

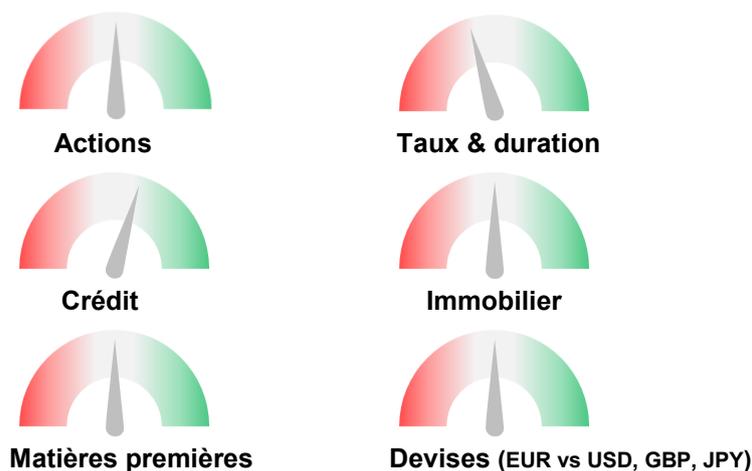
# ANALYSE MENSUELLE DE L'ALLOCATION D'ACTIFS

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



## LE SCENARIO « BOUCLES D'OR » PERDURE, MAIS EST LARGEMENT INTEGRE DANS LES COURS

### Aperçu de l'allocation d'actifs



**Maximilian MOLDASCHL**  
Stratège multi-actifs senior, MAQS  
[maximilian.moldaschl@bnpparibas.com](mailto:maximilian.moldaschl@bnpparibas.com)  
+44 20 7063 7247

**Guillermo FELICES**  
Responsable Recherche et Stratégie, MAQS  
[guillermo.felices@bnpparibas.com](mailto:guillermo.felices@bnpparibas.com)  
+44 20 7063 7196

### RESUME

- **Le fragile scénario « Boucles d'or » reste d'actualité** – Les trois principaux piliers de ce scénario (statistiques macroéconomiques, banques centrales et guerre commerciale) restent en place, mais selon nous, cet environnement idéal est déjà largement reflété dans les cours. En outre, nous continuons de surveiller attentivement les scénarios de risques liés à notre hypothèse de base, car l'environnement « Boucles d'or » demeure fragile.
- **Assouplissement de la politique des banques centrales et impact sur le marché** – Lors de leurs réunions respectives de juillet, la BCE a clairement laissé entrevoir l'adoption prochaine de mesures de relance, possiblement sous la forme de baisses de taux, d'un système de taux à plusieurs niveaux et d'un assouplissement quantitatif (QE), tandis que la Fed a abaissé ses taux de 25 pb et annoncé l'arrêt de la réduction de son bilan, selon nous par mesure de sécurité. La Chine poursuit elle aussi ses efforts d'assouplissement. Toutes choses étant égales par ailleurs, cela devrait soutenir les actifs risqués, favoriser une baisse des taux réels et stimuler les points morts d'inflation, bien que d'un point de vue tactique, les profils risque/rendement soient peu attrayants.
- **Résultats des entreprises** – Dans la mesure où le scénario « Boucles d'or » est de plus en plus intégré dans les valorisations, nous surveillons aussi attentivement l'évolution des fondamentaux. Les résultats publiés actuellement par les entreprises sont relativement solides, notamment au regard d'un consensus baissier.
- **Assouplissement en Chine** – Par ailleurs, nous examinons les conséquences possibles de l'assouplissement de la politique de la Chine pour son économie et ses principaux partenaires commerciaux. L'accélération de mesures telles que l'impulsion donnée au crédit laisse entrevoir une stabilisation du contexte macroéconomique au second semestre.

### ALLOCATION D'ACTIFS

- **Recherche d'opportunités d'achat à la baisse sur les marchés actions après de récentes prises de bénéfices** – Nous pensons qu'une approche tactique reste de mise à l'égard des actifs à risque et cherchons à acheter des actions à la baisse dans la mesure où les effets bénéfiques du scénario « Boucles d'or » prévalent. Nous avons ainsi acheté des actions des marchés développés en mai et juin, mais pris nos bénéfices fin juillet compte tenu de considérations tactiques relatives aux profils risque/rendement.
- **Positionnement long sur les actifs de portage** – La quête de rendement se poursuit à la faveur des mesures prises par les banques centrales. Dans ce contexte, 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 continuons de nous attacher à construire des portefeuilles robustes au travers de positions présentant des caractéristiques d'asymétrie, c.-à-d. misant sur un ralentissement plus marqué ou un scénario de surchauffe.



**BNP PARIBAS**  
ASSET MANAGEMENT

The asset manager  
for a changing  
world

## REVUE DES MARCHES : JUILLET 2019

Après leur performance positive de juin, les actions ont continué de prendre de la hauteur en juillet. Les marchés développés (+2,0 %) ont surperformé leurs homologues émergents (-0,4 %), le S&P 500 ayant atteint de nouveaux plus hauts historiques en fin de mois.

L'attitude conciliante des banques centrales, la trêve entre les États-Unis et la Chine lors du sommet du G20 et la reprise des négociations fin juillet, ainsi que les solides résultats publiés par les entreprises ont soutenu les actions.

Les marchés de la dette ont quant à eux affiché des performances mitigées. Les bons du Trésor américain ont légèrement reculé (-0,4 %), tandis que les Bunds ont progressé (+1,0 %). Les obligations périphériques européennes ont rebondi (+1,8 %), sous la conduite des BTP italiens (+3,8 %). Malgré la menace de nouvelles élections réitérée par le vice-Premier ministre Matteo Salvini, les investisseurs estiment en effet que les rendements italiens sont suffisamment rémunérateurs pour compenser les aléas politiques. Ils ont en outre été partiellement rassurés par la décision du gouvernement italien de revoir à la baisse son déficit budgétaire pour 2019 afin de se conformer aux règles européennes et, ainsi, d'éviter des sanctions et de faire l'objet d'une procédure de déficit excessif.

Du côté des banques centrales, la Fed a comme prévu annoncé une baisse de 25 pb de ses taux et l'arrêt de la réduction de son bilan lors de la réunion du FOMC le 31 juillet. Le communiqué de presse du comité et le président de la Fed, Jerome Powell, ont mis l'accent sur la faiblesse de l'inflation et le risque de plus en plus important que font peser les tensions entre les États-Unis et la Chine sur la croissance.

En Europe, Christine Lagarde, l'actuelle présidente du FMI, a été choisie pour succéder à Mario Draghi à la tête de la BCE en novembre. Lors de la réunion de la BCE en juillet, M. Draghi a clairement laissé entrevoir l'adoption prochaine de mesures de relance, possiblement sous la forme de baisses de taux, d'un système de taux à plusieurs niveaux et d'un assouplissement quantitatif (QE).

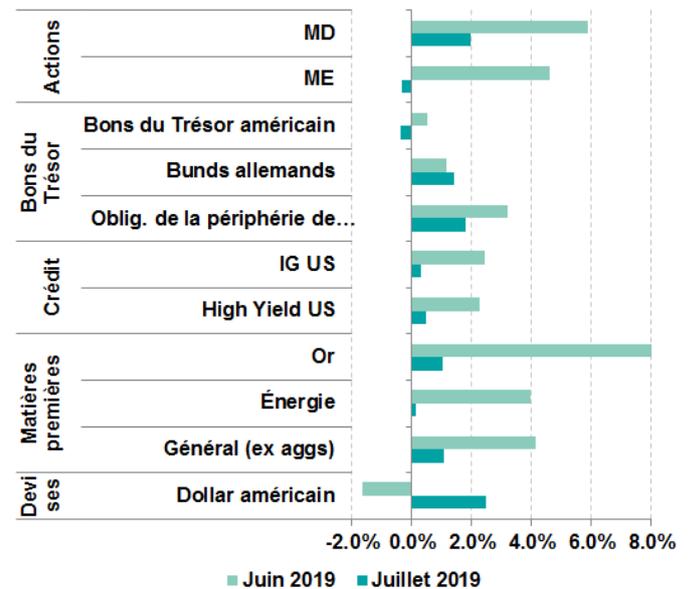
Sur le front des devises, l'euro et la livre sterling ont cédé respectivement 1,9 % et 4,3 % face au dollar américain. Après avoir rebondi lors de la deuxième quinzaine de juin, la livre a de nouveau fléchi en juillet sous le poids des craintes liées au Brexit et à la possibilité d'une sortie sans accord. En effet, l'élection du chef du parti conservateur, Boris Johnson, au poste de Premier ministre accentue l'incertitude quant à l'avenir du Royaume-Uni, M. Johnson ayant déclaré à plusieurs reprises qu'il était déterminé à concrétiser le Brexit et à faire sortir le pays de l'UE avec ou sans accord d'ici le 31 octobre.

Les matières premières ont dans l'ensemble légèrement progressé en juillet (+0,4 %). L'or a affiché une performance

positive (+1,1 %), tandis que le Brent est resté stable sur le mois, après avoir fortement fluctué au cours de celui-ci. Les prix du pétrole ont reculé lors de la première quinzaine face aux craintes d'une baisse de la demande sur fond de ralentissement de l'économie mondiale, mais ont ensuite rebondi du fait des tensions dans le détroit d'Ormuz, où la marine iranienne a arraisonné deux pétroliers battant pavillon britannique.

Sur le front des statistiques, les indices PMI de la zone euro se sont révélés décevants en juillet, le PMI composite étant passé de 52,2 à 51,5. Le PMI manufacturier a quant à lui cédé plus d'un point, passant de 47,6 à 46,4, tandis que le secteur des services a enregistré une baisse moins marquée (de 53,6 à 53,3). En Chine, les chiffres du PIB ont été conformes aux attentes, mais ont confirmé la tendance structurelle au ralentissement de la croissance (qui est passée de 6,4 à 6,2 %).

### Encadré 1 : Des rendements légèrement positifs en juillet 2019



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/07/2019

## LE SCÉNARIO « BOUCLES D'OR » RESTE D'ACTUALITÉ, MAIS EST LARGEMENT INTÉGRÉ DANS LES COURS

Les lecteurs assidus connaissent notre scénario de base « Boucles d'or fragile » et la matrice de scénarios de risques en résultant, reprise ici dans la Encadré 2. En effet, nous continuons de penser que la conjoncture idéale que nous connaissons actuellement va perdurer, mais qu'elle pourrait relativement facilement être remise en cause au vu des risques latents. Il convient de surveiller attentivement tout ralentissement de la croissance (passage de la case supérieure gauche à la case inférieure gauche) ou l'instauration d'un contexte inflationniste (passage de la case supérieure gauche à la case supérieure droite).

### Encadré 2 : Scénarios « Boucles d'or fragile » et de risques majeurs

	Pause de la Fed	Resserrement de la Fed
cycle mature	scénario fragile « Boucles d'or »	« surchauffe de l'économie américaine »
fin de cycle	« ralentissement synchronisé »	« environnement de stagflation »

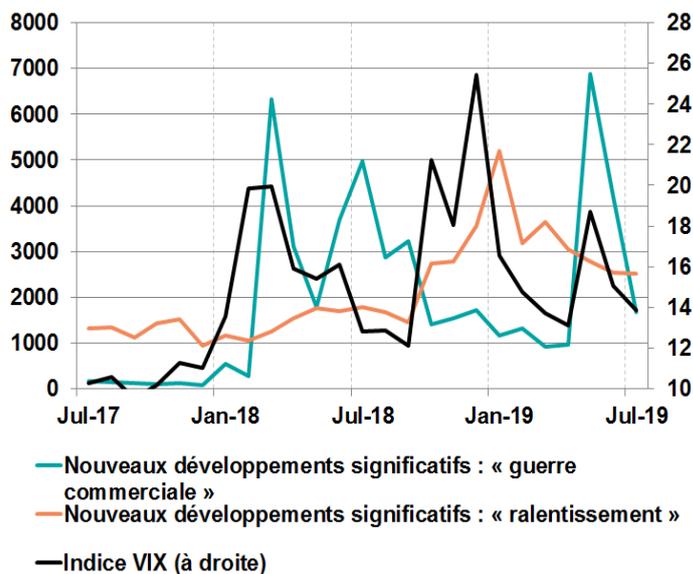
Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/07/2019

Dans l'intervalle, les performances des marchés financiers ont continué de refléter l'environnement « Boucles d'or » lors du mois écoulé, les actifs à risque ayant flirté avec des plus hauts (dans certains cas inédits), et les taux sans risques avec leurs plus bas. En d'autres termes, le scénario « Boucles d'or » est largement intégré dans les cours. En effet, les trois piliers de ce scénario, que nous avons examinés en détail dans nos *Perspectives pour le second semestre* le mois dernier, restent fermement en place et porteurs :

- **Statistiques macroéconomiques** : après avoir été très morose au quatrième trimestre, le contexte macroéconomique continue de montrer des signes de stabilisation (quoiqu'à des niveaux plus faibles), l'activité manufacturière étant dans une large mesure la seule à faire grise mine. Il convient de surveiller une éventuelle contagion à d'autres secteurs, mais une inflation faible, combinée à une croissance ralentie mais relativement stable, devrait suffire à faire perdurer le scénario « Boucles d'or ».

- **Banques centrales** : les principales banques centrales conservent une attitude conciliante. Lors de sa réunion de juillet, la BCE a clairement laissé entrevoir des mesures de relance dans un avenir proche. De son côté, la Fed a abaissé ses taux de 25 pb et annoncé l'arrêt de la réduction de son bilan lors de la réunion du FOMC. La Chine poursuit elle aussi son assouplissement. Nous développerons ces thèmes plus loin.
- **Guerre commerciale** : la trêve décrétée lors du sommet du G20 par les présidents Trump et Xi semble tenir, bien que peu de progrès aient été accomplis depuis. Il est intéressant de noter que les marchés ne s'alarment pas de l'absence d'avancées sur ce front, le nombre d'articles traitant de ce sujet ayant continué de baisser parallèlement à la volatilité des marchés actions au cours des dernières semaines (Encadré 3).

### Encadré 3 : Les marchés estiment que le risque de guerre commerciale a baissé



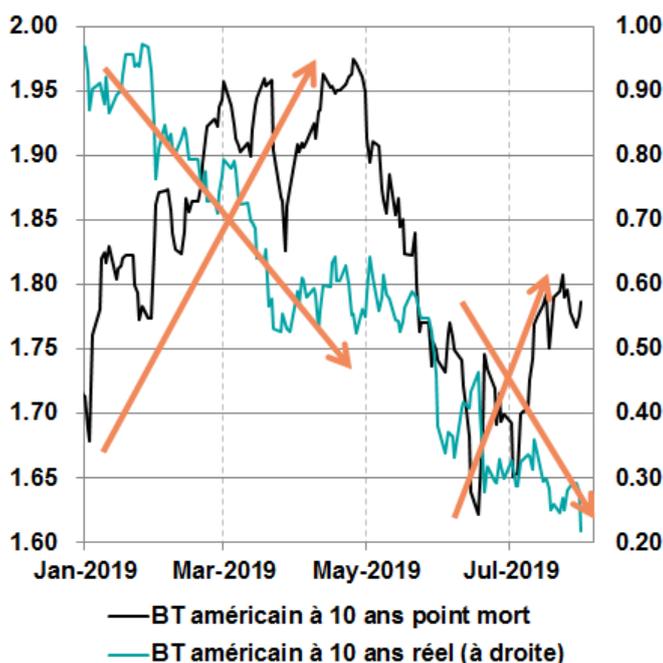
Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/07/2019

Toutes choses étant égales par ailleurs, ce statu quo reste selon nous propice à l'achat d'actions à la baisse et d'actifs de portage, tandis que les marchés de la durée pourraient pâtir d'une hausse des points morts d'inflation et d'une baisse des taux réels. Cependant, compte tenu de la fragilité de ce scénario de base, il est également essentiel de conserver des positions de diversification. Ces thèmes sont développés dans la section *Allocation d'actifs* ci-après.

## ASSOULPISSEMENT DE LA POLITIQUE DES BANQUES CENTRALES ET IMPACT SUR LE MARCHÉ

Face à la quasi-absence d'actualité sur le front des statistiques macroéconomiques et de la guerre commerciale, les marchés financiers se sont focalisés sur l'évolution de la politique des banques centrales dernièrement, ce qui se reflète dans les variations journalières des cours lors de la publication de données clés ou des déclarations importantes des banquiers centraux, mais aussi, d'un point de vue plus large et de façon très manifeste, dans le comportement des marchés obligataires. Comme le montre la Encadré 4, les taux réels ont continué de baisser pour atteindre des plus bas de plusieurs années, tandis que les points morts d'inflation ont augmenté récemment, comme ce fut le cas lors de la mise en œuvre des programmes d'assouplissement quantitatif les années précédentes, mais aussi lorsque la Fed a amorcé son changement de cap plus tôt en 2019.

### Encadré 4 : Banques centrales accommodantes... baisse des taux réels, points morts en hausse



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/07/2019

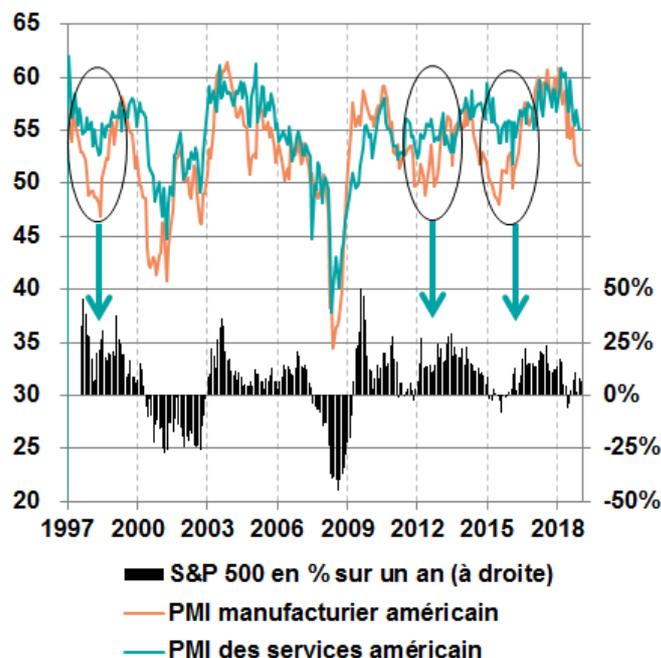
Sur ce front, la BCE a clairement laissé entrevoir l'adoption prochaine de mesures de relance, indiquant dans son communiqué qu'elle pourrait abaisser ses taux en septembre, mais aussi qu'elle s'interrogeait sur la taille et la composition d'un nouveau programme d'assouplissement quantitatif, ainsi que sur la mise en place d'un système de rémunération des réserves à plusieurs niveaux. L'institut de Francfort a par ailleurs continué de mettre l'accent sur la faiblesse de l'inflation

et réaffirmé son engagement vis-à-vis de son objectif d'inflation symétrique.

Outre-Atlantique, la Fed a abaissé ses taux de 25 pb et annoncé l'arrêt de la réduction de son bilan lors de la réunion du FOMC des 30 et 31 juillet. Nous restons convaincus que ces mesures reflètent son inquiétude quant à une inflation résolument basse plutôt qu'à l'égard de problèmes immédiats liés à la croissance domestique, bien qu'elle ait souligné l'existence de risques externes pour la croissance. Il est absolument indispensable de distinguer ces deux facteurs dans les motivations des banques centrales. Comme nous l'avons montré le mois dernier, si la Fed assouplit sa politique en réaction à des craintes concernant la croissance (comme ce fut le cas lors de nombreux cycles de baisse des taux précédents), les actifs à risque tendent à déprimer et les valeurs refuge à monter. En revanche, si la politique accommodante de la Fed relève plutôt d'une mesure de protection, les perspectives du marché peuvent être très différentes.

La Encadré 5 illustre une nouvelle fois les rendements des marchés actions lorsque la Fed a adopté une attitude conciliante par le passé, seul le secteur manufacturier ayant alors fait grise mine, tandis que celui des services s'est montré robuste. Il apparaît clairement que si la Fed agit plus « par mesure de sécurité » tandis que le contexte domestique demeure solide, comme c'est actuellement le cas selon nous, les marchés actions (et l'économie) peuvent afficher de belles performances à moyen terme.

### Encadré 5 : Le marché des actions peut être performant lorsque la Fed devient accommodante à titre de « protection »



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/07/2019

Cela dit, d'un point de vue tactique à court terme, les actions ont commencé à perdre de leur attrait au regard des profils risque/rendement, dans la mesure où l'environnement « Boucles d'or » est de plus en plus intégré dans les valorisations. Nous avons donc pris nos bénéfices sur notre position surpondérée en actions, mais restons à l'affût d'opportunités d'achat dans l'éventualité de nouvelles baisses compte tenu des perspectives à moyen terme susmentionnées.

## AUTRES FACTEURS SOUS SURVEILLANCE

Le scénario « Boucles d'or » s'étant solidement installé et étant semble-t-il de plus en plus intégré dans les cours, nous surveillons également d'autres facteurs susceptibles d'influer sur l'évolution des marchés. Les résultats publiés actuellement par les entreprises ainsi que les développements concernant le programme de relance chinois et les conséquences susceptibles d'en découler dans les mois à venir constituent deux domaines de réflexion intéressants à cet égard.

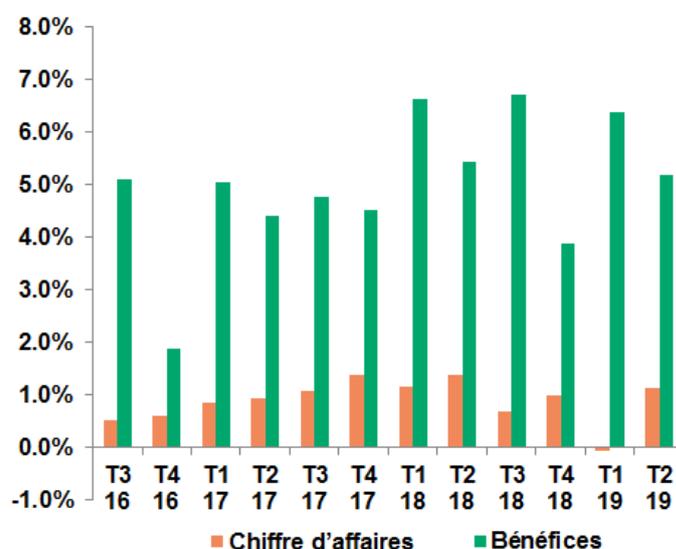
### Résultats des entreprises

Nous avançons depuis quelque temps que les fondamentaux vont regagner en importance et, dans la mesure où le scénario « Boucles d'or » est de plus en plus intégré dans les valorisations, nous scrutons avec une attention particulière les résultats publiés actuellement par les entreprises.

Nous notons que les attentes du consensus étaient baissières au début de la saison de publication, les prévisions de croissance des BPA aux États-Unis ressortant en baisse d'environ 2 % en glissement annuel. Contrastant avec ce consensus prudent, les résultats effectivement publiés sont relativement solides. Aux États-Unis, où plus de 60 % des entreprises ont déjà publié leurs résultats, les bénéfices dépassent les attentes de 5,2 % (Encadré 6) et affichent jusqu'ici une croissance de 3,6 %, les prévisions étant dans l'ensemble également positives. En Europe, où près de 60 % des entreprises ont publié leurs résultats, l'écart positif avec les attentes du consensus est similaire, mais les prévisions et la croissance réelle des bénéfices sont moins encourageantes.

Selon nous, ces solides résultats confirment l'hypothèse illustrée par la Encadré 5, à savoir que l'économie américaine repose sur des fondamentaux domestiques solides et que les baisses de taux récemment opérées par la Fed, par mesure de sécurité, contribueront à alimenter la croissance pendant un moment encore.

### Encadré 6 : Résultats des entreprises américaines : des surprises de taille



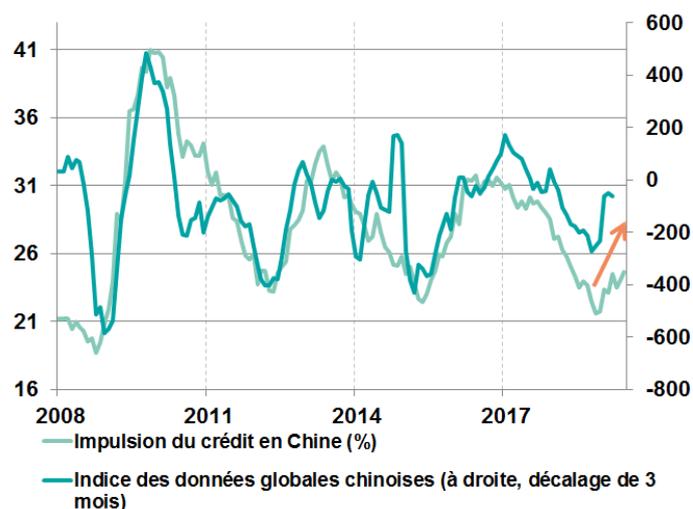
Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/07/2019

### Efforts d'assouplissement de la Chine

Nous avons souligné précédemment que les dirigeants chinois ont assoupli leur position dans de nombreux domaines, ce qu'a récemment confirmé la réunion de milieu d'année du bureau politique chinois. Ils s'inscrivent ce faisant en net contraste avec leurs homologues des marchés développés, qui se bornent pour leur part à adopter une attitude conciliante. Certes, les mesures d'assouplissement récemment adoptées en Chine (ciblées pour la plupart) ne sont ni par leur ampleur, ni par leur nature comparables avec celles, massives, mises en œuvre les années précédentes, mais elles pourraient néanmoins contribuer de manière cruciale à stabiliser l'environnement macroéconomique dans les prochains mois.

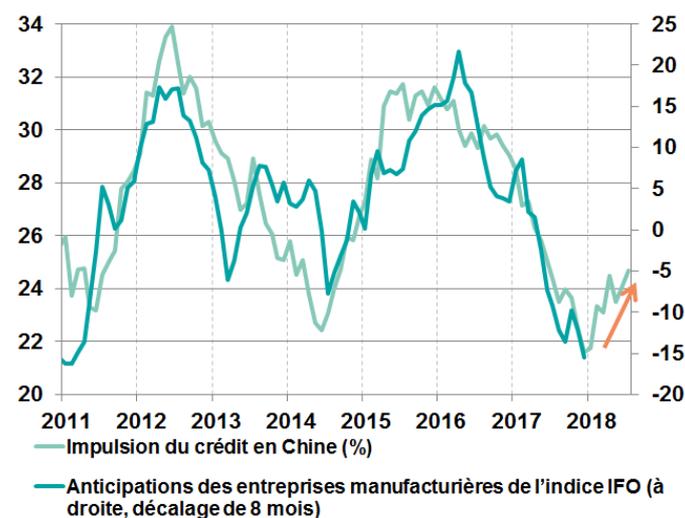
Notons à cet égard la relation étroite, légèrement anticipée, entre l'impulsion du crédit en Chine et les données macroéconomiques globales chinoises (Encadré 7), ainsi que la relation entre l'assouplissement de la politique chinoise et la situation macroéconomique des principaux partenaires commerciaux de la Chine (Encadré 8). Du fait de ces relations, la nouvelle impulsion donnée au crédit en Chine pourrait selon nous contribuer à stabiliser à la fois l'économie chinoise et la conjoncture dans les principaux pays partenaires commerciaux de l'Empire du Milieu au second semestre 2019.

### Encadré 7 : Les mesures de relance en Chine peuvent-elles contribuer à stabiliser les données macroéconomiques chinoises ?



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/07/2019

### Encadré 8 : Les mesures de relance en Chine peuvent-elles soutenir les marchés développés ?



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/07/2019

## ALLOCATION D'ACTIFS

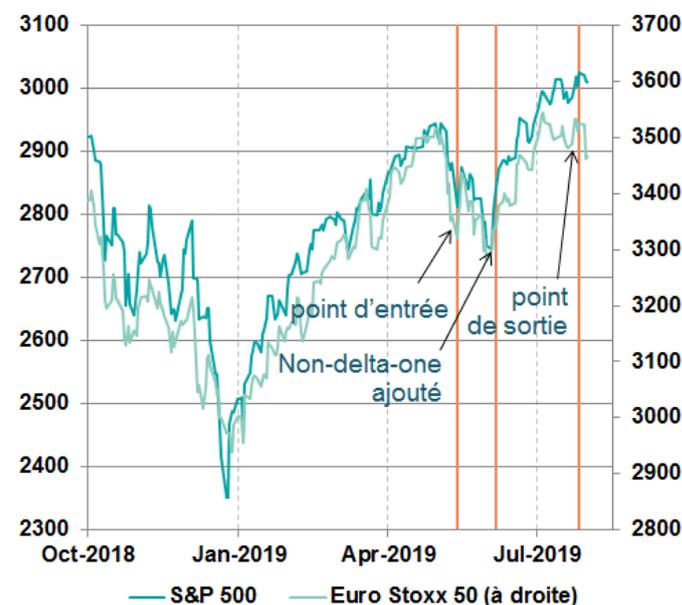
### Malgré des prises de bénéfices sur certaines actions, nous continuons de rechercher des opportunités d'achat à la baisse

Nous avons accru notre exposition aux actifs à risque en mai en achetant des actions des MD à la faveur du mouvement vendeur provoqué par les tensions commerciales, et l'avons encore renforcée via des options dans le cadre de nos portefeuilles flexibles lorsque les marchés ont subi une nouvelle correction début juin (Encadré 9).

Bien que les perspectives à moyen terme soient globalement positives, comme nous l'avons vu plus haut, une approche tactique est selon nous de mise vis-à-vis des actifs à risque. Partant, dans la mesure où les marchés ont amplement pris en compte l'environnement « Boucles d'or » dernièrement et où certains de nos indicateurs de la température des marchés et de market timing étaient au rouge, nous avons décidé de prendre nos bénéfices sur nos positions longues en actions des marchés développés fin juillet, à l'issue d'un beau parcours.

Cela dit, nous continuons de chercher à acheter des actions à la baisse dans la mesure où les effets positifs du scénario « Boucles d'or » prévalent.

### Encadré 9 : Après avoir pris des bénéfices sur des positions longues en actions américaines et de l'UEM, nous restons à l'affût d'opportunités d'achat à la baisse



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/07/2019

### Position longue sur les actifs de portage

Par ailleurs, la quête de rendement se poursuit à la faveur des mesures prises par les banques centrales. Comme évoqué plus haut, la contraction des rendements réels devrait inciter les

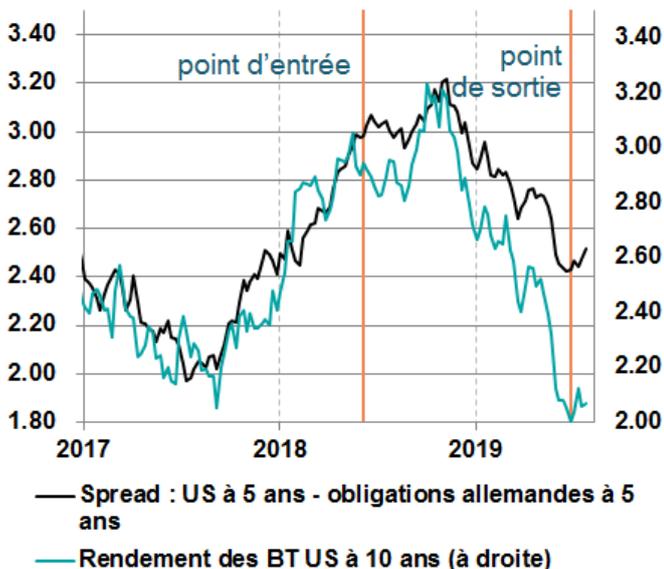
investisseurs à se tourner vers des actifs plus risqués, ce qui devrait bénéficier aux actifs offrant un portage plus élevé. Dans ce contexte, nous maintenons notre exposition longue à la dette émergente en devises fortes au travers d'une position en USD générant un portage d'environ 6 %.

### Focalisation sur la construction de portefeuilles robustes

Parallèlement à nos critères d'investissement fondamentaux, nous continuons de nous attacher à construire des portefeuilles robustes au travers de positions présentant des caractéristiques d'asymétrie au regard de certains des scénarios de risque exposés plus haut.

L'une de ces positions était une position longue sur les bons du Trésor américain à 5 ans par rapport aux Bunds allemands à 5 ans, qui affichait non seulement une valorisation intéressante, mais aussi des caractéristiques clairement propices à l'aversion pour le risque et des corrélations avec les taux sans risque. Au terme d'un beau parcours, nous avons récemment décidé de prendre nos bénéfices sur cette position (Encadré 10), mais nous pourrions la rouvrir en cas de rebond.

#### Encadré 10 : Prise de bénéfices sur notre position longue sur les bons du Trésor américain à 5 ans par rapport aux Bunds allemands à 5 ans

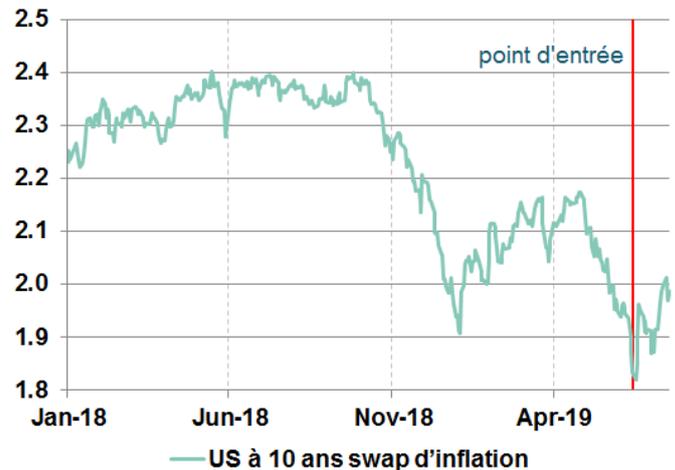


Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/07/2019

D'autre part, nous maintenons notre sous-pondération tactique de la durée des obligations des pays du cœur de l'UEM, en raison principalement des valorisations tendues des marchés obligataires. Bien que nous n'ayons pas ouvert initialement cette position à des fins de couverture/diversification, elle pourrait également remplir l'une ou l'autre de ces fonctions si les mesures d'assouplissement mises en œuvre par les banques centrales ne répondent pas aux attentes du marché.

Dans le même ordre d'idées, nous conservons la position longue sur les points morts d'inflation à la mi-juin (en prévision d'une hausse des prévisions d'inflation du marché), en raison là encore principalement des valorisations (Encadré 11). Cependant, cette position offre également des avantages en termes de diversification dans l'éventualité d'une surchauffe de l'inflation.

#### Encadré 11 : Position longue sur les PMI américains



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/07/2019

Parallèlement, nous conservons une position longue sur l'indice français CAC 40 et courte sur l'indice allemand DAX (dans la mesure où l'Allemagne est plus exposée que la France à la démondialisation), à des fins de diversification face à la possibilité d'un regain de tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, ainsi que notre position courte sur un panier de devises asiatiques par rapport au dollar américain, à des fins de couverture.

## PANORAMA STRATÉGIQUE DE L'ÉVOLUTION DES PRINCIPALES POSITIONS EN JUILLET 2019<sup>1</sup>

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

### JUILLET :

#### POSITION LONGUE SUR LES BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN À 5 ANS PAR RAPPORT AUX BUNDS À 5 ANS

LIQUIDEE

01/07/19

- Après avoir pris de la hauteur au premier semestre, les bons du Trésor américain pourraient pâtir des prochaines décisions de la Fed et de la trêve commerciale entre les États-Unis et la Chine. Par conséquent, nous avons décidé de prendre nos bénéfices et de clôturer la position.

#### POSITION LONGUE SUR LES POINTS MORTS D'INFLATION EN EUR

OUVERTE

03/07/19

- Dans le cadre des fonds au sein desquels nous n'avons pas pu prendre une position longue sur les points morts d'inflation en USD, nous avons décidé d'ouvrir une position longue sur les points morts d'inflation en EUR via des swaps.

#### POSITION LONGUE SUR LES ACTIONS DES MD VIA DES OPTIONS

ALLEGEE

03/07/19

- Nous avons décidé de réduire cette position dans le cadre de nos fonds flexibles en troquant nos calls contre des call spreads.

#### POSITION LONGUE SUR LES ACTIONS DES MD

LIQUIDEE

26/07/19

- D'un point de vue tactique à court terme, les profils risque/rendement apparaissaient peu attrayants à la veille de la réunion de juillet du FOMC, dans la mesure où l'environnement « Boucles d'or » était de plus en plus intégré dans les valorisations. Au terme d'un beau parcours, nous avons pris nos bénéfices sur la base de considérations tactiques.

#### POSITION LONGUE SUR LES POINTS MORTS D'INFLATION EN EUR

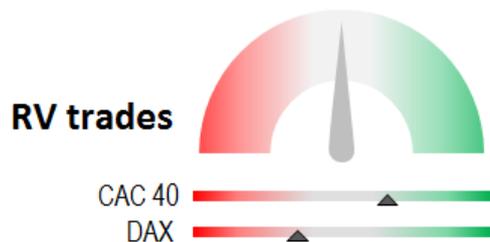
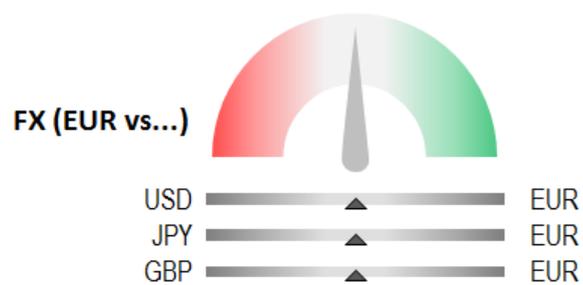
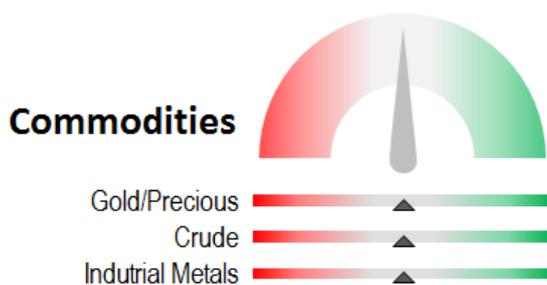
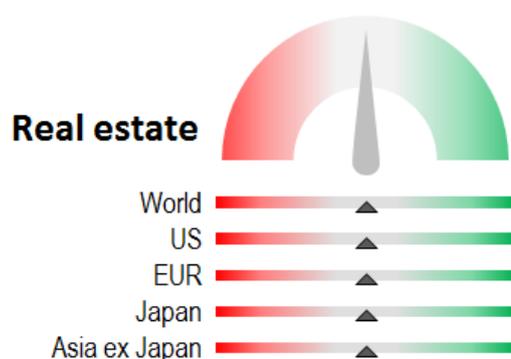
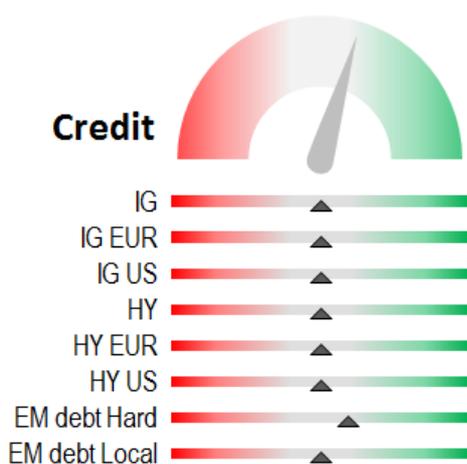
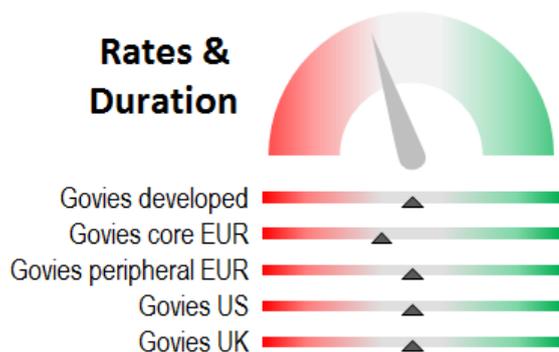
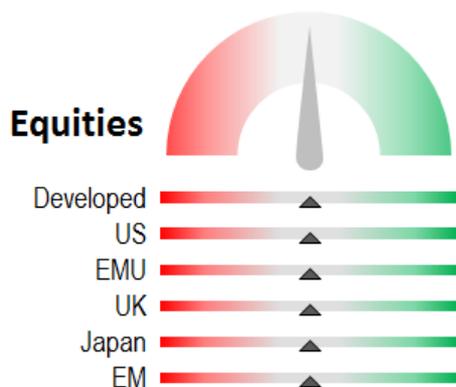
LIQUIDEE

26/07/19

- Après une forte remontée des points morts d'inflation en EUR, l'attitude conciliante de la BCE nous a incités à prendre nos bénéfices sur cette position.

<sup>1</sup> Veuillez noter que les opinions exprimées par le comité d'investissement de MAQS ne couvriront plus notre position sous-pondérée en emprunts d'État de l'UEM.

## TABLEAU DE BORD PRINCIPAL DE L'ALLOCATION D'ACTIFS<sup>2</sup>



<sup>2</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 août 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.

## DISCLAIMER

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