



**BNP PARIBAS FLEXI EUROPE  
OFFENSIF**

Rapport annuel au 30 Décembre 2022

Société de gestion : BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT FRANCE

Siège social : 1, boulevard Haussmann 75009 Paris

Dépositaire : BNP PARIBAS SA

## Sommaire

### Rapport de gestion

Orientation des placements.....	3
Politique d'investissement.....	9
Certification.....	28

### Comptes annuels

Bilan actif.....	33
Bilan passif.....	34
Hors-bilan.....	35
Compte de résultat.....	36

### Comptes annuels - Annexe

Règles et méthodes comptables.....	37
Evolution de l'actif net.....	39
Complément d'information 1.....	40
Complément d'information 2.....	41
Ventilation par nature des créances et dettes.....	42
Ventilation par nature juridique ou économique d'instrument.....	43
Ventilation par nature de taux des postes d'actif, de passif et de hors-bilan.....	44
Ventilation par maturité résiduelle des postes d'actif, de passif et de hors-bilan.....	45
Ventilation par devise de cotation des postes d'actif, de passif et de hors-bilan.....	46
Affectation des résultats.....	47
Résultat et autres éléments.....	51
Inventaire.....	53

# BNP PARIBAS FLEXI EUROPE OFFENSIF

## ORIENTATION

## IDENTIFICATION

## OBJECTIF DE GESTION

Sur la durée minimale de placement recommandée de cinq ans, le FCP a pour objectif de rechercher majoritairement la performance des marchés d'actions, en se laissant la possibilité de s'exposer au marché de taux. Le gérant privilégie une exposition définie de façon discrétionnaire par une répartition flexible entre ces marchés via des OPCVM ou des FIA.

## INDICATEUR DE REFERENCE

Le portefeuille est constitué sans référence à un indicateur de référence. Toutefois, la performance du fonds pourra être rapproché a posteriori avec celle de de l'indice composite suivant : 80% MSCI Europe (en euros, dividendes réinvestis) + 20% Euro MTS Global (coupons nets réinvestis).

L'indice MSCI Europe (en euros, dividendes nets réinvestis) est un indice représentatif des marchés actions des pays les plus développés en Europe. Cet indice est constitué des pays suivants : Autriche, Allemagne, Belgique, Danemark, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Norvège, Portugal, Espagne, Suède, Royaume Uni et de la Suisse. Le poids de chaque valeur dans l'indice est pondéré en fonction de l'importance de sa capitalisation ajustée au flottant. Les informations sur cet indice sont disponibles sur le site internet : [www.msclub.com](http://www.msclub.com).

L'indice Euro MTS Global est un indice représentatif des emprunts obligataires à taux fixe libellés en euro (coupons nets réinvestis) émis par les états membres de la zone Euro ayant une durée résiduelle d'un an minimum. L'indice est consultable sur le site Internet : [www.euromtsindex.com](http://www.euromtsindex.com).

## STRATEGIE D'INVESTISSEMENT

### Stratégie utilisée pour atteindre l'objectif de gestion :

Le FCP est un OPC d'OPC investi par classes d'actif, par secteurs et par styles de gestion. Le FCP pourra s'exposer via des OPCVM, des FIA ou des instruments dérivés, entre 50% et 100% de l'actif net sur les marchés d'actions internationaux dont la zone Euro. Le FCP pourra s'exposer via des OPCVM, des FIA entre 0 et 50% de l'actif net sur les marchés de taux. La sensibilité du FCP pourra évoluer dans une fourchette allant de 0 à 3.

Le processus d'investissement de style discrétionnaire résulte des étapes suivantes :

Dans une première phase, un comité stratégique identifie, à partir d'une analyse macroéconomique des principaux pays industrialisés les classes d'actifs sur lesquelles porteront les investissements.

Dans une seconde phase, la gestion s'effectue au travers d'une sélection précise d'OPCVM ou de FIA internes à la société de gestion et externes conforme à l'objectif de gestion défini ci-dessus.

Le choix des fonds composant l'actif est déterminé en fonction :

- des anticipations de marchés sur les différentes zones d'intervention s'appuyant sur un travail préalable d'analyse économique. Celle-ci est réalisée à partir des données économiques comme la croissance, l'emploi et l'inflation, l'évolution des politiques monétaire et budgétaire, le cycle de crédit et à partir d'indicateurs avancés (OCDE, IFO, PMI, ZEW, etc.) permettant au gérant d'évaluer la dynamique d'évolution de l'activité macro-économique et son influence sur les différents marchés.
- des 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 filtres quantitatifs sont construits à partir d'une base d'environ 60.000 fonds, permettant d'élaborer des groupes d'OPCVM ou de FIA ayant des comportements similaires, comme par exemple les actions européennes large capitalisation défensives. Les filtres qualitatifs ont pour objet l'analyse des équipes (organisation, stabilité, expérience, rémunération, etc.), des processus (approche, stabilité, efficacité) et de la stabilité des styles de gestion dans le temps (principaux facteurs de performance et de risque) ;
- des performances historiques des produits ;
- de la récurrence de cette performance dans le temps complétée par des rencontres avec les gérants.

Chaque fonds se voit attribuer un « scoring » sur des critères de performance relative au « peer group », régularité de la performance, risque extrême (CVAR), comportement en phase haussière et baissière.

Le FCP est soumis à un risque de change à hauteur de 40% maximum 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.

Le FCP 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 le FCP 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 entreprises (engagement individuel et collectif et/ou vote en assemblée générale).

Ainsi, afin d'atteindre l'objectif de gestion, 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 du FCP 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.

## **Principales catégories d'actifs utilisés (hors dérivés intégrés) :**

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

**Actions :** Néant

**Instruments du marché monétaire et titres de créance :** Néant

## **Parts ou actions d'OPCVM, de FIA ou de fonds d'investissement étrangers :**

En fonction des limites d'exposition aux différents marchés, le FCP peut investir jusqu'à 100% de l'actif net, en parts ou actions d'OPCVM français et européens de toutes classifications (y compris dans les ETF, OPCVM indiciaires européens), qui ne peuvent investir plus de 10% de leur actif net en parts ou actions d'autres OPC ou fonds d'investissement.

Le FCP peut également investir jusqu'à 30% de l'actif net en parts ou actions de FIA français et/ou européens de toutes classifications (y compris dans les ETF, FIA indiciaires européens) et/ou de fonds d'investissement étrangers répondant aux 4 critères de l'article R 214-13 du code monétaire et financier et donc ne détenant pas plus de 10% d'autres fonds.

Les OPCVM et FIA sélectionnés sont investis :

- sur des titres de sociétés de tous secteurs, de grande, de moyenne ou petite capitalisation, émis sur les marchés internationaux, dont les pays émergents (à hauteur de 10% maximum sur l'actif net) ; et sur des stratégies de type « long/short »
- en obligations de toute nature, sans contrainte géographique : obligations gouvernementales, obligations émises par des entités supranationales et agences, obligations émises par des entreprises privées de première catégorie (dites « Investment Grade ») et de catégorie spéculative (dites « High Yield » pour un maximum de 20% de l'actif net), obligations émises par des entités situées dans des pays émergents (à hauteur de 10% maximum de l'actif net), obligations convertibles (à hauteur de 20% maximum de l'actif net).

Les OPCVM ou les FIA dans lesquels le FCP investit sont gérés ou non par la société de gestion et les sociétés de gestion du groupe BNP Paribas.

### **Instruments dérivés :**

Le FCP 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 :

- Contrats à terme sur taux d'intérêts européens (en couverture et/ou en exposition);
- Contrats à terme sur indices d'actions internationaux (en couverture et/ou en exposition)
- Contrat de change à terme (en couverture et/ou en exposition).

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

- Du fait de l'utilisation des instruments dérivés, l'exposition globale du FCP pourra représenter jusqu'à 200% de l'actif net.

Le FCP 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 la société de gestion. Elles pourront être des sociétés liées au Groupe BNP Paribas.

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

### **Titres intégrant des dérivés :**

Néant.

### **Dépôts :**

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

### **Emprunts d'espèces :**

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

### **Operations d'acquisition et cession temporaires de titres :**

Pour faire face à des souscriptions / rachats, le FCP se réserve la possibilité d'effectuer des opérations d'acquisition ou de cession temporaire de titre 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 la société de gestion 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).

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

# BNP PARIBAS FLEXI EUROPE OFFENSIF

## Informations relatives aux garanties financières de l'opc :

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 de la société de gestion. 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 du FCP (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 du FCP). Ils doivent être émis par une entité indépendante de la contrepartie.

<b>Actifs</b>
<b>Espèces (EUR, USD et GBP)</b>
<b>Instruments de taux</b>
Titres émis ou garantis par un Etat des pays de l'OCDE éligibles Le FCP 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 FCP 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.
<b>Indices éligibles &amp; actions liées à ces indices éligibles</b>

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 espèces 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.

## Garantie financière :

Outre les garanties visées, 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 FCP peut être investi sur les marchés d'actions et de taux via des OPCVM ou des FIA.

Votre argent sera principalement investi dans des instruments financiers sélectionnés par la société de gestion. Ces instruments connaîtront les évolutions et aléas des marchés financiers.

En conséquence, il présente :

- un risque de perte en capital : l'investisseur est averti que la performance du FCP 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 donc un risque que le FCP ne soit pas investi à tout moment sur le marché ou les secteurs les plus performants ;
- un risque actions via l'investissement dans des OPCVM ou des FIA : la variation du cours des actions peut avoir un impact négatif sur la valeur liquidative du FCP. En période de baisse du marché des actions, la valeur liquidative pourra être amenée à baisser. Ce risque actions est aussi lié au risque des sociétés de petites ou moyennes capitalisations. Sur les marchés des sociétés de petite ou de moyenne capitalisation (small cap/mid cap), le volume des titres cotés est relativement réduit. En cas de problème de liquidités, ces marchés peuvent présenter des variations négatives davantage marquées à la baisse et plus rapides que sur les marchés de grandes capitalisations. Du fait de la baisse de ces marchés la valeur liquidative du FCP peut éventuellement baisser plus rapidement ou plus fortement.
- un risque lié à l'utilisation des instruments dérivés : L'utilisation des instruments dérivés en exposition permet d'augmenter l'exposition globale du portefeuille dans la limite de 200 % de l'actif net, sans qu'il soit nécessaire de financer l'achat d'un nouveau titre. Le FCP peut être ainsi surexposé à hauteur de 100% maximum de l'actif net. Cette surexposition n'est toutefois pas systématiquement utilisée. Cette utilisation est laissée à la libre appréciation du gérant du FCP. Le FCP 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. 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.
- 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 cessions/acquisitions 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 FCP.
- un risque de conflits d'intérêts potentiels : ce risque est lié à la conclusion d'opérations de cessions/acquisitions temporaires de titres au cours desquelles le FCP a pour contrepartie et/ou intermédiaires financiers une entité liée au groupe auquel appartient la société de gestion du FCP.
- un risque de taux via l'investissement dans des OPCVM ou des FIA : dû aux mouvements de baisse du cours des titres de créance sur lesquels le FCP peut investir, qui entraînent une baisse de la valeur du portefeuille.
- un risque de change: Il s'agit du risque de baisse des devises d'investissement par rapport à la devise de référence du portefeuille, l'euro. En cas de baisse d'une devise par rapport à l'euro, la valeur liquidative pourra baisser. Il peut représenter 40 % maximum de l'actif net.
- un risque de crédit via l'investissement dans des OPCVM ou des FIA : Il est lié à la capacité d'un émetteur à honorer ses dettes. Il est également lié à la dégradation de la notation d'un émetteur. La détérioration de la situation financière d'un émetteur dont les titres sont détenus en portefeuille, aura un impact baissier sur la valeur liquidative du FCP.
- un risque lié l'investissement via des OPCVM ou des FIA dans des obligations convertibles : Le FCP comporte un risque de variations de sa valorisation, lié à son exposition via des OPCVM et FIA, à hauteur de 20% de l'actif net, sur les marchés des obligations convertibles. En effet, ces instruments sont liés indirectement aux marchés d'actions et aux marchés de taux (duration et crédit), ainsi en période de baisse des marchés actions et taux, la valeur liquidative du FCP pourra baisser.

## BNP PARIBAS FLEXI EUROPE OFFENSIF

- un risque lié à l'investissement via des OPCVM ou des FIA dans des titres à haut rendement, spéculatif (High Yield) : Le FCP doit 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. Ce risque peut représenter au maximum 20 % de l'actif net.
- un risque de durabilité : Tout événement ou toute situation dans le domaine environnemental, social ou de la gouvernance qui, s'il survient, pourrait avoir un impact négatif réel ou potentiel sur la valeur de l'investissement. La survenance d'un tel événement ou d'une telle situation peut également conduire à une modification de la stratégie d'investissement du FCP, 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 du FCP peut parfois être meilleure ou moins bonne que celle de fonds similaires qui n'appliquent pas ces critères.
- un risque accessoire lié à l'investissement via des OPCVM ou des FIA dans des pays émergents : l'attention des souscripteurs est attirée sur les conditions de fonctionnement et de surveillance des marchés émergents sur lesquels le FCP est exposé via des OPCVM ou des FIA jusqu'à 10 % de son actif net. Ces marchés peuvent présenter de fortes amplitudes de mouvement à la baisse, particulièrement en cas d'investissement sur les marchés émergents dont les conditions de fonctionnement et de surveillance peuvent s'écarter de standards prévalant sur les grandes places internationales. En cas de baisse des marchés actions et taux, la valeur liquidative du FCP pourra diminuer.
- des risques liés aux opérations de financement sur titres et à la gestion des garanties : le porteur 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 du FCP 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, le porteur pourra également être exposé à un risque de liquidité, entraînant par exemple des difficultés de négociation de certains titres.

### DUREE MINIMUM DE PLACEMENT RECOMMANDEE

5 ans

## RAPPORT DE GESTION

### COMMISSAIRE AUX COMPTES

PRICEWATERHOUSECOOPERS AUDIT

### POLITIQUE D'INVESTISSEMENT

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 même si notre sous-pondération obligataire, notamment sur les emprunts émis par les Etats-Unis, a partiellement compensé. La sélection de fonds investis en actions européennes s'inscrit également en territoire négatif et explique une partie importante de la sous-performance. Au cours de la période le portefeuille a conservé une logique d'investissement similaire, et a même accentué le poids des actions, très principalement japonaises et nord-américaines.

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 encontre et contre les grandes capitalisations, dont particulièrement une présupposée 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 concernées. Nos fonds positionnés sur les valeurs sous-cotées (banques, énergie...) ont bénéficié des conditions de marchés observées en janvier, néanmoins leurs contributions positives sont insuffisantes pour compenser le premier mentionné malgré un poids cumulé 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 messagerie 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 4e 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 souffre de 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 face à son indice souffre principalement de la sélection de fonds positionnés en actions européennes. La politique d'allocation d'actifs contribue modérément dans la mesure où l'effet négatif de notre surpondération des actions européennes et internationales est atténué par celui positif de notre sous-pondération des produits de taux souverains. Concernant les décisions de gestion nous avons réduit la part des dettes émises par les entreprises en Euro contre obligations souveraines. Ensuite au sein des actions nord-américaines, nous avons 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. 10a

En raison du « pivot » de la BCE, c'est-à-dire son changement de discours vers une position moins accommodante, nous avons en début de mois vendu une grande part de nos investissements en dettes émises par les entreprises de qualité en Euro contre emprunts souverains. En effet les premières ont particulièrement bénéficié des injections de liquidité de la part de la Banque Centrale, avec pour conséquence une nette contraction des marges d'intérêts, et seront probablement pénalisées par le tarissement monétaire à venir.

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 décade 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

# BNP PARIBAS FLEXI EUROPE OFFENSIF

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.

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.

## 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

# BNP PARIBAS FLEXI EUROPE OFFENSIF

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

Le fonds s'inscrit en territoire neutre sur le mois suite à la baisse enregistrée par les produits de taux et malgré le parcours positif des actions. La performance est en retrait face à celle de l'indice de référence. Si la sélection de fonds investis en actions européennes contribue négativement, cela est grandement compensé par la politique d'allocation d'actifs, 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 surpondération des actions internationales et une sous-exposition aux dettes souveraines, notamment nord-américaines. La surexposition aux actions a toutefois été réduite via diminution des investissements européens et vente des titres 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 émises par les Etats-Unis.

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 approfondi 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 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 contribution négative de ce segment s'explique grandement par la sous-performance du fonds de Amundi sur les valeurs décotées, qui a réalisé un mauvais choix de titres en mars. Cet effet n'est pas compensé par les autres gérants actifs présents en portefeuille.

## 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 bénéfiques 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 légèrement en retrait 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 européennes.

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 européennes. Le fonds Allianz Europe Growth a 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. 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 indicel (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 décline 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 écarter 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 investisseurs 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 donc négative sur la période écoulée, légèrement en retard sur celle de sa référence. La sous-pondération obligataire compense partiellement les effets défavorables de la surrexposition sur les actions et de la sélection de fonds investis sur ces dernières.

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 apparaît 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. La sélection de fonds n'a pas été notablement modifiée. Celle-ci est négative en termes de performance relative sur les actions. Le parcours défavorable du produit positionné en valeurs de croissance a été compensé par celui positif des supports investis dans les sociétés dites décotées (« value »). Ainsi ce sont les fonds orientés ESG qui ont sous-performé et contribuent négativement, notamment en raison de la hausse des titres des compagnies liées à l'exploitation de l'énergie fossile. Le portefeuille reste sous-pondéré sur les obligations souveraines émises en Euro, dans la mesure où le risque de hausse des taux demeure prégnant dans un contexte inflationniste marqué. Ce positionnement a favorablement contribué à la performance en mai.

## 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. A 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 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 a eu peu d'effets. L'impact négatif de la surpondération des actions est 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. Les principaux fonds d'actions européennes, Allianz et Amundi, sont en retrait notable et expliquent une grande part de la sous-performance relative du portefeuille. 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 ligne avec celle de l'indice de référence, l'allocation d'actifs contribue de façon légèrement 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 sous-jacents investis en actions européennes annule les effets précédemment mentionnés, principalement en raison de la forte reprise de AM Select Allianz Europe Equity Growth. Le fonds s'inscrit toujours en nette baisse depuis le début de l'année, mais il a bénéficié en juillet de la décline 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 en raison d'une contribution défavorable de la sélection de fonds, insuffisamment compensée par des choix d'allocation d'actifs judicieux. 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 cherché à réaliser partie des profits en revenant sur les obligations souveraines. La sélection de véhicules d'investissements pénalise la performance, notamment via les fonds investis en valeurs de croissance européennes (Allianz Europe Equity Growth, BNPP Easy MSCI Europe SRI). Celles-ci ont de nouveau souffert de la hausse des taux d'intérêts, qui se traduit par des valorisations actuelles de résultats à venir moins attractives.

## **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 retard sur 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. Nous avons par ailleurs abaissé le poids de ce fonds dans le portefeuille. En termes de mouvements le portefeuille a réduit le poids des actions pour s'approcher de celui de la référence, en diminuant les titres japonais et européens principalement. En face nous avons 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 décline 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. Les parts de Bnp Paribas Easy Euro Corporate Bond Sri Fossil Free et Amselect Bluebay Euro Bond Aggregate ont été donc augmentées. Nous avons également introduit Algebris Financial Credit Fund dans le même esprit, un produit axé sur les dettes d'entreprises financières. Plus tard dans le mois, les discours ou actions de la Réserve 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 avions initié à l'encontre de ces dernières. Ce mouvement a été opéré de facto au travers de l'achat de dettes d'entreprises précédemment mentionné en maintenant le poids de Bnp Paribas Easy JPM ESG EMU Government Bond IG constant.

## 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 défaillante 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

# BNP PARIBAS FLEXI EUROPE OFFENSIF

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.

**Octobre 2022**

## Appréciation de l'environnement Global

Après avoir enregistré un recul en septembre, les actions se sont reprises en début de mois avant de connaître une chute le 7 octobre après la publication du rapport sur l'emploi aux Etats-Unis. Le comportement des actions observé au cours de la première semaine s'est reproduit par la suite : elles ont baissé après la publication d'indicateurs traduisant la vigueur de l'économie et la persistance d'une inflation trop élevée et, au contraire, rebondi à chaque fois que les données ou les commentaires ont laissé imaginer que la Réserve fédérale américaine pourrait adopter une politique monétaire moins agressive. Ces ajustements incessants des anticipations ont entraîné des mouvements erratiques sur les obligations et les actions. A partir du 21 octobre et de la publication d'un article de presse évoquant des discussions au sein de la Fed sur la nécessité d'un recalibrage des hausses de taux directeurs dès la fin de l'année, l'hypothèse du « pivot » de la politique monétaire a gagné du terrain et soutenu les actions. Par ailleurs, la saison des résultats s'est révélée meilleure qu'attendu dans son ensemble avec toutefois des situations contrastées, y compris au sein d'un même secteur. Les perspectives dressées par les chefs d'entreprise restent favorables même si la dynamique a eu tendance à quelque peu s'essouffler et si les perspectives bénéficiaires commencent à être révisées à la baisse.

Dans ce contexte, l'attention des investisseurs s'est portée vers tous les éléments alimentant la thèse du pivot, c'est-à-dire une politique monétaire qui deviendrait moins agressive après la remontée rapide des taux directeurs depuis mars. Les marchés actions ont salué les enquêtes d'activité dégradées et la révision à la baisse des perspectives de croissance, une conjoncture maussade en Chine, le recul des prix de certaines matières premières et du coût du fret, des remontées moins importantes que prévu des taux directeurs en Australie et au Canada. Au contraire, la relative résistance de la croissance dans la zone euro au 3e trimestre et une nouvelle accélération de l'inflation n'ont pas détourné les investisseurs de leur interprétation accommodante des dernières décisions de la Banque centrale européenne qui ont pourtant rapproché le taux de dépôt de son niveau neutre.

Par rapport à fin septembre, les actions mondiales ont progressé alors que les marchés émergents ont été pénalisés par les difficultés des actions chinoises. L'indice MSCI Emerging (en dollars) a ainsi perdu en octobre malgré la hausse des places émergentes d'Europe et d'Amérique latine soutenues par la remontée des cours du pétrole. En début de mois, la décision de l'OPEP et de ses partenaires de réduire la production de 2 millions de barils par jour à partir de novembre a entraîné un rebond des cours. Le recul de l'indice MSCI China et une baisse significative à Hong Kong expliquent la contreperformance de l'Asie émergente. Le tassement de l'activité en Chine, le maintien de la stratégie « zéro-Covid » et des interrogations sur l'orientation de la politique économique et sur l'attitude des autorités envers les marchés financiers après le 20e Congrès du Parti communiste chinois expliquent la violente baisse des marchés.

Au sein des marchés développés, la progression des indices a été généralisée. La hausse mensuelle des actions japonaises a été un peu plus modeste mais cette contreperformance survient après une belle résistance de la Bourse de Tokyo jusqu'en août, sur fond de dépréciation marquée du yen. Au niveau mondial, les plus fortes hausses sectorielles ont été enregistrées par l'énergie et les valeurs technologiques (matériels). Les valeurs financières américaines ont profité de la remontée des taux longs si bien que le secteur affiche une performance confortable. Les obligations se sont stabilisées sur le mois.

## Gestion

Le portefeuille profite de la reprise des actions et affiche un net rebond. Il est en ligne avec son indice de référence. Les choix d'allocation sont défavorables mais la sélection de fonds compense ces effets.

Au cours de la période nous avons maintenu une exposition aux actions proche de la neutralité, tout en préférant les valeurs internationales au détriment des titres européens. La surexposition sur les sociétés japonaises a été soldée afin de repositionner le portefeuille sur les actions nord-américaines. Celles-ci sont particulièrement axées sur les entreprises dites de « croissance » qui ont souffert de la hausse des taux depuis le début de l'année. En effet un niveau plus élevé des taux réduit mécaniquement les valeurs actuelles des résultats à venir attendus en hausse pour ce type de compagnies. La surcote de valorisation pour celles-ci s'est donc partiellement dégonflée récemment, et au regard d'un éventuel « pivot » de la Réserve Fédérale ou du moins d'une attitude moins agressive, nous considérons qu'il est intéressant d'y revenir afin de construire une surpondération sur l'indice technologique (contrats dérivés sur le Nasdaq 100). Ne souhaitant pas augmenter le risque dévolu aux actions, nous coupons la part des valeurs japonaises, dont la performance est honorable au regard des autres places sur l'année écoulée. Nous continuons à sous-pondérer les actions européennes, qui sont davantage impactées par le stress énergétique, ainsi qu'à préférer les valeurs des zones émergentes pour lesquelles nous considérons les politiques économiques potentiellement plus accommodantes. Cette stratégie a négativement contribué à la performance en raison de la déconvenue enregistrée sur les actions chinoises suite au congrès du parti communiste. La sélection de fonds investis en actions européennes compense néanmoins cet effet grâce à la bonne performance des supports spécialisés dans les valeurs dites décotées (AM Select Amundi Europe Value ; BNPP Sust. Europe Value) qui ont bénéficié du regain d'attractivité des valeurs bancaires. Nous avons augmenté leurs poids par ailleurs sur le mois. Le portefeuille a également introduit le fonds Eleva European Selection, un gérant que nous avons déjà investi par le passé. Celui-ci est agnostique en terme de style et se positionne comme un produit flexible. La part des investissements en fonds passifs (indiciels) a été réduite en conséquence.

Au sein des produits de taux nous avons conservé une préférence envers les emprunts émis par les entreprises de bonnes notations. Les primes de crédit demandées nous paraissent intéressantes au regard des taux de défauts potentiels. Le choix de fonds positionnés plus particulièrement sur les dettes bancaires a été bénéfique au regard de la bonne tenue du secteur dans le contexte de remontée des taux. En effet les banques ont longtemps souffert d'un environnement défavorable, et des taux d'intérêts plus élevés leur apportent un soutien notable. Enfin le portefeuille est toujours proche de la neutralité en terme de sensibilité aux variations de taux.

## Perspectives

Davantage que par les indicateurs économiques, les marchés financiers en octobre ont été influencés par les ajustements successifs des anticipations sur la politique monétaire dans les grandes économies développées. Comme en juillet, l'hypothèse d'une inflexion prochaine dans le cycle de resserrement monétaire a soutenu les actifs risqués, principalement les actions. Les investisseurs veulent en effet continuer à croire au « pivot de la Fed » même si la définition de ce pivot semble avoir évolué : il ne s'agit plus d'imaginer une rapide baisse des taux directeurs une fois que le taux terminal aura été atteint mais de conclure que la Réserve fédérale américaine va, dans les prochains mois, ralentir le rythme du resserrement en cours. Ce scénario est fragile comme l'ont montré la volatilité toujours très importante sur les marchés obligataires et les réactions épidermiques des actions aux commentaires sur les intentions de la Fed. Les deux autres éléments qui influencent généralement les marchés

# BNP PARIBAS FLEXI EUROPE OFFENSIF

actions sont en train de diverger. Même s'ils ont mieux résisté que prévu jusqu'à présent, les fondamentaux macro et microéconomiques devraient se dégrader dans les prochains mois en raison de perspectives économiques a priori moins porteuses (risque de récession à court terme dans la zone euro suite au choc énergétique, effets sur la croissance de la politique monétaire restrictive mise en place aux Etats-Unis). Après les violentes variations des actions au cours des dernières semaines et les ajustements de positions qui en ont résulté, les facteurs techniques paraissent désormais plus favorables à court terme sur certains marchés ou secteurs. La nervosité va néanmoins persister sur plusieurs thèmes (comme, par exemple, le devenir de la stratégie « zéro-Covid » en Chine). Le pivot de la Fed n'est peut-être pas pour demain mais la rapidité de la remontée des taux directeurs depuis mars implique que ce thème va continuer à alimenter les discussions des banquiers centraux et des investisseurs ainsi que les mouvements des taux tout au long de la courbe et, en conséquence, les variations des grands indices actions.

## Novembre 2022

### Appréciation de l'environnement Global

Plusieurs éléments ont contribué en novembre à un regain d'intérêt pour les actifs risqués et à la progression des obligations souveraines. Les investisseurs sont de plus en plus convaincus que le cycle de resserrement monétaire est désormais plus proche de sa fin que son début. L'inflexion de l'inflation aux Etats-Unis et les commentaires de la Réserve fédérale américaine (Fed) ont conforté leurs anticipations. Les grandes banques centrales continuent de mettre l'accent sur une inflation toujours trop élevée et précisent qu'elles vont poursuivre la remontée de leurs taux directeurs mais signalent aussi que le rythme de la hausse va être réduit. Au cours des dernières semaines, cette évolution, et la dégradation de la plupart des enquêtes d'activité, qui laisse envisager une croissance moins solide dans les prochains mois, ont suffi aux investisseurs pour valider leur hypothèse du « pivot » de la politique monétaire. Parallèlement, les autorités chinoises ont indiqué qu'un assouplissement de leur stratégie zéro-Covid était désormais à l'ordre du jour malgré la nouvelle flambée de l'épidémie. La volonté affichée de soutenir une économie perturbée par la situation sanitaire depuis près de trois ans, et par les difficultés du secteur immobilier, a rassuré. La réouverture de l'économie chinoise devrait en effet être cruciale pour l'ensemble de l'Asie au moment où les perspectives de croissance mondiale dressées par les grandes institutions font état d'un ralentissement généralisé et plus marqué qu'attendu. Le profil de croissance dressé par le FMI pour 2023 et 2024 est « le plus morose depuis 2001 » (hors crise financière et pandémie). Face à des perspectives dégradées, les cours du pétrole se sont. A contrario, d'autres matières premières, comme le cuivre, ont profité des anticipations de réouverture de l'économie chinoise.

Les investisseurs en actions sont restés très attentifs aux éléments pouvant valider l'hypothèse de banques centrales (et en particulier la Fed) devenant moins agressives au fil des semaines. A ce titre, l'évolution des grands indices à l'occasion de la publication le 10 novembre des prix à la consommation aux Etats-Unis est presque caricaturale. Les actions américaines ont en effet enregistré un rebond spectaculaire ce jour-là, les investisseurs imaginant que la Fed n'aurait pas besoin de remonter ses taux directeurs autant que ce que le discours de Jerome Powell après la réunion de politique monétaire du 2 novembre avait laissé entendre. Les propos tenus par le Président de la Fed en toute fin de mois ont confirmé cette hypothèse. Dans ce contexte, les actions mondiales ont connu un deuxième mois consécutif de hausse. La progression des marchés émergents en novembre a été importante sous l'effet d'une envolée des actions chinoises suite aux annonces du gouvernement. Au sein des marchés développés, les performances des grandes places sont assez contrastées avec un net rebond des actions de la zone euro, une hausse appréciable aux Etats-Unis, et une progression plus modeste des actions japonaises. L'appréciation du yen face au dollar explique peut-être la relative contreperformance des indices japonais en novembre. Ils avaient fait preuve d'une belle résistance. Après une bonne saison de résultats au titre du 3e trimestre, les perspectives de croissance bénéficiaire ont commencé à être revues à la baisse pour refléter le risque de récession en 2023. Au niveau mondial, l'énergie a pâti du recul des cours du pétrole et les plus fortes hausses sectorielles ont été enregistrées par les matériaux de base et les semi-conducteurs, deux domaines d'activité qui devraient bénéficier de la réouverture de l'économie chinoise.

Les obligations profitent de la détente sur les taux d'intérêt, et progressent sur le mois. Les produits plus risqués (dettes d'entreprises) bénéficient également de l'embellie mentionnée au-dessus et ressortent plus favorablement du mois que les emprunts souverains.

### Gestion

La performance du portefeuille est positive sur le mois écoulé dans la mesure où toutes les classes d'actifs terminent en hausse. Le fonds est en nette avance sur sa référence aussi bien du fait d'une politique d'allocation d'actifs judicieuse qu'en raison d'une sélection de sous-jacents pertinente. Au sein de la première les surexpositions aux actions émergentes et aux obligations d'entreprises de bonnes notations en Euro contribuent particulièrement. Cela compense largement l'impact négatif de notre sous-pondération des actions européennes. Parmi les véhicules d'investissement, les fonds de valeurs européennes surperforment, via Amundi Europe Value et Allianz Europe Growth et ce malgré la contreperformance de Bnp Paribas Funds Sustainable Europe Multi-Factor ; tandis que les produits de taux à convictions marquées progressent également (Bluebay Euro Bond Aggregate).

Nous n'avons pas conduit de mouvements d'allocation d'actifs significatifs sur la période écoulée. Le portefeuille est resté très légèrement surpondéré sur les actions, notamment émergentes et nord-américaines contre européennes, dans la mesure où l'épicentre du séisme énergétique se trouve sur le Vieux Continent. La surpondération des obligations émises en Euro par des entreprises privées de bonne qualité de crédit a été conservée. Le portefeuille est ainsi surpondéré sur les actifs obligataires au travers d'une sous-classe qui offre un rendement attractif après les tensions observées sur les primes d'émissions en première moitié d'année. Nous croyons que la potentielle récession à venir en Europe, et le durcissement des conditions de financement, impactera davantage la rentabilité des entreprises que leur solvabilité. Il n'apparaît pas en effet de levier important dans la sphère privée, ainsi les taux de défauts implicitement attendus au travers des valorisations de marchés nous semblent trop élevés. Cette appréciation justifie alors de délaissier les actions, soumises au risque de baisse des résultats, au profit des produits de taux émis par les grandes sociétés privées solides. La part de ces derniers a d'ailleurs été accrue en début de période, ce qui a permis de légèrement re-sensibiliser le portefeuille par la même occasion.

Au sein des véhicules d'investissement, nous avons vendu la totalité du fonds passif Bnp Paribas Easy Msci Europe Sri S-Series Pab 5% Capped et réduit Bnp Paribas Easy Msci Europe Esg Filtered Min Te, également indiciel, pour augmenter les supports actifs Eleva European Selection et, dans une moindre mesure, Amundi Europe Equity Value. Il s'agit de finaliser le mouvement enclenché récemment en faveur du premier, un gérant agnostique talentueux pour lequel nous avons une conviction favorable.

### Perspectives

Au cours des dernières semaines, les éléments qui ont influencé les variations des marchés en 2022 ont connu quelques évolutions significatives. Il semble désormais acquis que le pic de l'inflation est passé mais la hausse des prix va rester élevée dans l'absolu, à un niveau incompatible avec les objectifs de stabilité des prix. En conséquence, le rythme de la remontée des taux directeurs va ralentir et le discours des banques centrales va devenir moins agressif dans les prochaines semaines. Par ailleurs, les économistes du secteur privé sont très nombreux à anticiper une récession aux Etats-Unis et dans la zone euro au cours des douze prochains mois. L'année prochaine devrait donc être placée sous le signe

# BNP PARIBAS FLEXI EUROPE OFFENSIF

d'une récession modérée (que le comportement des indices actions et les perspectives bénéficiaires ne reflètent pas encore) et d'une désinflation lente (peut-être déjà trop largement prise en compte par les investisseurs). L'hypothèse du « pivot » des politiques monétaires explique le regain des actifs risqués depuis deux mois mais le cycle de resserrement n'est pas terminé, notamment parce que l'emploi reste dynamique, en particulier aux Etats-Unis. Le changement d'attitude des autorités chinoises est un autre facteur important qui a été salué, à juste titre, par les investisseurs. Face à la faiblesse des indicateurs économiques, le gouvernement a annoncé un assouplissement de la stratégie zéro-Covid sans prononcer toutefois l'abandon pur et simple de cette politique. Il reste que les autorités semblent se préoccuper davantage de la croissance et un peu moins de la situation sanitaire. A court terme, face à l'envolée des contaminations, de nouveaux confinements ne peuvent être exclus mais les prochains mois devraient voir un assouplissement progressif des contraintes sanitaires synonyme d'une reprise plus franche de l'activité. Un soutien au secteur immobilier est également en train d'être mis en place.

Les investisseurs sont en train de réajuster leurs positions en préparation de la nouvelle année mais il est difficile de déceler de fortes convictions derrière ces mouvements. En particulier, l'ampleur de la récente détente des rendements obligataires interroge alors que le resserrement monétaire devrait se poursuivre dans les prochains mois. Pour autant, il ne nous paraît pas justifié de rester à l'écart des actions et nous privilégions toujours les marchés chinois et américains au détriment des actions de la zone euro, ce qui correspond à une exposition totale neutre. Sur les marchés obligataires, le crédit de qualité en euros reste attractif et nous maintenons notre exposition. Les matières premières apportent une diversification à nos portefeuilles.

## Décembre 2022

### Appréciation de l'environnement Global

Après deux mois consécutifs de solide progression, les actions mondiales ont terminé décembre en baisse. Elles concluent ainsi une année difficile qui représente le plus fort recul depuis 2008, année marquée par la Grande crise financière.

En décembre, le changement d'orientation des actions a été observé suite aux réunions de politique monétaire des principales banques centrales. La Réserve fédérale américaine (Fed) et la Banque d'Angleterre (BoE) ont annoncé des hausses de leurs taux directeurs conformes aux attentes assorties de commentaires jugés moins agressifs qu'auparavant, si bien que ces décisions n'ont eu qu'un impact limité sur les actions. Le 15 décembre, la Banque centrale européenne (BCE) a, au contraire, accompagné la remontée de ses taux directeurs d'un discours beaucoup plus dur, et, le 20 décembre, la Banque du Japon (BoJ) a déjoué les attentes en ajustant sa politique de contrôle de la courbe des taux dans un sens que les investisseurs ont analysé comme étant plus restrictif. Ces décisions ont provoqué de nettes tensions sur les rendements obligataires, des ajustements brutaux sur le marché des changes et ont pesé sur les actions. En cela, décembre a été conforme à l'ensemble de l'année où les marchés financiers ont été guidés par les décisions des banques centrales, engagées dans la lutte contre l'inflation, qui se sont traduites par une remontée généralisée des taux tout au long de la courbe. En conséquence les obligations sont également en retrait sur le mois.

Par ailleurs, le consensus pour une récession en 2023 s'est renforcé avec la dégradation des enquêtes d'activité et des données objectives. En novembre, l'indice PMI composite (enquête auprès des directeurs des achats dans le secteur manufacturier et les services) mondial est passé de 49 à 48, au plus bas depuis juin 2020. Les indicateurs composites avancés publiés par l'OCDE début décembre ont fait état d'un infléchissement de la croissance dans la plupart des grandes économies.

Dans ce contexte, les cours du pétrole se sont orientés à la baisse en décembre pour s'inscrire, le 9, sous les niveaux qui prévalaient fin 2021. Par la suite, la remontée des tensions géopolitiques, la confirmation par les autorités chinoises de leur volonté d'assouplir les restrictions sanitaires malgré la nouvelle flambée de l'épidémie, et la baisse de production aux Etats-Unis suite au « blizzard du siècle » ont entraîné un rebond des cours. Enfin, juste avant Noël, frappée par l'embargo de l'Union européenne sur le brut et par le mécanisme de plafonnement des prix mis en place par les pays du G7, la Russie a laissé entendre qu'elle pourrait limiter sa production début 2023. Le baril de WTI, qui était tombé à 71 dollars, termine le mois à 80. Les matières premières sont une des rares classes d'actifs à afficher une performance positive en 2022. Leurs variations plus heurtées en décembre illustrent deux autres grands thèmes dominants de 2022 : les risques géopolitiques et les conséquences sur l'économie mondiale de la situation sanitaire en Chine.

Ce dernier élément explique la surperformance des marchés émergents en fin d'année, le moindre recul en décembre faisant suite à une nette hausse en novembre permise par les annonces d'assouplissement de la stratégie zéro-Covid en Chine. Ces engagements ont soutenu les places d'Asie émergente et, plus généralement, les secteurs susceptibles de bénéficier du thème de la « réouverture de l'économie chinoise ». Le mouvement est devenu plus hésitant en décembre du fait de la dégradation des indicateurs économiques face à la recrudescence de l'épidémie. Au sein des marchés développés, les performances des grandes places des pays développés en décembre ont été assez similaires. Au niveau mondial, les secteurs cycliques ont sous-performé en décembre, particulièrement les valeurs technologiques, semi-conducteurs et équipements perdant près de 10 %.

### Gestion

Le portefeuille réalise une performance négative en décembre à la lumière de la baisse enregistrée aussi bien sur les actions que les obligations. Il décroît toutefois moins que son indice de référence, en raison principalement d'un effet d'allocation favorable et dans une moindre mesure du fait d'une sélection de fonds d'actions européennes bien orientée. Le portefeuille a conservé une exposition aux actions proche de la neutralité, avec une préférence pour les valeurs internationales au détriment des titres européens. Ces positions se sont neutralisées en terme de performance. La contribution favorable provient de notre surexposition aux obligations émises en Euro par les entreprises de bonnes notations. En effet même si les taux d'intérêt ont une tendance à monter en décembre, le mouvement de compression des primes de crédit demandées par les prêteurs s'est poursuivi. Dans la mesure où nous avons partiellement couvert le risque de taux (de duration) via des ventes d'obligations souveraines, ce dernier effet l'a emporté sur le premier. Nous avons par ailleurs privilégié les dettes des sociétés financières et bancaires qui terminent le mois en performances positives (Algebris Financial Credit et Lazard Credit Fi SRI), ce qui renforce la contribution positive. Cette conviction a été maintenue à l'issue du mois. Les primes de crédit demeurent attractives au regard de la solidité des émetteurs privés de bonne qualité. Nous n'avons pas, par ailleurs, opéré de modifications notables de l'allocation d'actifs, conservant le positionnement mentionné au-dessus.

Pour ce qui concerne la sélection de fonds nous avons introduit un nouveau support sur les actions, AM Select Janus Henderson Europe Equity. Il s'agit d'un produit investi en valeurs européennes et à vocation flexible, c'est-à-dire sans style particulier à priori. Le fonds cherche à capter les opportunités dans tous les types de conditions de marché. Il peut donc par exemple avoir soit des actions de croissance, soit des actions de rendement selon l'éventail des opportunités suivant un processus axé sur la sélection de sociétés. La stratégie vise à investir dans des titres peu étudiés et à contre-courant des grandes capitalisations et des moyennes capitalisations afin de maximiser la valeur ajoutée. En face de cette introduction nous avons réduit le poids des autres fonds d'actions européennes. Ces derniers apportent par ailleurs une contribution favorable à

# BNP PARIBAS FLEXI EUROPE OFFENSIF

la performance notamment du fait de la bonne tenue des fonds de valeurs décotées (Amundi Europe Equity Value, BNPP Sustainable Europe Value) et de l'autre fonds agnostique Eleva European Selection.

## Perspectives

La récession qui menace l'économie mondiale ne devrait pas empêcher les banques centrales de poursuivre le resserrement monétaire, au moins dans la première partie de l'année, alors que le lent reflux de l'inflation la laissera à des niveaux incompatibles avec l'objectif de stabilité des prix. Néanmoins, le rythme de remontée des taux directeurs sera vraisemblablement moins rapide qu'au cours des six derniers mois, alimentant l'idée d'un « pivot » des politiques monétaires. Ce dernier élément pourra se révéler capital : face à un environnement économique dégradé, que les perspectives bénéficiaires des entreprises tardent à refléter pleinement, l'hypothèse d'une détente des rendements obligataires dans les prochains mois serait de nature à soutenir certains pans de la cote, en particulier les valeurs de croissance qui ont, au contraire, largement sous-performé le style Value en 2022 sous l'effet de la violente remontée des taux réels. Après la dégradation et la volatilité sans précédent observées sur les marchés obligataires en 2022, les investisseurs devraient retrouver le chemin de cette classe d'actifs pour profiter du portage dans un environnement de taux normalisé. Après des années de taux « plus bas plus longtemps », la transition vers une nouvelle ère sur les marchés obligataires ne sera toutefois pas instantanée si bien que la volatilité devrait rester présente, en particulier après les ajustements brutaux des marchés, à la hausse comme à la baisse, au cours des derniers mois de 2022. Notre allocation comporte une position significative sur le crédit de qualité (IG) en euros où les niveaux de primes reflètent, selon nous, des taux de défaut trop élevés au regard de la solidité des entreprises concernées. Le changement d'attitude des autorités chinoises est un facteur important qui a été salué, à juste titre, par les investisseurs fin 2022, puisque les autorités semblent se préoccuper davantage de la croissance et un peu moins de la situation sanitaire. A court terme, face à l'envolée des contaminations, de nouveaux confinements ne peuvent être exclus mais le thème de la « réouverture de l'économie chinoise » devrait rassurer les investisseurs et soutenir l'activité dans toute l'Asie émergente. Malgré les risques géopolitiques toujours présents, il ne nous paraît pas justifié de rester totalement à l'écart des actions. Nous privilégions les marchés chinois et américains au détriment des actions de la zone euro, ce qui correspond à une exposition totale neutre. Les matières premières apportent une diversification à nos portefeuilles. Les investisseurs sont en train de réajuster leurs positions en préparation de la nouvelle année mais il est difficile de déceler de fortes convictions derrière ces mouvements. En particulier, l'ampleur de la récente détente des rendements obligataires interroge alors que le resserrement monétaire devrait se poursuivre dans les prochains mois. Pour autant, il ne nous paraît pas justifié de rester à l'écart des actions et nous privilégions toujours les marchés chinois et américains au détriment des actions de la zone euro, ce qui correspond à une exposition totale neutre. Sur les marchés obligataires, le crédit de qualité en euros reste attractif et nous maintenons notre exposition.

## Performance

Les performances annuelles s'élèvent à :

- 15.80 % pour la part X
- 16.93 % pour la part Classic

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

\*\*\*

## Changement intervenu au cours de l'exercice

01/01/22 : Mise à jour règlement Taxonomie - SFDR

01/10/22 : Changement de dépositaire BNP PARIBAS SA au lieu de BNP Paribas Securities Services.

\*\*\*

## Paragraphe ABERDEEN

### Réclamations d'impôts dans le cadre du Projet Aberdeen/Fokus bank.

Dans plusieurs Etats membres de l'Union européenne, le droit communautaire donne aux Organismes de Placement collectif (OPC) la possibilité de déposer des réclamations contentieuses en vue de récupérer des impôts qui ont été indûment prélevés. En effet, le fait qu'un Etat membre impose de façon plus lourde un OPC étranger qu'un OPC résidant constitue à la lumière du droit communautaire une discrimination.

## BNP PARIBAS FLEXI EUROPE OFFENSIF

Ce principe a été entériné par l'arrêt de la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE) dans l'affaire « Aberdeen » (18 juin 2009). Cet arrêt reconnaît qu'un OPC non-résident peut faire l'objet d'une imposition discriminatoire, ce qui constitue une entrave à la liberté d'établissement et/ou à la libre circulation des capitaux. D'autres arrêts de la CJUE sont venus confirmer cette jurisprudence. Il s'agit des arrêts dans les affaires Santander (10 mai 2010) et Emerging Markets (10 avril 2014) concernant respectivement les législations fiscales françaises et polonaises.

C'est sur base de cette jurisprudence, et afin de sauvegarder les droits des OPC à bénéficier d'un remboursement d'impôts, que la société de gestion a décidé d'introduire des réclamations contentieuses auprès des autorités fiscales dans plusieurs Etats membres ayant une législation discriminatoire non conforme au droit communautaire. Ces démarches font préalablement l'objet d'une étude afin de déterminer la viabilité des réclamations, c'est-à-dire pour quels fonds, dans quels Etats membre et sur quelle période il convient d'effectuer une demande de remboursement.

A ce jour, il n'existe pas de législation européenne prévoyant une procédure homogène pour ce type de réclamations. C'est pour cette raison que les délais de remboursement et la complexité de la procédure varient suivant l'Etat membre concerné rendant nécessaire une revue constante de l'évolution de cette thématique.

### 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.

\* \* \*

### Principaux mouvements intervenus dans la composition du portefeuille titres sur la période

Nom du Fonds	Libellé des Valeurs	Code ISIN	Type de Transaction
BNP Paribas Flexi Europe Offensif	'BNPP E MSCI ERP ESG FMTE C ETF-E'	'LU1291099718'	ACHATS'
BNP Paribas Flexi Europe Offensif	'ELEVA EUROPEAN SELECTION FUND'	'LU1140883403'	ACHATS'
BNP Paribas Flexi Europe Offensif	'BNPP E CORP BD SRI PAB T I C'	'LU1862449235'	ACHATS'
BNP Paribas Flexi Europe Offensif	'AMSELECT JANUS HEND ERP EQ I C'	'LU2537473741'	ACHATS'
BNP Paribas Flexi Europe Offensif	'ALGEBRIS FINANCIAL CRD-IE'	'IE00B81TMV64'	ACHATS'
BNP Paribas Flexi Europe Offensif	'LYXOR MSCI CHINA UCITS ETF - ACC ETF-E'	'LU1841731745'	ACHATS'
BNP Paribas Flexi Europe Offensif	'BNPP EASY MSCI EUROPE SRI S-SRS PAB 5% CPPD TP C ETF-E'	'LU1753045415'	VENTES'
BNP Paribas Flexi Europe Offensif	'AMSELECT LGT ERP EQ I C'	'LU2310405951'	VENTES'
BNP Paribas Flexi Europe Offensif	'BNPP AC ENTREPRENEURS P C'	'FR0013276128'	VENTES'
BNP Paribas Flexi Europe Offensif	'BNPP FD EURO CORP BD I C'	'LU0131211178'	VENTES'
BNP Paribas Flexi Europe Offensif	'CAMGESTION OBLICYCLE CR I C'	'FR0010697250'	VENTES'
BNP Paribas Flexi Europe Offensif	'BNPP AC PME ISR I C'	'FR0011011261'	VENTES'
BNP Paribas Flexi Europe Offensif	'BNPP EASY MSCI EUROP SMLL CP SRI SSR5% CPPD TP C ETF-E'	'LU1291101555'	VENTES'
BNP Paribas Flexi Europe Offensif	'AMSELECT BLUEBAY EBA I C'	'LU2310408971'	AUGMENTATIONS'
BNP Paribas Flexi Europe Offensif	'BNPP FD SUST ERP VALUE I C'	'LU0177332904'	AUGMENTATIONS'
BNP Paribas Flexi Europe Offensif	'BNPP E JPM ESG EMU GB IG T I C'	'LU1291093273'	AUGMENTATIONS'
BNP Paribas Flexi Europe Offensif	'LAZARD CREDIT FI'	'FR0010590950'	AUGMENTATIONS'
BNP Paribas Flexi Europe Offensif	'BNPP FD ERP MF EQ I C'	'LU1956135914'	AUGMENTATIONS'
BNP Paribas Flexi Europe Offensif	'AMSELECT AMUNDI ERP EQ V I C'	'LU2310408039'	'REDUCTIONS'
BNP Paribas Flexi Europe Offensif	'AMSELECT ALLIANZ ERP EQ GW I C'	'LU2310407650'	'REDUCTIONS'
BNP Paribas Flexi Europe Offensif	'CAMGESTION CONVS ERP R H'	'FR0011031681'	'REDUCTIONS'

\* \* \*

# BNP PARIBAS FLEXI EUROPE OFFENSIF

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://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://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

# BNP PARIBAS FLEXI EUROPE OFFENSIF

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.

## 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

### Eléments qualitatifs de rémunération

L'information sur la politique de rémunération, applicable durant l'exercice comptable 2022, 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/>.

### Eléments 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)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> 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 2022. 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.

## BNP PARIBAS FLEXI EUROPE OFFENSIF

**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 <b>BNPP AM France</b> <sup>2</sup>	978	133,825	50,406

**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 »<sup>3</sup> (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 <b>BNPP AM France</b> :	176	42,857
<i>dont gérants de Fonds d'Investissement Alternatifs / d'OPCVM / gérants de mandats européens</i>	154	34,914

<sup>2</sup> 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 2021 à 916 K EUR et 370 K EUR;
- 23 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 2021 à 5,026 K EUR et 1,867 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 2021 à 6,171 K EUR et 1,910 K EUR.
- 74 collaborateurs de la succursale néerlandaise, dont 10 ont le statut d' « *Identified Staff* », et dont la rémunération totale et la rémunération variable totale s'élèvent respectivement en 2021 à 10,668 K EUR et 2,902 K EUR.

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

# BNP PARIBAS FLEXI EUROPE OFFENSIF

## Autres informations :

### ➤ Nombre de fonds FIA et OPCVM sous gestion de BNPP AM France :

	Nombre de fonds (31.12.2022)	En-cours géré (milliards d'Euros) au 31.12.2022
OPCVM	188	79
Fonds d'Investissement Alternatifs	315	45

- En 2022, 6.6 k EUR ont été versés, au titre du « carried interests » (intéressement aux plus-values) aux collaborateurs de BNPP AM France présents au 31.12.2022.
- 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 2021, a été réalisé entre Juin et Septembre 2022. 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 2022, la documentation et les contrôles de la sélection des paniers d'indexation pour les membres des équipes de gestion qui ne gèrent pas directement eux-mêmes des portefeuilles nécessitent dans certains cas 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'EVALUATION 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](http://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](http://www.bnpparibas-am.fr).

\* \* \*

## 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](http://www.bnpparibas-am.fr).

\* \* \*



**BNP PARIBAS FLEXI EUROPE OFFENSIF**

**RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX COMPTES  
SUR LES COMPTES ANNUELS**

**Exercice clos le 30 décembre 2022**



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

**BNP PARIBAS FLEXI EUROPE OFFENSIF**  
OPCVM CONSTITUE SOUS FORME DE FONDS COMMUN DE PLACEMENT  
Régis par le Code monétaire et financier

Société de gestion  
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France  
1, boulevard Haussmann  
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 BNP PARIBAS FLEXI EUROPE OFFENSIF relatifs à l'exercice clos le 30 décembre 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 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 01/01/2022 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](http://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.



## **BNP PARIBAS FLEXI EUROPE OFFENSIF**

### **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](http://www.pwc.fr)*



## **BNP PARIBAS FLEXI EUROPE OFFENSIF**

### **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](http://www.pwc.fr)*



## BNP PARIBAS FLEXI EUROPE OFFENSIF

- 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.

En application de la loi, nous vous signalons que nous n'avons pas été en mesure d'émettre le présent rapport dans les délais réglementaires compte tenu de la réception tardive de certains documents nécessaires à la finalisation de nos travaux.

Neuilly sur Seine, date de la signature électronique

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

## Bilan actif

	Exercice 30/12/2022	Exercice 31/12/2021
<b>Immobilisations Nettes</b>	-	-
<b>Dépôts</b>	-	-
<b>Instruments financiers</b>	<b>213,336,078.82</b>	<b>260,341,806.19</b>
<b>Actions et valeurs assimilées</b>	-	-
Négoziées sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
Non négociées sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
<b>Obligations et valeurs assimilées</b>	-	-
Négoziées sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
Non négociées sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
<b>Titres de créances</b>	-	-
Négoziés sur un marché réglementé ou assimilé - Titres de créances négociables	-	-
Négoziés sur un marché réglementé ou assimilé - Autres titres de créances	-	-
Non négociés sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
<b>Titres d'organismes de placement collectif</b>	<b>213,336,078.29</b>	<b>260,341,805.69</b>
OPCVM et FIA à vocation générale destinés aux non professionnels et équivalents d'autres pays Etats membres de l'Union Européenne	213,336,078.29	260,341,805.69
Autres Fonds destinés à des non professionnels et équivalents d'autres pays Etats membres de l'Union Européenne	-	-
Fonds professionnels à vocation générale et équivalents d'autres pays Etats membres de l'Union Européenne et organismes de titrisations cotés	-	-
Autres Fonds d'investissement professionnels et équivalents d'autres pays Etats membres de l'Union Européenne et organismes de titrisations non cotés	-	-
Autres organismes non européens	-	-
<b>Opérations temporaires sur titres</b>	-	-
Créances représentatives de titre reçus en pension	-	-
Créances représentatives de titres prêtés	-	-
Titres empruntés	-	-
Titres donnés en pension	-	-
Autres opérations temporaires	-	-
<b>Instruments financiers à terme</b>	<b>0.53</b>	<b>0.50</b>
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé	0.53	0.50
Autres opérations	-	-
<b>Autres Actifs : Loans</b>	-	-
<b>Autres instruments financiers</b>	-	-
<b>Créances</b>	<b>5,791,563.23</b>	<b>2,553,033.19</b>
Opérations de change à terme de devises	2,435,602.29	1,077,687.86
Autres	3,355,960.94	1,475,345.33
<b>Comptes financiers</b>	<b>280,685.24</b>	<b>1,106,855.74</b>
Liquidités	280,685.24	1,106,855.74
<b>TOTAL DE L'ACTIF</b>	<b>219,408,327.29</b>	<b>264,001,695.12</b>

## Bilan passif

	Exercice 30/12/2022	Exercice 31/12/2021
<b>Capitaux propres</b>	-	-
<b>Capital</b>	218,369,496.44	225,816,427.67
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées (a)	-	-
Report à nouveau (a)	-	-
Plus et moins-values nettes de l'exercice (a,b)	-4,031,635.04	36,499,797.34
<b>Résultat de l'exercice (a,b)</b>	741,219.33	548,067.21
Total capitaux propres (= Montant représentatif de l'actif net)	215,079,080.73	262,864,292.22
<b>Instruments financiers</b>	-	-
<b>Opérations de cession sur instruments financiers</b>	-	-
<b>Opérations temporaires sur titres</b>	-	-
Dettes représentatives de titres donnés en pension	-	-
Dettes représentatives de titres empruntés	-	-
Autres opérations temporaires	-	-
<b>Instruments financiers à terme</b>	-	-
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé	-	-
Autres opérations	-	-
<b>Dettes</b>	4,084,344.45	1,137,402.90
Opérations de change à terme de devises	2,265,886.19	1,105,154.55
Autres	1,818,458.26	32,248.35
<b>Comptes financiers</b>	244,902.11	-
Concours bancaires courants	244,902.11	-
Emprunts	-	-
<b>TOTAL DU PASSIF</b>	219,408,327.29	264,001,695.12

(a) Y compris comptes de régularisations.

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

## Hors-bilan

	Exercice 30/12/2022	Exercice 31/12/2021
<b>Opérations de couverture</b>		
<b>Engagements sur marchés réglementés ou assimilés</b>		
<b>Futures</b>		
vente EURO STOXX 50 - FUTURE 17/03/2023	7,342,900.00	-
vente EURO STOXX 50 - FUTURE 18/03/2022	-	4,116,000.00
vente MSCI EUR SMALL CAP NET TR E 18/03/2022	-	2,650,120.00
vente US 10YR NOTE FUT (CBT) 22/03/2022	-	18,815,401.86
<b>Engagements de gré à gré</b>		
<b>Autres engagements</b>		
<b>Autres opérations</b>		
<b>Engagements sur marchés réglementés ou assimilés</b>		
<b>Futures</b>		
achat MSCI EMERGING MARKETS INDEX 17/03/2023	1,797,891.78	-
achat MSCI EMERGING MARKETS INDEX 18/03/2022	-	5,984,844.36
achat NASDAQ E-MINI FUTURE 17/03/2023	2,685,204.97	-
achat RUSSELL 2000 E MINI INDEX FUT 18/03/2022	-	3,648,593.04
achat STOXX 600(SXXP) 17/03/2023	7,676,210.00	-
achat STXE6ESGX EURP 17/03/2023	20,695,500.00	-
achat STXE6ESGX EURP 18/03/2022	-	14,058,120.00
achat TOPIX INDX FUTR 10/03/2022	-	4,867,654.16
<b>Engagements de gré à gré</b>		
<b>Autres engagements</b>		

## Compte de résultat

	Exercice 30/12/2022	Exercice 31/12/2021
<b>Produits sur opérations financières</b>	-	-
Produits sur actions et valeurs assimilées	899,701.83	705,460.87
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	6,112.48	634.19
<b>TOTAL I</b>	<b>905,814.31</b>	<b>706,095.06</b>
<b>Charges sur opérations financières</b>	-	-
Charges sur acquisitions et cessions temporaires de titres	-	-
Charges sur instruments financiers à terme	-	-
Charges sur dettes financières	-6,371.12	-14,468.78
Autres charges financières	-	-
<b>TOTAL II</b>	<b>-6,371.12</b>	<b>-14,468.78</b>
<b>Résultat sur opérations financières (I + II)</b>	<b>899,443.19</b>	<b>691,626.28</b>
<b>Autres produits (III)</b>	-	-
<b>Frais de gestion et dotations aux amortissements (IV)</b>	<b>-111,187.91</b>	<b>-106,419.18</b>
<b>Résultat net de l'exercice (I + II + III + IV)</b>	<b>788,255.28</b>	<b>585,207.10</b>
<b>Régularisation des revenus de l'exercice (V)</b>	<b>-47,035.95</b>	<b>-37,139.89</b>
<b>Acomptes sur résultat versés au titre de l'exercice (VI)</b>	-	-
<b>Résultat (I + II + III + IV + V + VI)</b>	<b>741,219.33</b>	<b>548,067.21</b>

## 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.

Les ETF : à la dernière valeur liquidative connue, à défaut à la dernière valeur estimée.

Les acquisitions et cessions temporaires de titres :

- Les prêts de titres : la créance représentative des titres prêtés est évaluée à la valeur du marché des titres.
- Les emprunts de titres : les titres empruntés ainsi que la dette représentative des titres empruntés sont évalués à la valeur du marché des titres.
- Les collatéraux : s'agissant des titres reçus en garantie dans le cadre des opérations de prêts de titres, l'OPC a opté pour une présentation de ces titres dans les comptes du bilan à hauteur de la dette correspondant à l'obligation de restitution de ceux-ci.
- Les pensions livrées d'une durée résiduelle inférieure ou égale à trois mois : individualisation de la créance sur la base du prix du contrat. Dans ce cas, une linéarisation de la rémunération est effectuée.
- Les pensions long terme : Elles sont enregistrées et évaluées à leur nominal, même si elles ont une échéance supérieure à trois mois. Ce montant est majoré des intérêts courus qui s'y rattachent. Toutefois, certains contrats prévoient des conditions particulières en cas de demande de remboursement anticipé afin de prendre en compte l'impact de hausse de la courbe de financement de la contrepartie. Les intérêts courus peuvent alors être diminués de cet impact, sans valeur planchée. L'impact est proportionnel à la durée résiduelle de la pension et l'écart constaté entre la marge contractuelle et la marge de marché pour une date de maturité identique.
- Les mises en pensions d'une durée résiduelle inférieure ou égale à trois mois : valeur boursière. La dette valorisée sur la base de la valeur contractuelle est inscrite au passif du bilan. Dans ce cas, une linéarisation de la rémunération est effectuée.

### Instruments financiers à terme et conditionnels

Futures : cours de compensation jour.

L'évaluation hors bilan est calculée sur la base du nominal, de son cours de compensation et, éventuellement, du cours de change.

Change à terme : réévaluation des devises en engagement au cours du jour en prenant en compte le report / déport calculé en fonction de l'échéance du contrat.

Dépôts à terme : ils sont enregistrés et évalués pour leur montant nominal, même s'ils ont une échéance supérieure à trois mois. Ce montant est majoré des intérêts courus qui s'y rattachent. Toutefois, certains contrats prévoient des conditions particulières en cas de demande de remboursement anticipé afin de prendre en compte l'impact de hausse de la courbe de financement de la contrepartie. Les intérêts courus peuvent alors être diminués de cet impact, sans pouvoir être négatifs. Les dépôts à terme sont alors au minimum évalués à leur valeur nominale.

### Frais de gestion financière

- 1.40 % TTC maximum de l'actif net pour la part Classic
- Néant pour la part X

## Frais administratifs externes à la société de gestion

- 0.05 % TTC maximum de l'actif net pour les parts Classic et X

La dotation est calculée sur la base de l'actif net, OPCVM ou FIA 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

Une dotation est calculée, à chaque calcul de valeur liquidative, sur la base d'un taux communiqué par la société de gestion.

## Méthode de comptabilisation des intérêts

Intérêts encaissés

## Affectation des résultats réalisés

Part Classic : Capitalisation

Part X : Capitalisation

## Affectation des plus-values nettes réalisées

Part Classic : Capitalisation

Part X : Capitalisation

## Changements affectant le fonds

Néant

## Evolution de l'actif net

	Exercice 30/12/2022	Exercice 31/12/2021
Actif net en début d'exercice	262,864,292.22	233,452,798.52
Souscriptions (y compris les commissions de souscription acquises à l'O.P.C.)	23,784,381.78	23,074,324.29
Rachats (sous déduction des commissions de rachat acquises à l'O.P.C.)	-28,838,891.66	-38,682,672.32
Plus-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	7,753,508.13	38,454,941.59
Moins-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	-12,188,149.83	-863,490.30
Plus-values réalisées sur instruments financiers à terme	7,640,390.22	9,487,800.32
Moins-values réalisées sur instruments financiers à terme	-6,974,698.30	-6,424,007.55
Frais de transaction	-80,165.06	-97,804.27
Différences de change	-161,703.36	-1,007,285.34
Variation de la différence d'estimation des dépôts et instruments financiers :	-38,758,659.56	5,449,348.87
Différence d'estimation exercice N	-6,296,882.31	32,461,777.25
Différence d'estimation exercice N-1	-32,461,777.25	-27,012,428.38
Variation de la différence d'estimation des instruments financiers à terme :	-749,479.13	-564,868.69
Différence d'estimation exercice N	-781,310.18	-31,831.05
Différence d'estimation exercice N-1	31,831.05	-533,037.64
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	788,255.28	585,207.10
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	-	-
<b>Actif net en fin d'exercice</b>	<b>215,079,080.73</b>	<b>262,864,292.22</b>

## Complément d'information 1

	Exercice 30/12/2022
<b>Engagements reçus ou donnés</b>	
Engagements reçus ou donnés (garantie de capital ou autres engagements) (*)	-
<b>Valeur actuelle des instruments financiers inscrits en portefeuille constitutifs de dépôts de garantie</b>	
Instruments financiers reçus en garantie et non inscrits au bilan	-
Instruments financiers donnés en garantie et maintenus dans leur poste d'origine	-
<b>Instruments financiers en portefeuille émis par le prestataire ou les entités de son groupe</b>	
Dépôts	-
Actions	-
Titres de taux	-
OPC	180,470,663.94
Acquisitions et cessions temporaires sur titres	-
Swaps (en nominal)	-
<b>Valeur actuelle des instruments financiers faisant l'objet d'une acquisition temporaire</b>	
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 30/12/2022	
<b>Emissions et rachats pendant l'exercice comptable</b>	<b>Nombre de titres</b>	
<b>Catégorie de classe CLASSIC (Devise: EUR)</b>		
Nombre de titres émis	63.2345	
Nombre de titres rachetés	0.9368	
<b>Catégorie de classe X (Devise: EUR)</b>		
Nombre de titres émis	223,961.5900	
Nombre de titres rachetés	286,607.0700	
<b>Commissions de souscription et/ou de rachat</b>	<b>Montant (EUR)</b>	
Commissions de souscription acquises à l'OPC	-	
Commissions de rachat acquises à l'OPC	-	
Commissions de souscription perçues et rétrocedées	-	
Commissions de rachat perçues et rétrocedées	-	
<b>Frais de gestion</b>	<b>Montant (EUR)</b>	<b>% de l'actif net moyen</b>
<b>Catégorie de classe CLASSIC (Devise: EUR)</b>		
Frais de gestion et de fonctionnement (*)	45.29	1.42
Commissions de surperformance	-	-
Autres frais	-	-
<b>Catégorie de classe X (Devise: EUR)</b>		
Frais de gestion et de fonctionnement (*)	115,969.01	0.05
Commissions de surperformance	-	-
Autres frais	-	-
<b>Rétrocessions de frais de gestion (toutes parts confondues)</b>	<b>4,826.39</b>	

(\*) 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 30/12/2022
<b>Ventilation par nature des créances</b>	
Avoir fiscal à récupérer	-
Déposit euros	1,819,684.80
Déposit autres devises	300,695.53
Collatéraux espèces	-
Valorisation des achats de devises à terme	-
Contrevaleur des ventes à terme	2,435,602.29
Autres débiteurs divers	1,235,580.61
Coupons à recevoir	-
<b>TOTAL DES CREANCES</b>	<b>5,791,563.23</b>
<b>Ventilation par nature des dettes</b>	
Déposit euros	-
Déposit autres devises	-
Collatéraux espèces	-
Provision charges d'emprunts	-
Valorisation des ventes de devises à terme	2,265,886.19
Contrevaleur des achats à terme	-
Frais et charges non encore payés	25,601.96
Autres créditeurs divers	1,792,856.30
Provision pour risque des liquidités de marché	-
<b>TOTAL DES DETTES</b>	<b>4,084,344.45</b>

## Ventilation par nature juridique ou économique d'instrument

	Exercice 30/12/2022
<b>Actif</b>	
<b>Obligations et valeurs assimilées</b>	-
Obligations indexées	-
Obligations convertibles	-
Titres participatifs	-
Autres Obligations et valeurs assimilées	-
<b>Titres de créances</b>	-
Négociés sur un marché réglementé ou assimilé	-
Bons du Trésor	-
Autres TCN	-
Autres Titres de créances	-
Non négociés sur un marché réglementé ou assimilé	-
<b>Autres actifs : Loans</b>	-
<b>Passif</b>	
<b>Opérations de cession sur instruments financiers</b>	-
Actions	-
Obligations	-
Autres	-
<b>Hors-bilan</b>	
<b>Opérations de couverture</b>	
Taux	-
Actions	7,342,900.00
Autres	-
<b>Autres opérations</b>	
Taux	-
Actions	32,854,806.75
Autres	-

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

	Taux fixe	Taux variable	Taux révisable	Autres
<b>Actif</b>				
Dépôts	-	-	-	-
Obligations et valeurs assimilées	-	-	-	-
Titres de créances	-	-	-	-
Opérations temporaires sur titres	-	-	-	-
Autres actifs: Loans	-	-	-	-
Comptes financiers	-	-	-	280,685.24
<b>Passif</b>				
Opérations temporaires sur titres	-	-	-	-
Comptes financiers	-	-	-	244,902.11
<b>Hors-bilan</b>				
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
<b>Actif</b>					
Dépôts	-	-	-	-	-
Obligations et valeurs assimilées	-	-	-	-	-
Titres de créances	-	-	-	-	-
Opérations temporaires sur titres	-	-	-	-	-
Autres actifs: Loans	-	-	-	-	-
Comptes financiers	280,685.24	-	-	-	-
<b>Passif</b>					
Opérations temporaires sur titres	-	-	-	-	-
Comptes financiers	244,902.11	-	-	-	-
<b>Hors-bilan</b>					
Opérations de couverture	-	-	-	-	-
Autres opérations	-	-	-	-	-

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

	USD	JPY
<b>Actif</b>		
Dépôts	-	-
Actions et valeurs assimilées	-	-
Obligations et valeurs assimilées	-	-
Titres de créances	-	-
Titres d'OPC	885,171.77	-
Opérations temporaires sur titres	-	-
Autres actifs: Loans	-	-
Autres instruments financiers	-	-
Créances	300,695.53	-
Comptes financiers	236,416.95	44,268.29
<b>Passif</b>		
Opérations de cession sur instruments financiers	-	-
Opérations temporaires sur titres	-	-
Dettes	2,265,886.19	-
Comptes financiers	-	-
<b>Hors-bilan</b>		
Opérations de couverture	-	-
Autres opérations	4,483,096.75	-

Seules les cinq devises dont le montant le plus représentatif composant l'actif net sont incluses dans ce tableau.

## Affectation des résultats

Catégorie de classe CLASSIC (Devise: EUR)

Tableau d'affectation des sommes distribuables afférentes au résultat

	Exercice 30/12/2022	Exercice 31/12/2021
<b>Sommes restant à affecter</b>		
Report à nouveau	-	-
Résultat	-42.48	-38.07
<b>Total</b>	<b>-42.48</b>	<b>-38.07</b>
<b>Affectation</b>		
Distribution	-	-
Report à nouveau de l'exercice	-	-
Capitalisation	-42.48	-38.07
<b>Total</b>	<b>-42.48</b>	<b>-38.07</b>
<b>Information relative aux titres ouvrant droit à distribution</b>		
Nombre de titres	-	-
Distribution unitaire	-	-
<b>Crédits d'impôt et avoirs fiscaux attachés à la distribution du résultat</b>		
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 30/12/2022	Exercice 31/12/2021
<b>Sommes restant à affecter</b>		
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées	-	-
Plus et moins-values nettes de l'exercice	-73.07	494.93
Acomptes versés sur plus et moins-values nettes de l'exercice	-	-
<b>Total</b>	<b>-73.07</b>	<b>494.93</b>
<b>Affectation</b>		
Distribution	-	-
Plus et moins-values nettes non distribuées	-	-
Capitalisation	-73.07	494.93
<b>Total</b>	<b>-73.07</b>	<b>494.93</b>
<b>Information relative aux titres ouvrant droit à distribution</b>		
Nombre de titres	-	-
Distribution unitaire	-	-

# BNP PARIBAS FLEXI EUROPE OFFENSIF

Catégorie de classe X (Devise: EUR)

Tableau d'affectation des sommes distribuables afférentes au résultat

	Exercice 30/12/2022	Exercice 31/12/2021
<b>Sommes restant à affecter</b>		
Report à nouveau	-	-
Résultat	741,261.81	548,105.28
<b>Total</b>	<b>741,261.81</b>	<b>548,105.28</b>
<b>Affectation</b>		
Distribution	-	-
Report à nouveau de l'exercice	-	-
Capitalisation	741,261.81	548,105.28
<b>Total</b>	<b>741,261.81</b>	<b>548,105.28</b>
<b>Information relative aux titres ouvrant droit à distribution</b>		
Nombre de titres	-	-
Distribution unitaire	-	-
<b>Crédits d'impôt et avoirs fiscaux attachés à la distribution du résultat</b>		
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 30/12/2022	Exercice 31/12/2021
<b>Sommes restant à affecter</b>		
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées	-	-
Plus et moins-values nettes de l'exercice	-4,031,561.97	36,499,302.41
Acomptes versés sur plus et moins-values nettes de l'exercice	-	-
<b>Total</b>	<b>-4,031,561.97</b>	<b>36,499,302.41</b>
<b>Affectation</b>		
Distribution	-	-
Plus et moins-values nettes non distribuées	-	-
Capitalisation	-4,031,561.97	36,499,302.41
<b>Total</b>	<b>-4,031,561.97</b>	<b>36,499,302.41</b>
<b>Information relative aux titres ouvrant droit à distribution</b>		
Nombre de titres	-	-
Distribution unitaire	-	-

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

### Catégorie de classe CLASSIC (Devise: EUR)

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	30/12/2022
<b>Valeur liquidative (en EUR)</b>					
Parts C	14.49	17.37	16.08	18.84	<b>15.65</b>
<b>Actif net (en k EUR)</b>	1.91	2.77	3.04	3.54	<b>3.91</b>
<b>Nombre de titres</b>					
Parts C	131.4116	159.6404	188.7867	187.6623	<b>249.9600</b>

<b>Date de mise en paiement</b>	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	30/12/2022
<b>Distribution unitaire sur plus et moins-values nettes</b> (y compris les acomptes) (en EUR)	-	-	-	-	-
<b>Distribution unitaire sur résultat</b> (y compris les acomptes) (en EUR)	-	-	-	-	-
<b>Crédit d'impôt unitaire (*)</b> personnes physiques (en EUR)	-	-	-	-	-
<b>Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes (en EUR)</b>					
Parts C	0.57	1.13	-0.47	2.63	<b>-0.29</b>
<b>Capitalisation unitaire sur résultat (en EUR)</b>					
Parts C	-0.26	-0.23	-0.19	-0.20	<b>-0.16</b>

(\*) "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."

# BNP PARIBAS FLEXI EUROPE OFFENSIF

## Catégorie de classe X (Devise: EUR)

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	30/12/2022
<b>Valeur liquidative (en EUR)</b>					
Parts C	87.28	106.06	99.53	118.26	<b>99.57</b>
<b>Actif net (en k EUR)</b>	214,545.53	247,470.80	233,449.76	262,860.76	<b>215,075.17</b>
<b>Nombre de titres</b>					
Parts C	2,458,111.0938	2,333,284.4604	2,345,352.2936	2,222,567.2336	<b>2,159,921.7536</b>

Date de mise en paiement	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	30/12/2022
<b>Distribution unitaire sur plus et moins-values nettes</b> (y compris les acomptes) (en EUR)	-	-	-	-	-
<b>Distribution unitaire sur résultat</b> (y compris les acomptes) (en EUR)	-	-	-	-	-
<b>Crédit d'impôt unitaire (*)</b> personnes physiques (en EUR)	-	-	-	-	-
<b>Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes (en EUR)</b>					
Parts C	1.88	6.86	-2.91	16.42	<b>-1.86</b>
<b>Capitalisation unitaire sur résultat (en EUR)</b>					
Parts C	-0.01	-0.03	0.10	0.24	<b>0.34</b>

(\*) "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."

# BNP PARIBAS FLEXI EUROPE OFFENSIF

## Inventaire des instruments financiers au 30 Décembre 2022

Eléments d'actifs et libellé des valeurs	Quantité	Cours	Devise cotation	Valeur actuelle	% arrondi de l'actif net
<b>Titres d'OPC</b>				<b>213,336,078.29</b>	<b>99.19</b>
<b>OPCVM et FIA à vocation générale destinés aux non professionnels et équivalents d'autres pays Etats membres de l'Union européenne</b>				<b>213,336,078.29</b>	<b>99.19</b>
ALGEBRIS FINANCIAL CRD-IE	20,074	172.66	EUR	3,465,976.84	1.61
AMSELECT ALLIANZ EUROPE EQTY GROWTH ICA	196,178.973	77.30	EUR	15,164,634.61	7.05
AMSELECT AMUNDI EUROPE EQUITY VALUE ICA	270,464.522	95.57	EUR	25,848,294.36	12.02
AMSELECT BLUEBAY EURO BOND AGGREGATE ICA	204,794.546	83.93	EUR	17,188,406.25	7.99
AMSELECT JANUS HENDERSON EUROP EQTY ICA	77,091	97.51	EUR	7,517,143.41	3.50
BNP PARIBAS MOIS ISR PARTS IC 3 DECIMALE	69.093	22,758.74	EUR	1,572,469.76	0.73
BNPP EASY Corp Bond SRI PAB 9IC	193,577	91.55	EUR	17,721,490.41	8.24
BNPP EASY JPM ESG EMU GVT BOND IG 9IC	170.402	122,224.81	EUR	20,827,352.02	9.68
BNPP EASY MSCI EUR ESG FILTD MIN TE 9IL	2,569,629	12.27	EUR	31,529,604.79	14.66
BNPP SUST EUROPE MULTIFACTOR EQUITY ICA	163,544.572	144.70	EUR	23,664,899.57	11.00
BNPP SUST EUROPE VALUE ICA	83,911.189	204.89	EUR	17,192,563.51	7.99
CAMGEST CONVERTIBLE EUROPE-G	16,550.898	135.57	EUR	2,243,805.24	1.04
ELEVA EUROPEAN SEL FD I2 EUR	14,227	1,687.46	EUR	24,007,493.42	11.16
LAZARD CRE FI IVC PARTS -IVC-	289.64	15,559.91	EUR	4,506,772.33	2.10
LYXOR MSCI CHINA UCITS ETF	57,371	16.47	USD	885,171.77	0.41
<b>Instruments financiers à terme</b>				<b>0.53</b>	<b>-</b>
<b>Futures</b>				<b>-781,310.18</b>	<b>-0.36</b>
EURO STOXX 50 - FUTURE 17/03/2023	-194.00	3,785.00	EUR	263,840.00	0.12
MSCI EMERGING MARKETS INDEX 17/03/2023	40.00	959.40	USD	-29,046.62	-0.01
NASDAQ E-MINI FUTURE 17/03/2023	13.00	11,022.25	USD	-161,493.56	-0.08
STOXX 600(SXXP) 17/03/2023	362.00	424.10	EUR	-216,660.00	-0.10
STXE6ESGX EURP 17/03/2023	1,314.00	157.50	EUR	-637,950.00	-0.30
<b>Appels de marge</b>				<b>781,310.71</b>	<b>0.36</b>
<b>Créances</b>				<b>5,791,563.23</b>	<b>2.69</b>
<b>Dettes</b>				<b>-4,084,344.45</b>	<b>-1.90</b>
<b>Dépôts</b>				<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Autres comptes financiers</b>				<b>35,783.13</b>	<b>0.02</b>
<b>TOTAL ACTIF NET</b>			<b>EUR</b>	<b>215,079,080.73</b>	<b>100.00</b>