

Quels rendements à long terme pour les différentes classes d'actifs ?

15 octobre 2020



Florent BRONES
Chief Investment Officer



Guy ERTZ
Chief Investment Advisor

Le constat

Plus que jamais, l'allocation d'actifs dépend du rapport risque-rendement. Le COVID-19 a changé la donne, car il suggère des taux d'intérêt et des rendements obligataires faibles pour longtemps. Les prévisions des banques centrales vont également dans ce sens. Ceci suggère des rendements attendus exceptionnellement bas sur de nombreux actifs obligataires sur notre horizon de prévision de 10 ans. Les primes de risque devraient être globalement conformes aux moyennes historiques. Il y a également eu certains effets structurels sur les marchés de l'emploi qui mettront un certain temps à se normaliser et qui laissent entrevoir une croissance économique plus faible en moyenne sur la période. Cela nous a amenés à réviser les taux de croissance des dividendes et/ou le potentiel des effets dits de "re-rating" (hausse du ratio cours sur bénéfice). Les rendements attendus des marchés actions ont donc été revus à la baisse.

C'est la première fois dans l'histoire que les rendements attendus sont aussi faibles, surtout en termes réels, car l'inflation devrait rester positive tant aux États-Unis qu'en Europe.

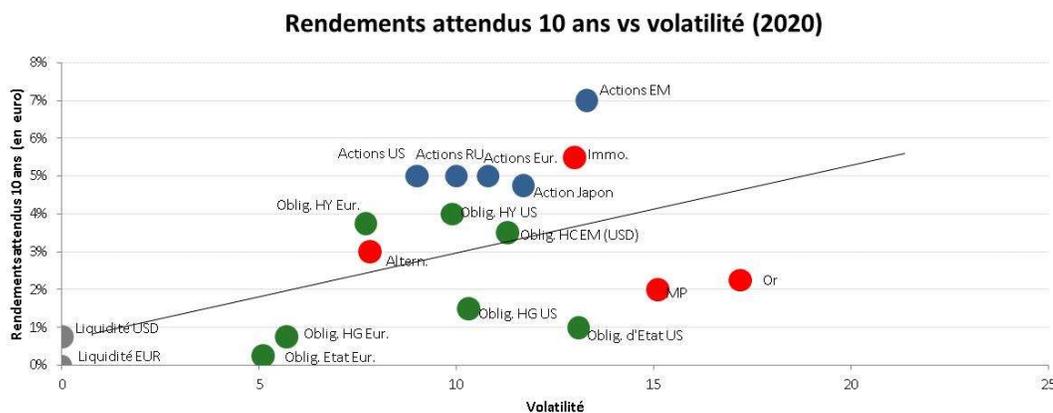
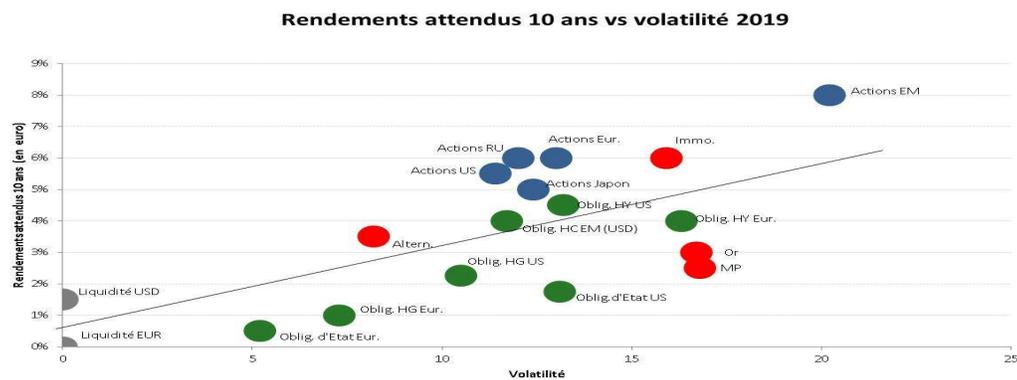
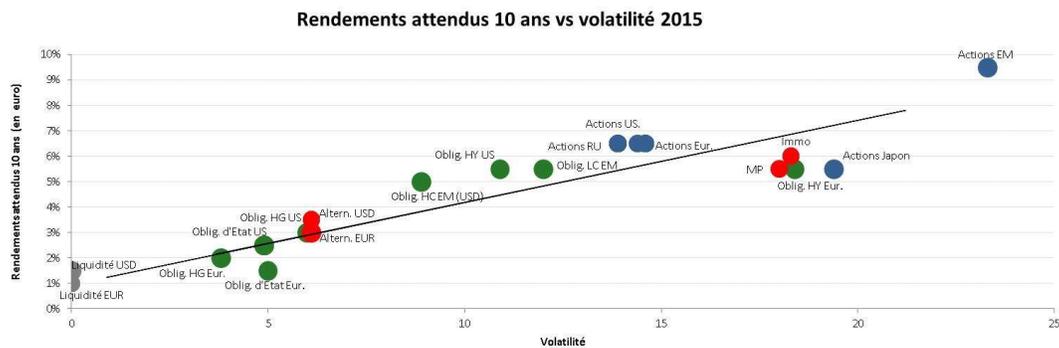
Les investisseurs ont aujourd'hui deux options :

- Préférer un couple risque-rendement très faible à long terme. Ceci implique souvent un rendement inférieur à l'inflation dans l'univers des investissements à revenu fixe,
- Ou encore de prendre plus de risques et d'allouer plus d'argent aux actions et aux investissements alternatifs au sens large.

En matière d'allocation d'actifs, nous continuons à privilégier :

- les investissements à long terme (duration plus élevée)
- les actifs présentant un profil de risque et de rendement plus élevé (marchés actions et actifs immobiliers, tels que l'immobilier, les matières premières, etc.)

Comparaison des estimations de rendements attendus de 2020 avec celles de 2019 et 2015.



Légende :

Source : BNP Paribas - Bloomberg

HG : High Grade	LC : Local Currency
HY : High Yield	EM : Emerging Market
HC : Hard Currency	MP : Matières Premières
OE : Obligations d'Etat	

Quelques constats à partir de ces trois graphiques :

- 1) La première remarque est visuelle : les rendements attendus sont plus "éparpillés" en 2020 qu'en 2015, s'éloignant de la ligne de régression.
- 2) La baisse des rendements dans l'univers obligataire s'est poursuivie et a entraîné une révision moyenne à la baisse de -0,5 % des rendements attendus des actifs à revenu fixe. La baisse des rendements en dollars américains au cours des derniers mois a été un peu plus importante que pour les obligations libellées en euros. Les révisions des rendements attendus des actifs à revenu fixe libellés en dollars sont donc un peu plus importantes.
- 3) Les rendements attendus des investissements en actions sont aujourd'hui inférieurs d'environ -0,75% à ceux de l'exercice précédent. Cela s'explique par la baisse des rendements des dividendes, une croissance attendue des dividendes moins forte et/ou un potentiel de revalorisation moins important.
- 4) Pour s'adapter à cet environnement, les investisseurs doivent se concentrer principalement sur le long terme et doivent :
 - étendre l'horizon de leurs investissements ;
 - accepter plus de risques dans leurs investissements en actifs à revenu fixe (obligations d'entreprises tout en restant diversifiés) ;
 - augmenter la poche des marchés d'actions qui génèrent des dividendes plus élevés que les rendements obligataires ; et
 - se diversifier dans des actifs réels et alternatifs.

Conclusion

Nous recommandons de conserver une stratégie à long terme qui fonctionne bien : profiter des baisses de prix lorsqu'elles se produisent, afin de renforcer les investissements dans les actifs à risque. Cela permet de faire le lien entre la vision à long terme expliquée dans ce document et les décisions plus pratiques qui doivent être prises au quotidien.

Explication de notre méthodologie d'estimation des rendements attendus à long terme

	2020	2020 Rendements attendus 10 ans (en euro)	2019 Rendements attendus 10 ans (en euro)	Variations	Volatilités
Obligations	Liquidité EUR	0,00%	0,00%		-
	Liquidité USD	0,75%	1,50%	-0,75%	-
	Obligations d'Etat Zone Euro	0,25%	0,50%	-0,25%	5,1
	Obligations d'Etat Etat-Unis	1,00%	1,75%	-0,75%	13,1
	Obligations HG Europe	0,75%	1,00%	-0,25%	5,7
	Obligations HG Etat-Unis	1,50%	2,25%	-0,75%	10,3
	Obligations HY Europe	3,75%	4,00%	-0,25%	7,7
	Obligations HY Etat-Unis	4,00%	4,50%	-0,50%	9,9
	Obligations HC Marchés Emergents (USD)	3,50%	4,00%	-0,50%	11,3
Actions	Actions Zone Euro	5,00%	6,00%	-1,00%	10,8
	Actions Etat-Unis	5,00%	5,50%	-0,50%	9
	Actions Royaume-Unis	5,00%	6,00%	-1,00%	10
	Actions Japon	4,75%	5,00%	-0,25%	11,7
	Actions Marchés Emergents	7,00%	8,00%	-1,00%	13,3
Alternative	OPCVM Alternatifs	3,00%	3,50%	-0,50%	7,8
	Immobilier	5,50%	6,00%	-0,50%	13
	Private Equity	8,00%	9,00%	-1,00%	-
	Matières Premières	2,00%	2,50%	-0,50%	15,1
Or	2,25%	3,00%	-0,75%	17,2	

Source: BNP Paribas WM, Bloomberg

NB : Volatilités historiques annualisées : calculée comme l'écart-type des performances totales annuelles de cet actif considérées en fréquence mensuelle sur dix ans. Il est difficile de calculer le risque du private equity en utilisant la volatilité. Cela reflète le fait que ces fonds sont généralement évalués sur une base trimestrielle. Comme ils ne sont pas liquides, il n'existe pas de cours de marché quotidien ou mensuel ni de séries de données objectives sur la volatilité des rendements (voir la section sur le private equity).

1. Estimations des rendements attendus sur les liquidités et obligations

Les rendements attendus des liquidités et des actifs obligataires sont étroitement liés aux anticipations des taux cibles de la banque centrale. La rémunération des liquidités (« cash ») est généralement proche du taux cible, alors que les rendements attendus des obligations sont liés à la séquence des taux à court terme, attendus sur une période donnée.

Selon certaines hypothèses, on peut supposer que :

- détenir une obligation à 2 ans ou une obligation à 1 ans et avec l'achat d'une autre obligation à un an au bout d'un an sera équivalent.
- les obligations à long terme devraient offrir des rendements supérieurs à celles de court terme. Les investisseurs privilégiant ces dernières pour éviter trop d'incertitudes et les fluctuations de prix. Quitte à sacrifier du rendement.

Rendement attendu des liquidités

La règle dite de Taylor (J. Taylor, 1998) est la plus populaire pour estimer le taux directeur moyen de la banque centrale. Elle suggère que « le taux directeur devrait être cohérent avec les objectifs à long terme de la banque centrale en matière d'inflation et de croissance économique ». Le taux d'équilibre à long terme devrait être ajusté si l'inflation s'écarte de l'objectif d'inflation de la banque centrale ou si l'activité économique s'écarte de ce que l'on

appelle la croissance économique potentielle (le taux de croissance économique le plus élevé compatible avec une inflation stable).

Selon J. Williams (2017) nous utilisons une estimation pour le taux d'intérêt « réel » (ajusté de l'inflation) à long terme ou d'équilibre de :

- 0% dans la zone euro.

- 0,5% pour les États-Unis.

Sur la base de l'hypothèse d'un taux d'inflation long terme de 2% en zone euro et aux US, nous obtenons donc un taux nominal long terme ou d'équilibre de 2% en zone euro et de 2,5% aux US.

La prochaine étape consiste à corriger le taux d'intérêt d'équilibre de l'écart d'inflation attendu (différence entre l'inflation et l'inflation cible) et de l'écart de production (différence entre la croissance économique attendue et la croissance potentielle). Suite aux résultats d'études récentes telles que celle d'Hofmann et Bogdanova (2012), nous utilisons ainsi des estimations beaucoup plus faibles que celles de la règle de Taylor d'origine.

Sur la base de ces hypothèses, nous estimons le taux moyen escompté payé sur les liquidités à 0% dans la zone euro et à 0,75% aux États-Unis (contre 1,5% lors de notre dernière estimation l'année dernière).

Rendement attendu des emprunts d'État

Le rendement attendu des obligations d'Etat à 10 ans peut être simplement estimé par le rendement moyen à échéance d'une obligation d'Etat à 10 ans. Le risque étant qu'une telle mesure puisse beaucoup fluctuer et faire l'objet de spéculations à court terme ou de stratégies de couverture. C'est probablement le cas aujourd'hui, en particulier dans la zone euro.

Pour la zone euro, nous utilisons un rendement moyen à échéance d'un indice d'obligations d'Etats incluant la plupart des pays membres (avec une maturité moyenne proche de 10 ans). Les rendements ont fortement baissé ces derniers mois, ce qui nous a contraints à réviser ce rendement moyen. Nous utilisons une estimation un peu supérieure au niveau actuel car nous supposons que nous assistons à certaines distorsions liées à l'importante demande d'obligations de qualité à échéance long terme. Cela est principalement lié aux achats d'obligations des banques centrales, à l'aversion au risque généralisée et aux changements réglementaires pour les banques, les assurances et les fonds de pension. Nous estimons que le rendement attendu est de 0,25 % pour la zone euro et de 1 % pour les États-Unis. Par rapport à nos estimations de l'année dernière, il s'agit d'une révision de -0,25 % pour la zone euro et de -0,75 % pour les États-Unis.

Rendement attendu des obligations d'entreprises de haute qualité

Un autre risque majeur qui entraînera naturellement des différences au sein de la catégorie d'obligation, est le risque de défaut, c'est-à-dire le non-respect des conditions d'un accord comme pour les paiements d'intérêts, etc. Plus la probabilité de défaut est importante, plus le rendement supplémentaire exigé par les investisseurs est élevé par rapport aux emprunts d'État comparables (notamment en termes d'échéance) qui présentent généralement une probabilité de défaut plus faible. Parmi les obligations d'entreprises, nous pouvons distinguer les obligations d'entreprises « de haute qualité » à celles à haut rendement. Les obligations d'entreprises « de haute qualité » - celles notées BBB- et plus par l'agence de notation Standard & Poor's ou Baa3 et plus par Moody's - sont à peu près aussi sensibles aux variables

économiques que les emprunts d'État américains et européens. Toutefois, ils sont également soumis à un certain risque de défaut. En cas de reprise économique conduisant à un relèvement de la notation ou à une amélioration de la performance de la société émettrice, le cours des obligations d'entreprises peut également s'apprécier, ce qui augmente le rendement total.

Pour estimer le rendement attendu des obligations d'entreprises, nous utilisons notre estimation pour l'emprunt d'État auquel nous ajoutons une prime de risque historique (« spread de crédit ») et corrigeons des effets attendus de la défaillance de certaines entreprises sur la période. K. Giesecke, F. Longstaff, S. Schaefer et I. Strebulaev (2010) trouvent un spread de crédit moyen d'environ 0,80% sur les obligations souveraines. Le taux de défaut moyen sur la période a été de 0,9% avec un taux de recouvrement de 50%. Nous avons également tenu compte du fait que la notation moyenne de l'indice de référence a baissé au cours des dernières années. Sur la base de ces hypothèses, nous estimons le rendement attendu des obligations d'entreprises à 0,75 % pour la zone euro et à 1,5 % pour les États-Unis. Comme nous avons revu à la baisse nos rendements attendus pour les obligations d'État en maintenant les autres hypothèses inchangées, nous avons également dû réviser les rendements attendus pour les obligations d'entreprise. Par rapport à nos estimations de l'année dernière, il s'agit d'une révision de -0,25 % pour la zone euro et de -0,75 % pour les États-Unis.

Rendement attendu des obligations à haut rendement

Les obligations à haut rendement comprennent à la fois les obligations d'entreprises à haut rendement et les obligations des marchés émergents. Les obligations d'entreprises à haut rendement sont notées en dessous de BBB- par Standard & Poor's et en dessous de Baa3 par Moody's, tandis que les obligations émises par les gouvernements des pays émergents comportent également un risque de défaut plus élevé. Par rapport aux obligations d'entreprises « de haute qualité », elles sont plus sensibles et présentent des risques supplémentaires. Toutefois, elles peuvent accroître la diversification au sein d'un large portefeuille d'investissement et sont souvent moins sensibles aux hausses de taux d'intérêt. Dans un portefeuille bien diversifié d'obligations à haut rendement, les fluctuations des rendements sont principalement liées à la sensibilité au cycle économique. Les obligations d'État à haut rendement des marchés émergents sont historiquement plus risquées, même par rapport aux obligations d'entreprises américaines à haut rendement. Nous ne considérons que les obligations des marchés émergents en dollars américains.

Pour estimer le rendement attendu des obligations d'entreprises à haut rendement, nous utilisons notre estimation de l'emprunt d'État auquel nous ajoutons une prime de risque historique et corrigeons des effets anticipés de défaillance de certaines entreprises sur la période. Nous utilisons un spread sur les obligations d'État pour les obligations d'entreprises à haut rendement de 5%, un taux de défaut attendu de 3,3% aux États-Unis et de 1,9% en Europe ainsi qu'un taux de recouvrement de 40%. Ces hypothèses sont basées sur l'article de F. Reilly, D. Wright et J. Gentry (2009) et le « 2016 Annual Global Corporate Default Study » de S&P.

Sur la base de ces hypothèses et en utilisant nos obligations d'État à rendement attendu révisé, nous estimons le rendement attendu des obligations d'entreprises à haut rendement à 3,75 % pour la zone euro et à 4 % pour les États-Unis. Par rapport à nos estimations de l'année dernière, il s'agit d'une révision de -0,25 % pour la zone euro et de -0,50 % pour les États-Unis.

Pour les obligations des marchés émergents, nous utilisons une approche similaire. L'écart historique à long terme par rapport aux obligations d'État américaines pour l'indice JP Morgan (indice EMBI+ JP Morgan) est d'environ 400 points de base, que nous ajustons en fonction du taux de défaut et de recouvrement prévu. Ceci est basé sur l'étude de JP Morgan sur "EM Corporate Default Monitor". Sur la base de ces hypothèses, et compte tenu de notre révision à la baisse de -0,50% du rendement attendu des obligations du gouvernement américain, nous estimons à 3,5% le rendement attendu des obligations des marchés émergents en USD.

2. Estimations des rendements attendus sur actions

La valeur d'une action dépend des revenus futurs qu'elle est censée générer. Il existe deux sources de revenus possibles : le dividende courant et les augmentations de prix futures (plus-values). L'approche théorique la plus courante est le modèle dit d'actualisation des dividendes. Sur la base de l'« équation de Gordon », la valeur actuelle des actions serait égale à la valeur actualisée du revenu attendu (dividende) de la société. Dans la version de base du « modèle d'actualisation des dividendes », les dividendes sont supposés croître à un taux annuel constant. Si l'on ne suppose aucun changement de valorisation (ratio cours/bénéfice constant), le rendement des actions en termes « réel » (ajusté de l'inflation) à long terme devrait être égal à la somme du rendement du dividende et du taux de croissance « réel » (ajusté de l'inflation) du dividende. Pour plus de détails, se référer à Ilmanen, Antti. (2011).

Tableau de synthèse du rendement attendu des actions

	Rendement Attendu	Hypothèses
Europe	5%	Nous utilisons l'hypothèse d'un rendement du dividende de 2,75 % et d'une croissance réelle des dividendes de 0,25 % sans effet de re-rating (hausse du ratio cours/bénéfice). Ceci suggère un rendement attendu « réel » de 3 %. L'hypothèse d'une inflation à long terme de 2 % nous amène donc à 5% de rendement attendu.
Etats-Unis	5%	Même approche sauf que nous supposons un rendement du dividende de 2 %, une croissance réelle des dividendes de 1 % et aucun effet de re-rating (le ratio cours/bénéfice a été supérieur à la moyenne). Ceci suggère un rendement attendu « réel » de 3%. L'hypothèse d'une inflation à long terme de 2 % nous amène donc à 5 % de rendement attendu.
Grande-Bretagne	5%	Un rendement du dividende de 3 %, une croissance réelle des dividendes de 0 %, pas d'effet de re-rating et une inflation à long terme de 2 %.
Japon	4,75%	Rendement du dividende de 2,75 %, croissance réelle des dividendes de 0,5 %, pas d'effet de re-rating et une inflation à long terme de 1,5 %.
Marchés émergents	7%	2,5 % de rendement du dividende, 2,5 % de croissance réelle du dividende, pas d'effet de re-rating et 2 % d'inflation à long terme.

3. Estimations des rendements attendus sur les investissements alternatifs

Nous cherchons constamment des solutions qui contribuent à améliorer l'arbitrage risque-rendement. Les investissements alternatifs nous le permettent.

OPCVM alternatifs

Compte tenu de la diversité et de la complexité des stratégies, nous avons utilisé des études universitaires basées sur des données historiques prenant en compte les biais de mesure. La principale référence est Ibbotson, Chen et Zhu (2011). Sur la base de cet article, nous utilisons l'hypothèse d'un rendement excédentaire par rapport aux liquidités de 2,5%. Cette prime s'ajoute à notre estimation du rendement moyen attendu des liquidités en euros et en dollars américains (environ 0,5 % au lieu de 1 % dans les précédents calculs). Nous estimons donc le rendement moyen escompté des attendu des OPCVM alternatifs à 3 % au lieu de 3,5 % auparavant.

Rendement attendu de l'immobilier

Nous supposons un rendement du dividende d'environ 3 % avec l'hypothèse d'une croissance du dividende nominal (inflation comprise) de 2,5 %. Ce qui conduit à un rendement attendu de 5,5 % pour l'immobilier comparé à 6 % avant.

Rendement attendu du « Private Equity »

R. Harris, T. Jenkinson et S. Kaplan (2014) trouvent que pour le Private Equity, « la surperformance par rapport au S & P 500 est en moyenne de 20 % à 27 % sur la durée de vie totale du fonds et de plus de 3% par an ». Nous anticipons ainsi un rendement supplémentaire de 3% au-delà du rendement moyen attendu des marchés d'actions publiques (5 % aux Etats-Unis et 5 % dans la zone euro). Illmanen, Chandra et McQuinn (2019) obtiennent des résultats très similaires. Nous estimons donc le rendement attendu du capital-investissement à 8 % au lieu de 9 % auparavant. La prime peut être considérée comme une "prime d'illiquidité" et se justifie par le fait que le capital investi dans un fonds de private equity est généralement "bloqué" pour une période typique de 5 à 10 ans. Ang (2014) donne plus de détails à ce sujet.

Il est toutefois difficile de calculer le risque du private equity en utilisant la volatilité. Cela reflète le fait que ces fonds sont généralement évalués sur une base trimestrielle. Comme ils ne sont pas liquides, il n'existe pas de cours du marché quotidien ou mensuel ni de séries de données objectives sur la volatilité des rendements d'un fonds de private equity. Illmanen, Chandra et McQuinn (2019) soutiennent que " la volatilité et le bêta des actions des actifs privés ont tendance à être sous-évalués à moins que l'on ne neutralise le « lissage » (« desmooth ») implicite des rendements ". Il n'y a pas de méthodologie unique pour ce faire et les opinions divergent. Il est intéressant de noter qu'ils calculent une volatilité d'une série « desmoothed » qui implique malgré tout un rendement ajusté pour le risque plus élevé (basé sur le ratio de ratio Sharp) que pour le S&P500.

Rendement attendu de l'or

Estimer un rendement attendu pour l'or est assez difficile car il n'y a pas de revenu futur qui puisse être actualisé. Nous estimons à 1,5% le rendement excédentaire attendu par rapport au cash en USD. Ceci est également calibré de manière à avoir un rendement qui compense partiellement le risque historique (volatilité). Nous utilisons donc un rendement attendu de 2,25 % au lieu de 3 % auparavant (notre rendement attendu sur les liquidités en USD est de 0,75 %).

Rendement attendu des matières premières

Hong et Yogo (2010) montrent que « le rendement excédentaire moyen d'un portefeuille global de contrats à terme sur matières premières entre 1965 et 2008 était de 7% par an, dont environ la moitié provenaient de la croissance des prix au comptant et la moitié des gains liés

au renouvellement de contrat (« roll gains »). En supposant que les gains attendus de renouvellement de contrat soient nuls en moyenne, cela suggérerait un rendement excédentaire par rapport aux liquidités d'environ 3,5%. Cela semble excessif et nous préférons utiliser l'hypothèse de 1% par rapport aux liquidités en USD. Ceci est calibré de manière à avoir un rendement excédentaire qui compense partiellement le risque historique (volatilité). Il est calibré pour avoir un rendement excédentaire qui compense partiellement le risque historique (volatilité). Nous estimons le rendement attendu à 2 % au lieu de 2,5 % précédemment.

Références:

K. Giesecke, F. Longstaff, S. Schaefer, and I Strebulaev (2011), "Corporate Bond Default Risk: A 150 year Perspective, Journal of Financial Economics, Vol. 102, issue 2,233-250.

R. Harris, T. Jenkinson and S. Kaplan (2014), "Private Equity Performance: what do we know?", Journal of Finance, vol 69, issue 5.

Hofmann and Bogdanova (2012), "Taylor Rules and Monetary Policy: a global great deviation", BIS Quarterly Review, September.

Hong, Harrison G., and Motohiro Yogo. 2010. "Commodity Market Interest and Asset Return Predictability.", Working Paper.

Ibbotson, Roger G., Peng Chen, and Kevin X. Zhu. (2011). "The ABCs of HedgeFunds: Alphas, Betas, and Costs." Financial Analysts Journal, vol. 67, no. 1 (January/February) p15-25.

Ilmanen, Antti. (2011), "Expected returns: An Investor's guide to harvesting market rewards", Wiley Finance.

JP Morgan (2019) "EM Corporate Default Monitor", Global Credit Research.

Reilly F., D. Wright and J. Gentry (2009), "Historic Changes in the High Yield Bond Market", Journal of Applied Corporate Finance, Volume 21 Number 3.

S&P Global, (2017), "2016 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions".

J. Taylor (1998) "An historical analysis of monetary policy rules", NBER working paper N°6768.

J. Williams (2017) "Three Questions on R-star", Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter, 2017-05.



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

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) quelque 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 votre 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.