

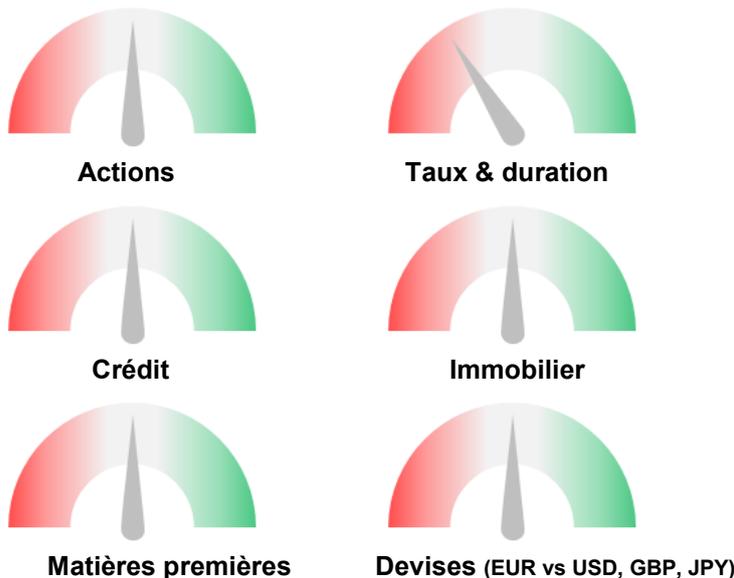


ANALYSE MENSUELLE DE L'ALLOCATION D'ACTIFS

BNPP AM – Multi Asset, Quantitative and Solutions (MAQS)

DES FONDAMENTAUX A LA LIQUIDITE

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 & Stratégie,
MAQS
guillermo.felices@bnpparibas.com
+44 20 7063 7196

RESUME

- **Les banques centrales se radoucissent à nouveau** – Les marchés ont poursuivi leur hausse en février, poussés par ce qui semble être une pause dans le cycle de durcissement de la Fed aux États-Unis, tandis que les mesures d'assouplissement des dirigeants chinois ont accentué cette vague d'optimisme.
- **Répétition du scénario de 2016 ?** – Nous constatons des similitudes avec la période de fin 2015/début 2016 lorsqu'une pause dans le cycle de durcissement américain et des mesures d'assouplissement en Chine avaient entraîné une surperformance des actifs risqués et des opérations de portage.
- **Des risques baissiers continuent de menacer la croissance** – Depuis 2016, le cycle économique a clairement gagné en maturité et notre scénario de base continue d'anticiper des risques baissiers plutôt qu'haussiers. Compte tenu de la forte progression des marchés cette année, nous ne tenterons pas de suivre les récents mouvements.
- **Les fondamentaux joueront un rôle clé à moyen terme** – Alors que les investisseurs prêtaient plutôt attention à la pause de la Fed dernièrement, nous pensons que les fondamentaux économiques et des entreprises dicteront à terme l'évolution des marchés. Nous suivons de près la tendance des résultats des entreprises.
- **Détérioration en vue des rendements corrigés du risque** – Malgré le rebond du marché depuis le début de l'année, nous anticipons toujours un changement de régime qui se traduira par une baisse des rendements et un retour de la volatilité alors que l'ère de l'assouplissement quantitatif (QE) par les banques centrales touche à sa fin.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

ALLOCATION D'ACTIFS

- **Ratio risque/rendement directionnel défavorable** – Alors que les actifs risqués se situent en plein milieu de notre fourchette d'analyse de scénarios et que des risques baissiers subsistent dans notre scénario macroéconomique de base, nous estimons que le ratio risque/rendement directionnel des actions est défavorable.
- **Neutralité stratégique sur les actions** – Notre allocation à long terme privilégiée sur les actions demeure globalement neutre.
- **Sous-pondération des obligations** – Nous continuons de sous-pondérer les obligations de la zone euro, après avoir ajouté une position courte sur les Bunds allemands à 10 ans après sa récente appréciation. À moyen terme, les perspectives de taux de la zone euro sont orientées à la hausse.
- **Diversification et construction de portefeuilles robustes** – Compte tenu de l'incertitude macroéconomique ambiante, nous estimons qu'il est primordial de construire des portefeuilles robustes et de privilégier la diversification à ce stade du cycle. Nous détenons plusieurs lignes/positions de valeur relative asymétriques.

REVUE DES MARCHES : FEVRIER 2019

Deux sujets brûlants ont influencé les marchés en février : la suggestion d'une pause dans le cycle de durcissement monétaire par la Réserve fédérale américaine et les progrès dans les négociations sino-américaines en vue d'un accord commercial.

Concernant le premier point, les dirigeants du FOMC ont laissé les taux d'intérêt inchangés lors de leur réunion du 31 janvier, publiant ensuite une déclaration plutôt conciliante qui s'est surtout abstenue de parler de nouveaux relèvements des taux.

S'agissant des craintes de guerre commerciale, les rapports de progrès dans les négociations entre les États-Unis et la Chine ont alimenté les espoirs d'un accord entre les deux grandes nations, tandis qu'il est question d'une réunion entre leurs présidents respectifs à l'heure d'écrire ces lignes.

Combinés, ces deux facteurs ont dopé les marchés boursiers, mais les performances de février ont néanmoins été moins remarquables que celles de janvier. Sur le plan régional, le marché américain a poursuivi son ascension, l'indice S&P 500 flirtant avec les 2800 points (soit un gain d'environ 4 % sur un mois). En Europe, les actions de la zone euro et du Royaume-Uni ont progressé en ligne avec les autres pays développés. Les marchés européens se sont inscrits en hausse, notamment après les commentaires à propos d'un nouveau programme TLTRO lors d'une interview avec un membre du directoire de la BCE, Benoît Coeuré. Ses propos ont été confirmés ultérieurement par l'économiste en chef et membre du directoire Peter Praet (bien qu'une décision doive encore être prise). Cette nouvelle a permis aux banques européennes de surperformer durant la seconde quinzaine de février.

Compte tenu de l'appétit pour le risque dans les marchés d'actions, les principaux marchés d'obligations d'État ont globalement stagné ou légèrement augmenté en février dans un contexte monétaire global plutôt tolérant. Les obligations périphériques de la zone euro ont sous-performé (en négatif sur le mois mais toujours en positif depuis le début de l'année) dans un contexte d'incertitude à propos du résultat des élections espagnoles et de l'impact du populisme italien. Les Bunds allemands se sont bien comportés en revanche.

La saga du Brexit s'est poursuivie, alors que se rapproche la date butoir, fixée à fin mars, pour le départ du Royaume-Uni de l'UE. La Première ministre Theresa May a essuyé une nouvelle défaite. D'autres scrutins sont prévus alors que nous écrivons ces lignes et l'indécision règne, bien que Bruxelles se montre réticente à discuter de nouvelles conditions pour la sortie du Royaume Uni.

Du côté des devises, l'USD n'a semble-t-il pas été affecté par la décision de la Fed de marquer le pas. Le billet vert a ainsi légèrement progressé sur le mois. La valeur d'une monnaie étant relative, cette progression est principalement attribuable à

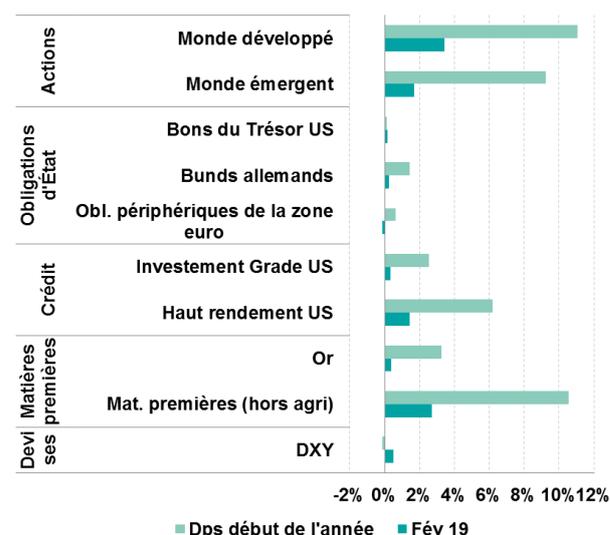
la faiblesse du marché européen. Le JPY, qui est généralement considéré comme défensif, a fléchi et sa corrélation historiquement positive avec l'or est devenue négative. En effet, depuis le début de l'année, l'or a davantage profité de la baisse des taux réels que du sentiment envers le risque.

Ailleurs, la surperformance de l'énergie dans les matières premières en février a dopé la plupart des autres segments. Le pétrole s'est ressaisi durant la seconde quinzaine du mois en raison des tensions politiques et sociales au Venezuela, d'une forte demande en Chine et des baisses de production par l'OPEP, en particulier l'Arabie saoudite.

Sur le front macroéconomique, les chiffres soulignent la robustesse de l'économie américaine, tandis que ceux de l'Europe sont apparus moins brillants, principalement au Royaume-Uni et en Allemagne. L'économie britannique risque clairement de souffrir d'une absence d'accord sur le Brexit (PIB du pays de 0,2 % au 4^e trimestre vs 0,3 % pour le consensus, production industrielle en recul de -0,5 % contre 0,1 % pour le consensus). Le ralentissement de l'économie allemande (PIB de 0,1 % au 4^e trimestre vs 0,0 % pour le consensus et commandes industrielles en baisse de -1,6 % vs 0,3 %) suscite l'inquiétude à propos de l'ensemble de l'économie européenne dont l'Allemagne est le moteur depuis des années.

Les entreprises publient des résultats mitigés cette saison : celles des États-Unis surprennent en général positivement, tandis qu'elles déçoivent en Europe. Les entreprises japonaises se situent entre les deux, avec des surprises globalement positives.

Encadré 1: Performance des diverses classes d'actifs en février 2019 : maintien de l'appétit pour le risque



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/02/2019

LES BANQUES CENTRALES SE RADOUICISSENT

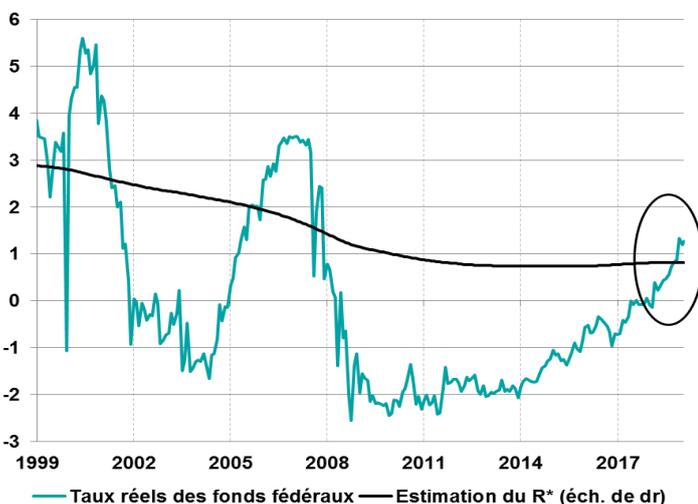
Comme expliqué plus haut, les marchés mondiaux ont poursuivi leur ascension en février, encouragés par l'annonce de la pause dans le cycle de durcissement de la Fed fin janvier. Les mesures favorables à la croissance en Chine ont apporté un soutien supplémentaire (Encadré 1).

La réaction du marché face à ce qui semble être un léger revirement de la politique monétaire de la Fed n'est peut-être pas aussi surprenante compte tenu des pertes sévères enregistrées en décembre et de l'inquiétude des investisseurs envers la croissance/la fin du cycle et le resserrement quantitatif.

Avant d'expliquer ce qu'implique la nouvelle de la Fed pour les marchés, il convient de s'interroger sur les motifs de cette pause. Nous pensons que cette décision est liée à plusieurs facteurs.

Tout d'abord, vu la détérioration des chiffres américains et du contexte général de croissance au niveau mondial, la politique de la Fed apparaissait déjà plutôt restrictive (Encadré 2). Ainsi, après avoir durci le ton depuis quelques temps, il semble normal de marquer une pause lorsque l'économie traverse une mauvaise passe.

Encadré 2: La politique de la Réserve fédérale américaine était déjà devenue restrictive



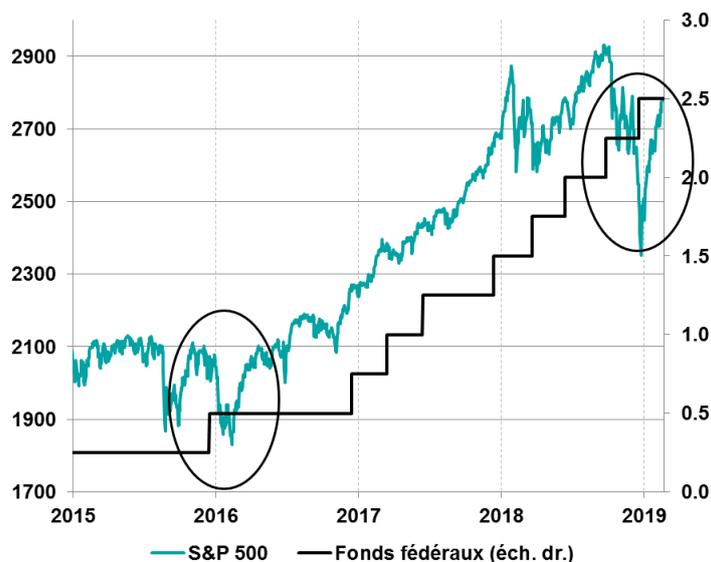
Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/02/2019

Comme nous avons déjà pu l'observer dans les précédentes éditions de l'Analyse mensuelle de l'allocation d'actifs, le marché enregistre souvent un regain de volatilité lorsque la Fed durcit « trop vite » le ton en fin de cycle.

La forte correction des actifs risqués fin 2018 et le resserrement des conditions financières qui en a découlé ont probablement aussi amené la Fed à réfléchir. En réalité, cette pause rappelle

à de nombreux égards l'épisode de fin 2015/début 2016 (Encadré 3), où, malgré des chiffres macroéconomiques en baisse, la Fed a relevé ses taux en décembre 2015 (et annoncé quatre autres tours de vis pour 2016). Cette décision a provoqué une chute brutale des actions et la Fed a été contrainte de lever le pied en n'augmentant les taux qu'une seule fois en 2016.

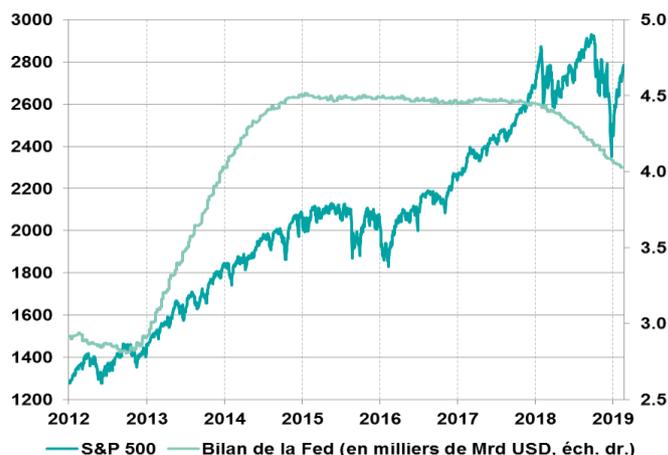
Encadré 3: Les conditions financières à l'origine de la pause de la Fed?



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/02/2019

Par ailleurs, nous avons le sentiment que l'approche de réduction du bilan de la Fed – à savoir le démantèlement de plusieurs années d'assouplissement quantitatif systématique quels que soient les chiffres – était peut-être la véritable cause. L'encadré Encadré 4 montre clairement que les actions ne deviennent réellement volatiles qu'au moment de la contraction du bilan.

Encadré 4: La réduction systématique du bilan de la Fed en cause ?



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/02/2019

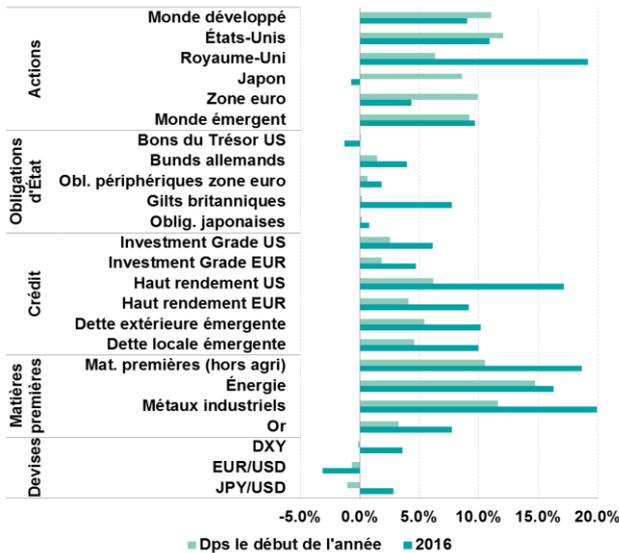
Quoi qu'il en soit, selon nous, l'obstacle à un nouveau revirement de la politique de la Fed est élevé. Vu qu'un retour de l'assouplissement est selon nous peu probable, la pause actuelle pourrait durer plusieurs mois. Il s'agit là d'une information capitale pour les marchés mondiaux.

Répétition du scénario de 2016 ?

Malgré les différences entre fin 2018/ début 2019 et fin 2015/début 2016, en particulier au niveau de la maturité du cycle économique (cf. ci-dessous), nous jugeons cette comparaison intrigante, surtout compte des signes de plus en plus manifestes d'assouplissement en Chine (comme c'était le cas à l'époque).

Il existe aussi des similitudes sur le plan boursier. Fin 2015, les actifs risqués dégringolaient, emboîtant le pas aux matières premières (en particulier le pétrole), qui venaient aussi de chuter. Après l'annonce d'une pause par la Fed, les actifs risqués ont rapidement rebondi, les actifs de portage se sont bien comportés, tandis que les marchés émergents sont devenus à la mode. Cela vous rappelle quelque chose (Encadré 5)?

Encadré 5: Performances des diverses classes d'actifs: l'année 2016 sera-t-elle un modèle pour 2019?

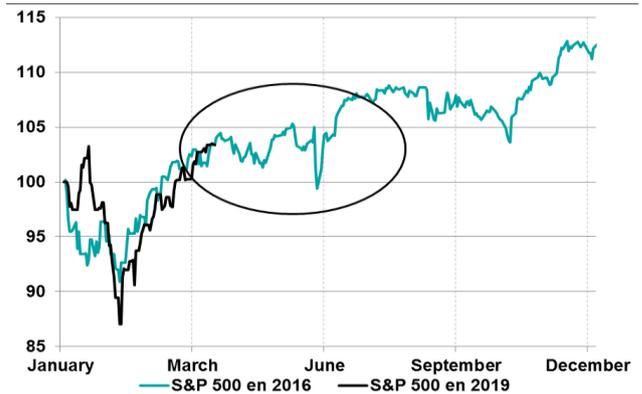


Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/02/2019

Ainsi, l'année 2016 pourrait servir de modèle à la situation actuelle, du moins tant que la Fed est au point mort. Cela étant, la partie la plus « aisée » du mouvement haussier pourrait être passée.

Comme le montre l'encadré Encadré 6, qui compare l'évolution de l'indice S&P 500 en 2016 à celle depuis le début de l'année, la suite du parcours pourrait s'avérer plus difficile. Après un vig rebond similaire en 2016, la volatilité a augmenté (même si la tendance était la hausse).

Encadré 6: Fin de la phase la plus facile du rebond ?



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/02/2019

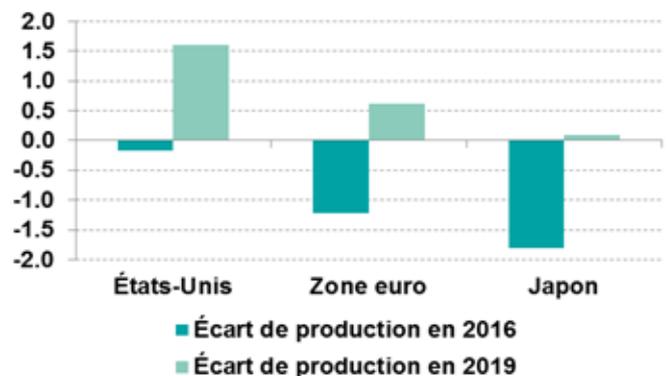
Compte tenu du revirement extrêmement brusque des marchés d'actions, de ce « modèle » historique et des craintes ambiantes relatives aux fondamentaux (cf. plus bas), nous ne suivrons pas les récents mouvements. Selon nous, le ratio risque/rendement directionnel à moyen terme est défavorable.

DES RISQUES BAISSIERS CONTINUENT DE MENACER LA CROISSANCE

De toute évidence, la principale différence par rapport à 2016 est la plus grande maturité du cycle économique constatée à ce jour et qui peut s'observer de plusieurs manières, comme via l'évolution des écarts de production ces dernières années (Encadré 7). Nous pensons en effet être dans les dernières phases du cycle et les risques qui pèsent sur notre scénario macroéconomique de base sont plus baissiers qu'haussiers.

En outre, il n'est plus garanti que les principales banques centrales aient la volonté et la capacité de procéder à un assouplissement aussi agressif que ces dernières années. Par ailleurs, si les chiffres macroéconomiques s'améliorent dans les prochains mois, les investisseurs risquent rapidement d'être à nouveau confrontés à un durcissement quantitatif.

Encadré 7: Le cycle a clairement gagné en maturité par rapport à 2016



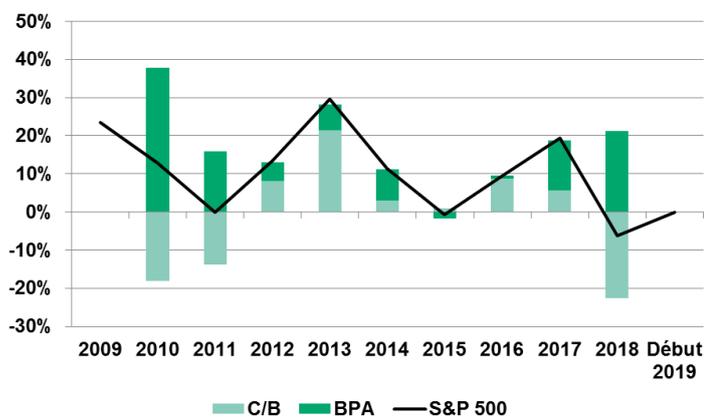
Source : FMI, Bloomberg et BNPP AM, au 28/02/2019

Les fondamentaux seront clés à moyen terme

Alors que la pause de la Fed dans son cycle de resserrement a cristallisé l'attention des marchés, nous pensons que les fondamentaux dicteront à terme à nouveau le ton.

Comme nous l'avons souvent montré, l'assouplissement quantitatif a dopé les marchés ces dernières années, parfois même en l'absence de fondamentaux positifs. En réalité, nous avons souvent constaté une expansion des multiples de valorisation des actions durant bon nombre d'années d'assouplissement quantitatif, sans croissance bénéficiaire solide (Encadré 8).

Encadré 8: Le QE a provoqué une expansion du ratio C/B, il faut à présent que les bénéfices suivent



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/02/2019

De moyen à long terme, cette situation n'est pas durable. En d'autres termes: les bénéfices devront désormais fournir le gros de l'effort.

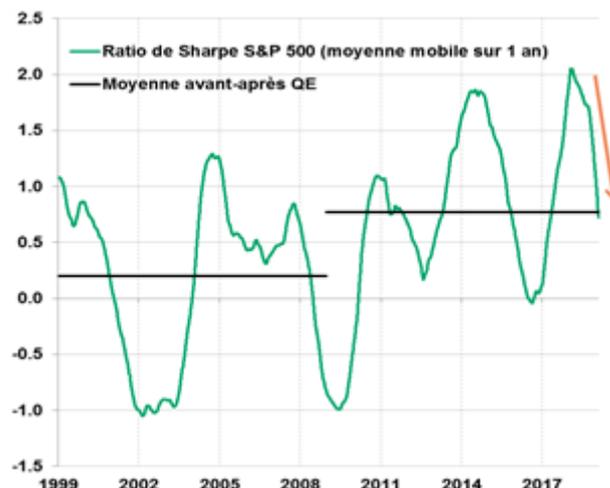
Il faut s'attendre à une baisse des rendements corrigés du risque

L'évolution des cours depuis le début de l'année ne reflète certainement pas notre vision à moyen/long terme. En fait, lors de leur récente et remarquable reprise, les actions ne se sont guère montrées volatiles.

Ceci dit, nous prévoyons toujours un changement de régime vers une baisse des rendements et un regain de volatilité, c.-à-d. une détérioration des rendements corrigés du risque. Historiquement, les années de QE sont une aberration en termes de ratios de Sharpe et il faudra que la tendance s'inverse.

D'ailleurs, abstraction faite de l'évolution récente des prix à court terme, cette tendance est déjà clairement visible (Encadré 9).

Encadré 9: Détérioration en vue des rendements corrigés du risque



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/02/2019

GERER LE CHANGEMENT DES FONDAMENTAUX VERS LA LIQUIDITE

Cette simple analyse de scénarios présentée à l'encadré Encadré 10 permet de compiler tous les éléments pour arriver à faire la part des choses entre les fondamentaux et la liquidité.

Voici les attentes génériques pour les principaux marchés sur la base des deux principaux moteurs du moment : la politique de la Fed et la maturité du cycle.

Il est intéressant de constater que nous sommes passés par trois des quatre quadrants de notre analyse ces derniers trimestres. Mi-2018, les marchés se situaient dans le quadrant supérieur droit, moment du rebond des actions et de l'augmentation des taux obligataires. Lorsque les craintes envers la croissance se sont intensifiées, mais que la Fed durcissait encore le ton, nous sommes passés dans le coin inférieur droit, moment de la correction boursière et du recul des taux obligataires. Enfin, cette année, nous sommes remontés dans le quadrant supérieur gauche avec une pause de la Fed, une stabilisation des craintes pour la croissance, une hausse des actifs risqués et une stagnation des taux obligataires caractérisée par un recul des taux réels (apaisement des craintes de resserrement quantitatif) et une hausse des points morts d'inflation sur fond d'espoir de reflation.

Encadré 10: Liquidité vs fondamentaux – analyse de scénarios

	Pause de la Fed	Durcissement de la Fed
Milieu du cycle	Actions – HAUSSE	Actions – STATU QUO/HAUSSE
	Taux obl. – STATU QUO Taux réels – BAISSÉ Points morts d'inflation – HAUSSE	Taux obl. – HAUSSE Taux réels – HAUSSE Points morts d'inflation – STATU QUO/HAUSSE
	ME – HAUSSE	ME – BAISSÉ
Fin de cycle	Actions – BAISSÉ	Actions – BAISSÉ
	Taux obl. – BAISSÉ Taux réels – BAISSÉ Points morts d'inflation – BAISSÉ	Taux obl. – STATU QUO/HAUSSE Taux réels – BAISSÉ Points morts d'inflation – HAUSSE
	ME – BAISSÉ	ME – BAISSÉ

Source : BNPP AM, le 28/02/2019

Les marchés émergents sont aussi à un croisement intéressant compte tenu des nouvelles mesures d'assouplissement en Chine. Selon le quadrant supérieur gauche de notre analyse, les marchés émergents devraient bien se comporter parallèlement à la pause de la Fed, à la stagnation des taux obligataires et au regain plus général de l'appétit pour le risque.

Une fois de plus, l'épisode de 2016 semble se répéter : une forte sous-performance (les matières premières reculant également) avait incité la Fed à marquer le pas, parallèlement à une bonne tenue des marchés émergents et de nouvelles mesures d'assouplissement de la part de la Chine (Encadré 11).

Toutefois, ici non plus, nous ne tenterons pas de suivre les récents mouvements. Les marchés émergents ont bénéficié d'un afflux massif de capitaux jusqu'à présent cette année. Parallèlement, même si les rapports commerciaux entre les États-Unis et la Chine ont évolué dans le bon sens, aucun accord n'a encore été conclu et les tensions pourraient se raviver rapidement. En d'autres termes, le ratio risque/rendement n'est pas non plus favorable dans ce cas-ci.

Encadré 11: La Chine introduit de nouvelles mesures de relance



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/02/2019

ALLOCATION D'ACTIFS

Vision structurelle – Ratio risque/rendement directionnel défavorable

Compte tenu des attentes très changeantes du marché, nous considérons l'exposition directionnelle aux actifs risqués défavorable, en particulier parce que les actions se maintiennent dans le milieu de notre fourchette d'analyse de scénarios (Encadré 12). En outre, le fait que nous estimions les risques macroéconomiques baissiers supérieurs aux risques haussiers rend les actions moins attrayantes. En effet, le tableau qui figure à l'encadré Encadré 10 montre que les actions sont à risque en dehors de la période de pause de la Fed.

Nous préférons rester structurellement neutres envers celles-ci avec des opérations tactiques sur cette base. Dans cette optique, nous avons soldé notre position tactique courte sur les actions début février, après l'annonce de la Fed, et nous ne tenterons pas de suivre les prochains mouvements haussiers.

Encadré 12: Analyse de l'indice S&P 500



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/02/2019

Nous continuons de sous-pondérer largement les obligations européennes dans la perspective d'une hausse progressive de l'inflation et d'une normalisation monétaire par la BCE. Vu l'engouement pour le Bund, nous avons ajouté une position courte sur les obligations allemandes à 10 ans au sein des portefeuilles fortement exposés aux obligations. Le taux du Bund étant actuellement à 0,10 %, les perspectives asymétriques des taux sont orientées à la hausse. Par conséquent, les niveaux actuels nous semblent être de bons points d'entrée (Encadré 13).

Encadré 13: Renforcement de la sous-pondération des obligations via une position courte sur le Bund



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/02/2019

Diversification et construction de portefeuilles robustes

Compte tenu de l'incertitude sur le plan macroéconomique, nous pensons qu'il est primordial de construire des portefeuilles robustes et de favoriser la diversification. Nous détenons donc des lignes et des positions de valeur relative asymétriques par rapport à notre analyse de scénarios, ainsi que des positions axées sur certaines thématiques.

L'une d'elles est une position longue sur le CAC 40 français face au DAX allemand. Nous pensons en effet que l'Allemagne est plus vulnérable que la France face à la démondialisation et cette position de valeur relative vise à réduire notre exposition à un éventuel regain des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. Elle s'est d'ailleurs avérée porteuse ces derniers mois (Encadré 14).

Encadré 14: La position longue sur le CAC/DAX a été bénéfique dernièrement

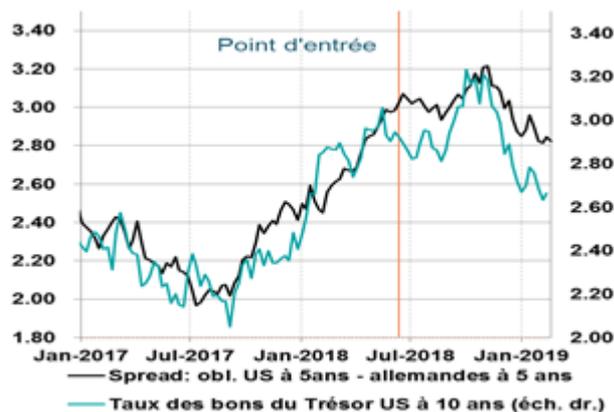


Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/02/2019

Une autre position source de diversification au sein des portefeuilles est la position longue sur les obligations

américaines à 5 ans face à leurs homologues allemandes équivalentes. Elle se justifie par de nets écarts de valorisation et le fait que nous estimons les obligations européennes plus sujettes à une correction en cas de retrait des mesures accommodantes de la BCE. Comme le montre l'encadré Encadré 15, cette position présente un bon profil défensif dans un contexte d'aversion pour le risque. Elle permet donc de diversifier le portefeuille de façon appréciable.

Encadré 15: Le spread entre les obligations allemandes et américaines à 5 ans présente un profil défensif



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/02/2019

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

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

FEVRIER :

POSITION TACTIQUE COURTE SUR LES ACTIONS EUROPÉENNES ET AMÉRICAINES

FERMEE LE

13/02/19

- En raison de la pause de la Fed, nous ne décelons plus de facteurs favorables à notre position courte sur les actions à court terme et avons donc décidé de la solder.

POSITION COURTE SUR LES BUNDS

INITIEE LE

13/02/2019

- Selon nous, le récent recul des taux constitue un bon point d'entrée pour renforcer notre sous-pondération des obligations. Nous avons donc décidé d'ajouter une position courte sur les Bunds dans les portefeuilles fortement exposés aux obligations.

POSITION LONGUE SUR LE CAC/DAX

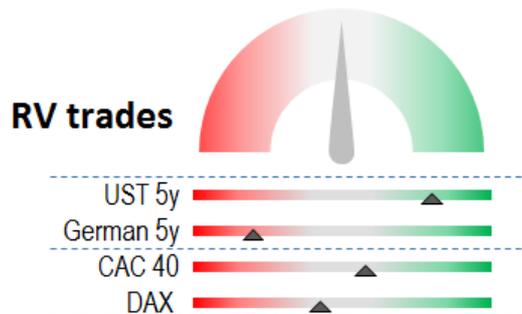
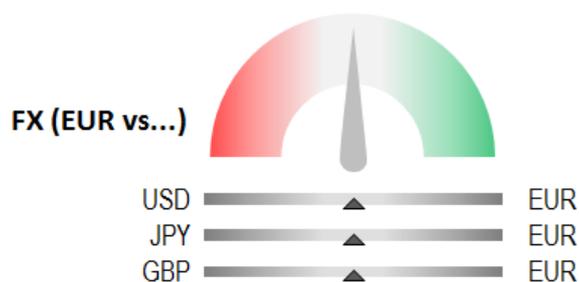
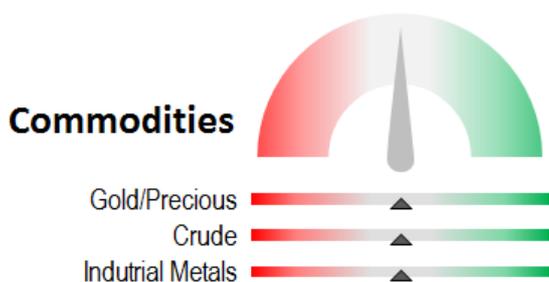
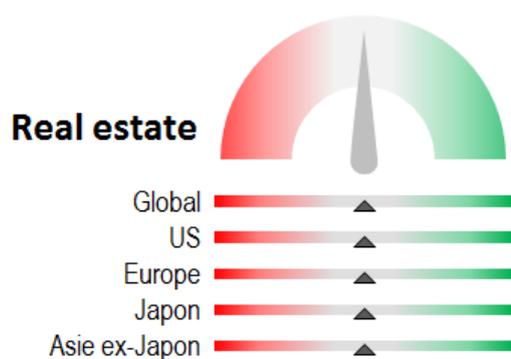
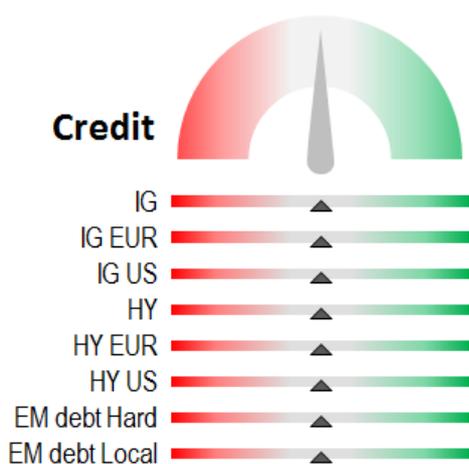
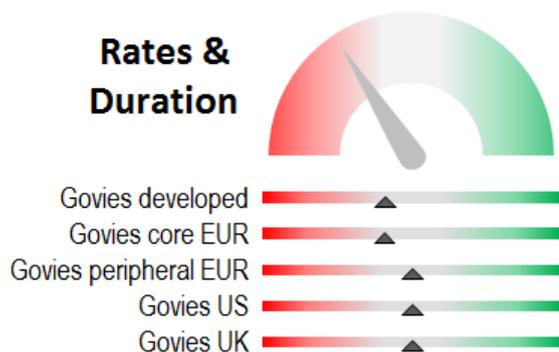
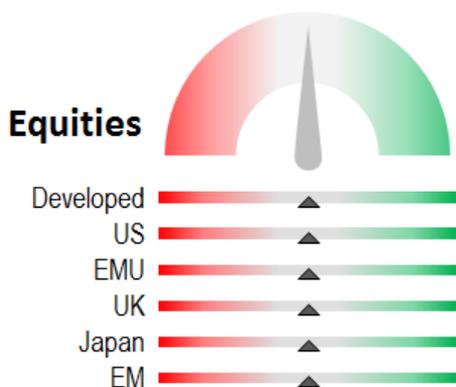
REDUITE LE

20/02/19

- Après une performance décente en un laps de temps très court, et vu que les indicateurs techniques semblent tendus, nous avons pris nos bénéfices sur la moitié de notre position sur les indices CAC/DAX.



TABLEAU DE BORD 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 mercredi 6 mars 2019 11:40:53. 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.