

LETTRE DE STRATEGIE D'INVESTISSEMENT

Janvier 2020



Florent BRONES
Chief Investment Officer

Résumé :

1. **Les tensions entre l'Iran et les Etats-Unis ne devraient pas dégénérer. Nos convictions pour 2020 restent donc inchangées :**
 - a) **La croissance économique restera modérée et sans inflation, nous excluons le risque de récession. Une trêve devrait être signée mi-janvier entre les Etats-Unis et la Chine**
 - b) **Les rendements obligataires resteront bas**
 - c) **Les bourses délivreront une rentabilité positive grâce à la hausse des profits et aux dividendes. Les flux vers les actions continueront et**
 - d) **Il faut diversifier ses paris car la volatilité se rappellera à nous durant l'année.**
2. **Après avoir augmenté notre exposition aux bourses durant le dernier trimestre 2019, nous n'effectuons aucun changement de recommandation ce mois-ci, excepté sur le secteur de l'énergie. Nous restons à l'achat sur les Etats-Unis, la Zone euro, le Royaume-Uni et les marchés émergents. En termes de secteurs, nous sommes acheteurs sur la technologie européenne, les financières américaines, l'assurance tant en Europe qu'aux Etats-Unis et les matériaux de construction européens. Nous devenons acheteurs sur le secteur global de l'énergie. En termes de style, nous préférons la « value » à la croissance, les petites et moyennes capitalisations aux grandes capitalisations. Nous recommandons l'achat d'obligations convertibles européennes.**
3. **Pour tenir compte de la diminution des risques globaux et de la nouvelle tonalité de la communication de la Fed, nous n'attendons plus de baisse des taux officiels américains en 2020 (nous escomptions deux baisses supplémentaires auparavant).**



4. Nous ajustons de 25 points de base à la hausse nos objectifs de rendements obligataires ; à 12 mois nous escomptons maintenant 2% (au lieu de 1,75%) sur le taux 10 ans américain et -0.25% (au lieu de -0,50%) sur le Bund. Notre prévision concernant le dollar est inchangée : 1,12 pour 1€ à 3 mois, c'est-à-dire une stabilité par rapport au niveau actuel. Puis, plus tard, nous prévoyons une baisse du dollar jusqu'à 1,14 à 1 an. Nous devenons prudents sur les devises scandinaves (SEK et NOK).
5. Nous réitérons notre opinion positive sur l'or pour ses vertus de diversification (range revu en hausse de 50\$ à 1450-1650\$). Nos opinions neutres sont maintenues sur les matières premières industrielles et le pétrole (range inchangé à 60-70\$ pour le Brent malgré les tensions entre Iran et Etats-Unis).
6. Dans l'alternatif, nos préférences pour les stratégies Global Macro et Long-Short Equity restent inchangées. Nous sommes neutres sur l'immobilier côté européen.

Nos convictions pour 2020

2019 aura été une très bonne année pour les marchés financiers avec une hausse de 25% pour l'indice des bourses mondiales. Elle compense 2018, une année difficile. En effet, en deux ans, la bourse mondiale (indice MSCI World) n'aura monté que de 12,1%. Mais il faut garder en tête que les profits des sociétés cotées n'ont pas monté en 2019 ! Livrons nos convictions (inchangées ce mois-ci) pour l'avenir.

Croissance économique modérée, faible inflation

Depuis plus d'un an, l'industrie mondiale est en récession, et les indicateurs avancés d'activité prédisent que cette tendance ne s'inversera pas encore. La récession dans le secteur de l'industrie provient de deux éléments. D'une part, les tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis. Ce facteur va s'amoinrir avec la signature de l'accord de phase 1 attendu pour le 15 janvier, mais il ne disparaîtra pas complètement car les difficiles négociations de phase 2 risquent de durer au moins jusqu'aux élections présidentielles américaines. D'autre part, la contraction du secteur de l'automobile, qui est lié à des facteurs conjoncturels (incertitude, coûts de production...) et structurels, notamment l'évolution technologique majeure du secteur vers la voiture électrique.

Nous pensons que cette récession industrielle ne se transmettra pas au reste de l'économie, les services et les créations d'emplois restent suffisamment forts, notamment aux Etats-Unis et en Allemagne, pour que la croissance globale des économies soit positive, bien qu'en ralentissement. La hausse des salaires soutient la consommation sans accélérer l'inflation sous-jacente.

En d'autres termes, le cycle de croissance économique le plus long de l'histoire aux Etats-Unis se poursuivra sans récession en 2020 et en 2021. Les indicateurs avancés commencent à se stabiliser. Si cela se confirme durant les prochains mois, un rebond d'activité commencera au second semestre, et la durée du cycle de croissance sera étendue en 2021. La croissance devrait ré-accélérer dans les économies matures en 2021, tout en restant modérée.

Une condition cruciale doit être réalisée : les risques politiques se contractent depuis l'automne, et il faut que cette détente s'amplifie, notamment avec la signature d'un accord partiel entre les Etats-Unis et la Chine. De même, un Brexit négocié doit être finalisé depuis les élections générales du 12 décembre qui ont donné une majorité confortable au gouvernement conservateur.

Les tensions entre l'Iran et les Etats-Unis entrent dans la catégorie des risques classiques, habituels dans cette région du monde. Il n'est pas possible de prévoir ce qui se passera sur le plan politique, et un dérapage reste possible. Mais ce n'est pas notre scénario de base tant l'Iran aurait à perdre, l'Iran étant déjà dans une situation économique très difficile. Par ailleurs, les élections américaines limitent la capacité d'action de l'administration Trump. Les prix du pétrole n'ont pas trop monté, et nous pensons qu'ils resteront autour du range que nous escomptons (60-70\$ pour le Brent). S'ils venaient à monter davantage, les pays producteurs augmenteraient leur production, les capacités existent, comme le montre l'accord de l'OPEP élargie du mois de décembre.

Les taux d'intérêt et les rendements obligataires resteront bas durablement

C'est un nouveau paradigme, une idée très consensuelle : les taux d'intérêt sont bas, sur toutes les courbes, et vont le rester longtemps. Les banques centrales sont accommodantes et elles communiquent sur une poursuite de cette politique à horizon prévisible. La BCE continue d'utiliser tous les outils à sa disposition, taux officiels négatifs, TLTRO très favorable, système de « tiering » pour aider les banques et surtout nouvelle phase de « Quantitative Easing » avec des achats mensuels de 20 milliards d'obligations sur les marchés. Mme Lagarde a commencé une revue stratégique de la BCE, qui prendra du temps avant de produire d'éventuels changements.

La Fed s'est mise en attente après avoir baissé ses taux trois fois en 2019, et sa communication suggère qu'elle ne bougera plus en 2020. Comme les risques de tensions entre Chine et Etats-Unis ont baissé, nous abandonnons notre ancien scénario de deux baisses des taux en 2020. De nombreuses autres banques centrales maintiennent un biais accommodant, notamment dans les économies émergentes et particulièrement la banque centrale chinoise.

Les taux obligataires sont également très bas, ils ont légèrement rebondi sur leurs points bas depuis quelques semaines. Nous révisons en hausse de 25 pbs nos anticipations à 2% à 12 mois pour le 10 ans américain, à -0,25% sur le Bund (au lieu respectivement de 1,75% et -0,50%) : les rendements obligataires devraient restés proches des niveaux actuels car les facteurs structurels sont toujours présents (inflation basse, croissance modérée, poursuite de l'accommodation monétaire, excédent d'épargne...).

Il existe un cas où les taux obligataires pourraient remonter plus que prévu : si des politiques fiscales agressives de relance étaient adoptées pour prendre le relais des politiques monétaires en fin de cycle. C'est le souhait des banques centrales, notamment de la BCE, à conditions que les états investissent. Pour l'instant, les mesures de relance demeurent très modérées, notamment dans les pays comme l'Allemagne ou la Chine, qui ont des marges de manœuvre mais pas la volonté politique. Au cas où les mesures de relance deviendraient plus fortes que prévues, nous pourrions réviser en hausse nos prévisions sur les taux obligataires.

Si les taux d'intérêt restent bas et négatifs pour une petite moitié du gisement obligataire européen, cela signifie qu'il faut attendre en 2020 des rentabilités décevantes dans l'univers des rendements fixes, proches de 0 en euro et un peu plus élevées en dollar, qui ne couvriront pas l'inflation, excepté dans les segments les plus risqués que nous recommandons. Il sera possible d'avoir des rentabilités satisfaisantes en acceptant une part de risque avec les obligations convertibles européennes et les obligations émergentes en devises locales.

Marchés actions : restons optimistes !

Si la croissance de l'économie mondiale continue, même sur un rythme modéré, et si les rendements dans l'univers obligataires sont proches de 0, les flux de capitaux vers les actions vont se poursuivre en 2020. C'est le célèbre « TINA », souvent repris dans la presse, « There Is No Alternative ». Les marchés actions concentrent beaucoup de nos recommandations positives pour 2020.

Mais ne rêvons pas sur les attentes de rendement, elles ne seront pas du même ordre qu'en 2019, bien sûr ! Les bourses ont monté de 25% en 2019 alors que les profits des entreprises sont restés stables. Donc, mécaniquement, les marchés sont plus chers aujourd'hui. Les bourses se réapprécieront selon nous du même ordre que les bénéfices plus les dividendes. Soit au total +5% pour les marchés matures et +7% pour les émergents. Ce sont des objectifs modérés dans l'absolu, mais très corrects face aux taux d'intérêt proches de 0. La croissance des dividendes sur le long terme est un élément de support clef pour les bourses qui entament aux Etats-Unis leur 11^{ème} année de hausse, soit le plus long « bull market » de l'histoire.

Dans cette optique, nous privilégions l'eurozone, les Etats-Unis, le Royaume-Uni et les marchés émergents. Une fenêtre d'opportunité est ouverte pour le segment « Value » (valeur avec une décôte) par rapport à « croissance », et pour les petites et moyennes capitalisations. En termes de secteurs, nous mettons en avant la santé et les financières en global, la technologie et les matériaux de construction en Europe en particulier. Nous devenons ce mois positif sur le secteur de l'énergie.

Sur un plan tactique, début 2020, les bourses sont dans une situation légère de sur-achat, à 8% au-dessus de leur moyenne mobile 200 jours. Avec les tensions Iran/Etats-Unis, une petite consolidation a commencé. Un retour vers les moyennes mobiles 200 jours fournirait une belle opportunité pour renforcer les positions.

Diversifions nos paris

Nous avons tout à fait conscience de prendre des risques avec nos recommandations pour 2020. Or, la volatilité est basse aujourd'hui, et elle ne le restera pas toujours. Il faut donc diversifier ses paris le plus possible. Au sein des bourses, cela signifie diversifier en termes de pays, de devises, mais aussi de secteurs, de thèmes et de styles.

Par ailleurs, il faut avoir une poche d'investissements aussi décorrélés que possible des bourses. Nous aimons bien l'or pour cette raison. Nous revoyons en hausse la fourchette attendue à 1450-1650, soit 50\$ de plus qu'auparavant. La tendance longue de hausse de l'or devrait se prolonger. Nous mettons aussi en avant des fonds alternatifs, notamment des « global macro » et des « long/short equity ». L'immobilier est également un bon outil de diversification.

Le plus dur sera de profiter des périodes de volatilité en hausse pour renforcer les positions en actifs risqués. L'expérience montre que c'est facile à dire/écrire, beaucoup plus difficile à faire.

Pas de changement ce mois (régions et styles). Nous devenons positifs sur l'énergie

Lors des derniers changements en terme de pays, **nous sommes devenus en novembre acheteurs du marché actions britannique et des marchés émergents**. Le marché britannique sous-performe depuis trois ans, à cause des tensions sur le Brexit et le risque d'une sortie sans accord, pouvant précipiter une récession. Ce risque diminue

après les élections avec la majorité parlementaire claire du gouvernement conservateur. La décote des actions britanniques a commencé à se réduire surtout pour la partie domestique de la bourse (FTSE 250), mais le mouvement n'est pas terminé selon nous. Sur l'indice de grandes capitalisations boursières, le poids important des financières, des pétrolières et des valeurs de matériaux (secteurs sur lesquels nous sommes positifs) et le rendement des dividendes de 5%, assurent un coussin significatif.

Pour les marchés émergents, la sous-performance de ces derniers trimestres devrait s'inverser puisque le risque général diminue. L'environnement de croissance devient favorable aux émergents dont la croissance économique accélère traditionnellement davantage que celle des économies matures. Par ailleurs, les banques centrales restent accommodantes grâce au ralentissement de l'inflation, les taux américains vont rester bas (y compris la partie longue de la courbe) et le dollar devrait rester autour des niveaux actuels. Nous avons toujours trois pays préférés en Asie ; l'Inde (croissance économique rapide, inflation en ralentissement et surtout réformes structurelles mises en place par le gouvernement Modi), la Corée du sud (poids du secteur technologique, politique monétaire accommodante) et Singapour (dividende élevé et solide).

Nous restons positifs sur les bourses américaines et de l'eurozone, sans changement d'argumentaire.

En termes de secteurs, nous avons fait plusieurs ajustements ces derniers mois vers davantage de risque : nous sommes neutres sur les matériaux et positifs sur la technologie européenne, les bancaires américaines et l'assurance tant en Europe, qu'aux Etats-Unis. De même, sur les matériaux de construction en Europe (positif au lieu de neutre). Enfin, nous sommes passés à neutres sur l'immobilier coté car les performances de ce secteur défensif ont été excellentes ces dernières années. A noter que nous ne faisons plus de différence entre ce secteur en Europe et au Royaume-Uni. **Nous devenons positifs sur le secteur global de l'énergie** qui a sous-performé l'année dernière et qui est bon marché. La visibilité des cash flows est bonne, d'autant que les prix du pétrole sont dans le haut de la fourchette attendue. Les dividendes, voire les programmes de rachats de titres, pourraient augmenter plus que prévu.

En termes de style, nous préférons « la value » à la croissance, et les petites et moyennes capitalisations aux grandes capitalisations boursières.

Obligations et crédit : pas de changement de recommandations

Nous ajustons nos objectifs de taux longs à 2,00% pour le 10 ans américain, à -0,25% sur le Bund, soit 25 pbs de plus qu'antérieurement.

Malgré la repentification récente de toute la courbe des taux américains (il y a maintenant 25 pbs entre le 2 ans et le 10 ans, alors que cette courbe a été brièvement inversée durant l'été) nous continuons de mettre en avant les maturités courtes en dollar qui offrent toujours un couple rendement/risque intéressant, uniquement pour le porteur en dollar. Le niveau actuel du taux à 2 ans signifie que le portage est assez attractif pour des maturités courtes.

Nous voyons encore quelques opportunités dans le domaine des obligations d'entreprises de qualité. Nous avons ajusté en novembre notre recommandation en termes de maturité sur le crédit européen et américain à neutre par rapport au benchmark, au lieu d'une duration plus faible au préalable, car les rendements obligataires ne sont pas loin de nos objectifs (à spreads inchangés). Par ailleurs, la BCE reprenant ses achats d'obligations corporates européennes, nous avons élargi la recommandation positive aux ratings BBB.

Sans changement, **nous sommes positifs sur les obligations convertibles européennes** dans la foulée de notre optimisme globale sur les actions, car la composante « equity » est le moteur principal de la performance actuelle des convertibles, les taux d'intérêt étant tellement bas. Grace à quelques émissions de taille significative en 2019, le marché des obligations convertibles européen a retrouvé une certaine liquidité.

Nous restons neutres sur les obligations d'entreprise High Yield en euro et en dollar. Pas de changement dans le compartiment du High Yield (HY), les écarts de rendement sont restés bas aux États-Unis. Il nous semble trop tôt pour changer de recommandation sur le HY euro car les taux nominaux et les primes de risque demeurent bas, ne rémunérant pas assez le risque pris avec ces investissements, selon nous.

Nous demeurons neutres sur les obligations émergentes souveraines en devises fortes (sensibles au dollar et aux taux américains, poids important dans les indices de la Turquie, de l'Argentine et du Venezuela, trois pays sur lesquels nous ne sommes pas confortables). Nous sommes positifs sur les obligations émergentes corporates en devises fortes, et en devises locales tant souveraines que corporates, qui disposent d'un amortisseur grâce au niveau de rendement à maturité proche de 5% qu'elles offrent. Plusieurs banques centrales devraient continuer de baisser leurs taux officiels, ce qui sera favorable à ces obligations émergentes en devises locales. Les devises émergentes offrent un potentiel de rebond et restent cependant très volatiles. La performance 2019 a été excellente, compensant la mauvaise année 2018. Le mouvement n'est pas terminé puisque la Fed reste accommodante.

Marchés des changes : pas de changement.

Puisque que l'environnement de taux d'intérêt reste calme, sans mouvements significatifs à l'avenir, la volatilité dans les taux de change devrait également rester faible.

Nous sommes toujours convaincus que le dollar devrait faiblir à long terme face à l'euro, à cause des déficits jumeaux américains fiscaux et commerciaux et du fait que le dollar est déjà surévalué face à sa parité de pouvoir d'achat à 1,31 pour 1€ (selon l'OCDE).

Néanmoins, nous escomptons un faible mouvement à 1,12 à 3 mois et 1,14 à 12 mois.

Nous ajustons l'objectif à 3 mois sur la livre à 0,85, soit le niveau actuel et maintenons un objectif 12 mois sur la Livre à 0,88 pour 1€. On constate, sans explication convaincante, que les variations des taux de change de la Livre sont finalement assez faibles malgré une situation politique très compliquée jusqu'aux élections, puis très

claire maintenant. L'inconnue des négociations avec l'Union Européenne continue de peser.

Nous sommes devenus plus prudents en novembre sur les devises scandinaves SEK et NOK ; leurs baisses étaient contraires aux évolutions des fondamentaux de croissance, inflation et perspectives de taux d'intérêt. Le mouvement de marché s'est depuis renversé, notamment grâce à la hausse des taux de la banque centrale suédoise (à 0%, c'est la première banque centrale à sortir des taux négatifs). Le potentiel nous semble épuisé et nous devenons négatifs sur NOK et SEK.

Après l'accord de phase 1 et la diminution des tensions, nous révisons à 7,00 au lieu de 7,15 notre objectif à 12 mois (valeur d'un dollar). La devise chinoise restera autour du niveau actuel.

Matières premières : nous sommes positifs sur l'or et restons neutres sur le pétrole. Pas de changement

Fondamentalement, **l'or reste, selon nous, attractif**. Les vertus de diversification dans les portefeuilles sont d'actualité. Un facteur important de support viendra des risques de hausse d'inflation surtout outre-Atlantique. Notre range attendu est revu en hausse de 50\$ à 1450-1650\$ l'once sur les 12 prochains mois.

Nous sommes passés neutres sur le pétrole en mai. Nous maintenons notre idée de base et donc notre recommandation neutre ; le marché pétrolier se rééquilibrera avec une gestion de la production par l'OPEP élargie, et avec une production de pétrole de schiste américain de manière générale non rentable quand le prix est trop bas. Le ralentissement de la croissance de la demande dans le monde émergent limite la hausse potentielle des cours. Donc, nous pensons que le pétrole restera dans notre range 60-70\$. C'est exactement ce qui s'est passé en septembre/octobre après la destruction d'une partie significative des capacités de production saoudienne ; juste après l'attaque, les prix ont fortement monté, puis ils sont revenus dans la fourchette escomptée avec la reprise progressive de la production. Un mouvement similaire pourrait se dérouler avec les tensions actuelles entre Iran et Etats-Unis. Jusqu'à maintenant, la hausse des prix n'est pas spectaculaire. Mais en cas de nouvelle tension, une poursuite de la hausse des prix amènerait une hausse de la production. Des capacités existent notamment en Russie, Arabie Saoudite et aux Etats-Unis avec le pétrole de schiste.

Immobilier : nous sommes maintenant neutres sur l'immobilier côté en Europe y compris au Royaume-Uni. Les valorisations se sont tendues avec l'excellent comportement boursier des derniers trimestres. Ce secteur paie des dividendes de l'ordre de 4% avec des revenus au pire stables, donc qui permettent de maintenir ses dividendes sans problème. Mais les REITs auront du mal à faire mieux que le marché dans un environnement global plus porteur.

Investissements alternatifs (inchangé)

De nouvelles opportunités dans les segments Global Macro et Long-Short Equity émergeront grâce au retour attendu de l'inflation, des changements structurels de

technologies et du rebond en cours de la volatilité. Nous restons positifs sur les segments Long-Short Equity et Global Macro.



NOTRE ÉQUIPE DE STRATÉGISTES

France

Florent BRONES
Chief Investment Officer

Asie

Prashant BHAYANI
Chief Investment Officer, Asia

Grace TAM
Chief Investment Advisor, Asia

Belgique

Philippe GIJSELS
Chief Investment Advisor

Xavier TIMMERMANS
Senior Investment Strategy, PRB

Alain GERARD
Senior Investment Advisor, Equities

Pol TANSENS
Head of Real Estate Strategy

Luxembourg

Guy ERTZ
Chief Investment Advisor

Edouard DESBONNETS
Investment Advisor, Fixed Income

Suisse

Roger KELLER
Chief Investment Officer

AVERTISSEMENT

Le présent document marketing est communiqué par le Métier Wealth Management de BNP Paribas, Société Anonyme française au capital de 2.499.597.122 Euros, Siège Social 16 bd des Italiens 75009 Paris - France, immatriculée au RCS Paris sous le numéro 662 042 449, agréée en France en tant que banque auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). En tant que document marketing, il n'a pas été produit conformément aux contraintes réglementaires visant à assurer l'indépendance de la recherche en investissement et n'est pas soumis à l'interdiction de transaction préalable à sa diffusion. Il n'a pas été soumis à l'AMF ou à une autre autorité de marché. Ce document est confidentiel et destiné uniquement à une utilisation par BNP Paribas SA, BNP Paribas Wealth Management SA et les sociétés de leur groupe (« BNP Paribas ») et les personnes à qui ce document est délivré. Il ne peut pas être distribué, publié, reproduit ou révélé par leurs destinataires à d'autres personnes ou faire l'objet de référence dans un autre document sans le consentement préalable de BNP Paribas. Ce document est fourni uniquement à titre d'information et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation dans un Etat ou une juridiction dans lequel une telle offre ou sollicitation n'est pas autorisée, ou auprès de personnes envers lesquelles une telle offre, sollicitation ou vente, est illégale. Il n'est pas, et ne doit en aucune circonstance être considéré comme un prospectus. Bien que les informations fournies aient été obtenues de sources publiques ou non publiques pouvant être considérées comme fiables, et bien que toutes les précautions raisonnables aient été prises pour préparer ce document, BNP Paribas n'atteste et ne garantit explicitement ou implicitement ni son exactitude ni son exhaustivité et n'accepte aucune responsabilité en cas d'inexactitude, d'erreur ou omission. BNP Paribas n'atteste pas et ne garantit aucun succès prévu ou attendu, profit, retour, performance, effet, conséquence ou bénéfice (que ce soit d'un point de vue juridique, réglementaire, fiscal, financier, comptable ou autre) quel que soit le produit ou l'investissement. Les investisseurs ne doivent pas accorder une confiance excessive à l'égard des informations historiques théoriques se rapportant aux performances historiques théoriques. Ce document peut faire référence à des performances historiques ; les performances passées ne présagent pas des performances futures. L'information contenue dans ce document a été rédigée sans prendre en considération

vos situation personnelle et notamment votre situation financière, votre profil de risque et vos objectifs d'investissement. Avant d'investir dans un produit, l'investisseur doit comprendre entièrement les risques, notamment tout risque de marché lié à l'émetteur, les mérites financiers et l'adéquation de ces produits et consulter ses propres conseillers juridiques, fiscaux, financiers et comptables avant de prendre une décision d'investissement. Tout investisseur doit entièrement comprendre les caractéristiques de la transaction et, en absence de disposition contraire, être financièrement capable de supporter la perte de son investissement et vouloir accepter un tel risque. L'investisseur doit se rappeler que la valeur d'un investissement ainsi que les revenus qui en découlent peuvent varier à la baisse comme à la hausse et que les performances passées ne sauraient préfigurer les performances futures. Tout investissement dans un produit décrit est soumis à la lecture préalable et à la compréhension de la documentation constitutive du produit, en particulier celle qui décrit en détail les droits et devoirs des investisseurs ainsi que les risques inhérents à un investissement dans ce produit. En absence de disposition écrite contraire, BNP Paribas n'agit pas comme conseiller financier de l'investisseur pour ses transactions.

Les informations, opinions ou estimations figurant dans ce document reflètent le jugement de leur auteur au jour de sa rédaction ; elles ne doivent ni être considérées comme faisant autorité ni être substituées par quiconque à l'exercice de son propre jugement, et sont susceptibles de modifications sans préavis. Ni BNP Paribas ni toute entité du Groupe BNP Paribas ne pourra être tenue pour responsable des conséquences pouvant résulter de l'utilisation des informations, opinions ou estimations contenues dans le présent document.

En tant que distributeur des produits présentés dans ce document, BNP Paribas peut recevoir des commissions de distribution sur lesquelles vous pouvez obtenir de plus amples informations sur demande spécifique. BNP Paribas, ses employés ou administrateurs peuvent détenir des positions sur des produits ou être en relation avec leurs émetteurs.

En recevant ce document, vous acceptez d'être lié par les limitations ci-dessus.

© BNP Paribas (2020). Tous droits réservés.

