



AVIVA PERSPECTIVE 2036-2040

Rapport annuel au 30 Septembre 2022

Société de gestion: BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT FRANCE

Dépositaire: BNP PARIBAS SECURITIES
SERVICES

Siège social: 1, boulevard Haussmann 75009 Paris

Sommaire

Rapport de gestion

Orientation des placements.....	3
Politique d'investissement	12
Certification	35

Comptes annuels

Bilan actif.....	40
Bilan passif.....	41
Hors-bilan	42
Compte de résultat.....	43

Comptes annuels - Annexe

Règles et méthodes comptables	44
Evolution de l'actif net.....	46
Complément d'information 1.....	47
Complément d'information 2.....	48
Ventilation par nature des créances et dettes	49
Ventilation par nature juridique ou économique d'instrument	50
Ventilation par nature de taux des postes d'actif, de passif et de hors-bilan	51
Ventilation par maturité résiduelle des postes d'actif, de passif et de hors-bilan	52
Ventilation par devise de cotation des postes d'actif, de passif et de hors-bilan	53
Affectation des résultats	54
Résultat et autres éléments.....	56
Inventaire.....	57

AVIVA PERSPECTIVE 2036-2040

ORIENTATION

IDENTIFICATION

OBJECTIF DE GESTION

Le FCP est un OPCVM nourricier de la catégorie d'action « X » du compartiment BNP Paribas Génération 2036-40. Son objectif est identique à celui de son maître à savoir « obtenir au travers d'une gestion diversifiée via des OPCVM ou FIA actions, obligations et monétaire, une performance comparable à celle d'un indicateur de référence dont l'allocation actions est, au fil des années, dégressive par rapport à l'allocation taux. Ainsi, chaque année, le pourcentage d'actif net exposé aux actions diminue et l'allocation en produits de taux augmente parallèlement pour atteindre à 15 ans du premier jour de l'année 2040 (soit en 2026), une répartition d'environ 67,5% Actions/32,5% Taux, à 10 ans (soit en 2031) une répartition d'environ 37,5% Actions/62,5% Taux et à 5 ans (soit en 2036) une répartition d'environ 9% Actions/91% Taux et en fin de période (soit à partir de 2040) une exposition d'environ 1,5% en actions et 98,5% en produits de taux. Le gérant peut adapter cette répartition afin de tenir compte des conditions de marché dans la limite de +/- 20% en valeur relative par rapport à l'indicateur de référence sur l'allocation actions. »

La performance du nourricier sera inférieure à celle du maître en raison de ses propres frais.

INDICATEUR DE REFERENCE

Le FCP est nourricier de la catégorie d'action « X » (FR0013508801) du compartiment BNP Paribas Génération 2036-40. Son indicateur de référence est identique à celui de son maître à savoir : L'indicateur de référence associé à ce compartiment au 1er janvier 2022 est l'indicateur composite suivant :

1-28,5% MSCI Europe + 11% MSCI EMU Micro Cap + 28% MSCI USA + 4% MSCI Japan + 4% MSCI Pacific Ex Japan + 11,5% MSCI Emerging Markets + 5% JPM Emerging Bonds Local Sovereign + 8% Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate Bonds. Tous les indices actions sont calculés dividendes nets réinvestis et les indices taux coupons nets réinvestis.

2- Chaque année, le pourcentage d'actif net exposé aux actions diminuera et l'allocation en produits de taux augmentera parallèlement, pour atteindre à 15 ans, une répartition d'environ 67,5% Actions/32,5% Taux, à 10 ans une répartition d'environ 37,5% Actions/62,5% Taux, à 5 ans une répartition d'environ 9% Actions/91% Taux et en fin de période une exposition d'environ 1,5% en actions et 98,5% en produits de taux.

3- Pour connaître la composition de l'indicateur de référence à une date donnée, il convient de se reporter au tableau ci-dessous :

Années	MSCI Europe	MSCI EMU Micro cap	MSCI USA	MSCI Japan	MSCI Pacific Ex Japan	MSCI Emerging	JPM Emerging Bonds Local Sov	Bloom. Barclays Global Agg. Corp. Bonds	Bloom. Barclays Euro Agg. Corp. Bonds	Bloom. Barclays Euro Agg Treasury 1-3 Y	Bloom. Barclays Euro Agg Treasury 3-5 Y	Bloom. Barclays Euro Agg Treasury 7-10 Y	€STR	Total
2020	32,0%	11,0%	30,5%	3,7%	4,3%	14,0%	4,5%	-	-	-	-	-	-	100,0%
2021	29,0%	11,0%	30,0%	3,8%	4,2%	13,0%	5,0%	4,0%	-	-	-	-	-	100,0%
2022	28,5%	11,0%	28,0%	4,0%	4,0%	11,5%	5,0%	8,0%	-	-	-	-	-	100,0%
2023	25,0%	11,0%	27,0%	4,1%	3,9%	10,5%	5,0%	13,5%	-	-	-	-	-	100,0%
2024	24,0%	11,0%	26,0%	4,2%	3,8%	9,0%	5,0%	17,0%	-	-	-	-	-	100,0%
2025	23,0%	11,0%	24,0%	4,3%	3,7%	8,0%	5,0%	21,0%	-	-	-	-	-	100,0%
2026	20,0%	10,0%	22,0%	4,4%	3,6%	7,5%	5,0%	24,0%	-	-	-	3,5%	-	100,0%
2027	18,0%	10,0%	19,5%	4,3%	3,2%	7,0%	5,0%	27,0%	-	-	-	6,0%	-	100,0%
2028	17,0%	10,0%	18,0%	4,0%	3,0%	6,5%	5,0%	28,0%	-	-	-	8,5%	-	100,0%
2029	14,5%	10,0%	15,0%	3,7%	2,8%	6,0%	4,0%	30,0%	4,0%	-	5,0%	5,0%	-	100,0%
2030	11,5%	8,5%	12,0%	3,5%	2,5%	5,5%	3,5%	30,0%	9,0%	-	11,0%	3,0%	-	100,0%
2031	9,0%	8,5%	10,0%	3,0%	2,0%	5,0%	3,0%	31,0%	12,0%	-	13,5%	3,0%	-	100,0%
2032	7,0%	8,5%	7,5%	2,5%	1,5%	3,0%	3,0%	30,0%	17,0%	-	17,0%	3,0%	-	100,0%
2033	6,0%	7,0%	5,0%	2,1%	1,4%	2,5%	3,0%	30,0%	21,0%	-	19,0%	3,0%	-	100,0%
2034	4,0%	7,0%	3,0%	1,9%	1,1%	2,0%	3,0%	21,0%	24,5%	17,0%	11,0%	3,0%	1,5%	100,0%
2035	2,5%	3,0%	2,5%	1,6%	0,9%	1,5%	2,5%	13,0%	14,0%	41,5%	11,0%	3,0%	3,0%	100,0%
2036	1,5%	3,0%	2,0%	0,8%	0,7%	1,0%	2,0%	9,0%	9,5%	25,0%	8,5%	3,0%	34,0%	100,0%
2037	1,0%	3,0%	1,0%	0,5%	0,5%	0,5%	1,0%	4,0%	4,5%	16,0%	6,0%	2,0%	60,0%	100,0%
2038	0,5%	-	0,5%	0,3%	0,2%	0,5%	0,5%	3,5%	3,5%	10,0%	4,0%	1,0%	75,5%	100,0%
2039	0,5%	-	0,5%	0,3%	0,2%	-	0,5%	2,0%	2,0%	7,0%	3,0%	1,0%	83,0%	100,0%
2040	0,5%	-	0,5%	0,3%	0,2%	-	0,5%	2,0%	2,0%	7,0%	3,0%	1,0%	83,0%	100,0%

AVIVA PERSPECTIVE 2036-2040

L'indicateur de référence « **MSCI EUROPE** » est un indice représentatif des marchés actions des pays les plus développés en Europe. Le poids de chaque valeur dans l'indice est pondéré en fonction de l'importance de sa capitalisation ajustée au flottant. Il est calculé dividendes nets réinvestis.

Le « **MSCI EMU Micro Cap** » est un indice représentatif du marché des actions des micro entreprises de 10 pays européens développés. Il est calculé dividendes nets réinvestis.

Le « **MSCI USA** » est un indice représentatif du marché des actions américaines (Etats-Unis uniquement). Le poids de chaque valeur dans l'indice est pondéré en fonction de l'importance de sa capitalisation ajustée au flottant. Il est calculé dividendes nets réinvestis et couvert contre le risque de change.

Le « **MSCI Japan** » est un indice représentatif du marché des actions japonaises. Le poids de chaque valeur dans l'indice est pondéré en fonction de l'importance de sa capitalisation ajustée au flottant. Il est calculé dividendes nets réinvestis et couvert contre le risque de change.

Le « **MSCI Pacific ex Japan** » est un indice action constitué des principales valeurs de sociétés cotées des 4 pays développés suivants : Australie, Hong-Kong, Nouvelle Zélande et Singapour. Il est calculé dividendes nets réinvestis et couvert contre le risque de change.

Le « **MSCI Emerging Markets** » est un indice représentatif du marché des actions des grandes et moyennes capitalisations de 26 pays émergents. Il est calculé dividendes nets réinvestis.

Les indices MSCI sont publiés par la société Morgan Stanley Capital International Inc. La méthodologie complète de construction des indices MSCI Standard est disponible sur le site Internet de MSCI : www.msci.com

Le « **JPM Emerging Bonds Local Sovereign** » est un indice obligataire constitué des dettes gouvernementales en devise locale de pays émergents. Il est calculé dividendes nets réinvestis. Les informations sur cet indice sont disponibles sur le site Internet www.mm.jpmorgan.com

Le « **Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate Bonds** ». Il est représentatif des dettes d'entreprises de catégorie "Investment Grade" à taux fixe. Il regroupe les dettes d'entreprises émises dans différentes devises de pays développés et émergents, mais également de divers secteurs d'activité tels que le secteur industriel, financier ou des services aux collectivités. Il est calculé coupons nets réinvestis et couvert contre le risque de change.

Le « **Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Bonds** ». Il est représentatif des dettes d'entreprises de catégorie « Investment Grade » libellées en Euro à taux fixe. Il est calculé coupons nets réinvestis.

Le « **Bloomberg Barclays Euro Aggregate Treasury 1-3 ans** » est un indice obligataire représentatif des dettes des Etats souverains de la zone Euro ayant une maturité comprise entre 1 et 3 ans. Cet indice est calculé coupons nets réinvestis.

Le « **Bloomberg Barclays Euro Aggregate Treasury 3-5 ans** » est un indice obligataire représentatif des dettes des états souverains de la zone Euro ayant une maturité comprise entre 3 et 5 ans. Cet indice est calculé coupons nets réinvestis.

Le « **Bloomberg Barclays Euro Aggregate Treasury 7-10 ans** » est un indice obligataire représentatif des dettes des états souverains de la zone Euro ayant une maturité comprise entre 7 et 10 ans. Cet indice est calculé coupons nets réinvestis.

Les indices Bloomberg sont publiés par la Banque Barclays Capital. Pour toute demande d'informations complémentaires concernant cet indice, les porteurs de parts peuvent consulter le site Internet : www.bloomberg.com.

L'« **€STR** » est un taux d'intérêt interbancaire de référence. L'€STR repose sur les taux d'intérêt des emprunts en euro sans garantie, contractés au jour le jour par les établissements bancaires. Ces taux d'intérêt sont obtenus directement par la Banque Centrale Européenne (BCE) dans le cadre de la collecte de données statistiques du marché monétaire.

STRATEGIE D'INVESTISSEMENT

AVIVA PERSPECTIVE 2036-2040 est investi en totalité dans la catégorie d'action « X » d'un autre OPCVM dit maître, le compartiment BNP Paribas Génération 2036-40 - et à titre accessoire en liquidités.

Sa stratégie d'investissement sera identique à celle de son maître c'est-à-dire :

1. STRATEGIE UTILISEE POUR ATTEINDRE L'OBJECTIF DE GESTION

La stratégie d'investissement des compartiments est construite sur une période quinquennale. A la fin de chaque période quinquennale, un nouveau compartiment est mis en place. Le compartiment qui a l'échéance la plus proche est substitué à un nouveau compartiment. Ce nouveau compartiment succède au compartiment ayant l'échéance la plus lointaine.

Dans le cadre du profil de gestion « par horizon », la stratégie d'investissement reposera sur un choix d'allocation entre différentes classes d'actif : actions, produits de taux et sur un choix de valeurs à l'intérieur de chaque classe.

Le choix d'allocation fait l'objet d'une réunion bi mensuelle spécifique ayant pour support les prévisions de marché élaborées chaque mois par BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France.

Le gérant fait évoluer le poids des instruments financiers actions et titres de créances, de façon stratégique, en fonction de la durée restant à courir jusqu'à la dernière année du compartiment et, de façon tactique, en fonction des opportunités de marché. La grille d'allocation d'actifs est conçue pour que la proportion relative à l'investissement en actions et la sensibilité globale des titres de créances se réduisent à l'approche de la dernière année du compartiment. Elle est construite de manière à valoriser le capital réel au-delà de 5 ans. La grille d'allocation d'actifs est liée à la réalisation d'hypothèses de marchés et le calcul de probabilités arrêtées par la société de gestion et son application ne garantit pas le capital.

Gestion à l'intérieur de chaque classe d'actif : Actions et Taux. Les investissements en actions sont réalisés directement et/ou via des OPCVM ou FIA, les investissements en taux sont réalisés directement et/ou via des OPCVM ou FIA sélectionnés en fonction des zones géographiques et des styles de gestion retenus et en utilisant l'expertise de BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France en matière de sélection de fonds qui porte sur :

- les anticipations de marchés sur les différentes zones d'intervention,
- les processus de gestion des sociétés qui les commercialisent appréciés au travers de filtres quantitatifs et qualitatifs permettant de sélectionner les meilleures sociétés de gestion ;
- les performances historiques des produits différentes ;
- la récurrence de cette performance dans le temps, complétée par des rencontres avec les gérants.

Enfin, la part des actifs du compartiment dont l'indicateur synthétique de risque et de rendement (SRRRI) est inférieur ou égal à 3 ou, en l'absence de cet indicateur pour certains actifs du compartiment, ceux dont un indicateur de risque et de rendement a été calculé selon une méthode équivalente par le gestionnaire financier est inférieur ou égal à 3 sera au minimum égale à :

- 20 % de l'actif net, à partir de 10 ans avant la fin de la période de placement recommandée,
- 50 % de l'actif net, à partir de 5 ans avant la fin de la période de placement recommandée,
- 70 % de l'actif net, à partir de 2 ans avant la fin de la période de placement recommandée.

Le risque de change est limité à 100% de l'actif net.

Information relative aux règlements SFDR et Taxonomie :

Le règlement 2019/2088 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (SFDR) établit des règles de transparence et de fourniture d'informations en matière de durabilité.

La SICAV ne promeut pas de caractéristiques environnementales et/ou sociales et de gouvernance ni n'a pour objectif l'investissement durable au sens des articles 8 et 9 du règlement SFDR.

Toutefois, l'équipe de gestion intègre des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans l'évaluation des émetteurs et des OPC dans lesquels la SICAV investit. Sont exclus les émetteurs exerçant une activité dans des secteurs sensibles et ne se conformant pas aux politiques sectorielles (par exemple, la production d'énergie à partir de charbon) de BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT disponibles sur son site Internet. Sont également exclus les émetteurs ne respectant pas les Dix Principes du Pacte Mondial des Nations Unies et/ou les principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales.

L'analyse ESG est renforcée par une politique active d'engagement avec les émetteurs (engagement individuel et collectif et/ou vote en assemblée générale).

AVIVA PERSPECTIVE 2036-2040

Afin d'atteindre l'objectif de gestion de la SICAV, le processus d'investissement tient compte des risques de durabilité.

Le règlement 2020/852 du Parlement Européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement SFDR (Règlement Taxonomie) a pour objectif d'établir les critères permettant de déterminer si une activité économique est considérée comme durable sur le plan environnemental.

La taxonomie européenne est un système de classification établissant une liste d'activités économiques durables sur le plan environnemental. Les activités économiques qui ne sont pas reconnues par le Règlement Taxonomie, ne sont pas nécessairement nuisibles à l'environnement ou non durables. Par ailleurs, d'autres activités pouvant apporter une contribution substantielle aux objectifs environnementaux et sociaux ne font pas encore nécessairement partie du Règlement Taxonomie.

Les investissements de la SICAV ne prennent pas en compte les critères de l'Union européenne en matière d'activités économiques durables sur le plan environnemental établis par le Règlement Taxonomie.

2. PRINCIPALES CATEGORIES D'ACTIFS UTILISES (HORS DERIVES INTEGRES) :

Le portefeuille du compartiment est constitué des catégories d'actifs et d'instruments financiers suivantes :

• Actions :

Le compartiment est investi jusqu'à un maximum de 100% sur les marchés d'actions directement et/ou via des OPCVM ou FIA, en fonction des opportunités de marchés, dont 20% maximum de l'actif net sur les marchés actions des pays émergents. L'investissement sur les marchés actions de petites capitalisations (inférieures à 150 millions d'euros) et moyennes capitalisations (entre 150 millions et 1 milliard d'euros), petites et moyennes entreprises (PME) et entreprises de taille intermédiaire (ETI) est limité à 20% maximum de l'actif net.

Le pourcentage minimum de l'actif net investi en titres de PME et ETI évoluera comme suit :

- 10% minimum pour le compartiment dont la date de fin de la période de placement recommandée est supérieure à 15 ans,
- 8,5% minimum pour le compartiment dont la date de fin de la période de placement recommandée est strictement supérieure à 12 ans et inférieure ou égale à 15 ans,
- 7% minimum pour le compartiment dont la date de fin de la période de placement recommandée est strictement supérieure à 10 ans et inférieure ou égale à 12 ans;
- 3 % minimum pour le compartiment dont la date de fin de la période de placement recommandée est strictement supérieure à 7 ans et inférieure ou égale à 10 ans.

• Instruments du marché monétaire ou titres de créance :

L'actif du compartiment est investi, à hauteur de 100% maximum, sur les marchés de taux dont 15% maximum de l'actif net sur les marchés de taux des pays émergents.

L'investissement sur ces marchés s'effectue au travers d'OPCVM ou de FIA ou au travers de titres directs (obligations à taux fixe et/ou à taux variable et/ou indexées ainsi qu'en titres de créance négociables émis par des émetteurs publics ou privés sur des marchés réglementés internationaux.

Il n'y a pas de prédétermination de la répartition entre la dette privée et la dette publique.

L'exposition aux produits de taux est comprise dans une fourchette allant de 10% minimum à 100% maximum de l'actif net.

Le gestionnaire financier par délégation dispose de moyens internes d'évaluation des risques de crédit pour sélectionner les titres du compartiment et ne recourt pas exclusivement ou systématiquement aux notations émises par des agences de notation. Ainsi, l'utilisation des notations mentionnées ci-après participe à l'évaluation globale de la qualité de crédit d'une émission ou d'un émetteur sur laquelle se fonde le gestionnaire pour définir ses propres convictions en matière de sélection des titres.

Les instruments du marché monétaire et les titres de créance peuvent bénéficier d'une notation « émission » Investment grade ou High Yield (titres à haut rendement dits spéculatifs). Les titres spéculatifs pourront représenter jusqu'à 20% maximum de l'actif net.

AVIVA PERSPECTIVE 2036-2040

Seront considérés comme des titres spéculatifs :

- les obligations ou titres de créances négociables pouvant bénéficier d'une notation strictement inférieure à Baa3 Moody's (ou BBB- Standard & Poor's, Fitch) ou d'une notation équivalente selon la société de gestion pour les obligations, et strictement inférieure à P-3 Moody's (ou A-3 Standard & Poor's, ou F-3 Fitch) pour les titres de créances négociables.

- les obligations ou titres de créances négociables n'ayant ni notation "émission" et ni notation "émetteur".

Les agences retenues pour la définition des notations sont les agences Standard & Poor's, Moody's et Fitch. Lorsqu'une émission est notée par ces trois agences, la note retenue est la médiane après avoir exclu la plus basse et la plus haute. Lorsqu'une émission est notée par deux de ces agences, la note la plus basse est retenue. Lorsqu'elle est notée par une agence, c'est cette note qui est retenue.

Si l'émission n'est notée par aucune des agences, il y a lieu d'appliquer la notation de l'émetteur équivalente.

• Parts ou actions d'OPCVM, de FIA ou de fonds d'investissement de droit étranger :

Le compartiment peut investir jusqu'à 100% de l'actif net en parts ou actions :

- d'OPCVM de droit français des catégories suivantes : obligations et autres titres de créances libellés en euro et/ou internationaux, actions françaises, de pays de la zone Euro, des pays de l'Union européenne et actions internationales, monétaires, diversifiés ainsi que des OPCVM indiciels cotés ;

- et/ou OPCVM européens,

- et, dans la limite de 30% de l'actif net, en parts ou actions de fonds d'investissement alternatifs (FIA) de droit français de classification et catégorie susvisées et de FIA européens ou de fonds d'investissement de droit étranger répondant aux quatre critères fixés par l'article R214-13 du code monétaire et financier.

Les OPCVM, FIA ou fonds d'investissement de droit étranger dans lesquels le compartiment investit sont gérés ou non par BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France et les sociétés de gestion du groupe BNP Paribas

3. INSTRUMENTS DERIVES :

Le compartiment peut intervenir sur les marchés à terme réglementés ou de gré à gré, français et/ou étrangers, autorisés par l'arrêté du 6 septembre 1989 et les textes le modifiant.

Sur ces marchés, le gérant peut investir sur les instruments dérivés suivants:

- Contrat à terme sur indices d'actions européens et internationaux et options sur ces mêmes contrats (en couverture et/ou en exposition) ;

- Options sur actions européennes et internationales (en couverture et/ou en exposition) ;

- Contrat à terme sur taux d'intérêts européens et internationaux et options sur ces mêmes contrats, à titre accessoire (en couverture et/ou en exposition) ;

- Contrat de change à terme, options et swap de change (en couverture et/ou en exposition) ;

- Swap de taux (en couverture et/ou en exposition).

Dans ce cadre, le gérant pourra prendre des positions en vue de couvrir le portefeuille et/ou de l'exposer aux risques de taux, de change, d'actions, d'indices, ou à des zones géographiques ou des secteurs d'activité pour tirer parti des variations de marché et atteindre l'objectif de gestion.

Le gérant peut reconstituer des actifs synthétiques en utilisant des instruments dérivés. En d'autres termes, il utilisera les contrats à terme pour régler l'exposition du portefeuille à la hausse ou à la baisse en bénéficiant ainsi de la souplesse et de la grande liquidité de ces instruments.

Du fait de l'utilisation des instruments financiers à terme, l'exposition globale du compartiment pourra représenter jusqu'à 120% de l'actif net.

Le compartiment n'aura pas recours à des contrats d'échange sur rendement global (« Total Return Swap »).

Ces instruments financiers pourront être conclus avec des contreparties sélectionnées par le gestionnaire financier par délégation, elles pourront être des sociétés liées au Groupe BNP Paribas.

AVIVA PERSPECTIVE 2036-2040

La ou les contreparties éligibles ne dispose(nt) d'aucun pouvoir sur la composition ou la gestion du portefeuille du compartiment.

4. TITRES INTEGRANT DES DERIVES :

Le compartiment pourra détenir des bons et droits de souscription ou des warrants à titre accessoire à la suite d'opérations sur titres entraînant l'attribution de ce type de titre.

5. DEPOTS :

Dans le cadre de la gestion de sa trésorerie, le compartiment se réserve la possibilité d'effectuer des dépôts, en fonction des configurations de marchés, dans la limite de 100% de l'actif net, dans l'attente d'investissements ou d'opportunités de marché.

6. EMPRUNTS D'ESPECES :

Pour faire face à un éventuel découvert, et en cas de rachats non prévus, le compartiment se réserve la possibilité d'emprunter des espèces de manière temporaire jusqu'à 10% de l'actif net.

7. OPERATIONS D'ACQUISITION ET CESSION TEMPORAIRES DE TITRES :

Le compartiment se réserve la possibilité d'effectuer des opérations d'acquisition ou de cession temporaires de titres dans la limite de 100% de l'actif net, en fonction d'opportunités de marchés, conformément à la réglementation en vigueur.

Ces opérations pourront prendre la forme de prêts de titres, mises en pension, emprunts de titres, prises en pension. Ces opérations seront conclues avec des contreparties sélectionnées par le gestionnaire financier par délégation parmi les établissements ayant leur siège social dans un pays membre de l'OCDE ou de l'Union européenne mentionnés au R.214-19 du code monétaire et financier. Elles pourront être effectuées avec des sociétés liées au Groupe BNP Paribas. Les contreparties devront être de bonne qualité de crédit (équivalent à Investment Grade). Par ailleurs, afin de se prémunir d'un défaut d'une contrepartie, ces opérations peuvent donner lieu à la remise de titres et/ou d'espèces en garantie répondant aux conditions décrites dans le paragraphe ci-dessous.

Des informations complémentaires relatives à la rémunération figurent à la rubrique « commissions et frais » du prospectus.

8. INFORMATIONS RELATIVES AUX GARANTIES FINANCIERES DE L'OPCVM :

Afin de se prémunir d'un défaut d'une contrepartie, les opérations d'acquisition et cession temporaires de titres ainsi que les opérations sur instruments dérivés négociés de gré à gré, peuvent donner lieu à la remise de garanties financières sous la forme de titres et/ou d'espèces qui sont conservées dans des comptes ségrégués par le dépositaire. L'éligibilité des titres reçus en garantie est définie conformément à des contraintes d'investissement et selon une procédure de décote définie par le département des risques du gestionnaire financier par délégation. Les titres reçus en garantie doivent être liquides et cessibles rapidement sur le marché. Les titres reçus d'un même émetteur ne peuvent dépasser 20% de l'actif net de la SICAV (à l'exception des titres émis ou garantis par un Etat membre de l'OCDE éligible pour lesquels cette limite peut être portée à 100% à condition que ces 100% soient répartis sur 6 émissions dont aucune ne représente plus de 30% de l'actif net de la SICAV). Ils doivent être émis par une entité indépendante de la contrepartie.

AVIVA PERSPECTIVE 2036-2040

Actifs
Espèces (EUR, USD et GBP)
Instruments de taux
Titres émis ou garantis par des Etats membres de l'OCDE éligibles. Le compartiment peut recevoir en garantie, pour plus de 20% de son actif net, des titres émis ou garantis par un Etat membre de l'OCDE éligible. Ainsi, le compartiment peut être pleinement garanti par des titres émis ou garantis par un seul Etat membre de l'OCDE éligible.
Titres supranationaux et titres émis par des agences gouvernementales
Titres émis ou garantis par un Etat des autres pays éligibles
Titres de créances et obligations émis par une entreprise dont le siège social se situe dans les pays de l'OCDE éligibles
Obligations convertibles émises par une entreprise dont le siège social se situe dans les pays de l'OCDE éligibles
Parts ou actions d'OPCVM monétaires (1)
IMM (instruments du marché monétaire) émis par des entreprises dont le siège social se situe dans les pays de l'OCDE éligibles et autres pays éligibles.
(1) Uniquement les OPCVM gérés par les sociétés du Groupe BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT Holding.
Indices éligibles & actions liées à ces indices éligibles
Les garanties financières autres qu'en espèces ne doivent pas être vendues, réinvesties ou mises en gage et sont conservées sur un compte ségrégué auprès du dépositaire.

Les garanties financières reçues en espèce pourront être réinvesties conformément à la position AMF n°2013-06. Ainsi les espèces reçues pourront être placées en dépôt, investies dans des obligations d'Etat de haute qualité, utilisées dans le cadre d'opérations de prises en pension ou investies dans des OPCVM monétaires court terme.

RESUME DES REGLES DE CONDUITE INTERNE APPLICABLES A L'OPCVM NOURRICIER :

Conformément à la réglementation actuellement applicable relative à la mise en place des structures maître et nourricier, le gestionnaire financier par délégation de l'OPCVM maître et la société de gestion de l'OPCVM nourricier ont mis en place des règles de conduite interne en date du 22 juillet 2020.

Les dispositions contenues dans ces règles rappellent, en particulier, les modalités d'accès et d'échange d'informations entre l'OPCVM nourricier et l'OPCVM maître, les principes et conditions de souscription et de rachat de la part de l'OPCVM nourricier, ainsi que les règles de publication de la valeur liquidative de la part, qui sont de nature à assurer un bon fonctionnement des opérations pouvant avoir lieu entre les deux OPCVM. Le droit applicable est le droit français.

L'attention du souscripteur est attirée sur le fait que les informations mentionnées au paragraphe précédent, ne constituent qu'un résumé général des règles de conduite interne établies entre l'OPCVM nourricier de droit français et l'OPCVM maître de droit français conformément à la réglementation en vigueur.

GARANTIE FINANCIERE :

La société de gestion constitue une garantie financière sur les actifs du FCP (titres financiers et espèces) au bénéfice du dépositaire au titre de ses obligations financières à l'égard de celui-ci.

RISQUE GLOBAL

La méthode choisie par la société de gestion pour mesurer le risque global de l'OPC qu'elle gère est la méthode de calcul de l'engagement.

PROFIL DE RISQUE

Le profil de risque du FCP est identique au profil de risque de l'OPCVM maître, BNP Paribas Génération 2036-40.

En conséquence, il présente :

- un risque de perte en capital : L'investisseur est averti que la performance du compartiment peut ne pas être conforme à ses objectifs et que son capital investi (déduction faite des commissions de souscription) peut ne pas lui être totalement restitué ;

- un risque lié à la gestion discrétionnaire : le style de gestion discrétionnaire repose sur l'anticipation de l'évolution des différents marchés de l'univers d'investissement. Il existe un risque que le compartiment ne soit pas investi à tout moment sur les marchés les plus performants ;

- un risque actions : Exposition aux marchés actions jusqu'à 100% maximum de l'actif net. Le compartiment est investi sur un ou plusieurs marchés d'actions qui peuvent connaître de fortes variations. Les investissements sur les marchés des petites et moyennes capitalisations, des entreprises de taille intermédiaire (ETI) et des petites et moyennes entreprises (PME) sont autorisés à hauteur de 20% maximum de l'actif net. Ces marchés peuvent présenter des risques pour les investisseurs et des variations négatives davantage marquées à la baisse et plus rapides que sur les marchés de grandes capitalisations.

- un risque direct et indirect de taux : conséquence de la sensibilité plus ou moins importante, des titres entrant dans l'actif du compartiment, aux variations des taux d'intérêts monétaires et obligataires sur lesquels le compartiment peut investir. Cela peut entraîner une baisse de la valeur liquidative.

- un risque de crédit : il s'agit du risque de baisse des titres émis par un émetteur privé ou de défaut de ce dernier. La valeur des titres de créances dans lesquels est investi le compartiment peut baisser entraînant une baisse de la valeur liquidative du compartiment.

- un risque de change : Il concerne le porteur de la zone Euro, dans la limite de 100% de l'actif net, et est lié à la baisse des devises de cotation des instruments financiers utilisés par le compartiment. Les titres libellés dans une devise autre que l'euro peuvent entraîner une baisse de la valeur liquidative du compartiment, en cas de dépréciation de l'euro par rapport à ces devises.

- un risque lié à la surexposition : Compte tenu de l'utilisation d'instruments financiers à terme, le compartiment peut être surexposé à hauteur de 20% maximum de l'actif net, pouvant ainsi porter l'exposition globale du compartiment aux marchés actions ou taux jusqu'à la limite réglementaire maximum de 120% de l'actif net. Le compartiment peut ainsi amplifier les mouvements des marchés et par conséquent sa valeur liquidative est susceptible de baisser de manière plus importante que les marchés considérés. Cette surexposition n'est toutefois pas systématiquement utilisée. Cette utilisation est laissée à la libre appréciation du gérant du compartiment.

- un risque sur les marchés d'actions et de taux des pays émergents : L'attention des souscripteurs est attirée sur les conditions de fonctionnement et de surveillance des marchés émergents qui peuvent s'écarter des standards prévalant sur les grandes places internationales. Le compartiment peut investir sur les marchés d'actions et de taux des pays émergents qui peuvent présenter des risques pour les investisseurs, notamment des risques de fortes amplitudes de mouvement pouvant impacter la valeur liquidative. Le marché d'actions est limité à 20% de l'actif net et celui de taux à 15% de l'actif net.

- un risque lié à l'investissement dans des titres à haut rendement « high yield » dans la limite de 20% de l'actif net : Le compartiment peut être considéré comme en partie spéculatif et s'adressant plus particulièrement à des investisseurs conscients des risques inhérents aux investissements dans des titres dont la notation est basse ou inexistante. Ainsi, l'utilisation de titres « Haut rendement / High Yield » pourra entraîner un risque de baisse de la valeur liquidative plus important.

- un risque de conflit d'intérêts potentiels : le compartiment est exposé au risque de conflit d'intérêts en particulier lors de la conclusion d'opérations de cession ou d'acquisition temporaires de titres avec des contreparties liées au groupe auquel appartient le gestionnaire financier par délégation. - un risque de contrepartie : ce risque est lié à la conclusion de contrats sur instruments financiers à terme (cf. rubrique « Instruments dérivés » ci-dessus) ou d'opérations de cession/acquisition temporaires de titres (cf. rubrique « Opérations d'acquisition et de cession temporaire de titres » ci-dessus) dans le cas où une contrepartie avec laquelle un contrat a été conclu ne tiendrait pas ses engagements (par exemple : paiement, remboursement) ; ce qui peut entraîner une baisse de la valeur liquidative du compartiment.

- un risque lié à l'utilisation d'instruments dérivés : L'utilisation des instruments dérivés en exposition permet d'augmenter l'exposition du portefeuille dans la limite de 100 % de l'actif net, sans qu'il soit nécessaire de financer l'achat d'un nouveau titre. L'utilisation des instruments dérivés en couverture permet de réduire l'exposition du portefeuille en réduisant les coûts de transaction sans se soucier des problèmes de liquidité des titres.

AVIVA PERSPECTIVE 2036-2040

- des risques liés aux opérations de financement sur titres et à la gestion des garanties : l'actionnaire peut être exposé à un risque juridique (en lien avec la documentation juridique, l'application des contrats et les limites de ceux-ci) et au risque lié à la réutilisation des espèces reçues en garantie, la valeur liquidative de la SICAV pouvant évoluer en fonction de la fluctuation de la valeur des titres acquis par investissement des espèces reçues en garantie. En cas de circonstances exceptionnelles de marché, l'actionnaire pourra également être exposé à un risque de liquidité, entraînant par exemple des difficultés de négociation de certains titres.

- un risque de durabilité : Les risques de durabilité non gérés ou non atténués peuvent avoir un impact sur les rendements des produits financiers. Par exemple, si un événement ou une situation dans le domaine environnemental, social ou de la gouvernance se produit, cela pourrait avoir un impact négatif réel ou potentiel sur la valeur d'un investissement. La survenance d'un tel événement ou d'une telle situation peut également conduire à une modification de la stratégie d'investissement de la SICAV, y compris l'exclusion des titres de certains émetteurs. Plus précisément, les effets négatifs des risques de durabilité peuvent affecter les émetteurs via une série de mécanismes, notamment : 1) une baisse des revenus; 2) des coûts plus élevés; 3) des dommages ou une dépréciation de la valeur des actifs; 4) coût du capital plus élevé ; et 5) amendes ou risques réglementaires. En raison de la nature des risques de durabilité et de sujets spécifiques tels que le changement climatique, la probabilité que les risques de durabilité aient un impact sur les rendements des produits financiers est susceptible d'augmenter à plus long terme.

- un risque lié à la prise en compte de critères extra-financiers : Une approche extra-financière peut être mise en place de différente manière par les gestionnaires financiers, notamment en raison de l'absence de labels communs ou harmonisés au niveau européen. Il peut ainsi être difficile de comparer des stratégies intégrant des critères extra-financiers. En effet, la sélection et les pondérations appliquées à certains investissements peuvent être basées sur des indicateurs qui partagent le même nom mais ont des significations différentes. Lors de l'évaluation d'un titre sur la base de critères extra-financiers, un gestionnaire financier peut utiliser des sources de données fournies par des prestataires externes. Compte tenu de la nature évolutive des critères extra-financiers, ces sources de données peuvent actuellement être incomplètes, inexactes ou indisponibles. L'application de normes de conduite responsable des affaires ainsi que de critères extra-financiers dans les processus d'investissement peut conduire à l'exclusion des titres de certains émetteurs. Par conséquent, la performance financière de la SICAV peut parfois être meilleure ou moins bonne que celle de fonds similaires qui n'appliquent pas ces critères.

DUREE MINIMUM DE PLACEMENT RECOMMANDEE

Jusqu'en 2036

RAPPORT DE GESTION

COMMISSAIRE AUX COMPTES

PriceWaterHouseCoopers Audit

POLITIQUE D'INVESTISSEMENT

Octobre 2021

Appréciation de l'environnement Global

Après une dernière semaine de septembre très difficile pour les actions mondiales, octobre avait débuté par un sursaut suivi d'une nouvelle phase d'hésitations puis d'une franche remontée au cours de la seconde quinzaine. Les inquiétudes inflationnistes liées à la remontée des prix de l'énergie ont cédé la place aux bons résultats publiés par les entreprises. Les bénéfices et les ventes ont dépassé les attentes, avec toutefois d'importantes différences sectorielles selon les capacités des entreprises à augmenter leurs prix. Les surprises sont, dans les deux cas, supérieures à leur moyenne historique et les entreprises semblent être parvenues dans l'ensemble à mieux préserver leurs marges que ce qui était anticipé par les analystes financiers. Par ailleurs, les perspectives dressées par les chefs d'entreprises sont plutôt encourageantes. Ces éléments microéconomiques très favorables ont permis aux actions de reprendre leur hausse malgré les tensions sur les taux longs qui ont amené les investisseurs à s'interroger sur la valorisation des grands indices et provoqué les hésitations constatées au cours de la première quinzaine.

De surcroît, la hausse des cours des matières premières, et singulièrement des coûts de l'énergie, fait peser un risque sur le pouvoir d'achat des ménages, notamment en Europe où l'envolée des prix du gaz naturel inquiète. Alors que les estimations de l'Agence internationale de l'énergie font ressortir une progression plus marquée de la demande de pétrole, l'Organisation des pays exportateurs de pétrole et ses partenaires (OPEP+) n'a, jusqu'à présent, pas jugé utile d'augmenter les quotas de production. Néanmoins, malgré une nouvelle dégradation de la situation sanitaire, qui s'observe surtout dans les pays où la population est peu vaccinée mais qui a conduit plusieurs pays à proposer un rappel vaccinal aux plus fragiles, la persistance des goulets d'étranglement, et ces pressions inflationnistes, l'environnement économique reste porteur. L'activité manufacturière est encore limitée par la pénurie de certains biens et matériaux mais la demande intérieure résiste, alimentée par un rattrapage de la consommation de services. Au cours des dernières semaines, le ton adopté par les banques centrales des économies développées a été jugé, dans le meilleur des cas un peu moins accommodant, voire plus agressif, et plusieurs d'entre elles ont effectivement durci leur politique monétaire en remontant leurs taux directeurs ou laissent entendre qu'elles sont sur le point de le faire. Les investisseurs en actions semblent peu à peu s'habituer à cette idée mais les commentaires de la Réserve fédérale américaine en la matière seront décisifs alors que les anticipations pour une première remontée en 2022 se sont renforcées. Les obligations ont contre performé à la lumière de la tension observée sur les taux d'intérêts.

Gestion

Le fonds affiche une performance positive, en avance sur son indicateur de référence sur le mois. Le portefeuille bénéficie de la progression des actions. L'allocation d'actifs explique la bonne tenue relative du fonds face à son indice ; notamment notre préférence envers les actifs risqués, et notre défiance à l'encontre des obligations de grande qualité. La sélection de supports d'investissements contribue également favorablement, principalement suite la surperformance du fonds investi en petites et moyennes entreprises européennes ; mais également des produits thématiques comme celui concernant la transition énergétique.

Concernant les mouvements opérés sur le mois, nous avons réduit la part des actions émergentes contre petites capitalisations nord-américaines ; et quelque peu atténué la sous-pondération obligatoire. Les actions des zones émergentes ont continué à souffrir en termes relatifs face à leurs homologues des pays développés pour plusieurs raisons. La première concerne les difficultés conjoncturelles liées aux retards des campagnes de vaccinations, au regard du variant « delta » du SARS-COV2 notamment, qui ralentit la dynamique conjoncturelle. La seconde tient à l'évolution politique en Chine, et la reprise en main par le pouvoir central de certains pans de l'économie ainsi que la mise au pas de grandes entreprises. Ceci continue de peser sur ce qui sont désormais les principaux poids dans les indices d'actions émergentes, à savoir la Chine en pays et les technologies de l'information en secteur. Par ailleurs la politique monétaire aux Etats-Unis semble avoir atteint un point d'inflexion, et la Banque Centrale prépare un durcissement, au moins via réduction des achats de titres (« tapering »), qui pourrait amener à avancer les prévisions de hausses de taux courts. Les autres grandes Banques Centrales semblent montrer moins d'empressement à s'engager dans cette direction ; et cela est de nature à soutenir le Dollar US.

Plus classiquement les économies émergentes, de par leurs natures plus exportatrices et leurs devises arrimées au Dollar US (« peg ») pourraient souffrir d'une appréciation du billet vert. L'ensemble de ces éléments nous incite à diminuer la position en faveur des actions des zones émergentes.

Toutefois nous n'avons pas souhaité réduire le risque engagé sur les marchés d'actions à ce stade. En effet même si le sujet de la « stagflation » a refait surface parmi la communauté des investisseurs, c'est-à-dire l'hypothèse d'un ralentissement de la dynamique économique couplé à une accélération de l'inflation qui serait très dommageable pour les résultats des entreprises ; l'activité reste vigoureuse et les Banques Centrales martèlent le message d'une hausse des prix transitoire liée au redémarrage post-pandémique et aux goulets d'étranglements consécutifs à la désorganisation des chaînes de production. Dans ce contexte il nous apparaît pertinent de maintenir l'allocation aux actions relativement constante. Le candidat qui nous semble le plus adéquat à court terme sont les actions de sociétés de petites capitalisations aux Etats-Unis. Celles-ci ont accumulé un certain retard face aux grandes compagnies nord-américaines en 2020, et offrent, dans le cadre actuel, une composante cyclique plus marquée que celles-ci ainsi qu'une moindre sensibilité à la hausse des taux longs. En effet les grandes sociétés aux Etats-Unis sont pour beaucoup des entreprises dites de croissance (« growth » : technologies de l'information, services de communication) qui sont moins concernés par les variations de la conjoncture et qui bénéficient d'un environnement de taux bas. Le mouvement de hausse des rendements obligataires aux Etats-Unis pourrait perturber cet avantage. L'ajustement sur les obligations souveraines émises en Euro pourrait paraître contradictoire face au scénario brossé ci-dessus, mais la récente tension sur les taux a été plus nette en Zone Euro qu'aux Etats-Unis ; et comme indiqué précédemment la Banque Centrale Européenne, à l'inverse de la Réserve Fédérale US, ne semble pas prête à durcir sa politique monétaire à court terme. Ainsi préférons-nous maintenir une sous-sensibilité aux Etats-Unis et couper notre stratégie en défaveur des emprunts souverains émis en Euro afin de réaliser partie de la plus-value accumulée suite au mouvement observé sur les marchés. Enfin nous n'avons pas opéré de modifications marquées au sein de la sélection de véhicules d'investissement sur la période.

Perspectives

Le risque inflationniste s'est imposé comme le principal thème pour les marchés financiers alors que l'envolée des coûts de l'énergie est venue s'ajouter à l'insuffisance de l'offre due à la persistance des goulets d'étranglement sur de nombreux biens manufacturés. Il apparaît désormais que les pressions inflationnistes mettront plus de temps que prévu à se résorber. Dans le même temps, la consommation de services s'est améliorée, témoignant de la solidité de la demande que reflètent également les bons résultats des entreprises. A l'approche de l'hiver dans l'hémisphère nord, la situation sanitaire continue à inquiéter mais le temps des contraintes sanitaires susceptibles de peser significativement sur la demande semble à présent derrière nous, au moins pour les économies développées. Sur ce sujet, et sur d'autres, l'attention des investisseurs devrait se focaliser sur la Chine où la conjoncture dans les prochains mois pourrait rester délicate après le ralentissement de la croissance du PIB au 3e trimestre. Les difficultés de l'économie chinoise vont en effet de pair avec les problèmes d'approvisionnement des chaînes de production mondiale. Ces inquiétudes sur la Chine sont à ranger au nombre des risques baissiers qui pourraient, à court terme, dominer l'analyse des investisseurs. Les interrogations sur la politique monétaire de la Fed et le comportement des taux longs vont continuer à alimenter une certaine fébrilité alors que s'achève une année qui a vu les grands indices boursiers établir de nouveaux records. Des prises de bénéfices ou des ajustements de positions pourraient intervenir dans les prochaines semaines sans remettre en cause les tendances. A moyen terme, notre scénario central reste favorable sur de nombreux points : reprise économique, croissance des perspectives bénéficiaires des entreprises, politiques monétaires malgré tout encore accommodantes. Par ailleurs, les politiques budgétaires vont continuer à soutenir l'activité l'an prochain, avec, de surcroît, une approche plus structurelle, favorable à la croissance potentielle.

Novembre 2021

Appréciation de l'environnement Global

Novembre avait bien commencé, les actions restant soutenues par les bons résultats affichés par les entreprises. Par la suite, les variations sont devenues plus hésitantes face à la cinquième vague de l'épidémie, particulièrement virulente en Europe. Enfin, l'émergence d'un nouveau variant est à l'origine du violent et généralisé recul des actions le 26 et le 30, qui a sensiblement modifié le bilan mensuel sur les actions comme sur les obligations. Omicron, identifié en Afrique du Sud, est potentiellement plus transmissible que le variant Delta et présente certaines caractéristiques qui pourrait le rendre résistant aux vaccins. Les laboratoires ont rapidement annoncé que les résultats des recherches visant à tester cette hypothèse seraient connus dans les quinze jours et répété que les vaccins existants peuvent être ajustés en moins de six semaines et disponibles en cent jours. Ce nouveau variant est particulièrement contagieux du fait de très nombreuses mutations, pour certaines inédites, mais ne semble pas avoir été à l'origine de décès jusqu'à présent. Alors que des cas ont été identifiés bien au-delà de l'Afrique australe, les pouvoirs publics ont suspendu les liaisons aériennes avec la région, voire, dans certains cas (Japon, Israël), fermé leurs frontières aux non-résidents. Ces comportements, et les décisions de confiner ou de durcir les restrictions sanitaires, qui avaient déjà été prises par plusieurs pays en Europe face à la cinquième vague, avant même l'émergence d'Omicron, font bien évidemment ressurgir les craintes d'un tassement brutal de l'activité mondiale. La sous-performance a été plus marquée pour les zones émergentes exposées à la baisse des prix du pétrole. Le bras de fer engagé entre les Etats-Unis et les pays producteurs de pétrole a entraîné un recul des cours qui a été accentué en fin de mois par les inquiétudes sur la croissance mondiale. Les secteurs les plus susceptibles d'être affectés par d'éventuels nouveaux confinements à grande échelle, ou par les restrictions de déplacement déjà décidées, ont été sanctionnés, alors que les principaux indices nord-américains ont bénéficié de leur caractère plus défensif.

AVIVA PERSPECTIVE 2036-2040

Il convient toutefois de signaler que les investisseurs ne se sont pas positionnés pour une réplique du grand confinement du printemps 2020 puisque les secteurs qui avaient alors largement bénéficié de la situation n'ont pas particulièrement surperformé cette fois-ci. En toute fin de mois, le ton beaucoup moins accommodant des commentaires de Jerome Powell a renforcé les anticipations de durcissement de la politique monétaire américaine et pesé sur certains pans de la cote.

Au sein des marchés développés, les actions américaines ont surperformé ; les actions européennes ont été pénalisées par les mesures sanitaires restrictives annoncées courant novembre pour lutter contre l'envolée des contaminations dues au variant Delta. Au niveau mondial, les plus fortes sous-performances ont été enregistrées par l'énergie et les valeurs financières qui ont pâti de l'aplatissement des courbes de taux. Au sein des valeurs technologiques, les semi-conducteurs et le matériel informatique ont fortement progressé mais la partie software du secteur a reculé. Les obligations de maturités éloignées ont bénéficié de la baisse des taux longs, tandis que les sujets de durcissements de politiques monétaires ont ancré les échéances plus proches. Il en a résulté un aplatissement de la courbe des taux.

Gestion

La performance du portefeuille s'affiche en retrait en novembre. Les fortes turbulences observées en fin de période ont négativement impacté le fonds malgré une bonne progression durant une grande partie du mois. Celui-ci termine donc en territoire négatif et sous-performe son indice de référence qui régresse également. Notre préférence envers les actifs risqués, aussi bien actions que produits de taux, au détriment des obligations souveraines explique ce retard. Nous avons conservé une surpondération en faveur des premiers ; en effet l'environnement économique reste porteur, et nous ne considérons pas le nouveau variant Omicron du virus SARS-COV2 comme étant de nature à faire considérablement dérailler cette tendance favorable. De fait la couverture vaccinale est en nette progression ; et même si les vaccins existants peuvent potentiellement perdre de leur efficacité, ils partent d'un niveau de protection très élevé contre les souches précédentes. La technologie sous-jacente (ARNm) a également démontré sa rapide capacité d'adaptation. Les mouvements notables dans le portefeuille ont concerné d'abord une réduction des actions nord-américaines en faveur d'un accroissement des valeurs des zones émergentes. Il s'agit d'une décision tactique prise à la suite du net écart de valorisation qui s'est creusé récemment entre les 2 sous-classes d'actifs. Puis par la suite en l'absence de convictions marquées sur les petites capitalisations européennes, nous avons coupé la position et sommes revenus sur une surpondération des grandes compagnies du Vieux Continent. L'économie européenne est moins avancée dans le cycle que celle des Etats-Unis et les actions y disposent de niveaux de valorisations moins élevés au regard d'attentes de résultats d'entreprises similaires. De plus la BCE maintient une position très accommodante de nature à soutenir aussi bien l'activité économique que les actifs risqués. Nous continuons par ailleurs à sous-ponderer les obligations souveraines de grande qualité, au premier rang desquels les emprunts émis par les Etats-Unis (au travers de contrats dérivés listés). La sélection n'a pas changé et ne contribue pas notablement à la performance relative. Au sein des actions les produits plus défensifs ou de qualité (Allianz, AB) surperforment et compensent les fonds orientés vers les sociétés cycliques et décotées (Amundi, Harris).

Perspectives

Les derniers développements, sur le front de l'épidémie comme de la politique monétaire ne facilitent décidément pas la vie des investisseurs et la phase actuelle de volatilité devrait se prolonger au moins jusqu'à la fin de l'année alors que les volumes de transactions devraient rapidement se réduire. Du côté de la pandémie, les incertitudes sont nombreuses. Le variant Omicron suscite bien sûr des inquiétudes sur la situation sanitaire mais peut aussi remettre en question l'hypothèse de disparition graduelle des goulets d'étranglement si des restrictions strictes devaient être mises en place. A contrario, en limitant la consommation de services, de telles mesures pourraient entraîner un tassement de l'inflation. Enfin, l'hypothèse d'une issue favorable où le variant Omicron constituerait la première évolution du virus provoquant des formes moins graves de la maladie pourrait être examinée par les investisseurs. Du côté de la politique monétaire, les banques centrales ne semblent pas considérer pour le moment que le nouveau variant est de nature à modifier en profondeur leur analyse de la situation conjoncturelle. De fait, depuis plusieurs mois, les conséquences sur l'activité économiques des phases de confinement plus ou moins sévère se sont révélées limitées et ponctuelles. La Fed a indéniablement durci son discours et les dernières déclarations de Jerome Powell ouvrent la porte à une réduction plus rapide des achats de titres qui permettait une remontée des taux directeurs, peut-être dès le printemps prochain. La BCE devrait conserver son approche accommodante dans la mesure où les pressions inflationnistes sont moindres et devraient commencer à refluer dès le début de 2022. Même si des risques existent et expliquent la nervosité constatée sur les marchés (actions et obligations), une remise en question du scénario favorable de moyen terme ne semble pas justifiée par les récentes évolutions. La demande intérieure est solide, soutenue par l'amélioration continue de l'emploi, et semble en mesure de résister à un retrait progressif des programmes de soutien monétaire.

Décembre 2021

Appréciation de l'environnement Global

En décembre, les actions ont résisté à deux éléments qui auraient pu, dans d'autres circonstances, être à l'origine de replis marqués des grands indices boursiers : la recrudescence de l'épidémie d'une part et le tournant moins accommodant pris par la politique monétaire américaine d'autre part. Face à la détérioration de la situation sanitaire, les investisseurs se sont d'abord inquiétés des risques que fait peser sur la croissance mondiale la multiplication des mesures restrictives (confinement, quarantaine, limitations des voyages internationaux).

AVIVA PERSPECTIVE 2036-2040

La forte contagiosité du variant Omicron a été confirmée et le nombre de nouvelles contaminations dans le monde dépasse désormais les seuils atteints lors des vagues précédentes, conduisant plusieurs responsables politiques à évoquer un raz-de-marée.

Toutefois, les formes sévères de la maladie sont plus rarement observées et le nombre de décès est limité. Même si ces données sont encore partielles et si de nombreuses inconnues demeurent, les investisseurs ont privilégié les nouvelles les plus encourageantes et se sont convaincus que la trajectoire de l'économie mondiale n'allait pas être bouleversée par cette vague. En Chine, les conclusions du Central Economic Work Conference faisant de la « stabilité » de la croissance une priorité pour 2022 laissent envisager une politique économique plus volontariste pour soutenir l'investissement et la confiance.

Cette attitude et l'assouplissement de la politique monétaire de la banque centrale à la mi-décembre ont rassuré les investisseurs au moment où le pays a dû imposer un confinement strict dans des villes touchées par la résurgence de l'épidémie et où la consommation reste hésitante. Les actions chinoises ont constitué un important facteur de sous-performance des indices émergents en 2021. La communication et les décisions des banques centrales ont également influencé les évolutions des marchés financiers au cours des dernières semaines. Si les marchés obligataires se sont dégradés en raison de la perspective d'une réduction des achats de titres et d'une remontée des taux directeurs, les actions sont parvenues à progresser. Les marchés émergents, plus exposés à la remontée des taux nord-américains, ont toutefois sous-performé. Les obligations souveraines régressent également à la lumière des tensions observées sur les taux d'intérêts.

Gestion

La performance du fonds est nettement positive au cours de décembre, en avance sur l'indice de référence. En effet les obligations ont été pénalisées par la remontée des taux d'intérêt, et cela est plus que compensé par la progression des actions. Ainsi notre politique d'allocation d'actifs, défiance à l'encontre des émissions souveraines et préférence envers les dettes et actions des entreprises privées, explique la surperformance face à la référence. Nous avons conservé une surpondération des actifs risqués, notamment via une diversification internationale pour les actions. Nous avons toutefois ajusté le risque du portefeuille à la baisse en cours de mois, tout en y restant toujours favorable à l'issue du mouvement, après la période tumultueuse qui a suivi l'annonce de la découverte d'un nouveau variant inquiétant du virus SARS-COV2 ; mais également du fait de la pression qui s'accroît sur la Réserve Fédérale (et les autres grandes banques centrales) pour durcir les conditions de financement face à la persistance d'une inflation précédemment annoncée comme étant transitoire. Le candidat qui nous a semblé le plus pertinent pour ce faire sont les actions nord-américaines, dans la mesure où elles apparaissent chèrement valorisées ; et ce d'autant plus à la lumière des tensions à la hausse sur les taux d'intérêt réels qui pourraient affecter négativement les valorisations des entreprises (leurs revenus futurs pourraient être actualisés avec des taux - des dénominateurs - plus élevés, donc offrir une valeur actuelle moins attractive qu'auparavant). Nous avons réduit ainsi à part égales en termes de risques les grandes capitalisations et les petites sociétés sur lesquelles nous étions déjà investis. Le positionnement net sur les actions nord-américaines reste positif, et plus globalement nous maintenons une préférence à l'encontre des actifs risqués, qui sont, à la suite de ce mouvement, plus équilibrés en termes de diversifications régionales ou de tailles d'entreprises. Les valeurs européennes conservent toujours une certaine préférence du fait d'un net potentiel d'accroissement des résultats couplé à des valorisations attractives, notamment pour certains secteurs. Les sociétés japonaises offrent des caractéristiques similaires, avec de plus un faible levier financier (relativement au reste du monde), qui les rend moins sensibles à une hausse des taux d'intérêt. Enfin les valeurs émergentes, sur lesquels notre conviction est davantage tactique, pourraient bénéficier d'une position plus accommodante de la Chine après les difficultés rencontrées cette année. L'équipe conserve par ailleurs toujours une position négative à l'encontre des obligations souveraines de grande qualité, notamment celles émises en dollar US.

La sélection de véhicules d'investissement n'a pas été considérablement modifiée sur la période et contribue négativement à la performance relative. Au sein des actions le fond positionné sur les valeurs décotées (dite 'value' : banque, énergie...) Amundi et Harris surperforment dans le contexte de rebond des taux d'intérêt qui améliore notamment le profil de rendement des activités bancaires ; mais cela est compensé par la sous-performance des produits investis en sociétés de croissance (technologie de l'information, services de communication ...) Allianz et AB pour la même raison qu'évoquée au-dessus, à savoir que les tensions sur les taux réduisent la valeur actuelle des revenus futurs. C'est à nouveau l'un des éléments qui explique la contribution négative des fonds thématiques, et particulièrement BNP Paribas Energy Transition, qui est en net retrait sur le mois.

Perspectives

La nouvelle vague de la pandémie est à l'origine du regain de nervosité sur les actions et surtout sur les obligations où, malgré un léger reflux en fin de période, la volatilité implicite sur les titres du Trésor américain (mesurée par l'indice MOVE) a terminé l'année proche de ses plus hauts niveaux depuis le printemps 2020. Le changement de ton des banques centrales, et singulièrement de la Fed, explique les changements observés sur les courbes de taux qui s'ajustent aux perspectives de réduction des achats de titres (tapering) et de remontée des taux directeurs. Même si la perception de risques accrus a dominé les échanges au cours de la première quinzaine de décembre, les investisseurs n'ont pas remis en question le scénario favorable de moyen terme comme le montre le rebond ultérieur des actions. La demande intérieure, soutenue par l'amélioration de l'emploi et des revenus des ménages, est solide et devrait permettre à la croissance de dépasser encore nettement la tendance de long terme en 2022 et aux entreprises d'enregistrer de bons résultats. L'hypothèse qui devient de plus en plus consensuelle est que les conséquences du variant Omicron seront limitées et de court terme.

Les banques centrales n'ont d'ailleurs pas mis le risque sanitaire au cœur de leurs récentes décisions, estimant qu'il pourra retarder ou décaler la reprise -en prolongeant les contraintes sur l'offre et en réduisant la demande de services- mais pas la remettre en cause. Les politiques monétaires exceptionnelles d'assouplissement quantitatif devraient s'interrompre en 2022 mais les banques centrales envisagent manifestement d'avancer avec prudence sur la voie de la normalisation de leurs taux directeurs et de la taille de leurs bilans. Bien sûr, une inflation durablement élevée est le principal risque qui pèse sur ce scénario. Un éventuel désancrage des anticipations inflationnistes se traduirait en effet par des tensions sur les taux longs et par des attentes de resserrement monétaire plus rapide, créant un environnement beaucoup moins favorable pour les actions dont les valorisations sont déjà élevées. Ce thème sera surveillé de près, par les investisseurs comme par les banquiers centraux, et la réactivité en matière d'allocation d'actifs s'imposera.

Janvier 2022

Appréciation de l'environnement Global

Les actions mondiales ont nettement régressé en janvier. Les valeurs émergentes dans leur ensemble ont moins baissé, certaines places d'Amérique latine et d'Europe émergente profitant de la hausse des cours des matières premières. Après un gain de près de 60 % en 2021, le baril de WTI a de nouveau progressé en janvier pour terminer au plus haut depuis début octobre 2014. La hausse a été accentuée par les tensions géopolitiques qui suscitent des craintes sur l'approvisionnement en raison de l'implication de la Russie dans cette crise. Cet élément a alimenté la nervosité des investisseurs en actions mais le thème dominant a été le tournant beaucoup moins accommodant pris par la politique monétaire de la Réserve fédérale américaine. Après un début d'année en fanfare, la tendance sur les actions s'est brutalement inversée le 5 janvier lorsque la publication des Minutes de la Fed a laissé imaginer un durcissement plus rapide. Si l'idée d'une remontée des taux directeurs de la Fed commençait à être bien anticipée, les commentaires sur un éventuel « resserrement quantitatif » ont surpris, ces informations impliquant une phase de transition pour les marchés financiers après des années où les banques centrales ont assuré une liquidité abondante. Ce changement à venir, même s'il est rendu possible par des perspectives économiques favorables, explique le regain de nervosité des investisseurs et les variations très violentes des actions, en particulier en fin de mois après la réunion de politique monétaire de la Fed. La volatilité implicite a alors retrouvé ses plus hauts niveaux depuis fin novembre/début décembre. Il apparaît de plus en plus clairement que, ni des données économiques, qui pourraient se révéler en demi-teinte dans les prochaines semaines, ni le risque sanitaire, qui par ailleurs semble refluer, ne détourneront la Fed de sa feuille de route. L'ajustement des anticipations en matière de politique monétaire s'est traduit par des tensions sur les rendements obligataires qui ont affecté les actions, en particulier les valeurs de croissance, plus vulnérables face à la remontée des taux longs. Leur sous-performance par rapport au style dit « Value » (valeurs sous-cotées) est considérable depuis le début de l'année. La saison des résultats des entreprises se poursuit et, même si quelques grands noms ont déçu et si les surprises positives sont moins nombreuses que lors des derniers trimestres, (mais proches de leur moyenne historique), les croissances bénéficiaires sont favorables. La prudence des chefs d'entreprise au moment de donner des indications sur les résultats à venir a pu inquiéter certains observateurs. La moindre visibilité sur les marges peut expliquer cette attitude qui ne reflète pas forcément des perspectives dégradées pour les prochains trimestres. Aux Etats-Unis, l'indice S&P 500 a enregistré sa plus forte baisse mensuelle depuis mars 2020. Les valeurs technologiques ont particulièrement souffert de la remontée des taux réels et des interrogations sur leur niveau de valorisation : l'indice du Nasdaq composite a nettement perdu. Le recul des actions de la zone euro a été plus limité grâce à la composition des grands indices et à des indicateurs économiques plutôt favorables : poursuite de la baisse du taux de chômage, rebond de la production industrielle. Au niveau mondial, les plus fortes surperformances ont été enregistrées par les valeurs énergétiques, soutenues par la hausse des cours du pétrole, et les banques qui ont profité de la remontée des taux longs. Dans la zone euro, la pentification de la courbe des taux a permis aux banques européennes de surperformer leurs homologues américaines. Le secteur de la technologie a nettement sous-performé. Ce contexte de tension sur les taux d'intérêts n'a pas été propice aux obligations de toute nature, y compris celles de grandes qualités, qui reculent sur la période.

Gestion

La performance du portefeuille est négative sur le mois, suite à la baisse générale enregistrée sur tous les actifs, et en retrait face à celle de son indice de référence. Notre préférence à l'encontre des actifs risqués a défavorablement contribué, mais notre sous-pondération obligataire, notamment sur les emprunts émis par les Etats-Unis, a nettement compensé. La sélection de fonds s'inscrit également en territoire négatif et explique une partie importante de la sous-performance, en raison de la baisse marquée des investissements thématiques et des fonds généralistes orientés vers les valeurs de croissance, mais également des produits positionnés sur les PME-ETI. Dans le cadre de la désensibilisation annuelle, le portefeuille a réduit la part des actifs risqués et augmenté celle des produits de taux de faible risque. Si le poids des actions reste inférieur à ce qui prévalait en décembre, nous avons toutefois conservé face à la nouvelle référence une surpondération des titres nord-américains, japonais et européens.

Les actions européennes et nord-américaines ont nettement progressé au cours de l'année précédente, laissant derrière elles les valeurs des zones émergentes mais également japonaises. Ces dernières affichent ainsi des niveaux de valorisations très attractifs face à leurs homologues des pays développés. C'est déjà un premier élément important dans l'établissement d'une conviction en leur faveur. Néanmoins cet argument ne suffit pas à lui seul, dans la mesure où les rattrapages de valorisations ne sont pas automatiques, et certains pans de la cote peuvent rester peu chers pendant des périodes de temps prolongées. Toutefois d'autres éléments favorables pointent vers les actions japonaises. Les entreprises y offrent un profil cyclique plus marqué qu'aux Etats-Unis par exemple, ce qui, étant donné l'environnement économique actuellement porteur, devrait leur bénéficier.

Aussi les sociétés japonaises sont peu endettées comparées aux autres compagnies de régions à revenus élevés, un avantage non négligeable dans un contexte de durcissement des conditions de financement (hausse des taux d'intérêts). Ceci pourrait également accroître les rachats d'actions de leur part, de nature à soutenir les valeurs. Plus tard dans le mois les mouvements de marchés nous ont incité à prendre avantage de la baisse des actions nord-américaines pour en augmenter, légèrement, le poids. Cela cache toutefois une réduction de la conviction en faveur des petites capitalisations. En effet notre scénario d'investissement à leur rencontre et contre les grandes capitalisations, dont particulièrement une présumée moindre sensibilité à la remontée des taux d'intérêts (réels), ne s'est pas réalisé malgré des conditions favorables. Nous préférons donc en réduire le poids dans les portefeuilles en attendant d'approfondir l'analyse de leurs déterminants dans la phase actuelle. Ce sont donc les grandes capitalisations qui ressortent renforcées de ce mouvement. Les stratégies évoquées au-dessus sont exprimées au travers de contrat dérivés listés (TOPIX, Russel 2000 et S&P500).

La sélection de fonds souffre très particulièrement du fonds de Allianz, qui est investi en valeurs de croissance européennes. Celles-ci, notamment au sein du secteur de la technologie, ont été très durement impactées par le brusque ajustement des anticipations de hausses de taux d'intérêt. En effet l'actualisation des revenus futurs en croissance (donc attendus plus importants qu'aujourd'hui), lorsqu'elle se calcule avec des taux d'intérêts plus élevés, fait ressortir une valeur actuelle plus basse. Cela contribue négativement à la valorisation des entreprises concernés. Ce raisonnement peut s'étendre aux produits thématiques portant sur la transition énergétique ou l'intelligence artificielle, qui sont très souvent investis en valeurs de croissance. Les PME-ETI contribuent négativement pour des raisons similaires, dans la mesure où elles concentrent beaucoup de sociétés en croissance. Nos fonds positionnés sur les valeurs sous-cotés (banques, énergie...) ont quant à eux bénéficié des conditions de marchés observées en janvier, néanmoins leur contribution positive est insuffisante pour compenser le premier effet mentionné malgré un poids global plus important dans le portefeuille.

Perspectives

L'envolée du nombre de contaminations a pesé sur le secteur des services fin 2021 et conduit à une révision à la baisse des prévisions de croissance au 1er trimestre 2022. Toutefois, les perspectives d'une croissance solide de l'économie mondiale en 2022, largement au-dessus de sa moyenne de long terme, ne sont pas remises en cause. Grâce aux succès des campagnes de vaccination dans les zones développées, plusieurs gouvernements ont levé les restrictions sanitaires ou envisagent de le faire pour « vivre avec le virus ». En outre, l'hypothèse que la vague Omicron marque la première étape d'une évolution vers une maladie endémique, commence à être évoquée. Une telle éventualité constituerait un risque haussier sur la croissance. Sans évoquer cette possibilité, la Fed, qui vient de donner un tour beaucoup moins accommodant à sa politique monétaire, explique que l'économie américaine est suffisamment solide pour le supporter. D'un point de vue macroéconomique, le sujet d'inquiétude n'est donc pas la croissance mais l'inflation, pour les investisseurs comme pour les banquiers centraux, avec des conséquences sur les obligations comme sur les actions. Si les dernières annonces des autorités chinoises en matière de politique économique sont encourageantes, la stratégie de la Chine face au Covid sera observée avec attention. Le zéro-Covid peut en effet limiter l'activité, et donc déclencher des mesures supplémentaires de soutien, mais aussi entretenir les pressions inflationnistes en retardant la normalisation des goulets d'étranglement. Face à ces incertitudes, les mouvements observés sur les marchés fin janvier ont été exceptionnels, à la baisse comme à la hausse, les investisseurs en actions s'inquiétant de voir les taux réels remonter alors que les valorisations sont tendues pour de nombreux indices et secteurs. La sous-performance du style croissance depuis le début de l'année reflète ces préoccupations. Après la capitulation, les indicateurs de positionnement ne se sont pas d'ailleurs pas immédiatement normalisés, les investisseurs restant prudents. Les facteurs techniques plus traditionnels laissent envisager une poursuite du rebond en février, ce qui incite à continuer à reconstruire des positions tout en faisant preuve d'une grande sélectivité. Le risque géopolitique va bien évidemment rester sous surveillance.

Février 2022

Appréciation de l'environnement Global

Deux éléments de nature très différentes expliquent les variations en février des marchés financiers qui ont abouti à un recul des actions mondiales. D'une part la volonté des grandes banques centrales de sortir de leurs politiques monétaires ultra accommodantes a été réaffirmée après les commentaires début février de la Banque centrale européenne (BCE) qui a semblé davantage préoccupée qu'avant par les pressions inflationnistes. La Réserve fédérale américaine (Fed) a par ailleurs encore durci son discours par rapport à la réunion de fin janvier. Les investisseurs en actions se sont alors inquiétés des perspectives de remontée des taux plus rapide qu'anticipé et de la fin prochaine des politiques d'assouplissement quantitatif. D'autre part, le risque géopolitique a occupé les esprits tout au long du mois avant de se matérialiser jeudi 24 avec l'offensive armée en Ukraine suivie des annonces de sanctions internationales contre la Russie. A la hausse des taux nominaux et réels a succédé un mouvement de fuite vers la sécurité, habituel en phase de tensions internationales. Malgré ce dernier mouvement les obligations de grande qualité en Euro affichent des performances négatives sur la période. Les cours des matières premières (pétrole, gaz naturel, produits agricoles) se sont orientées à la hausse. Les différences de performances entre les indices actions reflètent soit l'implication directe du pays dans le conflit, soit la proximité géographique. A la bourse de Moscou, qui est restée fermée lundi 28, l'indice MOEX a perdu 30 % tandis que le rouble reculait de 26,3 % par rapport à fin janvier après l'annonce de l'exclusion d'un certain nombre de banques du système de messenger sur les transactions financières Swift et du blocage de fait des réserves de change de la Banque centrale de Russie détenues à l'étranger.

La pondération du marché russe dans les indices internationaux est relativement modeste. Les marchés d'Amérique latine ont profité de la hausse du cours des matières premières alors que les places asiatiques, importateurs nets de pétrole, affichent un léger recul. Au total, l'indice MSCI Emerging, qui avait résisté pendant une bonne partie du mois, a régressé. Face à ce conflit qui se déroule sur le sol européen, les indices de la zone euro ont sous-performé les autres grands marchés développés. Le recul des actions américaines a été plus limité tout comme celui des actions japonaises. Les résultats au titre du 4^e trimestre 2021 ont été plutôt favorables mais les perspectives dépendront beaucoup de la capacité des entreprises à faire passer les hausses de coûts au consommateur. Dans ce contexte, les analystes financiers ont eu tendance à revoir leurs attentes à la baisse. Les indicateurs économiques publiés au cours des dernières semaines ont été plutôt encourageants : les enquêtes ont montré une accélération de l'activité en février en lien avec l'amélioration de la situation sanitaire et la levée progressive des restrictions dans les grandes économies occidentales tandis que les données objectives ont confirmé la solidité de l'emploi et de la demande intérieure. Au niveau mondial, seuls les secteurs de l'énergie et des matériaux de base sont parvenus à progresser et les secteurs défensifs (Télécoms, Consommation non cyclique et Santé) ont enregistré des baisses modestes, surperformant ainsi l'ensemble du marché.

Gestion

Le portefeuille est impacté par la baisse généralisée de tous les actifs, y compris les plus sécurisés. En effet aussi bien les investissements risqués que les obligations d'Etats affichent des performances négatives sur la période. La performance relative du portefeuille est en retrait face à son indice. La politique d'allocation d'actifs n'a pas d'effets marqués dans la mesure où l'effet négatif de notre surpondération des actions européennes et internationales est atténuée par celui positif de notre sous-pondération des produits de taux souverains notamment nord-américains. Concernant les décisions de gestion nous avons, au sein des actions nord-américaines, vendu les petites capitalisations pour acheter les grandes entreprises technologiques ; puis peu avant le déclenchement des opérations armées en Europe de l'Est, réduit la part des actions européennes et émergentes. La sélection de fonds a une contribution négative : la surperformance des investissements PME-ETI et thématiques n'a pas pleinement compensé la sous-performance des fonds d'actifs émergents et d'actions européennes.

Pour mémoire nous avons mis en place une position de surpondération sur les petites capitalisations nord-américaines motivée par plusieurs arguments. Le premier était un certain retard de performance face aux grandes capitalisations, suite à l'impact de la pandémie qui a vu les méga compagnies des secteurs de la technologie et des services de communications (communément dénommées « GAFAM ») très nettement surperformer. Plus récemment le changement de ton de la Réserve Fédérale aux Etats-Unis nous a également incité à acheter les actions des petites entreprises ; en effet toute hausse des taux d'intérêt entraîne une actualisation moins favorable des revenus futurs (attendus en hausses) des sociétés dites de « croissance ». Cela se traduit par une moindre prime de valorisation pour les entreprises technologiques dont beaucoup appartiennent aux grandes capitalisations. Enfin les petites entreprises avaient à nos yeux une nature plus cyclique que les grandes dans un contexte économique toujours bien orienté. Si le scénario de décote des grandes sociétés technologiques s'est réalisé suite au durcissement monétaire annoncé, celui de rebond relatif des petites compagnies ne s'est pas produit. Nous avons déjà réduit, et après analyse plus approfondie, il s'avère que le cas d'investissement n'est pas pertinent à ce stade. Nous coupons donc une position relativement modérée pour la remplacer par un investissement dans les entreprises de croissance aux Etats-Unis (Nasdaq), qui comme mentionné ont bien corrigé. Celui-ci est accentué et contrebalancé partiellement par une position vendeuse sur le marché nord-américain (S&P500).

En fin de mois la crise ukrainienne a généré un choc au sein de la communauté internationale et sur les marchés financiers. Un tel mouvement militaire ne faisait pas partie des scénarios principaux des intervenants et analystes. L'ampleur des sanctions occidentales a également nettement surpris. Cet événement vient perturber le débat sur l'ajustement des politiques monétaires des Banques Centrales face à la persistance d'une inflation notable et son impact sur les actifs financiers. L'incertitude qui règne actuellement demeure élevée ; il est difficile de trancher entre l'effet inflationniste de la hausse des prix de l'énergie et son impact récessif via réduction de la demande et de la croissance donc désinflationniste. Rappelons qu'avant la crise ukrainienne, même si certaines questions se posaient sur un éventuel ralentissement de la dynamique conjoncturelle et l'effet de l'inflation, l'activité économique restait bien orientée. L'impact du variant omicron semblait bien absorbé, et les Banques Centrales étaient appelées à piloter de façon très prudente le durcissement des politiques monétaires. Cela nous incitait à conserver une attitude favorable aux actifs risqués et défiante à l'encontre des obligations souveraines, au moins dans la première partie de l'année 2022. A ce stade la crise ukrainienne ne remet pas profondément ce scénario en cause, mais nous suivons avec attention l'évolution des prix de l'énergie, qui seront très clairement le baromètre pour le risque de récession, particulièrement en Europe. En effet les Etats-Unis sont un peu plus immunisés face à cette potentielle crise énergétique, étant producteurs nets d'hydrocarbures. Nous avons donc réduit la part des actions européennes et émergentes, plus directement concernées par la situation géopolitique, tout en conservant une surpondération globale, davantage centrée sur les actions japonaises.

Pour ce qui concerne la sélection de sous-jacents, les fonds investis en actifs émergents ont subi de plein fouet la crise ukrainienne, et affichent tous des sous-performances notables, ce malgré des poids investis en Russie relativement faibles. La sélection de fonds d'actions européennes n'a pas été modifiée : nous conservons des poids plus importants sur les produits investis dans les valeurs décotés (« value ») contre ceux positionnés sur les titres de croissance (« growth »). La contreperformance du portefeuille s'explique principalement par Allianz Europe Growth et Amundi Europe Value. Au cours d'un mois qui n'a pas vu les 2 styles d'investissements se distinguer, le premier a souffert de ses choix de titres tandis que le second a été pénalisé par certains des investissements exposés à la Russie (Société Générale, Renault). Notre fonds « cœur », à vocation flexible et agnostique, LGT Europe, surperforme mais insuffisamment pour compenser les effets précédemment mentionnés.

Ces effets négatifs sont partiellement compensés par la bonne tenue des investissements en PME-ETI ainsi que des thématiques mondiales sur la période. Le fonds centré sur la transition énergétique a pu opérer un retour favorable à la lumière des tensions sur l'offre d'hydrocarbures.

Perspectives

La crise russo-ukrainienne accroît sensiblement l'incertitude sur les marchés financiers et l'environnement économique au moment où le monde sortait de la pandémie. Bien sûr, la situation géopolitique reste fluctuante à l'heure actuelle et hautement imprévisible. Toutefois, le contexte n'a pas fondamentalement changé sur le plan économique : la demande mondiale reste très solide et les contraintes sur l'offre, conséquences de la crise sanitaire, commencent à se desserrer. Du point de vue économique, l'exposition directe (mesurée par les exportations) de la zone euro à la Russie et à l'Ukraine est limitée. Elle est inégalement répartie selon les pays, comme l'est leur dépendance à l'égard des importations de produits énergétiques en provenance de la région. Un éventuel enlisement du conflit pèserait toutefois davantage sur la confiance des ménages et des entreprises et pourrait limiter la croissance mais la progression de l'activité mondiale devrait rester largement supérieure à son rythme moyen observé avant le Grand confinement. La situation conjoncturelle ne paraît donc pas avoir radicalement changé. Un élément vient toutefois accentuer une tendance présente avant cette crise et qui avait déjà entraîné des variations plus heurtées sur les marchés financiers.

En effet, l'envolée des cours des matières premières (énergie mais aussi produits agricoles) va irrémédiablement entraîner une nouvelle hausse des prix à la production et à la consommation. Les prévisions d'inflation en 2022 des banques centrales, déjà élevées, vont très certainement être revues à la hausse dans les prochaines semaines. Dans ce contexte, même si elles ont indiqué qu'elles allaient prendre en compte la situation en Ukraine et nuancé leurs discours, les investisseurs sont sans doute allés un peu vite en besogne en concluant qu'elles allaient abandonner les projets de normalisation des politiques monétaires exposés en détail en janvier et février. Les marchés obligataires ont réagi très vivement à ces changements d'anticipation de politique monétaire, atteignant ponctuellement des niveaux qui nous paraissent surévalués par rapport aux fondamentaux. Après la reconnaissance par la Russie des deux républiques autoproclamées du Donbass, nous avons renforcé les liquidités en réduisant notre exposition aux actions de la zone euro et aux marchés émergents dans un mouvement tactique destiné à protéger les portefeuilles d'un choc géopolitique. Notre allocation actuelle, avec une légère surexposition sur les actions japonaises et sur les matières premières cycliques, nous paraît toujours opportune face au manque de visibilité et à la volatilité qui devrait persister.

Mars 2022

Appréciation de l'environnement Global

Comme en février, les variations des grands indices actions ont été déterminées par les nouvelles de nature géopolitique. Dans un premier temps, c'est un mouvement de d'aversion pour le risque généralisé, accompagné d'une envolée des cours des matières premières, qui a pu être observé jusqu'au 8 mars. Par la suite, chaque annonce de négociations, même embryonnaires, entre la Russie et l'Ukraine a été privilégiée par les investisseurs, soulagés de voir la diplomatie reprendre –dans une certaine mesure– ses droits après l'invasion surprise de l'Ukraine le 24 février. Après une nette remontée le 9 mars, suivie de quelques hésitations, les actions mondiales ont enregistré à partir du 15 un rebond qui les a renvoyées à leur plus haut depuis le 10 février. Les actions émergentes (indice MSCI Emerging en dollars) sous-performent en mars et depuis le début de l'année en raison du recul marqué de l'Europe émergente et de l'Asie que le rebond de l'Amérique latine n'est pas parvenu à compenser. Les variations des cours des matières premières reflètent assez fidèlement l'état d'esprit des investisseurs tout en expliquant l'évolution des actions au fil des semaines. Après un point haut touché le 8 mars à près de 128 dollars pour le baril de Brent (contre 101 fin février), le prix du pétrole a évolué dans un intervalle large : les espoirs d'une désescalade rapide entraînant son repli à moins de 100 dollars tandis que de nouvelles sources d'inquiétude le renvoyaient à plus de 120. Fin mars, l'annonce par Joe Biden d'un recours massif aux réserves stratégiques américaines de pétrole (1 million de barils/jour pour les 6 prochains mois) s'est révélée décisive alors que l'organisation des pays exportateurs et ses partenaires (OPEP+) n'avaient pas jugé utile d'augmenter davantage que prévu leur production, s'en tenant à leur accord antérieur (+400 000 barils/jour en mai). Le baril de Brent termine à 107,9 dollars (+6,9 % par rapport à fin février). Les variations des cours du pétrole s'expliquent aussi en partie par les nouvelles mesures de confinement en Chine dues à la stricte application de la stratégie zéro-Covid face à la résurgence de l'épidémie. La perspective d'une baisse de la demande mondiale de pétrole liée au ralentissement de l'activité manufacturière chinoise a pesé sur les cours.

L'autre élément auquel ont dû faire face les investisseurs est le tournant beaucoup moins accommodant pris par les banques centrales des économies développées. Face à une inflation élevée, et qui devrait le rester plus longtemps que prévu, le thème de la normalisation, voire du resserrement, des politiques monétaires a dominé les échanges, entraînant une très violente remontée des taux tout au long de la courbe. En janvier, les tensions sur les taux longs avaient provoqué une baisse des actions, en particulier des valeurs de croissance (dont le secteur technologique aux Etats-Unis), qui n'a pas été observée cette fois. Les indices américains et japonais ont surperformé les autres marchés développés. Au Japon, les actions ont été soutenues par la forte dépréciation du yen en mars. Par ailleurs, les perspectives de reprise de la demande intérieure à présent que le pays semble en avoir fini avec la vague Omicron sont encourageantes. Dans la zone euro, les variations des indices nationaux se sont faites en ordre dispersé et en lien avec leur composition sectorielle. Elles se soldent par un recul malgré des indicateurs économiques (enquêtes et données objectives) qui résistent pour l'instant.

Au niveau mondial, les secteurs de l'énergie et des services aux collectivités ont enregistré les plus fortes hausses, suivis du secteur de la santé. Les valeurs bancaires affichent le plus fort recul du fait de la contreperformance des banques américaines, pénalisées par l'aplatissement de la courbe des taux, et de certaines banques de la zone euro du fait de leur exposition aux actifs russes. Les obligations ont souffert de la hausse des taux et affichent des performances négatives.

Gestion

La performance du fonds est neutre sur le mois. Elle est en retrait face à celle de l'indice de référence. La sélection de fonds investis en actions a négativement contribué, et cela est insuffisamment compensé par la politique d'allocation d'actifs, qui est favorable principalement en raison d'une sous-sensibilité obligataire. Nous avons conservé un positionnement similaire à celui prévalant en fin de période précédente ; à savoir une préférence pour les actions internationales et une sous-exposition aux dettes souveraines, notamment nord-américaines. La surexposition aux actions a toutefois été abaissée via réduction des investissements européens et nord-américains. Nous avons à cette occasion partiellement accru le poids des valeurs des pays émergents. Nous conservons une préférence marquée pour les actions japonaises. Par ailleurs nous avons creusé la sous-exposition aux obligations souveraines de grande qualité.

En début de mois le choc ukrainien a détendu les taux d'intérêts via une fuite des investisseurs vers la sécurité. Nous avons à cette occasion confirmé la sous-pondération des emprunts souverains étasuniens dans le portefeuille. Par la suite les tensions sur les prix des matières premières mais également le durcissement de la politique monétaire aux Etats-Unis ont inversé cette tendance et les taux d'intérêts ont repris le chemin de la hausse.

Le message d'une inflation transitoire devient de plus en plus difficile à tenir, particulièrement outre-Atlantique où la dynamique économique reste favorable ; et où, plus important, la pression salariale pointe vers des effets de second tour (transmission de la hausse des prix aux salaires), ce qui ne manque pas de donner des sueurs froides aux banquiers centraux. Les anticipations des intervenants de marchés se sont en conséquence ajustées à la hausse pour ce qui concerne les taux d'intérêts. Notre sous-sensibilité obligataire a ainsi favorablement contribué à la performance relative.

En cours de mois le net rebond des marchés actions observé le 09 mars nous a incité à réduire le risque pris sur les actions européennes. L'environnement de marché restait alors très incertain ; en témoignaient les variations des prix des actifs risqués, que ce soit sur les clôtures ou en intra-journalier. Il est toujours difficile aujourd'hui d'estimer les impacts véritables du choc d'offre de matières premières subi par les économies développées. Selon la durée de celui-ci, très lié à l'évolution géopolitique en Europe de l'Est, l'inflation pourrait continuer à s'accroître dans un contexte de ralentissement conjoncturel, faisant resurgir le spectre de la 'stagflation'. Ce scénario pessimiste a très nettement compliqué la trajectoire des politiques monétaires des pays à revenus élevés (USA, Europe), qui étaient précédemment appelées à se durcir justement pour ralentir la hausse des prix. La Zone Euro, de par sa dépendance aux hydrocarbures russes, est particulièrement concernée. Ces éléments militaient alors en faveur d'une réduction du risque engagé par le portefeuille. Toutefois il convient de souligner les aspects plus positifs, notamment la dynamique de l'économie mondiale qui, lorsqu'elle est entrée dans cette crise, était bien orientée ; les taux de chômage, en décrues, et les indicateurs d'activités avancées, en expansion, pointaient toujours vers une conjoncture économique favorable. Ces arguments nous paraissent pertinents pour maintenir une préférence à l'encontre des actions, même si diminuée, et une défiance envers les obligations de grande qualité. Nous privilégions notamment les valeurs japonaises, en raison d'une valorisation attractive et d'un certain éloignement du foyer des troubles actuels.

En fin de période nous avons augmenté la conviction sur les actions des pays émergents, en focalisant cet ajout sur la Chine. La sous-performance des titres chinois depuis quelques semaines a rendu leurs valorisations très attractives, notamment face à leurs homologues internationaux. Par ailleurs les autorités chinoises ont récemment fait preuve de volonté d'assouplissement et/ou de soutien après une phase plutôt marquée de raffermissement réglementaire, particulièrement à l'encontre des secteurs de la technologie et des services de communications. Dans la mesure où nous ne souhaitons pas augmenter le risque dévolu aux actifs risqués, nous réduisons la part des actions étasuniennes qui ont nettement rebondi dans la période récente ; mettant de côté un peu rapidement les perspectives de durcissement monétaire et d'inflation. En conséquence l'ajustement a été relativement neutre en matière d'expositions aux actions.

La sélection de fonds d'actions n'a pas été considérablement modifiée à l'exception des investissements thématiques. Nous conservons des poids plus importants dans les produits investis dans les valeurs décotés (« value ») contre ceux positionnés sur les titres de croissance (« growth »). La contribution négative de ce segment s'explique d'abord par la sous-performance de notre fonds investi en PME-ETI puis par la sous-performance des fonds sur titres sous-valorisés de Amundi (Europe) et Harris (Etats-Unis), qui ont souffert du reflux des valeurs concernées en mars. Ces effets ne sont pas compensés par les autres gérants actifs présents en portefeuille. L'ajout d'actions chinoises a été réalisé via l'introduction d'un fonds indicel de Lyxor. Au sein des investissements thématiques nous avons vendu Allianz Artificial Intelligence pour acheter LO Global Fintechs. Les 2 thèmes ont un potentiel disruptif important, mais le second a l'avantage d'être moins positionné sur les valeurs de croissance. Celles-ci sont sujettes à défiance dans un contexte de remontée des taux d'intérêt dans la mesure où l'actualisation des revenus futurs, attendus en nette hausse, est mécaniquement moins favorable. Le fonds de LO a en effet une sensibilité plus importante au secteur bancaire qui affiche des caractéristiques de valorisations plus abordables.

Perspectives

Depuis le début de l'année, la volatilité sur les marchés financiers a été alimentée par trois facteurs distincts. Deux sont exogènes. D'une part, la difficulté d'en finir avec la pandémie alors qu'Omicron et ses variants ont déferlé sur l'Asie, offrant un répit – provisoire ? - au reste du monde et conduisant les autorités chinoises à remettre en place des confinements stricts en conformité avec la stratégie zéro-Covid. Dans la mesure où ces mesures sanitaires sont de nature à peser sur la croissance, une politique économique de soutien devrait être rapidement mise en place. Le vice-Premier ministre et le Premier ministre ont d'ailleurs fait plusieurs déclarations dans lesquelles les investisseurs ont vu la volonté de mettre en place des politiques favorables au marché actions et de limiter les réglementations, notamment dans le secteur technologique.

D'autre part, l'invasion de l'Ukraine par les troupes russes est une crise géopolitique, qui contient en germe un choc énergétique, et nous persistons à penser que les investisseurs ont adopté un point de vue malheureusement un peu trop optimiste quant à la possibilité d'assister à une désescalade rapide des tensions. En effet, les actions mondiales ont rapidement corrigé une bonne partie de la baisse liée à ce risque (l'indice MSCI AC World avait pratiquement retrouvé le 29 mars le niveau qui prévalait le 10 février). Il est raisonnable d'imaginer que leur hausse peut s'essouffler à court terme, au, tout au moins, devenir un peu plus hésitante alors que la visibilité sur l'issue du conflit reste faible.

Le facteur endogène devrait être le plus important pour les investisseurs dans les prochains mois. Face à une inflation élevée, et qui devrait le rester plus longtemps que prévu, le thème de la normalisation, voire du resserrement, des politiques monétaires a dominé les échanges, entraînant une très nette hausse des taux. La question qui se pose pour les investisseurs est de savoir si les actions seront en mesure de résister à la remontée des taux réels à laquelle elles avaient été particulièrement sensibles en début d'année. Une première réponse sera apportée par les résultats des entreprises et, surtout, par les indications qui seront données sur les perspectives bénéficiaires à cette occasion. En l'absence de visibilité, il nous paraît opportun de concentrer notre surexposition aux actions des zones où les politiques monétaires vont rester accommodantes et qui présentent une décote importante par rapport aux autres marchés. Cette analyse nous conduit à privilégier les marchés japonais et chinois.

Avril 2022

Appréciation de l'environnement Global

Les actions mondiales étaient parvenues à corriger une bonne partie de la baisse liée au risque géopolitique, connaissant un net rebond à partir du 9 mars. En raison de la faible visibilité sur l'issue du conflit entre la Russie et l'Ukraine, ce rally s'est essouffé. Suite au tournant beaucoup plus agressif pris par la communication de la Réserve fédérale nord-américaine et des tensions sur les taux longs qui en ont découlé, les actions se sont rapidement orientées à la baisse pour enregistrer un recul marqué en avril. Sur certains marchés, des signes d'une capitulation à la baisse ont pu être identifiés en fin de période. Par exemple, les investisseurs ont privilégié la mise en place de protections contre un recul supplémentaire des actions à un repositionnement sur les marchés. Les inquiétudes sur les perspectives sur les valorisations des actions face à la remontée des taux d'actualisation ont gouverné les variations des indices.

Un autre élément a pesé sur le moral des investisseurs : la recrudescence de l'épidémie de Covid-19 due au variant Omicron en Chine a contraint les autorités à mettre en place de nouvelles restrictions qui ont limité la consommation en mars et font peser un risque sur l'activité manufacturière mondiale. En effet, la situation sanitaire est loin d'être stabilisée et des confinements supplémentaires sont envisageables après la campagne de tests obligatoires menée à Pékin fin avril. Par ailleurs, la situation conjoncturelle dégradée, alors que l'objectif de croissance de 5,5 % en 2022 a été réaffirmé, a conduit les autorités à multiplier les annonces de mesures de soutien à l'activité et aux marchés, y compris aux acteurs de l'économie numérique qui avaient pâti du durcissement des réglementations. Les actions émergentes ont ainsi un peu mieux résisté que les actions développées en avril.

Une autre caractéristique des mouvements observés sur les actions au cours des dernières semaines est la nette sous-performance des indices nord-américains, et ce malgré un début de saison des résultats plutôt favorable (sur les bénéficiaires comme sur les ventes), et plus particulièrement des valeurs de croissance affectées par la violente remontée des taux longs. Les indices européens et japonais ont moins baissé, sans doute en raison de la dépréciation de l'euro et du yen face au dollar et de leur composition (moindre poids des grandes valeurs technologiques).

La recrudescence de l'épidémie de Covid-19 en Chine a pesé un temps sur le cours du pétrole en raison du risque d'une baisse de la demande mondiale. Au cours de la première quinzaine, le prix du baril de WTI est revenu sous 95 dollars (contre 100,28 fin mars) avant de connaître une évolution plus heurtée pour terminer à près de 105. La fébrilité des investisseurs résulte des tensions géopolitiques et de plusieurs décisions russes : exiger le paiement en roubles de leurs livraisons de produits énergétiques puis annoncer l'arrêt des livraisons de gaz à la Pologne et à la Bulgarie. Du côté de l'Union européenne, un nouveau paquet de sanctions contre la Russie est toujours en discussion, la possibilité d'un embargo sur les importations de pétrole ne paraissant plus exclue.

Au niveau mondial, les secteurs défensifs 'traditionnels' ont surperformé (consommation non cyclique, services aux collectivités, Télécoms et santé). L'énergie a bénéficié de la hausse des cours du pétrole et affiche la seconde meilleure performance mensuelle. A contrario, la technologie (qui est un secteur cyclique et de style croissance) a nettement sous-performé. Les obligations ont de nouveau souffert d'un contexte de tension sur les taux d'intérêt.

Gestion

De nouveau le mois d'Avril est difficile sur les marchés financiers, la totalité des actifs est en baisse. La hausse des taux affecte les obligations, y compris de grandes qualités. Les actifs risqués sont eux impactés par les incertitudes sur la croissance, et l'éventuelle matérialisation d'un scénario de « stagflation », c'est-à-dire la concomitance d'un régime inflationniste élevé dans un contexte de dynamique macroéconomique faible. Le portefeuille affiche donc une performance négative sur le mois. Il est en léger retard sur sa référence, l'effet positif de nos positions de sous-pondérations obligataires a été plus que compensé par celui négatif de la sélection de fonds d'actions.

Le portefeuille a conservé une surpondération des actions relativement similaire à celle qui prévalait en fin de mois dernier, nettement orientée vers les actions japonaises et émergentes, dont chinoises ; pour les mêmes raisons que celles mentionnées précédemment, à savoir que ce sont des pays ou les politiques monétaires restent relativement accommodantes. A la faveur de la hausse des taux la sous-pondération sur les obligations souveraines a été atténuée. Nous avons soldé la position sur la dette étasunienne et partiellement reporté la sous-sensibilité sur les emprunts émis en Euro. Cette prudence envers les produits de taux d'échéances éloignées a eu un effet positif sur la performance relative. Néanmoins cela a été annulé par la sélection de véhicules investis en actions. Les fonds Allianz Europe Growth et AB US Growth ont souffert de la baisse des valeurs dites de croissance (technologie notamment), qui sont elles-mêmes impactées par la hausse des taux d'intérêt et donc une actualisation moins favorable de leurs résultats à venir. Les supports positionnés sur les valeurs décotées n'ont pas permis de compenser. En termes de mouvements nous avons vendu le gérant LGT Europe Equities après un parcours décevant pour un produit que nous positionnions comme étant flexible et agnostique. Il n'a pas su naviguer dans les récentes évolutions de marché et en conséquence nous le remplaçons par un fonds indiciel (Bnpp Easy MSCI Europe ESG Minimum TE) en attendant de trouver une alternative active satisfaisante.

Perspectives

Le message que les banques centrales tiennent manifestement à faire passer auprès des investisseurs et des agents économiques est qu'elles sont préoccupées par l'inflation et, surtout, qu'elles entendent prendre les décisions nécessaires pour assurer la stabilité des prix. Les incertitudes sur l'activité nées de la crise géopolitique sont élevées et ont conduit à des révisions significatives de la croissance pour 2022 mais le vrai sujet d'inquiétude à l'heure actuelle est l'évolution des coûts.

Si les ménages et les entreprises peuvent être rassurés par l'engagement des banques centrales, l'inflation pesant sur le pouvoir d'achat des uns et, dans la plupart des cas, sur les marges des autres, les investisseurs sont plus inquiets. Dans les prochains mois, il est vraisemblable que l'évolution des actions va rester sous l'influence des perspectives bénéficiaires et des tensions sur les taux.

Historiquement les performances des actions ont tendance à être moins bonnes en phase de remontée des taux mais leur comportement dépend des conditions du moment en matière de croissance et d'inflation. Notre scénario central prévoit une décélération de la croissance (mais celle-ci resterait toujours à un niveau élevé) et une décade de l'inflation (sans doute pas immédiate mais les effets de base finiront par inverser la tendance). Par ailleurs, malgré la normalisation des politiques monétaires et la remontée des taux longs, les conditions financières resteront accommodantes.

Dans cet environnement, les actions dans leur ensemble paraissent devoir continuer à mieux se comporter que les obligations gouvernementales et pas seulement parce que la classe d'actifs est parfois considérée comme offrant une « protection » dans un contexte inflationniste. Les perspectives bénéficiaires des entreprises seront la clé des évolutions à venir des marchés actions. La nervosité et la faible visibilité à court terme sur les facteurs exogènes que sont le risque politique et la situation sanitaire incitent à un peu plus de prudence à court terme. Nos portefeuilles diversifiés sont fortement sous-exposés aux obligations gouvernementales et surexposés aux actions. Dans l'immédiat, la stratégie consistant à écriéter l'exposition aux actions sur rebond devrait continuer à prévaloir.

Mai 2022

Appréciation de l'environnement Global

Pendant une bonne partie de mai, les actions mondiales se sont maintenues sur une tendance baissière, avant de connaître une phase de stabilisation puis un rebond pendant la dernière semaine. Même si les enquêtes auprès des entreprises traduisent une certaine résistance de l'activité en avril et mai, les inquiétudes sur la croissance se sont intensifiées ces dernières semaines alors que l'inflation élevée conduit la plupart des banques centrales à relever leurs taux directeurs ou à annoncer qu'elles vont bientôt le faire. La remontée des cours du pétrole pousse l'inflation à des niveaux records. Après s'être beaucoup inquiétés du risque inflationniste, les investisseurs ont commencé à envisager une possible récession, qui serait provoquée par le rapide resserrement de la politique monétaire américaine, les conséquences de la guerre sur le prix des matières premières et la désorganisation du commerce mondial causée par les mesures de confinement strict en Chine. Les investisseurs sont confrontés à une conjoncture peu lisible, qui incite certains observateurs à parler de stagflation (croissance faible et inflation élevée) mais ont choisi, en fin de mois, de privilégier les informations rassurantes. Parmi celles-ci, l'amélioration de la situation sanitaire en Chine, qui a permis la levée progressive des restrictions. Cette évolution favorable laisse espérer de moindres perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales dans les prochains mois. En outre, les autorités ont annoncé de nouvelles mesures de soutien à l'activité (crédits d'impôts, investissements en infrastructures, soutien au secteur automobile) et la teneur des récentes déclarations du Premier ministre, qui a évoqué « un moment critique », laisse envisager des dépenses supplémentaires. Par ailleurs, la très légère inflexion de l'inflation aux Etats-Unis a conduit certains économistes à imaginer que le rythme de resserrement de la politique monétaire de la Fed pourrait être un peu moins soutenu qu'anticipé, ce qui a entraîné une détente des taux.

Le rebond des actions au cours de la seconde quinzaine a permis aux grands indices de terminer le mois pratiquement à l'équilibre. Aux Etats-Unis, le S&P 500, qui avait enregistré six baisses hebdomadaires consécutives, a, lui aussi, retrouvé fin mai le niveau qui prévalait fin avril grâce à un rebond au cours de la dernière semaine. Le Nasdaq, davantage affecté par la désaffection pour les valeurs de croissance affiche un recul mensuel. Dans la zone euro, les indices ont évolué en ordre dispersé et l'Eurostoxx 50 a terminé en très légère baisse alors que le discours très agressif de la plupart des membres de la Banque centrale européenne a entretenu la hausse des rendements obligataires. Parmi les grands marchés développés, le Japon affiche une surperformance après une saison des résultats porteuse qui a permis aux entreprises d'annoncer d'importantes opérations de rachats d'actions. La perspective d'une accélération de l'activité, alors que le pays semble en avoir fini avec la pandémie et ouvre ses frontières aux touristes étrangers, a soutenu les secteurs susceptibles de bénéficier de la réouverture de l'économie. Au niveau mondial, le secteur de l'énergie affiche la plus forte surperformance après la hausse des cours du pétrole à l'occasion de l'annonce de l'embargo sur les importations par bateau de pétrole russe. Les lueurs d'espoir sur la Chine ont soutenu le secteur des semi-conducteurs alors que le secteur de la consommation (cyclique et non-cyclique) était pénalisé par les inquiétudes sur la croissance mondiale et l'incertitude sur la capacité des distributeurs à répercuter les hausses de coûts sur les prix à la consommation. Enfin les obligations ont de nouveau souffert de la hausse des taux, et terminent le mois défavorablement.

Gestion

Le mois de mai est similaire à celui d'avril, dans la mesure où les actions et les obligations européennes baissent de concert, et les secondes davantage que les premières. La performance du portefeuille est ainsi négative sur la période écoulée, et est léger retrait sur celle de sa référence. Ceci est expliqué par la sélection de fonds investis en actions européennes (grandes capitalisations et PME/ETI).

Concernant les décisions opérées, nous avons profité du récent rebond pour alléger la surpondération des actions, et ce au travers de ventes sur les valeurs européennes. Le risque de « stagflation », c'est-à-dire la concomitance d'une croissance économique en ralentissement et d'une inflation forte, alimente l'incertitude quant à la trajectoire des valeurs européennes. La BCE semble par ailleurs être de plus en plus concernée par la hausse des prix, et cela pourrait la pousser à durcir sa politique monétaire davantage qu'anticipé. D'autre part les aspects géopolitiques (Ukraine) pèsent sur l'activité du Vieux Continent, et ne montrent pas de signes d'apaisement. Enfin il nous apparait que les attentes des analystes s'agissant des résultats à venir des entreprises de la région sont trop optimistes. En conséquence nous avons de nouveau réduit le score, déjà négatif, sur les actions européennes.

Les actions restent toutefois légèrement surpondérées, et ce sur les valeurs japonaises et émergentes, dont chinoises, dans la mesure où les politiques économiques y sont attendues plus accommodantes ; et qu'il subsiste, pour certaines d'entre elles, des retards de performances non négligeables sur les actions des pays occidentaux. Le portefeuille reste sous-pondéré sur les obligations souveraines étasuniennes, dans la mesure où le risque de hausse des taux demeure prégnant dans un contexte inflationniste marqué. Nous avons néanmoins légèrement réduit la sous-exposition en cours de mois suite à la tension observée après la publication des indices de prix à la consommation aux Etats-Unis.

Perspectives

A l'heure actuelle, il est difficile d'établir si la hausse des actions mondiales fin mai, qui les ramenées au niveau qui prévalait fin avril, représente un changement durable d'orientation ou simplement un rebond ponctuel après une baisse de près de 14 % entre le 4 avril et le 19 mai. Une des raisons qui ont été mises en avant pour expliquer le rebond des indices boursiers paraît très fragile. Au fil des semaines, les investisseurs se sont peu à peu convaincus que la Réserve fédérale étasunienne n'aurait pas besoin de remonter ses taux directeurs autant que ce qu'ils envisageaient début mai. Le discours de la Fed n'a pourtant pas varié : la détermination à ramener l'inflation vers 2 % a été réaffirmée et certaines déclarations en toute fin de mois laissent toujours envisager un rythme soutenu de resserrement. Cet ajustement des anticipations sur la politique monétaire de la Fed peut aussi signifier que les investisseurs se préoccupent d'une éventuelle entrée en récession et que ce thème est en train de s'imposer dans leurs esprits alors que le risque inflationniste était auparavant dominant. Cette incertitude sur la croissance mondiale vient s'ajouter à un risque géopolitique qui continue à peser plus particulièrement sur les économies et les marchés européens. Les perspectives semblent au contraire s'éclaircir quelque peu pour la Chine, avec l'amélioration de la situation sanitaire et la volonté des autorités d'accompagner la réouverture de l'économie par des soutiens monétaires et budgétaires. Dans ce contexte, il nous est apparu opportun de privilégier l'Asie (Chine et Japon) et d'adopter une position plus prudente sur les actions de la zone euro qui ont bénéficié ces derniers temps de prévisions peut-être trop optimistes de la part des analystes financiers. Face aux nombreuses sources d'incertitude, la volatilité devrait rester d'actualité, ce qui nous conduit à réduire le risque pris sur les actions.

Juin 2022

Appréciation de l'environnement Global

Les actions mondiales, qui avait connu un net rebond pendant la dernière semaine de mai, ont rapidement effacé cette hausse pour revenir à leur plus bas niveau depuis novembre 2020. Les investisseurs en actions s'inquiètent de la remontée des taux provoquée par le durcissement du ton et des politiques monétaires des banques centrales.

À la mi-juin, le rendement des émissions souveraines étasuniennes à 10 ans a retrouvé son plus haut niveau en 10 ans à près de 3,50 % à la veille de la réunion de la Réserve fédérale américaine (Fed) qui s'est conclue par une remontée des taux directeurs de 75 pb (0.75%) et l'annonce de la poursuite du cycle de resserrement monétaire pour lutter contre l'inflation.

Par la suite, les inquiétudes grandissantes sur la croissance économique ont entraîné une détente significative des taux par rapport à ces points hauts tout en pesant à nouveau sur les marchés risqués en anticipation d'une configuration particulièrement défavorable combinant faible croissance et inflation élevée. La dernière semaine de juin a été marquée par une sensible détérioration de la plupart des enquêtes d'activité qui a renforcé les anticipations de récession. En un mois, les investisseurs sont passés d'un scénario dans lequel les banques centrales n'auraient pas besoin de remonter autant que prévu les taux directeurs parce que l'inflation allait refluer à une hypothèse beaucoup moins favorable pour les actifs risqués (moins de croissance, plus d'inflation). Ces difficultés à définir un scénario stable ont été renforcées par la situation sanitaire en Chine qui, bien que moins dramatique qu'au printemps, reste incertaine alors que les autorités ne semblent pas décidées à abandonner leur stratégie zéro-Covid. Des ruptures des chaînes d'approvisionnement dues aux confinements ont pesé sur l'activité manufacturière en mai et, en cas de reprise localisée de l'épidémie, l'approche zéro-Covid ferait peser une nouvelle menace sur le commerce mondial. Les inquiétudes sur la croissance économique mondiale ont ponctuellement renvoyé le baril de Brent à 110 dollars alors qu'il évoluait en début de mois à ses plus hauts niveaux depuis début mars en raison de l'enlisement du conflit en Ukraine. Il termine à près de 115 dollars, en recul de 6,5 % par rapport à fin mai.

Dans ce contexte, alors qu'au début de la seconde quinzaine les actions, et notamment les valeurs de croissance, avaient profité de la détente des taux longs et, vraisemblablement, d'achats à bon compte de la part de certains participants, elles n'ont pas résisté à la dégradation des indicateurs économiques (aux Etats-Unis et dans la zone euro) et terminent en baisse, concluant un trimestre marqué par un recul marqué. Les marchés émergents ont un peu mieux résisté grâce au rebond des actions chinoises sur fond de redémarrage de l'activité après les confinements. Au sein des marchés développés, les variations mensuelles en devises locales ont été comparables entre les Etats-Unis et la zone euro tout comme les variations depuis le début de l'année. Les actions japonaises ont profité du maintien de la politique monétaire très accommodante de la Banque du Japon et, dans une moindre mesure, de la dépréciation du yen et ont moins régressé en juin. Au niveau mondial, tous les secteurs ont reculé en juin, les pans les plus défensifs de la cote (santé, consommation non cyclique) enregistrant une surperformance significative. A contrario, les semi-conducteurs, les matériaux de base et l'énergie ont sous-performé. Depuis le début de l'année, ce secteur est le seul à afficher une progression grâce à la hausse des cours du pétrole. Les obligations, aussi bien souveraines que privées, ont également régressé avec les tensions observées sur les taux d'intérêts.

Gestion

C'est un mois difficile qui conclut un trimestre défavorable : aussi bien les actions que les obligations ont de nouveau baissé. La re-corrélation positive des grandes classes d'actifs pèse sur la performance absolue du portefeuille. Celui-ci est par ailleurs en léger retard sur son indice de référence. Ceci s'explique uniquement par la sélection de véhicules d'investissements parmi les actions européennes. La politique d'allocation d'actifs un effet positif mais insuffisant pour compenser. L'impact négatif de la surpondération des actions est plus qu'annulé par notre sous-pondération des valeurs européennes et notre préférence envers les actions japonaises et émergentes.

Nous n'avons pas conduit de changements majeurs dans le portefeuille. Celui-ci est toujours très légèrement surpondéré sur les actions, il privilégie les valeurs du Japon et des pays émergents, avec une préférence pour la Chine, et sous-pondère les sociétés européennes. Les premières bénéficient de politiques économiques toujours accommodantes, quand la conjoncture se dégrade pour les dernières. Nous sous-pondérons les obligations, devant la persistance de l'inflation la Banque Centrale Européenne est appelée à contraindre davantage les conditions de financement, et donc à alimenter une hausse des taux d'intérêts défavorable aux produits de dettes.

La sélection de fonds contribue négativement. Le fonds de petites et moyennes entreprises européennes (PME-ETI) sous-performe les micro-capitalisations utilisées comme indice de référence pour cette classe d'actif spécifique. Ceci explique une grande partie du retard. Parmi les principaux fonds d'actions européennes, Allianz et Amundi, sont en retrait. Cela tient à des choix de titres réalisés par les gérants qui se révèlent non pertinents. La distorsion sur les marchés liée aux tensions géopolitiques favorise les producteurs d'hydrocarbures fossiles, qui ont tendance à être délaissés dans une logique d'investissement durable.

Perspectives

Après un premier semestre où les performances ont été désastreuses sur les actions et les obligations, les investisseurs ne semblent pas encore s'accorder sur un scénario stable pour les prochains mois. D'un côté, les Banques centrales ont déclaré la guerre à une inflation qui s'est révélée plus élevée et plus persistante qu'initialement attendu. De l'autre, la publication d'indicateurs économiques traduisant un essoufflement de la dynamique de croissance a alimenté les anticipations d'une récession mondiale.

Cette combinaison d'inflation élevée et de croissance limitée a constitué, par le passé, une situation défavorable pour bon nombre de classes d'actifs, ce qui explique la nervosité des investisseurs avant l'été.

Toutefois, depuis le début de l'année, c'est essentiellement la remontée des rendements obligataires (+150 pb sur le taux nominal à 10 ans, aux Etats-Unis comme en Allemagne ; +175 pb sur le taux réel américain et +130 pb sur le taux réel allemand) qui a pesé sur les valorisations actions via le facteur d'actualisation des flux de trésorerie des entreprises. A contrario, les perspectives bénéficiaires restent encore élevées si l'on considère que les actions devraient intégrer un scénario de récession à ce stade. Alors que les indicateurs avancés de l'activité se sont déjà retournés, les résultats anticipés sont parvenus à résister mais pourraient commencer à donner des signes de faiblesse, en particulier dans la zone euro, ce qui pénaliserait davantage les actions.

Un sursaut apparaît possible à court terme compte tenu des configurations techniques mais il resterait erratique et pourrait fournir des opportunités de réduire, sur des niveaux plus favorables, l'exposition de nos portefeuilles aux actions comme nous l'avons régulièrement fait depuis février.

Juillet 2022

Appréciation de l'environnement Global

Après les performances désastreuses enregistrées au premier semestre par les actions et les obligations, le comportement des marchés financiers en juillet peut paraître surprenant au vu de l'évolution de la conjoncture économique au cours des dernières semaines. En effet, le mois a été marqué par une progression des actions mondiales, des obligations gouvernementales et du crédit alors que les indicateurs économiques se sont nettement dégradés, alimentant les craintes d'une récession, et qu'une inflation toujours très élevée a conduit les grandes banques centrales à accélérer le rythme de remontée de leurs taux directeurs. Face à la montée des inquiétudes sur l'économie mondiale, et malgré les tensions géopolitiques toujours présentes, les cours des matières premières se sont orientés à la baisse. Ces évolutions ont amené les investisseurs à imaginer que le cycle de resserrement des politiques monétaires pourrait s'interrompre plus rapidement que prévu, les banques centrales renonçant à mettre en place des conditions financières trop restrictives alors que la croissance paraît menacée et que l'inflation pourrait ralentir.

Pourtant, malgré la contraction du PIB aux Etats-Unis au 2e trimestre, due, il est vrai, à un important déstockage, et des enquêtes d'activité en berne dans la zone euro, en particulier en Allemagne, la Réserve fédérale nord-américaine (Fed) et la Banque centrale européenne (BCE) ont relevé leurs taux directeurs en juillet (+75 pb le 27 et +50 pb le 21 respectivement). Leurs discours ont mis l'accent sur le suivi des indicateurs d'activité dans les prochains mois, c'est-à-dire sur une approche un peu moins systématique de la politique monétaire, mais ne remettent en aucun cas en cause la nécessité de ramener l'inflation vers l'objectif de 2 %. Le resserrement monétaire va donc se poursuivre mais le consensus table désormais sur un mouvement moins agressif, ce qui explique la bonne tenue des actifs risqués et la détente des taux longs.

Dans ce contexte, les actions mondiales, qui avaient connu des variations hésitantes au cours de la première quinzaine, se sont orientées à la hausse. Les actions émergentes affichent une nette sous-performance en raison du recul des actions chinoises qui s'est dessiné dès le début du mois après l'annonce de nouvelles restrictions sanitaires (limitations des déplacements, confinements à Macao, dépistage massif à Shanghai) suite à la découverte de cas de contamination au variant BA.5 d'Omicron.

Par ailleurs, la croissance du PIB chinois au 2e trimestre (+0,4 % en glissement annuel) a déçu des attentes qui étaient déjà modestes et traduit la dégradation de l'activité dans tous les secteurs (contraction dans les services, ralentissement dans l'industrie et la construction). Les données objectives pour juin montrent toutefois une meilleure dynamique en fin de trimestre après les confinements stricts en avril et mai. Au sein des marchés développés, les indices américains ont surperformé grâce aux premiers résultats plutôt favorables publiés par les entreprises et à la détente des taux longs qui a permis au secteur technologique de regagner du terrain. La progression des actions de la zone euro a été solide malgré la très nette dégradation des enquêtes d'activité qui laisse envisager une récession au second semestre alors que la croissance avait jusqu'à présent remarquablement résisté aux conséquences de la guerre en Ukraine.

Au Japon, l'indice Nikkei 225 progresse à l'issue d'un mois marqué par l'assassinat de l'ancien Premier ministre Shinzo Abe et la victoire de la coalition au pouvoir, interprétée par les investisseurs comme un élément renforçant l'hypothèse du maintien de la politique monétaire ultra-accommodante de la Banque du Japon. Au niveau mondial, les plus fortes hausses ont été enregistrées par les valeurs technologiques et la consommation cyclique alors que les secteurs défensifs ont eu tendance à sous-performer. Les obligations ont bénéficié quant à elle de la baisse des taux. La détente des primes de crédit a accentué le rebond pour les dettes émises par les sociétés privées.

Gestion

Après un premier semestre particulièrement négatif pour les fonds diversifiés, le rebond de la quasi-totalité des classes d'actifs en juillet offre un répit bienvenu. Le portefeuille progresse donc sur la période, aidé en ce sens aussi bien par sa part investie en actions que par sa composante positionnée sur les obligations. La performance est en légère avance sur celle de l'indice de référence, l'allocation d'actifs contribue de façon modérément négative mais cela est compensé par la sélection de fonds.

Nous avons conservé une surexposition modérée sur actions, au travers de positions sur les valeurs japonaises et émergentes, tandis que les titres de sociétés européennes sont restés sous-pondérés. Suite à la meilleure performance des dernières sur les premières, cette stratégie a négativement contribué en terme de performance. Au sein des obligations nous avons augmenté la part dévolue aux emprunts émis par les entreprises de bonne qualité de crédit en Euro (dites « investment grade » ou de notations supérieures à BBB-/Baa3) contre dettes souveraines. Le stress observé sur les marchés financiers au premier semestre a également nourri un écartement des primes de crédit et donc une sous-performance des obligations émises par les sociétés privées. Nous avons donc cherché à prendre avantage de ce niveau attractif en initiant une position favorable à ces dernières. Au-delà de cet ajustement le portefeuille est resté sous-exposé aux produits de taux dans leur ensemble, ce qui a été défavorable en terme de contribution à la performance.

Toutefois la sélection de fonds annule les effets précédemment mentionnés de façon diffuse, principalement sur les supports investis en actions. Ce sont notamment les PME-ETI européennes ainsi que AM Select Allianz Europe Equity Growth qui rebondissent nettement. Ce dernier s'inscrit toujours en baisse depuis le début de l'année, mais il a bénéficié en juillet de la décru des taux d'intérêts. En effet les compagnies dans lesquelles il est investi ont des résultats attendus en croissance, ainsi un taux d'actualisation moins élevé rend leurs bénéfices futurs estimés plus attractifs aujourd'hui (leur valeur présente est plus élevée).

Perspectives

Après s'être beaucoup inquiétés de l'inflation élevée, les investisseurs s'alarment à présent du risque de récession. Il est naturel que le consensus évolue au gré des informations disponibles et les risques sur la croissance sont effectivement plutôt baissiers mais les derniers ajustements des anticipations en matière de politique monétaire nous paraissent excessifs. En effet, suite à ce changement du principal sujet de préoccupation, les marchés à terme sur le taux des fonds fédéraux nord-américains se sont mis à refléter un cycle de resserrement moins agressif que ce qui était envisagé en juin et, surtout, beaucoup plus court, les investisseurs imaginant, fin juillet, qu'une première baisse des taux interviendrait au printemps 2023. Un tel scénario ne correspond ni à la réalité économique (inflation toujours très élevée et qui ne devrait refluer que modestement dans un premier temps) ni aux commentaires des banques centrales qui ont réaffirmé leur volonté de respecter l'objectif d'inflation. Par ailleurs, il paraît difficile de concilier l'hypothèse d'une entrée en récession à brève échéance avec des perspectives bénéficiaires toujours favorables pour les deux prochaines années selon les analystes financiers. Même si une partie de la remontée des actions mondiales peut correspondre à une correction après les configurations extrêmes atteintes à la mi-juin, le rebond résulte essentiellement de la rapide détente des taux longs.

Aout 2022

Appréciation de l'environnement Global

La tendance haussière sur les actifs risqués, qui avait caractérisé la seconde quinzaine de juillet, est restée en place jusqu'à la mi-août. Les actions ont par ailleurs été soutenues par des résultats d'entreprise plutôt encourageants. Toutefois, les variations des obligations sont rapidement devenues un peu plus heurtées qu'en juillet, puis la détente des taux, qui avait largement contribué au rebond des actions à partir du 20 juin, a été pratiquement effacée ce qui a provoqué une correction des actifs risqués. Ces mouvements erratiques reflètent un nouveau changement des anticipations en matière de politique monétaire.

Les discours et les décisions des grandes banques centrales se sont encore durcis en août, l'accent étant mis sur la nécessité de ramener l'inflation vers l'objectif le plus rapidement possible pour éviter un désancrage des anticipations et limiter les coûts pour l'économie du resserrement indispensable des politiques monétaires. Plus clairement qu'elles ne l'avaient fait jusqu'alors, les banques centrales (en particulier la Réserve fédérale nord-américaine) ont évoqué la possibilité d'une récession qui surviendrait « au cours du processus » de resserrement de la politique monétaire.

Rassurés en début de mois par de très solides créations d'emploi aux Etats-Unis et une inflexion de l'inflation américaine, les investisseurs ont dû composer par la suite avec la dégradation des enquêtes d'activité partout dans le monde, de nouvelles mesures sanitaires restrictives en Chine et une envolée des prix à la production et à la consommation en Europe. Leur optimisme n'a pas résisté à ce tour de montagnes russes et les actions mondiales ont terminé le mois en baisse après avoir enregistré un rebond en juillet. Les actions émergentes sont parvenues à résister en août si bien que leur baisse depuis le début de l'année est désormais comparable à celles des actions mondiales.

Les annonces en août des mesures d'assouplissement de la politique monétaire de la banque centrale de Chine et d'un nouveau plan de relance visant à soutenir les investissements en infrastructures et le marché immobilier ont rassuré quant à la volonté des autorités de contrer les effets sur l'activité de leur stratégie zéro-Covid. Plus généralement, les banques centrales des économies émergentes sont, dans l'ensemble, bien plus avancées dans leur cycle de resserrement monétaire et c'est à présent l'action de la Fed dans les prochains mois qui préoccupe en premier lieu les investisseurs en actions.

Au sein des marchés développés, les indices japonais ont terminé en hausse soutenus par les valeurs exportatrices et, plus généralement, les valeurs cycliques. La faiblesse du yen d'un côté et la volonté réaffirmée par la Banque du Japon de conserver sa politique monétaire très accommodante expliquent cette surperformance.

A contrario, les indices européens ont pâti des perspectives économiques dégradées par l'envolée des cours du gaz naturel qui menace le pouvoir d'achat des ménages et l'activité industrielle cet hiver. Aux Etats-Unis si le discours de la Fed est très agressif et prévoit « une période durable de croissance inférieure à la tendance » pour ramener l'inflation vers l'objectif de 2 %, les perspectives de croissance de l'économie à court terme paraissent moins préoccupantes que celles de la zone euro. Par ailleurs, les investisseurs n'envisagent pas que l'action de la Fed soit aussi drastique que les mesures décidées par Paul Volcker au début des années 1980s. Dans ce contexte, la publication le 10 août d'une inflation américaine moins élevée que prévu avait été saluée par les indices actions.

Au niveau mondial, seul le secteur de l'énergie est parvenu à progresser en août. La réaction des pays producteurs face à la baisse des cours du brut a rassuré les intervenants : le ministre saoudien de l'énergie a en effet évoqué la possibilité d'une réduction de la production des pays de l'OPEP et de leurs partenaires. A contrario, le plus fort recul a été enregistré par le secteur des semi-conducteurs.

Devant la hausse des taux d'intérêt les obligations, notamment souveraines, reculent très nettement sur la période écoulée.

Gestion

Le portefeuille s'inscrit en baisse sur le mois dans la mesure où de nouveau les grandes classes d'actifs reculent toutes. La performance est en retrait face à celle de l'indice de référence. Les choix d'allocation d'actifs judicieux ont été plus que compensés par un effet de sélection de fonds défavorable. Notre préférence envers les actions émergentes et japonaises à l'encontre des valeurs européennes a été pertinente. Ce positionnement n'a pas été modifié. La sous-sensibilité obligataire a également été bénéfique en termes relatifs. Nous avons eu tendance à renforcer ce biais en début de période puis, en raison du brusque mouvement de remontée des rendements plus tard dans le mois, nous avons ensuite chercher à réaliser partie des profits en revenant sur les obligations souveraines. La sélection de véhicules d'investissements a eu un impact défavorable en raison de la sous-performance du support investi en PME-ETI face à l'indice contre lequel il est positionné (MSCI Euro Micro Capitalisations). Le fonds investi en valeurs de croissance européennes d'Allianz sous-performe également. Celui-ci a de nouveau souffert de la hausse des taux d'intérêts, qui se traduit par des valorisations actuelles de résultats à venir moins attractives pour les segments de marché dans lesquels il opère.

Perspectives

L'environnement macroéconomique qui se dessine pour les prochains mois, en particulier dans la zone euro, ne plaide pas, à première vue, pour une poursuite de la progression des actions : aux risques baissiers sur la croissance et au durcissement des politiques monétaires viennent en effet s'ajouter des inquiétudes sur les marges des entreprises (qui se situent à des niveaux historiquement élevés) en lien avec la hausse des coûts des intrants et des pressions haussières sur les salaires.

Pourtant, les résultats des entreprises se sont révélés plutôt porteurs jusqu'à présent et les indications données par les entreprises sont restées favorables. Les attentes sur les marges commencent à s'infléchir aux Etats-Unis et elles ont continué à progresser pour les entreprises européennes. Les perspectives bénéficiaires restent bien orientées pour plusieurs secteurs (et pas seulement l'énergie). Les prochains mois devraient, selon nous, voir davantage de révisions à la baisse de la part des analystes financiers compte tenu du ralentissement de l'activité économique.

Toutefois, la dynamique interne des marchés mesurée par nos instruments quantitatifs dans une approche « bottom-up » ne paraît pas si dégradée. Par ailleurs, notre indicateur de température des marchés, qui agrège notamment des éléments sur le positionnement des investisseurs et les configurations techniques sur les indices boursiers, envoie fin août un signal neutre (tout en prenant en compte la saisonnalité défavorable en septembre).

En conséquence, la neutralité sur les actions nous paraît, à l'heure actuelle, toujours justifiée. Nous privilégions les marchés japonais et chinois au détriment des actions de la zone euro. Sur les marchés obligataires, nous estimons que l'ajustement du niveau des taux longs n'est pas achevé, ce qui implique toujours une sous-sensibilité mais, après les brutales tensions des dernières semaines, nous avons procédé à des ajustements tactiques visant à réduire l'ampleur de cette sous-exposition, en particulier sur la zone euro (retour à la position neutre). Après la violente dégradation du marché du crédit « IG » (Investment Grade) en juillet, nous avons mis en place une surexposition sur cette classe d'actifs en euros qui reflète désormais des taux de défaut implicites très élevés. Les comportements observés fin août ont confirmé l'appétit des investisseurs pour ce segment du marché du crédit.

Septembre 2022

Appréciation de l'environnement Global

Le mois a été marqué par de nombreuses remontées des taux directeurs de la part des banques centrales laissant clairement entendre que le cycle de resserrement monétaire allait se poursuivre. Pour lutter contre une inflation très élevée, les taux directeurs vont être rapidement remontés au-dessus du taux neutre, pour passer en territoire restrictif et y rester malgré des perspectives dégradées sur la croissance, en particulier dans la zone euro.

Après avoir reculé en août, les actions mondiales ont connu des variations heurtées début septembre avant de s'inscrire sur une tendance baissière pratiquement ininterrompue et aggravée en fin de mois par la mini-tempête financière déclenchée par l'annonce du mini-budget britannique.

En sus d'ajustements de positions et d'achats à bon compte, les fragiles rebonds constatés en début de mois reflètent de timides espoirs sur la situation géopolitique et l'idée selon laquelle la récession qui se profile pourrait inciter les banques centrales à réviser leur position. Le conflit en Ukraine ne semble malheureusement pas sur le point de s'achever et les divers incidents sur les gazoducs Nord Stream au cours des dernières semaines font craindre que les économies européennes tournent au ralenti cet hiver, les problèmes d'approvisionnement en énergie et la hausse des coûts pesant lourdement sur l'activité et la confiance des agents économiques. Par ailleurs, le ton des commentaires ne laisse pas planer le doute sur les intentions des Banques centrales et les investisseurs ont semblé prendre peu à peu conscience que le ralentissement attendu ne détournera ni la Réserve fédérale américaine (Fed) ni la Banque centrale européenne (BCE) de leur lutte contre l'inflation.

Dans son rapport intermédiaire, l'OCDE a, sans surprise, revu nettement à la baisse ses prévisions de croissance par rapport à celles établies en juin dernier et affiche désormais une hausse très modeste du PIB en 2023, dans la zone euro (+0,3 %) comme aux Etats-Unis (+0,5 %). Malgré ces chiffres, l'organisation conclut que « le resserrement de la politique monétaire doit être poursuivi pour faire baisser durablement l'inflation » et qu'il s'ensuivra « sans doute une période de croissance inférieure à son niveau tendanciel afin de permettre une atténuation des contraintes de ressources ». Les investisseurs doivent à présent s'habituer à cette nouvelle réalité : moins de croissance et des taux réels plus élevés, soit un cocktail a priori peu porteur pour les actions même si les annonces, partout dans le monde, de mesures destinées à soutenir les ménages et les entreprises les plus fragiles face au choc énergétique ont pu, en partie, rassurer.

Les actions émergentes ont sous-performé en septembre en raison d'un fort recul des marchés asiatiques, en particulier Taiwan et la Chine. Aux tensions diplomatiques sont venues s'ajouter les difficultés accrues de l'économie chinoise sous l'effet du durcissement des mesures anti-Covid. Au sein des marchés développés, les indices américains ont sous-performé, pénalisés par les difficultés des valeurs de croissance liées à la nette remontée des taux réels. Les actions japonaises, qui avaient résisté jusqu'à fin août, ont enregistré une baisse en septembre malgré les perspectives d'amélioration de la demande intérieure après la levée des restrictions sanitaires. Les secteurs exposés à l'exportation ont pâti des craintes sur la croissance mondiale. Les indices européens ont moins régressé que leurs homologues au cours du mois, soutenus par le recul de l'euro. Au niveau mondial, la baisse a été généralisée mais les secteurs défensifs (santé, consommation non cyclique) et les valeurs financières ont surperformé. A contrario, les secteurs cycliques, en particulier la technologie, affichent les reculs les plus importants.

Enfin les obligations ont de nouveau été nettement affectées par les tensions observées sur les taux d'intérêt.

Gestion

La plupart des grandes familles d'actifs sont de nouveau en baisse au cours de septembre, en conséquence la performance du portefeuille s'inscrit en territoire négatif. Le fonds est en retrait face à son indice de référence du fait d'effets négatifs d'allocation et de sélection. Le choix de privilégier les valeurs japonaises et émergentes face aux actions européennes n'a pas été pertinent. La sélection de fonds a de nouveau souffert du produit investi en actions européennes liées au style dit de croissance (Allianz Europe Equity Growth), du fait de la hausse des taux d'intérêt qui réduit l'attractivité de ce type de compagnies. En termes de mouvements le portefeuille a accru la part des obligations d'entreprises privées de bonnes notations et émises en Euro. Les primes de risques demandées par les investisseurs sur ces emprunts ont considérablement augmenté dans la période récente en lien avec la décreue observée sur les actifs risqués. Il en résulte un niveau de rendement attractif contre dettes souveraines. Aussi les taux de défauts implicites nous semblent trop marqués face à la solidité financière des entreprises. Nous avons introduit Bnp Paribas Funds Euro Corporate Bond et Lazard Credit Fi Sri dans le portefeuille. Plus tard dans le mois, les discours ou actions de la Reserve Fédérale aux Etats Unis et de la Banque Centrale Européenne en Zone Euro ont surpris les investisseurs qui se positionnaient davantage pour des propos plus accommodants de leurs parts. L'inflation reste en effet un sujet prédominant pour les grands argentiers. Il s'en est suivi un vif mouvement de hausse des taux d'intérêts. Nous avons donc décidé de revenir sur les obligations souveraines afin de réaliser partie des gains réalisés au travers de la sous-pondération que nous avons initié à l'encontre de ces dernières. Ce mouvement a été opéré au travers du rachat total de la position vendeuse sur contrats dérivés portant sur la dette des Etats-Unis.

AVIVA PERSPECTIVE 2036-2040

Perspectives

L'économie mondiale est confrontée à un ralentissement plus fort que prévu dans un contexte d'inflation généralisée qui contraint les banques centrales à agir vite pour rééquilibrer une offre défailante avec une demande toujours très soutenue, y compris sur le marché du travail. La prise de conscience de cette nouvelle réalité a entretenu la nervosité des investisseurs comme en témoignent les violentes réactions des actions et des obligations après la publication de l'inflation aux Etats-Unis et l'annonce du mini-budget au Royaume-Uni impliquant un creusement du déficit budgétaire.

Conformément au schéma observé depuis le début de l'année, les tensions sur les rendements obligataires ont déclenché la chute des actions à ces deux occasions. Toutefois, les ajustements prévisibles, à la baisse, des perspectives bénéficiaires face au risque de récession pourraient peser plus directement sur les actions dans les prochaines semaines comme l'ont fait les premiers avertissements sur résultats en septembre. Cette perspective réduit l'attractivité des actions, et ce même après leur récent recul qui pourrait les faire apparaître plus accessibles en termes de valorisation. Toutefois, les entreprises affichent encore des fondamentaux solides et leur situation dépendra de leur capacité à faire passer la hausse de leurs coûts de production à leurs clients. Une grande sélectivité sur les actions s'impose donc. En termes de grandes zones, nous privilégions l'Asie (Chine mais aussi Japon où nous avons procédé à une prise partielle de bénéfices) au détriment des actions de la zone euro qui pourraient pâtir du ralentissement de l'activité cet hiver et du resserrement monétaire. Un rebond technique peut être observé compte tenu du positionnement extrêmement prudent des investisseurs et pourrait être alimenté par des liquidations de positions vendeuses (short squeeze). Compte tenu des niveaux atteints par les rendements obligataires, il nous est apparu opportun de revenir à la neutralité après une longue période de sous-sensibilité de la poche obligataire. Nous conservons une exposition au crédit européen de qualité. Les niveaux atteints par les primes de risques (spreads de crédit) dans la phase de stress de marché nous semblent anticiper un taux de défaut trop élevé au regard de la solidité financière des entreprises.

Performances

La performance annuelle s'élève à -20.71 %.

La performance du fonds maître BNP Paribas Génération 2036-40 s'élève -19.79 % pour la part X.

La performance passée ne préjuge pas des résultats futurs de l'OPC.

Changements intervenus au cours de l'exercice

01/01/22 : Mise en conformité avec le règlement Taxonomie et modification du Règlement SFDR ; Mise à jour de la pondération des indices.

Tableaux des frais totaux fonds maître/fonds nourricier

Détail frais totaux (frais directs et indirects)				
		% frais directs	% frais indirects	
	AVIVA PERSPECTIVE 2036-2040	AVIVA PERSPECTIVE 2036-2040 [Classic, C]	1,15%	0,80%
	BNP Paribas Génération 2036-40	BNP Paribas Génération 2036-40 [X, C]	0,06%	0,74%
<i>Le rapport annuel du fonds maître est disponible sur demande auprès de la société de gestion.</i>				
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France - Service Client - TSA 47000 - 75318 Paris Cedex 09				

Opérations de financement sur titres en application du Règlement SFTR

L'OPC n'est pas concerné par les instruments SFTR au cours de l'exercice.

DEONTOLOGIE

Instruments financiers du Groupe détenus dans l'OPC

Cette information figure dans l'annexe du rapport annuel – Complément d'information.

* * *

Les principaux mouvements du portefeuille sont disponibles sur demande auprès de la société de gestion.
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France – Servie Client – TSA 47000 – 75318 Paris Cedex 09

* * *

Dans le cadre de la gestion des Placements Collectifs, des frais de transaction sont facturés à l'occasion des opérations portant sur les instruments financiers (achats et ventes de titres, pensions, futures, swaps).

* * *

Transparence de la promotion des caractéristiques environnementales ou sociales et des investissements durables

I - Démarche de BNP Paribas Asset Management

BNP Paribas Asset Management met à disposition des investisseurs sur son site internet sa politique relative à l'intégration des risques en matière de durabilité dans les processus de prise de décision en matière d'investissement conformément à l'article 3 du règlement 2019/2088 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (SFDR).

En complément, et conformément à l'article L533-22-1 du Code monétaire et financier BNP Paribas Asset Management mettra à la disposition des souscripteurs et du public un document retraçant sa politique sur la prise en compte dans sa stratégie d'investissement des critères environnementaux, sociaux et de qualité de gouvernance et des moyens mis en œuvre pour contribuer à la transition énergétique et écologique ainsi qu'une stratégie de mise en œuvre de cette politique. Ces éléments d'information s'inscriront dans le cadre de la transparence d'informations requises s'agissant des incidences négatives en matière de durabilité et disponibles sur le site internet de la société de gestion conformément à l'article 4 du règlement SFDR.

Le règlement SFDR établit en effet des règles de transparence et de fourniture d'informations en matière de durabilité.

En complément du règlement SFDR, le règlement 2020/852 du Parlement Européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement SFDR (Règlement Taxonomie) a pour objectif d'établir les critères permettant de déterminer si une activité économique est considérée comme durable sur le plan environnemental.

La taxonomie européenne est ainsi un système de classification établissant une liste d'activités économiques durables sur le plan environnemental.

Les activités économiques qui ne sont pas reconnues par le Règlement Taxonomie, ne sont pas nécessairement nuisibles à l'environnement ou non durables. Par ailleurs, d'autres activités pouvant apporter une contribution substantielle aux objectifs environnementaux et sociaux ne font pas encore nécessairement partie du Règlement Taxonomie.

A ce jour, la démarche générale de prise en compte des critères sociaux, environnementaux et de gouvernance (ESG) de BNP Paribas Asset Management est indiquée sur notre site web : [En tant qu'investisseur - BNPP AM Global FR site \(bnpparibas-am.com\)](https://www.bnpparibas-am.com)

Pour BNP Paribas Asset Management l'investissement responsable repose sur six piliers. Les quatre premiers piliers contribuent à l'amélioration de nos pratiques de gestion, et ce notamment via des idées d'investissement nouvelles, l'optimisation de la composition de nos portefeuilles, la maîtrise des risques, et l'exercice de notre influence sur les entreprises et les différents marchés dans lesquels nous investissons.

Intégration ESG :

Nos analystes et gérants prennent en compte de manière systématique les facteurs ESG les plus pertinents et ce quel que soit le processus d'investissement. Nos directives et notre politique d'intégration ESG s'appliquent à tous nos processus d'investissement (et donc aux fonds, mandats et fonds thématiques). Cependant, elles ne sont pas toutes applicables aux fonds indiciels, aux fonds négociés en bourse (ETFs) et à certaines exceptions au processus de gestion spécifique. Conformément aux convictions de BNP Paribas Asset Management, cette démarche nous permet d'identifier des risques et des opportunités dont les autres acteurs du marché n'ont pas nécessairement connaissance, ce qui peut nous apporter un avantage comparatif. Le processus d'intégration des facteurs ESG est guidé par des principes communs formels. Depuis 2020, chaque processus d'investissement - et par définition, toute stratégie d'investissement éligible - a été examiné et approuvé par un comité de validation ESG.

Vote, dialogue et engagement :

Nous investissons de manière réfléchie et nous avons établi des directives détaillées en matière de vote sur un certain nombre d'enjeux ESG. De plus, nous pensons qu'un dialogue renforcé avec les émetteurs peut améliorer nos processus d'investissement et nous permettre de mieux maîtriser les risques sur le long terme. Nos gérants ainsi que nos experts du Sustainability Centre de BNP Paribas Asset Management dialoguent avec les entreprises dans lesquelles nous investissons, avec pour objectif de les inciter à adopter des pratiques responsables et respectueuses de l'environnement.

De plus, nous avons pour objectif de rencontrer fréquemment les pouvoirs publics afin de discuter des moyens mis en œuvre dans la lutte contre le réchauffement climatique. Notre gouvernance et politique de vote est disponible ici : [9EF0EE98-5C98-4D45-8B3C-7C1AD4C0358A \(bnpparibas-am.com\)](https://9EF0EE98-5C98-4D45-8B3C-7C1AD4C0358A.bnpparibas-am.com)

Conduite responsable des entreprises et exclusions sectorielles :

BNP Paribas Asset Management applique ainsi, pour tous ses investissements, des exclusions ESG fondées sur les 10 principes du Pacte Mondial des Nations Unies. Cadre de référence universel d'évaluation des entreprises et applicable à l'ensemble des secteurs industriels, le Pacte Mondial s'appuie sur des conventions internationales portant sur les domaines du respect des droits de l'Homme, des droits du travail, de l'environnement et sur la lutte contre la corruption.

En complément des principes du Pacte mondial des Nations Unies, BNP Paribas Asset Management applique les lignes directrices de l'OCDE pour les entreprises. Des standards ESG spécifiques que doivent respecter les entreprises opérant dans certains secteurs sensibles en matière d'impacts sociaux et environnementaux.

Ils sont définis au sein de politiques sectorielles qui concernent, à ce jour, l'huile de palme, la pâte à papier, le charbon, l'énergie nucléaire, les armes controversées, le pétrole & gaz non conventionnels, l'exploitation minière, l'amiante, l'agriculture et le tabac. Le non-respect des standards ESG définis par BNP Paribas Asset Management conduit à l'exclusion des sociétés du périmètre d'investissement. Enfin, conformément à la réglementation, certains domaines comme celui des armes controversées (mines anti personnelles et armes à fragmentation) sont proscrits de tout investissement.

La politique de Conduite Responsable des Entreprises de BNPP AM et ses différentes composantes sont disponibles ici: *Code de Conduite Responsable et Exclusions sectorielles*

Une vision prospective :

Nous pensons que trois points clés sous-tendent un système économique plus durable et plus inclusif : la transition énergétique, la protection de l'environnement et l'égalité. Nous avons défini un ensemble d'objectifs et mis au point des indicateurs de performance pour mesurer comment nous alignons notre recherche, nos portefeuilles et notre engagement auprès des entreprises et des pouvoirs publics sur ces trois enjeux, les « 3E ».

Gamme d'OPC avec une approche extra-financière renforcée

Une partie de notre gamme intègre les quatre piliers fondamentaux de notre approche durable en y ajoutant : les stratégies « ESG renforcé » qui regroupent les fonds multi-facteurs, best-in-class et les fonds labélisés ; les stratégies « thématiques », pour investir dans les entreprises qui fournissent des produits et services offrant des solutions concrètes aux défis environnementaux et/ou sociaux et, enfin, les stratégies « à impact » pour générer, en plus de la performance financière, un impact environnemental et/ou social intentionnel, positif et mesurable.

AVIVA PERSPECTIVE 2036-2040

Notre démarche RSE

En tant qu'investisseur durable, nos pratiques doivent égaler, voire dépasser, les standards que nous attendons des entités dans lesquelles nous investissons. Nous intégrons ainsi le développement durable dans nos activités opérationnelles et citoyennes avec pour priorité : l'égalité femme/homme au sein de nos effectifs, la réduction de nos déchets et de nos émissions de CO2 ainsi qu'œuvrer pour l'inclusion des jeunes.

Les résultats de notre démarche durable sont résumés dans notre rapport extra-financier disponible sur notre site internet : Rapport Sustainability 2020 - BNP Paribas Asset Management (bnpparibas-am.com)

II - Stratégie d'investissement du Fonds

Dans le cadre de la stratégie d'investissement mise en œuvre, le Fonds ne promeut pas de caractéristiques environnementales et/ou sociales et de gouvernance ni n'a pour objectif l'investissement durable au sens des articles 8 et 9 du règlement SFDR.

Les investissements du Fonds ne prennent pas en compte les critères de l'Union européenne en matière d'activités économiques durables sur le plan environnemental établis par le Règlement Taxonomie

* * *

INFORMATIONS SUR LA POLITIQUE DE REMUNERATION EN VIGUEUR AU SEIN DE LA SOCIETE DE GESTION

Éléments qualitatifs de rémunération

L'information sur la politique de rémunération, applicable durant l'exercice comptable 2021, est disponible sur demande formulée auprès de la société de gestion : BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France - TSA 47000 -75318 Paris cedex 09. Des informations descriptives de la politique de rémunération de la société de gestion sont également disponibles sur le site internet <http://www.bnpparibas-am.com/fr/politique-de-remuneration/>.

Éléments quantitatifs de rémunération

Ci-dessous, les informations quantitatives sur les rémunérations, telles qu'elles sont requises par l'article 22 de la directive AIFM (Directive 2011/61/UE du 8 juin 2011) et par l'article 69-3 de la directive OPCVM V (Directive 2014/91/UE du 23 juillet 2014), dans un format conforme aux préconisations de l'association de Place AFG (Association Française de Gestion)¹.

Rémunérations agrégées des collaborateurs de BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France (« BNPP AM France ») (art 22-2-e de la directive AIFM et art 69-3 (a) de la directive OPCVM V):

	Nombre de collaborateurs	Rémunération Totale (k EUR) (fixe + variable)	Dont rémunération variable totale (k EUR)
Ensemble des collaborateurs de BNPP AM France ²	834	98,575	31,287

¹ NB : les montants de rémunération ci-dessus ne sont pas directement réconciliables avec les données comptables de l'année, car ils reflètent des montants attribués, sur la base du périmètre des effectifs à la clôture de la campagne annuelle de rémunération variable, en mai 2021. Ainsi, par exemple, ces montants incluent toutes les rémunérations variables attribuées lors de cette campagne, qu'ils soient différés ou non, et que les collaborateurs soient finalement restés dans l'entreprise ou non.

² Outre ces effectifs et les montants correspondants, il faut noter les

- 5 collaborateurs de la succursale autrichienne, dont 1 a le statut d'« Identified Staff », et dont la rémunération totale et la rémunération variable totale s'élèvent respectivement en 2020 à 774 K EUR et 242 K EUR;
- 20 collaborateurs de la succursale allemande, dont 1 a le statut d'« Identified Staff », et dont la rémunération totale et la rémunération variable totale s'élèvent respectivement en 2020 à 3,774 K EUR et 1,067 K EUR.
- 53 collaborateurs de la succursale italienne, dont 2 ont le statut d'« Identified Staff », et dont la rémunération totale et la rémunération variable totale s'élèvent respectivement en 2020 à 5,625 K EUR et 1,409 K EUR.
- 83 collaborateurs de la succursale néerlandaise, dont 20 ont le statut d'« Identified Staff », et dont la rémunération totale et la rémunération variable totale s'élèvent respectivement en 2020 à 11,055 K EUR et 2,463 K EUR.

AVIVA PERSPECTIVE 2036-2040

Rémunérations agrégées des collaborateurs de BNPP AM France dont l'activité a un impact significatif sur le profil de risque et sont donc « Collaborateurs Régulés »³ (art 22-2-f de la directive AIFM et art 69-3 (b) de la directive OPCVM V):

Secteur d'Activité	Nombre de collaborateurs	Rémunération Totale (k EUR)
Collaborateurs Régulés employés de BNPP AM France :	163	31,625
<i>dont gérants de Fonds d'Investissement Alternatifs / d'OPCVM / gérants de mandats européens</i>	151	28,553

Autres informations :

- **Nombre de fonds FIA et OPCVM sous gestion de BNPP AM France :**

	Nombre de fonds (31.12.2021)	En-cours géré (milliards d'Euros) au 31.12.2021
OPCVM	204	90
Fonds d'Investissement Alternatifs	317	51

- En 2021, 60 k EUR ont été versés, au titre du « carried interests » (intéressement aux plus values) aux collaborateurs de BNPP AM France présents au 31.12.2021.
- Sous la supervision du comité de rémunération de BNP Paribas Asset Management Holding et de son conseil d'administration, un audit indépendant et centralisé de la politique globale de rémunération de BNP Paribas Asset Management, et de sa mise en œuvre au cours de l'exercice 2020/2021, a été réalisé entre mai et juillet 2021. Les résultats de cet audit, qui a couvert les entités de BNP Paribas Asset Management titulaires d'une licence AIFM et/ou OPCVM, ont donné lieu à la cotation « Satisfaisant » (soit la meilleure cotation sur quatre possibles) soulignant ainsi la solidité du dispositif en place, notamment lors de ses étapes clefs : identification des collaborateurs régulés, cohérence du lien performance-rémunération, application des règles de différés obligatoires, mise en œuvre des mécanismes d'indexation et de différés. Une recommandation -sans caractère d'alerte- a été émise en 2021, certains collaborateurs régulés n'ayant pas systématiquement d'objectifs quantitatifs assignés, et la documentation de la pondération relative des objectifs quantitatifs et qualitatifs nécessitant parfois d'être améliorée.
- Des informations supplémentaires sur la détermination de la rémunération variable et sur ces instruments de rémunération différée, sont fournies dans la description de la politique de rémunération, publiée sur le site internet de la société

* * *

INFORMATION SUR LA POLITIQUE DE SELECTION ET D'ÉVALUATION DES SERVICES D'AIDE A LA DECISION D'INVESTISSEMENT ET D'EXECUTION D'ORDRES

L'information sur la politique de sélection et d'évaluation des entités qui fournissent les services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres de BNP Paribas Asset Management France est disponible sur le site www.bnpparibas-am.fr.

* * *

COMPTE RENDU RELATIF AUX FRAIS D'INTERMEDIATION

Le dernier compte rendu relatif aux frais d'intermédiation est disponible sur le site www.bnpparibas-am.fr.

³ La liste des collaborateurs régulés est déterminée au vu de la revue conduite en fin d'année.

AVIVA PERSPECTIVE 2036-2040

* * *

POLITIQUE DE BEST SELECTION ET BEST EXECUTION DE BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT FRANCE (BNPP AM FRANCE)

La politique de sélection et d'exécution est disponible sur le site www.bnpparibas-am.fr.

* * *

La politique de vote est disponible sur le site www.bnpparibas-am.fr.

* * *

Depuis le 24 février 2022, nous sommes très attentifs aux conséquences du conflit entre la Russie et l'Ukraine. Nous suivons de très près les évolutions en termes de risques de marché et financiers afin de prendre toutes mesures utiles dans l'intérêt des porteurs de parts (ou actionnaires).

* * *



AVIVA PERSPECTIVE 2036-2040

**RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX COMPTES
SUR LES COMPTES ANNUELS
Exercice clos le 30 septembre 2022**



**RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX COMPTES
SUR LES COMPTES ANNUELS
Exercice clos le 30 septembre 2022**

AVIVA PERSPECTIVE 2036-2040
OPCVM CONSTITUE SOUS FORME DE FONDS COMMUN DE PLACEMENT
NOURRICIER
Régé par le Code monétaire et financier

Société de gestion
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France
14, rue Bergère
75009 PARIS

Opinion

En exécution de la mission qui nous a été confiée par la société de gestion, nous avons effectué l'audit des comptes annuels de l'OPCVM constitué sous forme de fonds commun de placement nourricier AVIVA PERSPECTIVE 2036-2040 relatifs à l'exercice clos le 30 septembre 2022, tels qu'ils sont joints au présent rapport.

Nous certifions que les comptes annuels sont, au regard des règles et principes comptables français, réguliers et sincères et donnent une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice écoulé ainsi que de la situation financière et du patrimoine de l'OPCVM constitué sous forme de fonds commun de placement nourricier à la fin de cet exercice.

Fondement de l'opinion

Référentiel d'audit

Nous avons effectué notre audit selon les normes d'exercice professionnel applicables en France. Nous estimons que les éléments que nous avons collectés sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion. Les responsabilités qui nous incombent en vertu de ces normes sont indiquées dans la partie « *Responsabilités du commissaire aux comptes relatives à l'audit des comptes annuels* » du présent rapport.

Indépendance

Nous avons réalisé notre mission d'audit dans le respect des règles d'indépendance prévues par le code de commerce et par le code de déontologie de la profession de commissaire aux comptes, sur la période du 01/10/2021 à la date d'émission de notre rapport.

*PricewaterhouseCoopers Audit, 63, rue de Villiers, 92208 Neuilly-sur-Seine Cedex
T: +33 (0) 1 56 57 58 59, F: +33 (0) 1 56 57 58 60, www.pwc.fr*



AVIVA PERSPECTIVE 2036-2040

Justification des appréciations

En application des dispositions des articles L.823-9 et R.823-7 du code de commerce relatives à la justification de nos appréciations, nous portons à votre connaissance que les appréciations qui, selon notre jugement professionnel ont été les plus importantes pour l'audit des comptes annuels de l'exercice, ont porté sur le caractère approprié des principes comptables appliqués ainsi que sur le caractère raisonnable des estimations significatives retenues et sur la présentation d'ensemble des comptes.

Les appréciations ainsi portées s'inscrivent dans le contexte de l'audit des comptes annuels pris dans leur ensemble et de la formation de notre opinion exprimée ci-avant. Nous n'exprimons pas d'opinion sur des éléments de ces comptes annuels pris isolément.

Vérifications spécifiques

Nous avons également procédé, conformément aux normes d'exercice professionnel applicables en France, aux vérifications spécifiques prévues par les textes légaux et réglementaires.

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur la sincérité et la concordance avec les comptes annuels des informations données dans le rapport de gestion établi par la société de gestion.

*PricewaterhouseCoopers Audit, 63, rue de Villiers, 92208 Neuilly-sur-Seine Cedex
T: +33 (0) 1 56 57 58 59, F: +33 (0) 1 56 57 58 60, www.pwc.fr*

Société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'ordre de Paris - Ile de France. Société de commissariat aux comptes membre de la compagnie régionale de Versailles. Société par Actions Simplifiée au capital de 2 510 460 €. Siège social : 63, rue de Villiers 92200 Neuilly-sur-Seine. RCS Nanterre 672 006 483. TVA n° FR 76 672 006 483. Siret 672 006 483 00362. Code APE 6920 Z. Bureaux : Bordeaux, Grenoble, Lille, Lyon, Marseille, Metz, Nantes, Nice, Paris, Poitiers, Rennes, Rouen, Strasbourg, Toulouse.



Responsabilités de la société de gestion relatives aux comptes annuels

Il appartient à la société de gestion d'établir des comptes annuels présentant une image fidèle conformément aux règles et principes comptables français ainsi que de mettre en place le contrôle interne qu'elle estime nécessaire à l'établissement de comptes annuels ne comportant pas d'anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs.

Lors de l'établissement des comptes annuels, il incombe à la société de gestion d'évaluer la capacité du fonds à poursuivre son exploitation, de présenter dans ces comptes, le cas échéant, les informations nécessaires relatives à la continuité d'exploitation et d'appliquer la convention comptable de continuité d'exploitation, sauf s'il est prévu de liquider le fonds ou de cesser son activité.

Les comptes annuels ont été établis par la société de gestion.

Responsabilités du commissaire aux comptes relatives à l'audit des comptes annuels

Objectif et démarche d'audit

Il nous appartient d'établir un rapport sur les comptes annuels. Notre objectif est d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes annuels pris dans leur ensemble ne comportent pas d'anomalies significatives. L'assurance raisonnable correspond à un niveau élevé d'assurance, sans toutefois garantir qu'un audit réalisé conformément aux normes d'exercice professionnel permet de systématiquement détecter toute anomalie significative. Les anomalies peuvent provenir de fraudes ou résulter d'erreurs et sont considérées comme significatives lorsque l'on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'elles puissent, prises individuellement ou en cumulé, influencer les décisions économiques que les utilisateurs des comptes prennent en se fondant sur ceux-ci.

Comme précisé par l'article L.823-10-1 du code de commerce, notre mission de certification des comptes ne consiste pas à garantir la viabilité ou la qualité de la gestion du fonds.

Dans le cadre d'un audit réalisé conformément aux normes d'exercice professionnel applicables en France, le commissaire aux comptes exerce son jugement professionnel tout au long de cet audit. En outre :

- il identifie et évalue les risques que les comptes annuels comportent des anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs, définit et met en œuvre des procédures d'audit face à ces risques, et recueille des éléments qu'il estime suffisants et appropriés pour fonder son opinion. Le risque de non-détection d'une anomalie significative provenant d'une fraude est plus élevé que celui d'une anomalie significative résultant d'une erreur, car la fraude peut impliquer la collusion, la falsification, les omissions volontaires, les fausses déclarations ou le contournement du contrôle interne ;

*PricewaterhouseCoopers Audit, 63, rue de Villiers, 92208 Neuilly-sur-Seine Cedex
T: +33 (0) 1 56 57 58 59, F: +33 (0) 1 56 57 58 60, www.pwc.fr*

- il prend connaissance du contrôle interne pertinent pour l'audit afin de définir des procédures d'audit appropriées en la circonstance, et non dans le but d'exprimer une opinion sur l'efficacité du contrôle interne ;
- il apprécie le caractère approprié des méthodes comptables retenues et le caractère raisonnable des estimations comptables faites par la société de gestion, ainsi que les informations les concernant fournies dans les comptes annuels ;
- il apprécie le caractère approprié de l'application par la société de gestion de la convention comptable de continuité d'exploitation et, selon les éléments collectés, l'existence ou non d'une incertitude significative liée à des événements ou à des circonstances susceptibles de mettre en cause la capacité du fonds à poursuivre son exploitation. Cette appréciation s'appuie sur les éléments collectés jusqu'à la date de son rapport, étant toutefois rappelé que des circonstances ou événements ultérieurs pourraient mettre en cause la continuité d'exploitation. S'il conclut à l'existence d'une incertitude significative, il attire l'attention des lecteurs de son rapport sur les informations fournies dans les comptes annuels au sujet de cette incertitude ou, si ces informations ne sont pas fournies ou ne sont pas pertinentes, il formule une certification avec réserve ou un refus de certifier ;
- il apprécie la présentation d'ensemble des comptes annuels et évalue si les comptes annuels reflètent les opérations et événements sous-jacents de manière à en donner une image fidèle.

Neuilly sur Seine, date de la signature électronique

Document authentifié par signature électronique
Le commissaire aux comptes
PricewaterhouseCoopers Audit
Amaury Couplez

2023.01.10 17:48:54 +0100



Bilan actif

	Exercice 30/09/2022	Exercice 30/09/2021
Dépôts	-	-
Instruments financiers	28,544,231.79	34,699,179.79
Titres d'organismes de placement collectif	28,544,231.79	34,699,179.79
OPC Maître	28,544,231.79	34,699,179.79
Opérations temporaires sur titres	-	-
Autres opérations temporaires	-	-
Instruments financiers à terme	-	-
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
Autres opérations	-	-
Créances	-	-
Opérations de change à terme de devises	-	-
Autres	-	-
Comptes financiers	4,139.01	34,952.72
Liquidités	4,139.01	34,952.72
TOTAL DE L'ACTIF	28,548,370.80	34,734,132.51

Bilan passif

	Exercice 30/09/2022	Exercice 30/09/2021
Capitaux propres	-	-
Capital	28,506,802.84	34,457,537.67
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées (a)	-	-
Report à nouveau (a)	-	-
Plus et moins-values nettes de l'exercice (a,b)	404,976.63	625,098.92
Résultat de l'exercice (a,b)	-392,038.80	-382,327.75
Total capitaux propres (= Montant représentatif de l'actif net)	28,519,740.67	34,700,308.84
Instruments financiers	-	-
Opérations de cession sur instruments financiers	-	-
Opérations temporaires sur titres	-	-
Dettes représentatives de titres donnés en pension	-	-
Dettes représentatives de titres empruntés	-	-
Autres opérations temporaires	-	-
Instruments financiers à terme	-	-
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
Autres opérations	-	-
Dettes	28,630.13	33,823.67
Opérations de change à terme de devises	-	-
Autres	28,630.13	33,823.67
Comptes financiers	-	-
Concours bancaires courants	-	-
Emprunts	-	-
TOTAL DU PASSIF	28,548,370.80	34,734,132.51

(a) Y compris comptes de régularisations.

(b) Diminués des acomptes versés au titre de l'exercice.

Hors-bilan

	Exercice 30/09/2022	Exercice 30/09/2021
Opérations de couverture		
Engagements sur marchés réglementés ou assimilés		
Engagements de gré à gré		
Autres engagements		
Autres opérations		
Engagements sur marchés réglementés ou assimilés		
Engagements de gré à gré		
Autres engagements		

Compte de résultat

	Exercice 30/09/2022	Exercice 30/09/2021
Produits sur opérations financières	-	-
Produits sur actions et valeurs assimilées	-	-
Produits sur obligations et valeurs assimilées	-	-
Produits sur titres de créances	-	-
Produits sur acquisitions et cessions temporaires de titres	-	-
Produits sur instruments financiers à terme	-	-
Produits sur dépôts et sur comptes financiers	-	-
Produits sur prêts	-	-
Autres produits financiers	-	-
TOTAL I	-	-
Charges sur opérations financières	-	-
Charges sur acquisitions et cessions temporaires de titres	-	-
Charges sur instruments financiers à terme	-	-
Charges sur dettes financières	-111.44	-132.20
Autres charges financières	-	-
TOTAL II	-111.44	-132.20
Résultat sur opérations financières (I + II)	-111.44	-132.20
Autres produits (III)	-	-
Frais de gestion et dotations aux amortissements (IV)	-386,959.95	-387,245.04
Résultat net de l'exercice (I + II + III + IV)	-387,071.39	-387,377.24
Régularisation des revenus de l'exercice (V)	-4,967.41	5,049.49
Acomptes sur résultat versés au titre de l'exercice (VI)	-	-
Résultat (I + II + III + IV + V + VI)	-392,038.80	-382,327.75

Règles et Méthodes Comptables

Les comptes annuels sont présentés sous la forme prévue par le règlement ANC n° 2014-01 du 14 Janvier 2014, modifié.

La devise de comptabilité est l'Euro.

Toutes les valeurs mobilières qui composent le portefeuille ont été comptabilisées au coût historique, frais exclus.

Les titres et instruments financiers à terme ferme et conditionnel détenus en portefeuille libellés en devises sont convertis dans la devise de comptabilité sur la base des taux de change relevés à Paris au jour de l'évaluation.

Le portefeuille est évalué lors de chaque valeur liquidative et lors de l'arrêté des comptes selon les méthodes suivantes :

Valeurs mobilières

Les O.P.C. : à la dernière valeur liquidative connue, à défaut à la dernière valeur estimée. Les valeurs liquidatives des titres d'organismes de placements collectifs étrangers valorisant sur une base mensuelle, sont confirmées par les administrateurs de fonds. Les valorisations sont mises à jour de façon hebdomadaire sur la base d'estimations communiquées par les administrateurs de ces OPC et validées par le gérant.

Frais de gestion financière et frais administratifs externes à la société de gestion

- 1.15 % TTC maximum

La dotation est calculée sur la base de l'actif net, OPC inclus. Ces frais, n'incluant pas les frais de transaction, seront directement imputés au compte de résultat du Fonds.

Ces frais recouvrent tous les frais facturés à l'OPC, à l'exception des frais de transaction. Les frais de transactions incluent les frais d'intermédiaires (courtage, impôts de bourse...) et la commission de mouvement, le cas échéant, qui peut être perçue notamment par le dépositaire et la société de gestion.

Frais de recherche

Néant

Commission de surperformance

Néant

Rétrocession de frais de gestion

Néant

Méthode de comptabilisation des intérêts

Intérêts encaissés

Affectation des résultats réalisés

Capitalisation

Affectation des plus-values nettes réalisées

Capitalisation

Changements affectant le fonds

Néant

Evolution de l'actif net

	Exercice 30/09/2022	Exercice 30/09/2021
Actif net en début d'exercice	34,700,308.84	28,823,586.57
Souscriptions (y compris les commissions de souscription acquises à l'O.P.C.)	5,043,492.57	4,381,083.49
Rachats (sous déduction des commissions de rachat acquises à l'O.P.C.)	-3,799,514.04	-4,810,284.87
Plus-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	396,969.46	631,509.65
Moins-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	-	-134.16
Plus-values réalisées sur instruments financiers à terme	-	-
Moins-values réalisées sur instruments financiers à terme	-	-
Frais de transaction	-	-
Différences de change	-	-
Variation de la différence d'estimation des dépôts et instruments financiers :	-7,434,444.77	6,061,925.40
Différence d'estimation exercice N	-1,252,000.23	6,182,444.54
Différence d'estimation exercice N-1	-6,182,444.54	-120,519.14
Variation de la différence d'estimation des instruments financiers à terme :	-	-
Différence d'estimation exercice N	-	-
Différence d'estimation exercice N-1	-	-
Distribution de l'exercice antérieur sur plus et moins-values nettes	-	-
Distribution de l'exercice antérieur sur résultat	-	-
Résultat net de l'exercice avant compte de régularisation	-387,071.39	-387,377.24
Acompte(s) versé(s) au cours de l'exercice sur plus et moins-values nettes	-	-
Acompte(s) versé(s) au cours de l'exercice sur résultat	-	-
Autres éléments	-	-
Actif net en fin d'exercice	28,519,740.67	34,700,308.84

Complément d'information 1

	Exercice 30/09/2022
Engagements reçus ou donnés	
Engagements reçus ou donnés (garantie de capital ou autres engagements) (*)	-
Valeur actuelle des instruments financiers inscrits en portefeuille constitutifs de dépôts de garantie	
Instruments financiers reçus en garantie et non inscrits au bilan	-
Instruments financiers donnés en garantie et maintenus dans leur poste d'origine	-
Instruments financiers en portefeuille émis par le prestataire ou les entités de son groupe	
Dépôts	-
Actions	-
Titres de taux	-
OPC	28,544,231.79
Acquisitions et cessions temporaires sur titres	-
Swaps (en nominal)	-
Valeur actuelle des instruments financiers faisant l'objet d'une acquisition temporaire	
Titres acquis à réméré	-
Titres pris en pension	-
Titres empruntés	-

(*) Pour les OPC garantis, l'information figure dans les règles et méthodes comptables.

Complément d'information 2

	Exercice 30/09/2022	
Emissions et rachats pendant l'exercice comptable		
	Nombre de titres	
Catégorie de classe CLASSIC (Devise: EUR)		
Nombre de titres émis	42,883.0000	
Nombre de titres rachetés	32,498.0000	
Commissions de souscription et/ou de rachat		
	Montant (EUR)	
Commissions de souscription acquises à l'OPC	-	
Commissions de rachat acquises à l'OPC	-	
Commissions de souscription perçues et rétrocédées	-	
Commissions de rachat perçues et rétrocédées	-	
Frais de gestion		
	Montant (EUR)	% de l'actif net moyen
Catégorie de classe CLASSIC (Devise: EUR)		
Frais de gestion et de fonctionnement (*)	386,959.95	1.15
Commissions de surperformance	-	-
Autres frais	-	-
Rétrocessions de frais de gestion (toutes parts confondues)		
	-	

(*) Pour les OPC dont la durée d'exercice n'est pas égale à 12 mois, le pourcentage de l'actif net moyen correspond au taux moyen annualisé.

Ventilation par nature des créances et dettes

	Exercice 30/09/2022
Ventilation par nature des créances	
Avoir fiscal à récupérer	
Déposit euros	
Déposit autres devises	
Collatéraux espèces	
Valorisation des achats de devises à terme	
Contrevaleur des ventes à terme	
Autres débiteurs divers	
Coupons à recevoir	
TOTAL DES CREANCES	
Ventilation par nature des dettes	
Déposit euros	
Déposit autres devises	
Collatéraux espèces	
Provision charges d'emprunts	
Valorisation des ventes de devises à terme	
Contrevaleur des achats à terme	
Frais et charges non encore payés	28,630.13
Autres créditeurs divers	
Provision pour risque des liquidités de marché	
TOTAL DES DETTES	28,630.13

Ventilation par nature juridique ou économique d'instrument

	Exercice 30/09/2022
Hors-bilan	
Opérations de couverture	
Taux	-
Actions	-
Autres	-
Autres opérations	
Taux	-
Actions	-
Autres	-

Ventilation par nature de taux des postes d'actif, de passif et de hors-bilan

	Taux fixe	Taux variable	Taux révisable	Autres
Hors-bilan				
Opérations de couverture	-	-	-	-
Autres opérations	-	-	-	-

Ventilation par maturité résiduelle des postes d'actif, de passif et de hors-bilan

	[0 - 3 mois]]3 mois - 1 an]]1 - 3 ans]]3 - 5 ans]	> 5 ans
Hors-bilan					
Opérations de couverture	-	-	-	-	-
Autres opérations	-	-	-	-	-

Ventilation par devise de cotation des postes d'actif, de passif et de hors-bilan

	Devise
Actif	Néant
OPC Maitre	-
Opérations temporaires sur titres	-
Autres instruments financiers	-
Créances	-
Comptes financiers	-
Passif	Néant
Opérations temporaires sur titres	-
Dettes	-
Comptes financiers	-
Hors-bilan	Néant
Opérations de couverture	-
Autres opérations	-

Au 30 Septembre 2022, le portefeuille ne détient que des instruments financiers libellés en devise de référence de la comptabilité.

Affectation des résultats

Catégorie de classe CLASSIC (Devise: EUR)

Tableau d'affectation des sommes distribuables afférentes au résultat

	Exercice 30/09/2022	Exercice 30/09/2021
Sommes restant à affecter		
Report à nouveau	-	-
Résultat	-392,038.80	-382,327.75
Total	-392,038.80	-382,327.75
Affectation		
Distribution	-	-
Report à nouveau de l'exercice	-	-
Capitalisation	-392,038.80	-382,327.75
Total	-392,038.80	-382,327.75
Information relative aux titres ouvrant droit à distribution		
Nombre de titres	-	-
Distribution unitaire	-	-
Crédits d'impôt et avoirs fiscaux attachés à la distribution du résultat		
Montant global des crédits d'impôt et avoirs fiscaux:		
provenant de l'exercice	-	-
provenant de l'exercice N-1	-	-
provenant de l'exercice N-2	-	-
provenant de l'exercice N-3	-	-
provenant de l'exercice N-4	-	-

Tableau d'affectation des sommes distribuables afférentes aux plus et moins-values nettes

	Exercice 30/09/2022	Exercice 30/09/2021
Sommes restant à affecter		
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées	-	-
Plus et moins-values nettes de l'exercice	404,976.63	625,098.92
Acomptes versés sur plus et moins-values nettes de l'exercice	-	-
Total	404,976.63	625,098.92
Affectation		
Distribution	-	-
Plus et moins-values nettes non distribuées	-	-
Capitalisation	404,976.63	625,098.92
Total	404,976.63	625,098.92
Information relative aux titres ouvrant droit à distribution		
Nombre de titres	-	-
Distribution unitaire	-	-

Tableau des résultats et autres éléments caractéristiques au cours des cinq derniers exercices

Catégorie de classe CLASSIC (Devise: EUR)

	28/09/2018	30/09/2019	30/09/2020	30/09/2021	30/09/2022
Valeur liquidative (en EUR)					
Parts C	103.16	107.01	100.25	122.07	96.79
Actif net (en k EUR)	25,081.31	29,381.55	28,823.59	34,700.31	28,519.74
Nombre de titres					
Parts C	243,128.0000	274,565.0000	287,513.0000	284,247.0000	294,632.0000

Date de mise en paiement	28/09/2018	30/09/2019	30/09/2020	30/09/2021	30/09/2022
Distribution unitaire sur plus et moins-values nettes (y compris les acomptes) (en EUR)	-	-	-	-	-
Distribution unitaire sur résultat (y compris les acomptes) (en EUR)	-	-	-	-	-
Crédit d'impôt unitaire (*) personnes physiques (en EUR)	-	-	-	-	-
Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes (en EUR)					
Parts C	0.02	0.05	2.15	2.19	1.37
Capitalisation unitaire sur résultat (en EUR)					
Parts C	-0.96	-1.16	-1.18	-1.34	-1.33

(*) "Le crédit d'impôt unitaire est déterminé à la date du paiement en application de l'instruction fiscale du 04/03/93 (Ints.4 K-1-93). Les montants théoriques, calculés selon les règles applicables aux personnes physiques, sont ici présentés à titre indicatif. "L'instruction 4 J-2-99 du 08/11/99 précise par ailleurs que les bénéficiaires d'avoir fiscal autres que les personnes physiques calculent sous leur responsabilité le montant des avoirs fiscaux auxquels ils ont droit."

Inventaire des instruments financiers au 30 Septembre 2022

Éléments d'actifs et libellé des valeurs	Quantité	Cours	Devise cotation	Valeur actuelle	% arrondi de l'actif net
Titres d'OPC				28,544,231.79	100.09
OPCVM et FIA à vocation générale destinés aux non professionnels et équivalents d'autres pays Etats membres de l'Union européenne				28,544,231.79	100.09
BNP PARIBAS GENE 2036-2040 X	282,113.38	101.18	EUR	28,544,231.79	100.09
Créances				-	-
Dettes				-28,630.13	-0.10
Dépôts				-	-
Autres comptes financiers				4,139.01	0.01
TOTAL ACTIF NET			EUR	28,519,740.67	100.00