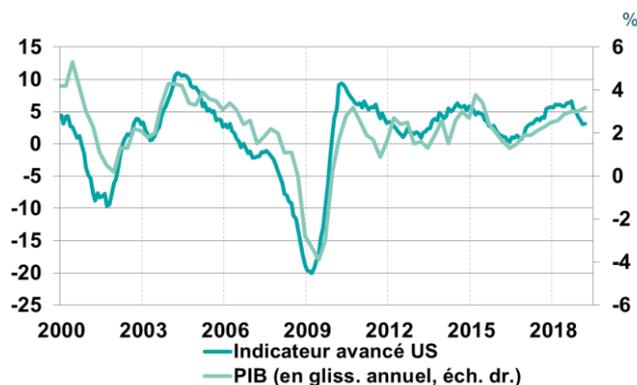
### Encadré 3 : Les écarts de production positifs suggèrent que le cycle mondial est plus avancé



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 30/04/2019

Autrement dit, un nouveau resserrement des taux de la Fed ou des chocs négatifs, comme un accès de faiblesse en Chine ou en Europe, pourraient faire basculer la reprise vers un ralentissement marqué, voire une récession. En effet, certains signes indiquent déjà que l'économie américaine pourrait fléchir (Encadré 4).

### Encadré 4 : Indicateur avancé et croissance du PIB aux États-Unis

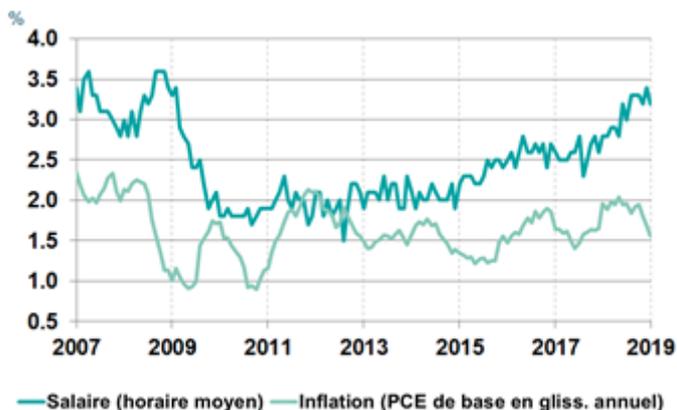


Source : Bloomberg et BNPP AM, au 30/04/2019

Deuxièmement, malgré les incertitudes pesant sur la croissance, l'économie américaine poursuit son expansion et le marché de l'emploi continue de se tendre, ce que reflètent désormais mieux les prix (hausses salariales) que les volumes (le taux de chômage semble avoir atteint un point bas). Jusqu'à présent, ces pressions salariales n'ont pas tiré l'inflation sous-jacente vers le haut (Encadré 5). Toutefois, le risque de surchauffe demeure bien réel, notamment si la hausse des

cours du pétrole contamine les anticipations d'inflation et que la croissance de l'économie américaine continue d'être supérieure à son potentiel.

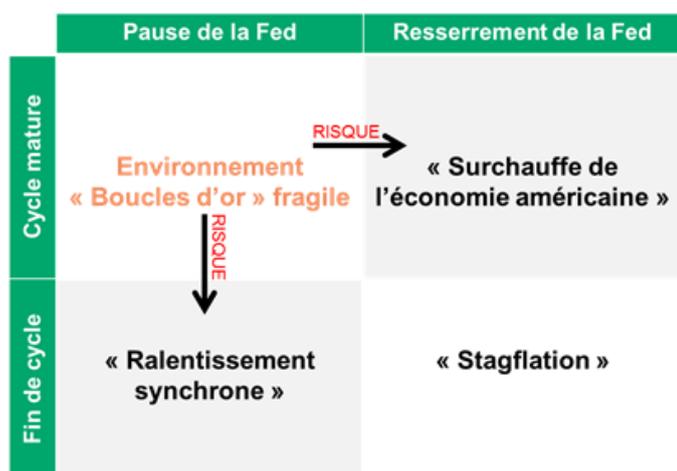
#### Encadré 5 : La hausse des pressions salariales aux États-Unis devrait faire grimper l'inflation



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 30/04/2019

Dans notre dernière analyse, nous avons présenté la fragilité du scénario « Boucles d'or » à l'aide de l'Encadré 6. La pause marquée par la Fed a propulsé les marchés dans le quadrant supérieur gauche, mais nous estimons que les risques de glissement vers un ralentissement mondial (en bas à gauche) ou vers une surchauffe de l'économie américaine (en haut à droite) restent bien présents.

#### Encadré 6 : Cycle et politique de la Fed : analyse de scénarios



Source : BNPP AM, au 30/04/2019

#### Les cours intègrent-ils déjà le scénario « Boucles d'or » ?

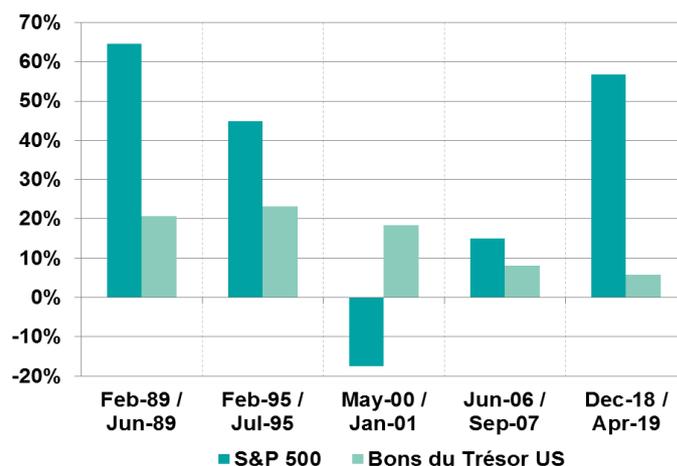
La question de savoir si l'environnement « Boucles d'or » a déjà été intégré dans les cours suscite un vif débat entre les acteurs du marché. En d'autres termes, est-ce que le rebond de 15 % des marchés d'actions mondiaux et la baisse de 20pb

des taux des bons du Trésor américain à 10 ans depuis le début de l'année intègrent déjà le changement de cap de la Fed et les fondamentaux économiques ? Difficile d'y répondre de manière tranchée, mais dans l'ensemble, certains éléments nous incitent à la prudence et nous dissuadent d'exploiter le rebond.

Nous allons passer en revue plusieurs points permettant de jeter la lumière sur cette question. Premièrement, les traditionnelles fluctuations des prix des actifs à la fin des cycles de resserrement de la Fed. Deuxièmement, les valorisations des actions par rapport à celles des obligations. Troisièmement, le risque d'effondrement du marché si les opérateurs prudents sont aspirés par le rebond. Enfin, la possibilité de nouvelles plus positives du côté des fondamentaux économiques/bénéfices.

Quant aux valorisations des actifs, il est utile d'analyser comment les actions américaines et les bons du Trésor se sont comportés pendant les pauses marquées par la Fed en fin de cycle (autrement dit, celles qui sont suivies de baisses des taux). Depuis le milieu des années 1980, les pauses de fin de cycle ont généralement été associées aux rebonds des marchés d'actions (Encadré 7). Seule exception en 2000 : le rebond s'est essouffé avant que la Fed ait eu le temps d'abaisser ses taux. Dans le cas des obligations, les bons du Trésor américain ont généralement rebondi pendant les pauses et continué de le faire pendant les baisses de taux. La forte performance des actions depuis le début de l'année incite à la prudence lorsque se pose la question de savoir s'il faut exploiter le rebond.

#### Encadré 7 : Les actions américaines et les bons du Trésor américain font généralement belle figure pendant les pauses de la Fed\* (performances annualisées totales, en %)



\*Mesure effectuée entre le dernier relèvement des taux de la Fed pendant le cycle et la première baisse de taux. L'épisode actuel couvre la hausse de taux de décembre 2018 jusqu'à aujourd'hui.

Source : Bloomberg et BNPP AM, au 30/04/2019

Il peut également être intéressant d'examiner les valorisations relatives des actions et des obligations en comparant leurs taux réels. Après la crise financière mondiale, par exemple, les taux réels des bons du Trésor américain ont chuté, mais les rendements des actions également (tel que mesuré par le ratio cours/bénéfices glissant). Après la récente compression des valorisations relatives, les actions ont perdu de leur attrait par rapport aux obligations en termes de rendement.

Un des principaux arguments avancés par les partisans d'une hausse est que la participation des investisseurs au rebond n'a pas été généralisée. Si c'est le cas, les investisseurs pourraient être aspirés dans des positions longues si les fondamentaux ne se dégradent pas. Le manque de participation peut être mesuré par les rendements limités de certains types d'investisseurs, notamment les hedge funds en actions, par rapport au S&P 500 (Encadré 8).

#### Encadré 8 : Les rendements des hedge funds long/short en actions sont inférieurs à ceux du S&P 500 depuis le début de l'année

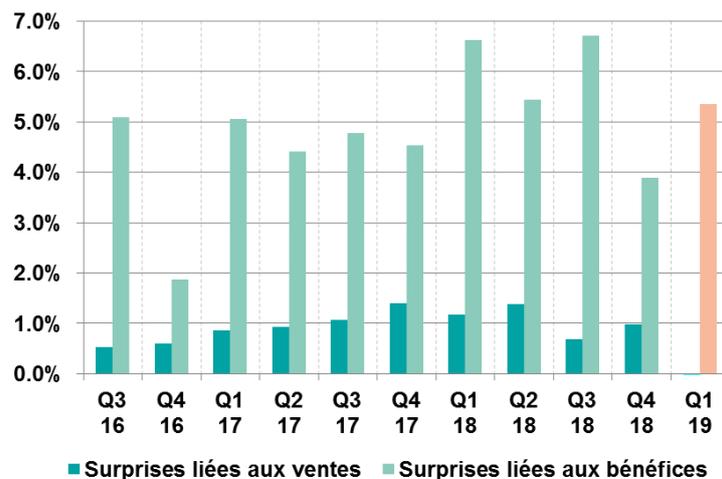
Avril 2018 = 100



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 30/04/2019

Enfin, les bénéfices des entreprises continuent de réserver des surprises positives, mais il faut se demander combien de temps la situation peut encore durer si les coûts du travail continuent d'augmenter et que l'inflation reste contenue. Cela devrait finir par compresser les marges des entreprises en l'absence de gains de productivité significatifs (Encadré 9).

#### Encadré 9 : Les bénéfices des entreprises du S&P 500 surpassent à la hausse



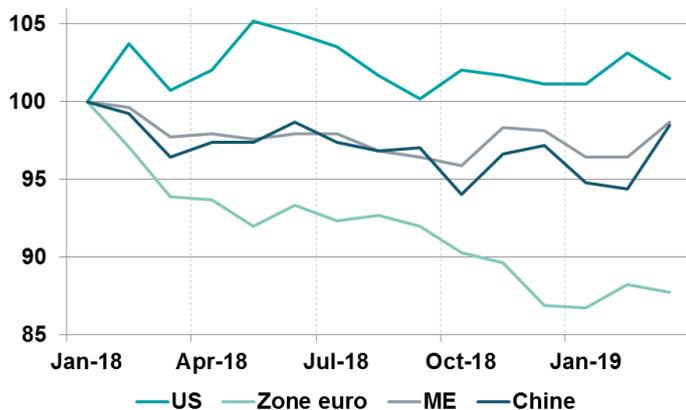
Source : Bloomberg et BNPP AM, au 30/04/2019

## L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE CONTINUE DE SORTIR DU LOT SUR FOND DE STABILISATION DES STATISTIQUES

L'activité économique montre des signes de stabilisation dans le sillage des craintes suscitées par la croissance en fin d'année (Encadré 10). Il convient de préciser que ces préoccupations n'ont pas disparu. Toutefois, malgré la persistance des inquiétudes au sujet de la croissance américaine, les perspectives des autres grandes économies restent également fragiles.

### Encadré 10 : PMI : États-Unis, zone euro, marchés émergents et Chine

Janvier 2018 = 100



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 30/04/2019

Ainsi, la croissance européenne demeure globalement morose. Nous anticipons un rythme de croissance d'environ 1,4 % cette année et les dernières statistiques PMI continuent de pointer vers une expansion, cela dit marginale. Elle est essentiellement tirée par la production manufacturière, notamment en Allemagne. Au niveau des pays, l'Italie reste le principal maillon faible.

En Chine, l'activité économique commence à se stabiliser après avoir connu un fléchissement depuis la mi-2017, davantage dû à la faiblesse du secteur manufacturier (« vieille Chine ») qu'au secteur des services, plus dynamique (« nouvelle Chine »). Cette stabilisation fait suite aux mesures de relance monétaires et budgétaires ainsi qu'à la perspective d'un accord commercial avec les États-Unis (Encadré 11). La solide ré-accelération qui a succédé aux mesures de relance en 2015-2016 a eu un effet d'entraînement significatif et durable sur la croissance des marchés émergents et de la zone euro.

Cette fois-ci, on peut s'interroger sur ces effets dans la mesure où la politique de relance s'est concentrée sur la baisse de la taxe sur la consommation et les investissements d'infrastructure, qui tendent à moins soutenir le cycle dans son ensemble que lorsque les efforts sont dirigés vers le marché

immobilier, qui, à la différence de 2015, ne connaît pas de difficultés particulières.

### Encadré 11 : L'activité chinoise repart à la hausse après les mesures de relance



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 30/04/2019

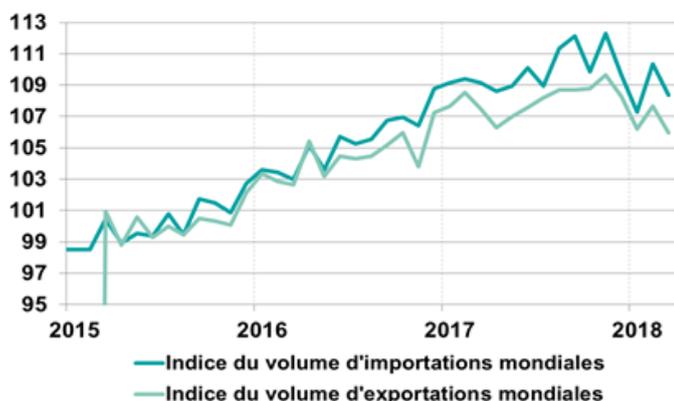
Or, nous risquons d'atteindre un point de saturation au niveau des trois dimensions que nous avons suivies pour mesurer les perspectives des actifs liés aux marchés émergents et à la Chine : les mesures de relance en Chine ; les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine ; et le soutien de la Fed.

Premièrement, les autorités chinoises ont récemment déclaré avec fermeté ne plus vouloir fournir d'autres formes de soutien. En réalité, elles s'inquiètent du surendettement depuis la série de mesures de relance de 2015-2016.

Deuxièmement, les États-Unis et la Chine semblent sur le point de signer un accord commercial. Mais son contenu pourrait décevoir les marchés dans un contexte où les échanges commerciaux internationaux restent atones (Encadré 12). Par ailleurs, comme évoqué il y a un certain temps, les tensions entre les États-Unis et la Chine risquent fort de perdurer au-delà des questions commerciales (par exemple, dans le domaine de la propriété intellectuelle ou des technologies de l'information).

Enfin, les acteurs du marché tablent déjà sur une baisse des taux de la Fed en fin d'année. À moins que la Fed ne passe effectivement à l'action et signale un assouplissement, les marchés liés à la Chine devraient donc continuer de connaître des difficultés.

## Encadré 12 : Volumes d'importations et d'exportations à l'échelle mondiale



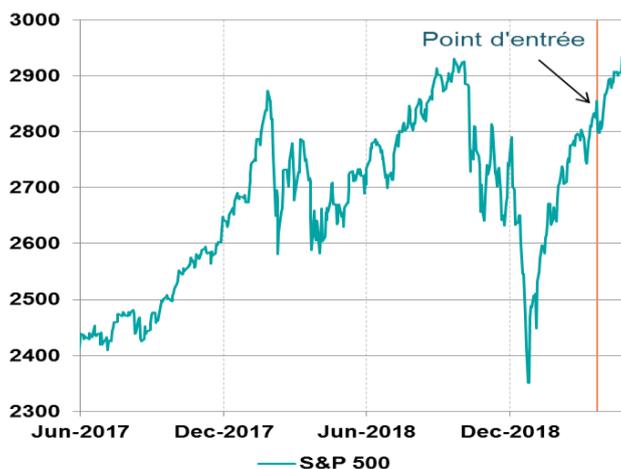
Source : Bloomberg et BNPP AM, au 30/04/2019

## ALLOCATION D'ACTIFS

### Exposition neutre aux actions des pays développés et aux emprunts d'État, mais position tactique courte sur les deux

L'attitude accommodante adoptée par les banques centrales depuis le début de l'année soutient les marchés, mais le rebond sensible des actions et des obligations incite à la prudence sur fond de risque de ralentissement mondial et de surchauffe aux États-Unis. Même si ce risque peut ne pas sembler imminent compte tenu des dernières statistiques économiques et du soutien des banques centrales, il n'a pas été intégré dans les cours. Le profil risque/rendement semble pencher vers une baisse des actions et une hausse des taux obligataires. Pour toutes ces raisons, nous adoptons un positionnement tactique court sur les actions des pays développés et les obligations du cœur de la zone euro (Encadré 13).

### Encadré 13 : Les bonnes nouvelles sont intégrées dans les cours – positionnement tactique court sur les actions



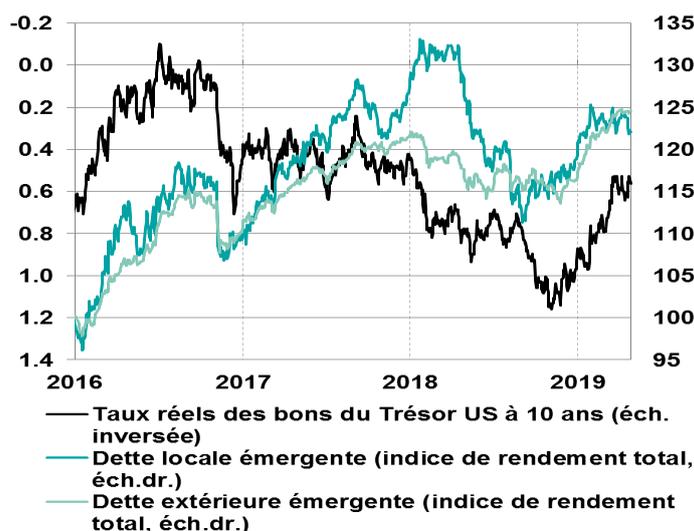
Source : Bloomberg et BNPP AM, au 30/04/2019

## À la recherche d'un positionnement long sur le portage

L'attitude accommodante de la Fed et d'autres grandes banques centrales continue de contenir la volatilité, de comprimer les taux réels et d'alimenter la quête de rendement des investisseurs. Selon nous, cet environnement favorise les positions de portage longues.

Nous estimons que la dette émergente est intéressante du point de vue du portage (Encadré 14). Nous avons donc initié une position longue sur la dette émergente en devises fortes il y a quelques semaines. Il s'agit d'une exposition en dollars à portage élevé (environ 6 %) qui bénéficie de la hausse des cours du pétrole. À ce stade, nous continuons de privilégier la dette en devises fortes. La dette en devises locales a été récemment mise à mal par l'appréciation du billet vert face aux devises émergentes. Dans la mesure où le dollar semble surévalué et où la Fed a marqué une pause dans son cycle de resserrement, la dette émergente en devises locales pourrait offrir une valeur supplémentaire à un moment ou un autre.

### Encadré 14 : La stabilité/baisse des taux réels devrait soutenir les actifs de portage



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 30/04/2019

Naturellement, la dette émergente n'est pas la seule source de portage. Ainsi, l'immobilier européen (REIT) peut constituer une alternative intéressante compte tenu de sa valorisation attractive par rapport à la valeur liquidative et de son portage élevé par rapport aux emprunts d'État. Nous cherchons de meilleurs points d'entrée avant d'initier une position sur les REIT.

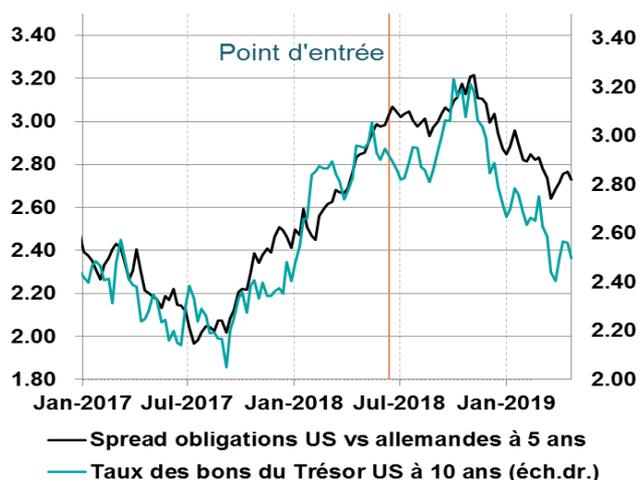
## Exploiter les asymétries et construire des portefeuilles robustes

Compte tenu de l'incertitude macroéconomique ambiante, nous pensons qu'il est essentiel de construire des portefeuilles robustes intégrant des positions de diversification. Ainsi, au niveau des emprunts d'État, le différentiel de taux entre les États-Unis et l'Allemagne reste élevé. Nous conservons donc un positionnement long sur les bons du Trésor américain à 5 ans par rapport aux Bunds à 5 ans.

Ce positionnement est non seulement intéressant en raison du net écart de valorisation, mais il présente aussi de bonnes caractéristiques défensives en cas d'aversion pour le risque (

Encadré 15), car les taux américains ont davantage de marge de manœuvre à la baisse dans un scénario de ralentissement économique. Par conséquent, cette position de valeur relative permet de diversifier efficacement le portefeuille.

### Encadré 15 : Caractéristiques défensives du positionnement long sur les bons du Trésor américain par rapport aux Bunds à 5 ans



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 30/04/2019

Ailleurs, la construction de portefeuilles robustes repose sur l'analyse continue de positions plus thématiques. Aveuglés par la perspective d'un accord commercial, les investisseurs semblent avoir oublié les autres sources de tension entre la Chine et les États-Unis. Selon nous, la « vieille Chine » reste en difficulté et les forces protectionnistes devraient perdurer (malgré des hauts et des bas provisoires tout au long de la tendance baissière à long terme). Nous estimons que le fléchissement récent des statistiques en provenance d'Allemagne et d'autres grands pays industriels reflète ces forces. En conséquence, nous maintenons notre exposition longue au CAC 40 français et courte au DAX allemand, qui a récemment fait l'objet d'un renforcement. Dans la mesure où l'Allemagne est plus vulnérable que la France à la démondialisation, cette position de valeur relative vise à réduire

notre exposition à un éventuel regain de tensions sur le front commercial. Elle s'est d'ailleurs avérée porteuse ces dernières semaines (Encadré 16).

### Encadré 16 : Belle évolution de l'exposition longue CAC/DAX



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 30/04/2019

## PANORAMA STRATEGIQUE DE L'EVOLUTION DES PRINCIPALES POSITIONS EN AVRIL 2019

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

### AVRIL

#### POSITION LONGUE SUR LA DETTE EMERGENTE EN DEVISES FORTES INITIEE LE 01/04/2019

- Compte tenu de la quête de rendement et des efforts de relance en Chine, nous avons initié une position longue sur la dette émergente en devise forte (conviction de 30 %).

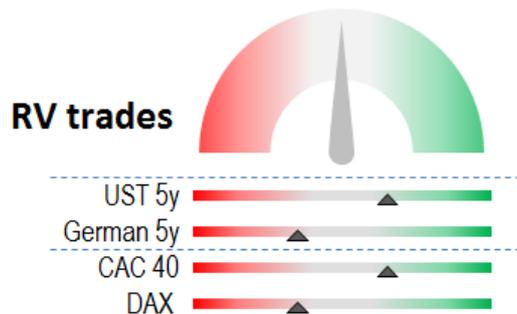
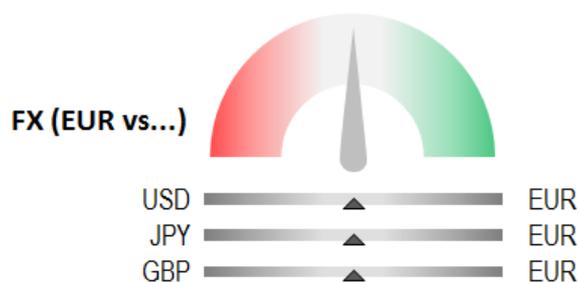
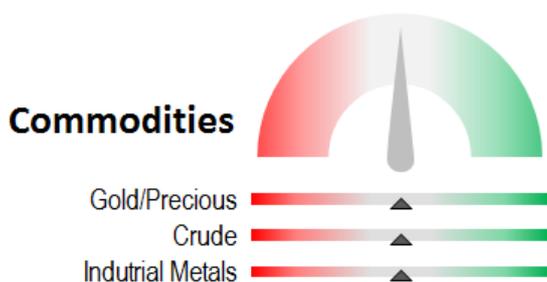
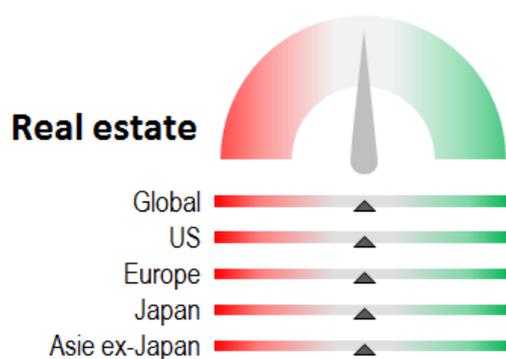
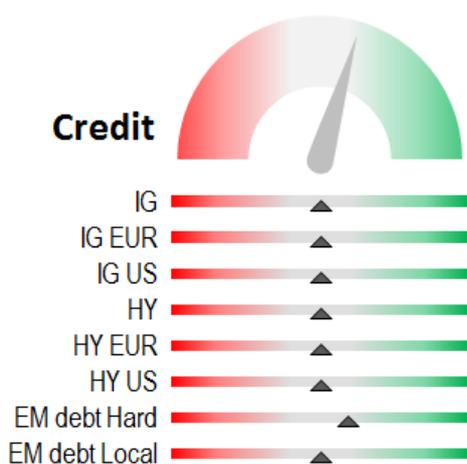
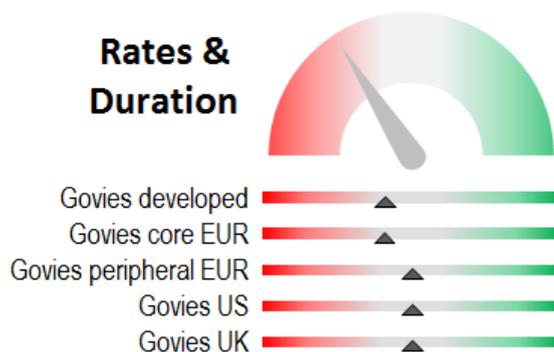
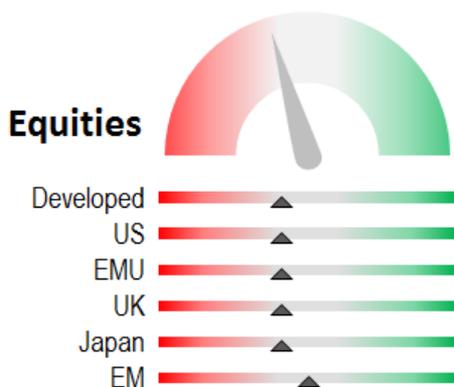
#### POSITION COURTE SUR LES BUNDS FERMEE LE 01/04/2019

- Nous avons réduit la sous-pondération obligataire globale, en allégeant la sous-pondération tactique des Bunds initiée à la mi-février pour les portefeuilles fortement exposés aux obligations.

#### EXPOSITION LONGUE AU CAC/DAX RENFORCEE LE 10/04/2019

- La phase de consolidation pourrait arriver à son terme et la situation d'ensemble demeure haussière d'un point de vue stratégique. En conséquence, nous avons renforcé notre conviction de 25 %, ce qui porte l'exposition totale à 50 %.

## TABLEAU DE BORD DE L'ALLOCATION D'ACTIFS<sup>1</sup>



<sup>1</sup> 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 mai 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](http://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](http://www.bnpparibas-am.com).