



Julius Bär

INSIGHTS

Opportunités d'investissement juin 2019

SOMMAIRE

- 3** Éditorial
- 4** Vue d'ensemble
- 6** Perspective d'investissement
 - 8** Analyse technique
 - 10** Next Generation
 - 12** Économie
 - 13** Monnaies
 - 14** Revenu fixe
 - 16** Actions
 - 18** Matières premières
- 19** Mentions légales importantes

JULIUS BAER NEXT GENERATION THÈMES D'INVESTISSEMENT



ARISING ASIA



DIGITAL DISRUPTION



ENERGY TRANSITION



FEEDING THE WORLD



SHIFTING LIFESTYLES

Impressum

Date de publication

3 juin 2019

Cours de référence, clôture de la rédaction

27 mai 2019, sauf indication contraire

ÉDITORIAL

Chère lectrice, cher lecteur,

Ces derniers temps, pas un entretien avec les clients ne se déroule sans que le statut du dollar américain en tant que monnaie de réserve ne soit remis en cause. Nombreux sont ceux qui pensent que la suprématie financière des États-Unis dans le monde a décliné depuis longtemps. Pourtant, comme au cours de ces 80 à 100 dernières années, le dollar n'est rien moins que le principal moteur des marchés financiers.

Cette situation explique pourquoi le changement de cap de la politique monétaire américaine il y a plus de trois ans est un sujet si brûlant et vivement débattu. Depuis que la Réserve fédérale américaine a commencé de relever prudemment ses taux d'intérêt à la fin 2015, les investisseurs se demandent quelles en sont les conséquences pour le reste du monde. Assistera-t-on au scénario de boom et de récession de 2007 ou plutôt à un cycle prolongé comme celui de la fin des années 1990 ?

Les données des marchés financiers publiées ces derniers trimestres illustrent largement l'impact du dernier cycle de resserrement du dollar à l'échelon international. Dans le présent numéro d'Insights, nous explorons les schémas qui se profilent ainsi que les stratégies permettant aux investisseurs d'y faire face au mieux. En bref, c'est une affaire de « stop-and-go » et de patience, cette dernière étant – c'est bien connu – encore plus rare chez les investisseurs qu'au sein de la population en général.



Christian Gattiker
Head of Research

VUE D'ENSEMBLE

Perspective d'investissement : Page 6

- La politique de taux zéro des États-Unis a modifié le contexte d'investissement mondial, désormais marqué par une hausse de volatilité de la volatilité du marché ; autrement dit, les cours évoluent toujours plus en mode « stop-and-go ».
- Sauf blocages majeurs, le message aux investisseurs est d'être patient et de rester investis.

Analyse technique : Page 8

- L'indice S&P 500 grimpe depuis dix ans maintenant et les investisseurs se demandent si le cycle haussier du marché des actions américain est arrivé à son terme.
- Du point de vue technique, les actions américaines restent au début d'un cycle de marché haussier de longue haleine.

Next Generation : Page 10

- Si l'euphorie autour des cryptomonnaies est retombée avec la chute des cours, la technologie blockchain suscite toujours un vif intérêt. À l'heure actuelle, la blockchain ressemble à une solution en quête d'un problème.
- Nous sommes toujours très sceptiques à l'égard des cryptomonnaies en raison de leur manque de modularité et de leur volatilité excessive, mais nous devenons plus confiants vis-à-vis de leurs applications industrielles, qui devraient être évolutives plutôt que révolutionnaires.

Économie : Page 12

- Les indicateurs avancés de l'activité économique pointent vers une sortie de l'ornière ces prochains mois. Le creux cyclique actuel devrait donc être passé durant la seconde moitié de 2019.
- La voie vers un accord commercial entre les États-Unis et la Chine reste semée d'embûches et la portée de cet accord pourrait bien être réduite et pragmatique. L'escalade récente du conflit, en particulier le risque d'interruption des chaînes de valeur, nous a incités à augmenter la probabilité d'une véritable guerre commerciale à 40 %. Pendant ce temps, la Réserve fédérale américaine a résisté aux appels du marché visant à réduire les taux d'intérêt.

Monnaies : Page 13

- La fermeté du dollar américain est largement étayée et s'accompagne d'un consensus toujours plus large d'investisseurs misant sur la hausse du billet vert. D'un autre côté, la supériorité des États-Unis en termes de croissance et leur avantage en matière de taux sont moins prononcés qu'auparavant.
- L'amélioration de l'environnement cyclique va intensifier l'écart entre le consensus haussier et le soutien moins solide des fondamentaux, augurant ainsi la fin d'une phase de raffermissement du dollar qui aura duré 16 mois.

Revenu fixe : Page 14

- Après un début d'année en fanfare, la communauté des investisseurs a été rappelée à la dure réalité : certaines questions comme le différend commercial entre les États-Unis et la Chine ne sont toujours pas résolues.
- Cependant, la prudence des banques centrales ainsi que des perspectives de faibles taux de défaut continuent de soutenir l'investissement dans les segments à revenu fixe plus risqués.

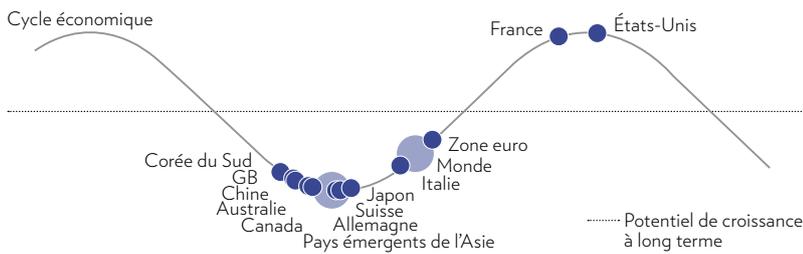
Actions : Page 16

- La santé est notre secteur défensif préféré, en raison de sa croissance structurelle et de ses valorisations attrayantes. Diverses tendances structurelles – évolution démographique, « big data » et demande accrue des marchés émergents notamment – devraient engendrer une croissance supérieure à la moyenne.
- Ces perspectives ne sont pas encore escomptées dans les valorisations sectorielles, qui sont toujours faibles, en termes absolus comme relatifs et par rapport à l'ensemble du marché.

Matières premières : Page 18

- L'optimisme plus modéré concernant la croissance mondiale fait pression sur les cours des matières premières. La croissance, qui va continuer de s'accroître selon nous, ne devrait pas suffire à tirer les cours beaucoup plus haut.
- Les craintes liées à l'offre de pétrole se sont dissipées, confirmant notre scénario de renversement prochain de la tendance haussière. Si, à court terme, l'évolution de l'or pourrait être hésitante, sa reprise à plus long terme reste sur les rails.

VUE D'ENSEMBLE DES CYCLES ÉCONOMIQUES



CROISSANCE (PIB réel an/an, %)

Moyenne	2018	2019E	2020E
États-Unis	2.9	2.6	1.3
Zone euro	1.8	1.1	1.0
Royaume-Uni	1.4	1.5	0.8
Suisse	2.5	1.1	1.0
Japon	0.8	0.5	0.4
Chine	6.6	6.0	5.8
Monde	3.7	3.1	2.9

PIB = produit intérieur brut

INFLATION (IPC an/an, %)

Moyenne	2018	2019E	2020E
États-Unis	2.4	1.9	2.0
Zone euro	1.8	1.5	1.8
Royaume-Uni	2.5	1.7	1.8
Suisse	0.9	0.7	1.1
Japon	1.0	0.8	0.9
Chine	1.9	2.1	2.5
Monde	5.1	3.9	4.1

IPC = indice des prix à la consommation

INDICES D'ACTIONS (monnaie locale)

	Niveau	12M
SMI	9713	9900
Eurostoxx 50	3364	3600
S&P 500	2826	3100
Nikkei 225	21183	22500

MATIÈRES PREMIÈRES

	Prix	12M
Pétrole Brent (USD/baril)	67.8	60.0
Or (USD/once)	1285	1400
Cuivre (USD/tonne)	5932	6150
Minerai de fer (USD/tonne)	102.8	75

MONNAIES

	Spot	3M	12M
EUR/CHF	1.13	1.13	1.15
USD/CHF	1.01	1.02	1.00
JPY/CHF	0.92	0.91	0.87
GBP/CHF	1.28	1.29	1.37
EUR/USD	1.12	1.10	1.15
EUR/GBP	0.88	0.88	0.84
USD/JPY	109.4	113.0	115.0
GBP/USD	1.27	1.26	1.37

TAUX DES BANQUES CENTRALES (% p. a.)

Fin d'exercice	2018	2019E	2020E
États-Unis	2.50	2.50	1.50
Zone euro	0.00	0.00	0.00
Royaume-Uni	0.75	0.75	1.00
Suisse	-0.75	-0.75	-0.75
Japon	-0.10	-0.10	-0.10

E = estimation

EMPRUNT D'ÉTAT 10 ANS (% p. a.)

Fin d'exercice	2018	2019E	2020E
États-Unis	2.83	3.15	2.40
Allemagne	0.25	0.50	0.30
Royaume-Uni	1.27	1.65	1.20
Suisse	-0.19	0.00	-0.15
Japon	0.04	0.00	0.00

PERSPECTIVE DES CATÉGORIES D'ACTIFS

Vue	Catégorie d'actifs et de risque	Privilégiez ...	Évitez ...
→	Liquidités		
→	Obligations	Conservateur Titres émis par les agences gouvernementales des États-Unis adossés à des créances hypothécaires	Obligations souveraines allemandes (considérer plutôt les obligations d'État françaises et la dette des organisations supranationales)
		Première qualité Titres adossés à des créances hypothécaires américaines	
		Opportuniste Obligations investment grade inférieur libellées en USD et EUR, obligations immobilières chinoises de qualité supérieure, obligations convertibles	
		Spéculatif Obligations immobilières chinoises à haut rendement, obligations américaines à haut rendement et obligations des marchés émergents en monnaies fortes	Dette de pays importateurs de pétrole en monnaies locales
↑	Actions	Conservateur Santé	Consommation défensive, services aux collectivités ; actions américaines de croissance des dividendes
		Moyen Communication, industrie, matériaux, pétrole et gaz ; actions de croissance américaines, petites capitalisations européennes ; actions européennes à haut dividende ; Chili	Consommation cyclique, immobilier
		Opportuniste Brésil, Chine, Philippines, Vietnam	Turquie
→	Matières premières	Or, argent	
→	Monnaies	USD, CAD, NOK, SEK, BRL, opérations de portage	EUR, AUD, ZAR, CZK
	Next Generation	Thématique Éducation mondiale, paiements numériques, génomique, informatique dématérialisée et intelligence artificielle, longévité, santé numérique, tourisme en Asie, une Chine en bonne santé	Nouvelle route de la soie, « Made in China 2025 »

Vietnam : Julius Baer n'offre aucun service sur les marchés locaux. **Brésil, Philippines** : pour les résidents locaux, les investissements sur le marché local sont soumis à des restrictions légales.

↑ vue positive → vue neutre ↓ vue négative

IDÉES D'INVESTISSEMENT : ACTIONS

Thème	Sociétés
Surpondération du secteur industriel	Honeywell, Ingersoll-Rand, Schneider Electric
Actions préférées	Par secteur

Pour de plus amples informations sur les sociétés mentionnées, veuillez consulter la page 17 ou la dernière publication Baer® Insights Equity/Fixed Income relative à la société concernée. Veuillez noter que l'étendue de la distribution de ces publications peut varier.
Source des tableaux et graphiques : Julius Baer

ÉMETTEURS OBLIGATAIRES PRÉFÉRÉS

Catégorie de risque	Émetteurs
De première qualité	Abu Dhabi, Arabie saoudite, Caterpillar, Coca-Cola FEMSA, First Abu Dhabi Bank, Koweït, Qatar, Rabobank, Siemens, Toyota Motor, UBS Group
Opportuniste	Cielo, Crédit Agricole, DP World, Equate Petrochemical, Espagne, Grupo Bimbo, LafargeHolcim, Orange, Portugal, The Commercial Bank
Spéculatif	Arcor, Banco do Brasil, Minerva, Pampa Energia, Smurfit Kappa, Yanlord Land, YPF, Yuexiu Property

PERSPECTIVE D'INVESTISSEMENT

UN MARCHÉ EN MODE « STOP-AND-GO »

La politique de taux zéro des États-Unis a modifié le contexte d'investissement mondial, désormais marqué par une hausse de volatilité de la volatilité du marché ; autrement dit, les cours évoluent toujours plus en mode « stop-and-go ». Sauf blocages majeurs, le message aux investisseurs est d'être patient et de rester investis.

LE TERME DU MOIS :

La volatilité de la volatilité

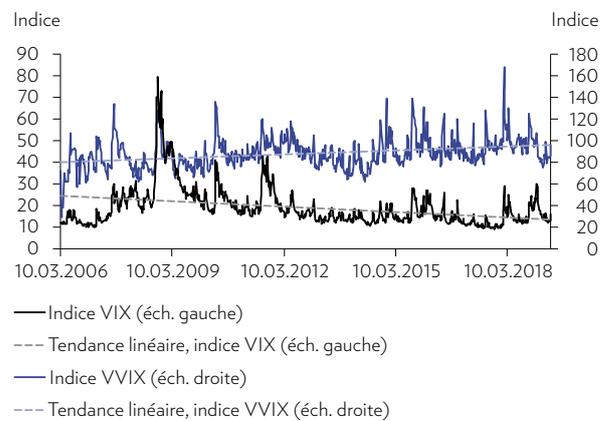
L'indice de la volatilité VIX mesure la volatilité des cours des actions américaines induite par les options. L'indice de la volatilité de la volatilité VVIX mesure quant à lui la volatilité induite par les options de la volatilité. Il est important de noter que ces deux volatilités sont des sources de risque différentes, tant du point de vue conceptuel qu'empirique. De fait, il devrait y avoir deux primes de risque distinctes : l'une pour l'incertitude de la volatilité, et l'autre pour l'incertitude de la variation de volatilité. La seconde est souvent négligée et peut refléter une profonde incertitude quant à la capacité de résistance structurelle des marchés au changement économique.

Source : D. Huang, C. Schlag, I. Shaliastovich et J. Thimme (2018), « Volatility-of-volatility risk », SAFE Working Paper, N° 210, SAFE – Sustainable Architecture for Finance in Europe; Julius Baer

Un nouveau contexte d'investissement

Pour l'instant, le dollar américain conserve son statut de monnaie de réserve, raison pour laquelle le contexte d'investissement mondial restera dépendant de la stratégie monétaire des États-Unis. Plus de trois ans après la fin de la politique de taux zéro outre-Atlantique, un changement du contexte d'investissement se révèle : si la volatilité du marché reste étonnamment faible, les variations de la volatilité se font plus marquées. En termes moins déroutants, cela signifie que le marché haussier des actifs à risque persiste, mais que les corrections se multiplient par rapport à la première moitié de la décennie.

Graphique 1 : Volatilité et volatilité de la volatilité – « stop-and-go » plutôt que paralysie



Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

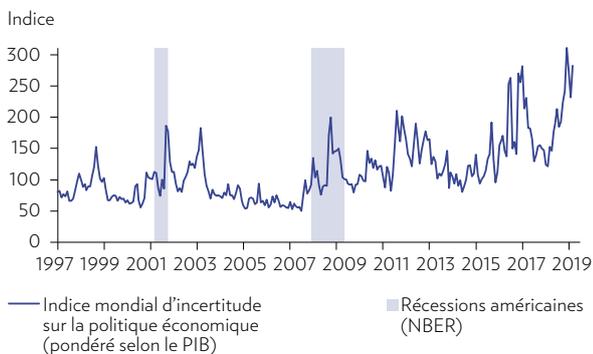
Le marché haussier des actifs à risque persiste, mais les corrections sont plus fréquentes qu'avant.

L'intuition : trafic chargé, mais pas de congestion majeure

Le graphique 1 tente d'illustrer ce point à l'aide du concept de volatilité de la volatilité (voir « Le terme du mois »). Nous y utilisons la volatilité des cours (l'indice VIX) comme mesure standard du risque sur les marchés d'actions. Les pics de la courbe indiquent les moments où les marchés ont essuyé une correction. L'autre courbe, qui illustre la volatilité du VIX (l'indice VVIX), indique la fréquence de ces corrections. Fait intéressant : les deux courbes divergent de façon plus notable depuis quatre ans. Les fluctuations des cours reflétées par l'indice VIX sont toujours faibles, voire tendent encore plus à la baisse en comparaison historique. Mais ces variations semblent plus fréquentes que par le passé, étant donné que le VVIX indique une hausse de la volatilité du VIX. De plus, la

courbe du VVIX se raidit constamment. Pour rendre cette divergence plus intuitive, utilisons le trafic comme analogie : le trafic est de plus en plus dense, mais il s'écoule en accordéon (« stop-and-go ») et ne subit pas de paralysie totale (comme en 2008). D'un point de vue macroéconomique, le fait que le VVIX reste obstinément élevé pourrait refléter la « profonde incertitude quant à la capacité de résistance structurelle des marchés au changement économique » (voir « Le terme du mois »). Peut-être que les marchés s'inquiètent implicitement de la hausse des taux à long terme et de la réponse à y apporter.

Graphique 2 : L'incertitude sur la politique monétaire frôle toujours son pic historique



NBER = National Bureau of Economic Research

Source : Datastream, Julius Baer

Actuellement, tout excès d'enthousiasme est rapidement balayé du marché.

Dur pour les nerfs, mais gratifiant

L'environnement de marché actuel met les nerfs des investisseurs à rude épreuve, d'autant plus que l'actualité politique continue d'alimenter l'incertitude (voir graphique 2). Cela dit, il est plutôt gratifiant dans l'ensemble, avec des replis certes plus fréquents, mais moins dévastateurs ; en d'autres termes, l'euphorie ne dure pas, tout excès d'enthousiasme étant rapidement balayé du marché.

Comment approcher le marché actuel

Autant les courtiers peuvent adorer les fluctuations des marchés, autant les investisseurs doivent être patients. Équanimité et sang-froid sont les maîtres-mots, car rester investi dans des actifs à risque n'est jamais confortable lors de corrections à court terme (les courtiers, eux, peuvent entrer et sortir du marché en un

tourne-main). À notre avis, ces prochains mois, les investisseurs devraient se positionner comme suit :

Approche d'investissement

- Être pleinement investi, en phase avec la tolérance personnelle au risque.

Revenu fixe

- Préférer le risque de crédit au risque de durée, autrement dit les obligations à haut rendement américaines (voir graphique 3), les obligations des marchés émergents en monnaie forte et les obligations en EUR de la fourchette basse des notations « investment grade ».

Actions

- Surpondérer les valeurs cycliques par rapport aux défensives ; préférer le secteur des matériaux ; tirer parti du recul du secteur de la santé comme opportunité d'achat ; cibler les pays émergents asiatiques.

Monnaies

- Réduire les positions long-only sur l'USD ; renforcer l'exposition au CAD, à la NOK, la SEK et le BRL contre l'EUR, le CHF ou le JPY ; réinvestir dans des opérations de portage.

Matières premières

- Rester neutre sur les matières premières ; profiter d'opportunités d'achat sur l'or.

Graphique 3 : Préférer le risque de crédit au risque de durée – les obligations à haut rendement signalent une normalité



NBER = National Bureau of Economic Research

Remarque : la performance passée et les prévisions de performance ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

Source : Datastream, Julius Baer

Christian Gattiker, CFA, CAIA

ANALYSE TECHNIQUE

ESSOUFFLEMENT OU FIN DE LA TENDANCE HAUSSIÈRE ?

L'indice S&P 500 grimpe depuis dix ans maintenant et les investisseurs se demandent si le cycle haussier du marché des actions américain est arrivé à son terme. Du point de vue technique, les actions américaines restent au début d'un cycle de marché haussier de longue haleine.

La stratégie de l'autruche

Les investisseurs rêvent de pouvoir surfer les vagues haussières des marchés et d'éviter les phases baissières. La pire décision qu'un investisseur puisse prendre au début d'un marché haussier est de « sur-optimiser » son portefeuille, autrement dit, de vendre en prévision d'une baisse à court terme. Si un tel repli ne se produit pas, l'investisseur n'a plus que deux options désagréables : acheter plus cher en admettant avoir fait une erreur, ou (peut-être encore pire) rester en liquidités. Le graphique 1 démontre pourquoi il a été quasi impossible de battre l'indice S&P 500 ces dix dernières années autrement qu'en achetant et en conservant ses actifs. Les investisseurs qui ont suivi cette stratégie ont réalisé des gains de 284 %.

Graphique 1 : Dix années de progression des actions américaines

Performance de l'indice S&P 500, en %



Remarque : la performance passée et les prévisions de performance ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Le marché haussier a-t-il atteint son terme ?

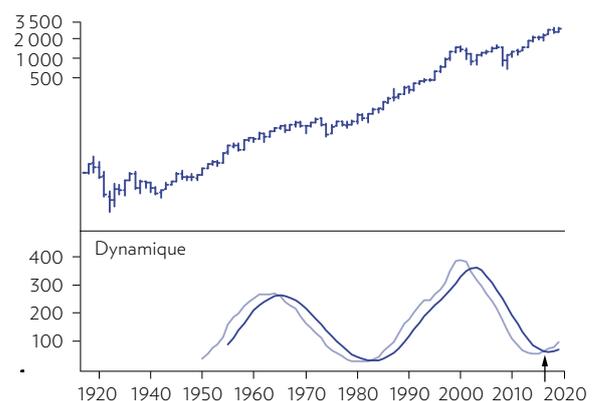
Non, pas encore. Comme l'illustre le graphique 2, l'indicateur de dynamique à long terme de l'indice S&P 500 continue d'émettre un signal d'achat. En fait, l'agitation à court terme suscitée par le marché

haussier actuel des actions ne fait que le prolonger, étant donné que les investisseurs réagissent à chaque phase d'insécurité en vendant des titres, générant ainsi des liquidités qu'ils utilisent ensuite pour racheter des actions (généralement à des prix plus élevés). Il n'est donc pas surprenant que même cette année, pourtant marquée par des gains importants, les investisseurs aient retiré USD 115 milliards des marchés d'actions pour acheter USD 146 milliards d'obligations et USD 35 milliards d'instruments du marché monétaire.

Le S&P 500 maintient sa tendance haussière à long terme.

Graphique 2 : Poursuite du marché haussier du S&P 500

Indice S&P 500



Remarque : la performance passée et les prévisions de performance ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

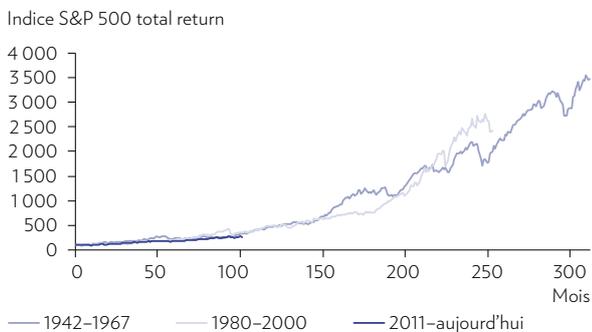
Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

L'analyse technique peut être incohérente avec l'analyse fondamentale et aboutir à des conclusions différentes.

Quelle est la durée d'un marché haussier de long terme ?

Si l'on compare le marché haussier de long terme actuel avec ceux de 1980 et 1942, on constate que nous n'avons probablement même pas atteint la moitié du cycle, s'agissant du S&P 500 (voir graphique 3). Ainsi, l'agitation et la demande constante des investisseurs pour les obligations et les instruments du marché monétaire confirment, à notre avis, le fait que les actions américaines escaladent le mur des inquiétudes. Les liquidités ne manquent pas, et à chaque nouveau pic atteint par l'indice S&P 500, les investisseurs accourent à nouveau et investissent dans les actions.

Graphique 3 : Le marché haussier a-t-il atteint son terme ?



Remarque : la performance passée et les prévisions de performance ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

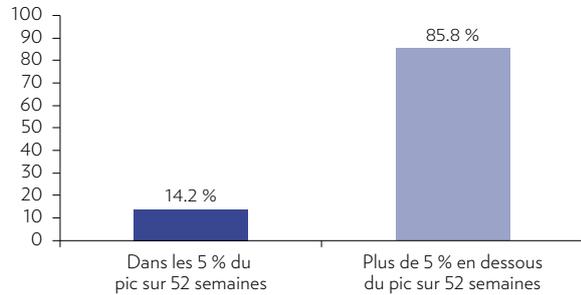
Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

On n'a rien pour rien – quel est le prix à payer ?

Si l'indice S&P 500 connaît un marché haussier de long terme, pourquoi les investisseurs achètent-ils des obligations et des instruments du marché monétaire plutôt que des actions américaines ? Parce qu'ils ne veulent pas payer le prix psychologique d'un investissement en actions. Le prix que les investisseurs peinent à payer est celui d'une perte, c'est-à-dire la baisse de valeur d'un actif ou d'un portefeuille d'un pic à un creux. Durant le marché haussier de 1980 à 2000, nous constatons que l'indice S&P 500 a gagné 2 317 %, soit 17 % par an. Toutefois, au cours de ces 20 ans, l'indice n'est parvenu à une clôture hebdomadaire dans les 5 % d'un pic sur 52 semaines que 14 % du temps, autrement dit, à peu près 162 semaines sur 1 137 (voir graphique 4). Conclusion : même l'un des marchés haussiers les plus incroyables de l'histoire donne des maux de tête aux investisseurs.

Graphique 4 : Êtes-vous disposé à payer le prix d'un marché haussier ?

% des clôtures hebdomadaires de l'indice S&P 500 au cours de la période 1980-2000



Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

D'un point de vue technique, détenir des actions américaines reste la meilleure option.

Il est clair que le prix à payer est élevé : les investisseurs se sentent mal à l'aise et s'inquiètent 85 % du temps. Toutefois, d'un point de vue technique, détenir des actions américaines reste la meilleure option.

Mensur Pocinci, MFTA



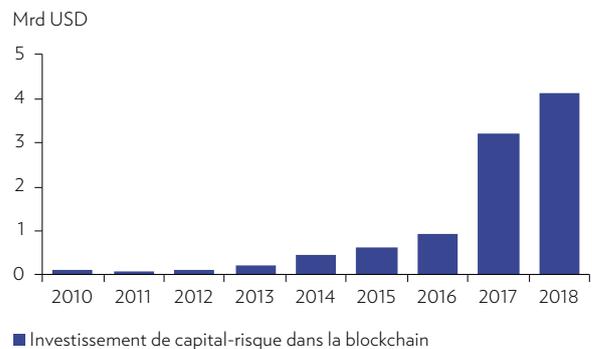
NEXT GENERATION

BLOCKCHAIN : UNE SOLUTION EN QUÊTE D'UN PROBLÈME

Si l'euphorie autour des cryptomonnaies est retombée, la technologie blockchain suscite toujours un vif intérêt. À l'heure actuelle, la blockchain ressemble à une solution en quête d'un problème. Nous sommes toujours très sceptiques à l'égard des cryptomonnaies en raison de leur manque de modularité et de leur volatilité excessive, mais nous devenons plus confiants vis-à-vis de leurs applications industrielles, qui devraient être évolutives plutôt que révolutionnaires.



Graphique 1 : L'investissement de capital-risque dans la blockchain croît



Source : Venture Scanner, Julius Baer

L'euphorie est retombée, mais l'intérêt demeure vif

Il y a un an et demi environ, la blockchain était sur toutes les lèvres. Elle était la star non seulement sur les marchés financiers, en raison de la flambée des cours des cryptomonnaies, mais aussi sous la loupe des consultants et des patrons d'entreprises, qui tentaient d'évaluer le potentiel perturbateur de cette technologie. Bien que l'euphorie autour des cryptomonnaies, qui ne sont que l'une des nombreuses applications de la technologie blockchain, soit retombée avec la chute des cours en 2018, l'intérêt à l'égard de la technologie sous-jacente reste vif. Les investissements de capital-risque dans la technologie blockchain ont continué de grimper, passant de moins d'USD 1 milliard en 2016 à plus d'USD 4 milliards en 2018.

La blockchain : entre convictions et scepticisme.

L'intérêt que suscite la technologie blockchain est liée à l'idée qu'elle peut potentiellement changer la donne. Toutefois, au regard des sommes engagées et du temps qui lui a été consacré, son développement est lent et son succès limité. Plus d'une centaine de cas d'utilisation potentielle ont été identifiés dans différents secteurs. Leur concrétisation dépendra de la supériorité de la technologie blockchain par rapport à d'autres technologies existantes ou en cours de développement.

Cryptomonnaies : boom et récession

La technologie blockchain est étroitement associée aux cryptomonnaies, mais jusqu'à présent, leur adoption en tant que système de paiement reste très limitée. Prenons l'exemple du bitcoin : si nous comparons les paiements effectués en bitcoins par rapport au volume de transactions total, nous constatons que le ratio était inférieur à 1 % l'an dernier. L'explication principale à ce manque d'engouement est que les cryptomonnaies ne sont pas efficaces comme moyen de paiement en raison des longs délais de transaction et des coûts élevés ; une transaction en bitcoin prend environ dix minutes et coûte plus d'USD 25. L'autre explication est leur acceptation limitée. À l'heure actuelle, on peut raisonnablement dire qu'aucun commerçant ayant pignon sur rue n'accepte de cryptomonnaies.

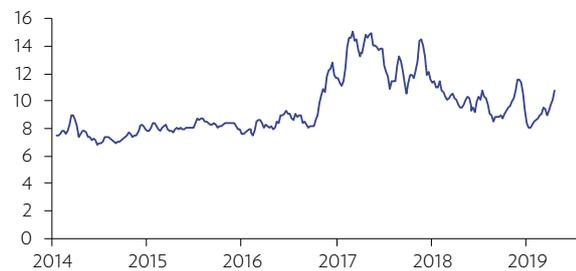
Le stockage sécurisé des cryptomonnaies est déterminant.

Les cryptomonnaies ne pourraient-elles pas venir s'ajouter à l'or et aux autres actifs refuge en tant que réserve de valeur ? Ici, le principal enjeu est technologique. Les nombreux points d'accès aux blockchains publiques, tels que les bourses pour cryptomonnaies ou les portemonnaies numériques potentiellement mal protégés, sont des points vulnérables que les hackers pourraient exploiter pour accéder aux actifs numériques des utilisateurs. Rien que l'an dernier, les cybercriminels ont dérobé environ USD 1,7 milliard de cryptomonnaies. La cybersécurité pose donc un défi majeur au stockage de cette proposition de valeur, le stockage sécurisé étant la préoccupation principale de toute personne négociant des cryptomonnaies.

La volatilité excessive des cryptomonnaies – nettement supérieure à celle des principales monnaies dans le monde, de l'or, de l'argent et des actions des marchés émergents – les dessert également pour acquérir un statut de réserve de valeur. Du fait de cette volatilité élevée, les cryptomonnaies ne conviennent qu'aux courtiers conscients des risques et friands d'en prendre.

Graphique 2 : Les longs délais de transaction rendent le bitcoin inefficace

Minutes (moyenne sur 4 sem.)



— Temps de confirmation de la transaction bitcoin

Source : Blockchain.com, Julius Baer

Applications industrielles : une évolution, pas une révolution

Si le grand nombre de cas d'utilisation souligne le potentiel de cette technologie, il suggère aussi qu'il s'agit d'une solution en quête d'un problème. À notre avis, les applications industrielles (par exemple dans le transport maritime ou la santé) devraient évoluer sans rien révolutionner, venant s'ajouter aux efforts plus généraux de numérisation, tels que l'adoption du cloud, l'analyse de « big data », l'automatisation robotique des processus et les outils d'intelligence artificielle. Dans le secteur financier, la « tokénisation » des actifs semble être une application prometteuse de la technologie blockchain.

Carsten Menke, CFA

ÉCONOMIE

LE RALENTISSEMENT CYCLIQUE, PROCHE DE SON TERME

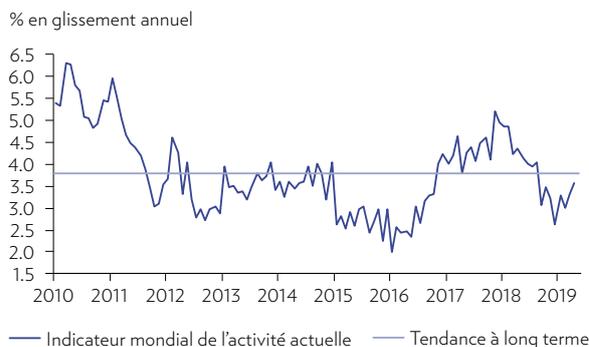
Les indicateurs avancés de l'activité économique pointent vers une sortie de l'ornière ces prochains mois. Le creux cyclique actuel devrait donc être passé durant la seconde moitié de 2019. La voie vers un accord commercial entre les États-Unis et la Chine reste semée d'embûches et la portée de cet accord pourrait bien être réduite et pragmatique. L'escalade récente du conflit, en particulier le risque d'interruption des chaînes de valeur, nous a incités à augmenter la probabilité d'une véritable guerre commerciale à 40 %. Pendant ce temps, la Réserve fédérale américaine a résisté aux appels du marché visant à réduire les taux d'intérêt.

Sortie de l'ornière

La nervosité des marchés a fait reculer l'activité manufacturière en avril. Les économies manquant de moteurs de croissance intérieure, telles que le Japon et celles orientées sur l'exportation en Europe, ont été touchées de plein fouet. Par contraste, l'activité dans le secteur tertiaire, plus vaste, reste comparativement robuste, confirmant que la demande intérieure stable de nombreux pays continue de soutenir la croissance globale. À l'échelon mondial, l'activité économique reprend, notamment en raison de la stabilisation en Chine. Les indicateurs avancés pointent vers une sortie de l'ornière ces prochains mois. En somme, tout ceci soutient notre conviction que le creux du cycle actuel devrait être passé durant la seconde moitié de 2019.

La voie vers un accord commercial entre les États-Unis et la Chine reste semée d'embûches.

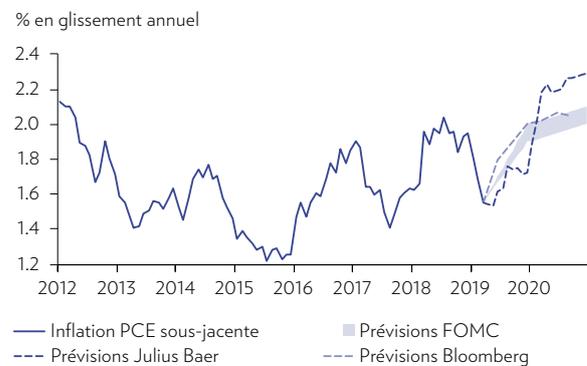
Graphique 1 : L'activité mondiale annonce un cycle de reprise



Source : Goldman Sachs, Julius Baer

Le différend commercial entre les États-Unis et la Chine monopolise l'attention. Nous avons toujours considéré que la voie vers un accord était semée d'embûches et que la portée de cet accord pourrait bien être réduite et pragmatique, les grandes puissances mondiales souhaitant maintenir le potentiel d'escalade, en partie pour l'exploiter sur le plan intérieur. En raison de l'escalade récente du conflit, nous avons augmenté la probabilité d'une guerre commerciale totale (c'est-à-dire des droits de douane sur tous les groupes de produits) à 40 %.

Graphique 2 : La faiblesse de l'inflation américaine n'est que transitoire



FOMC = Federal Open Market Committee,
PCE = dépenses de consommation privée

Source : Bureau of Economic Analysis, Julius Baer

Jusqu'à présent, la Réserve fédérale américaine a résisté aux appels du marché à abaisser les taux d'intérêt. Nous jugeons cette position crédible, car le calme qui règne actuellement sur le front de l'inflation ne devrait être que temporaire. L'accès de faiblesse des prix de l'énergie au début de l'année a comprimé l'inflation, mais celle-ci devrait se renforcer à l'avenir, en raison de la robustesse du marché de l'emploi et de la reprise de l'activité économique.

David Alexander Meier

MONNAIES

LE DOLLAR AMÉRICAIN S'ESOUFFLE

La fermeté du dollar américain est largement étayée et s'accompagne d'un consensus toujours plus large d'investisseurs misant sur la hausse du billet vert. D'un autre côté, la supériorité des États-Unis en termes de croissance et leur avantage en matière de taux sont moins prononcés qu'auparavant. L'amélioration de l'environnement cyclique va intensifier l'écart entre le consensus haussier et le soutien moins solide des fondamentaux, augurant ainsi la fin d'une phase de raffermissement du dollar qui aura duré 16 mois. Cette évolution profitera aux monnaies à forte exposition cyclique.

Premiers signes d'un pic du dollar américain

Les principaux fondamentaux haussiers du dollar américain (USD) sont la supériorité des États-Unis en termes de croissance et leur avantage notoire en matière de taux d'intérêt. Ces deux facteurs semblent être intégrés par les investisseurs et ont créé un consensus haussier sur le dollar ces derniers mois, avec pour résultante une large appréciation de la monnaie américaine.

Graphique 1 : Quasiment toutes les monnaies ont reculé face à l'USD



— Pourcentage de monnaies* en recul par rapport à l'USD

* Variation sur 52 semaines de 28 monnaies d'économies développées et émergentes

Source : Datastream, Julius Baer

Cela dit, bien que les fondamentaux haussiers du dollar soient plus largement reconnus, la supériorité des États-Unis en termes de croissance a décliné, tandis que leur avantage en matière de taux d'intérêt a culminé. Ce contraste entre un consensus haussier et l'effritement du soutien des fondamentaux augure la fin de la phase de raffermissement du dollar qui durait depuis 16 mois. Nous anticipons une amélioration de l'environnement cyclique mondial durant la seconde moitié de 2019, qui devrait pousser le dollar américain à son plus haut niveau et redonner des couleurs aux monnaies à forte exposition cyclique. Cette évolution devrait profiter plus particulièrement au dollar canadien (CAD), à la couronne norvégienne (NOK), à la couronne suédoise (SEK) et au réal brésilien (BRL), par rapport au dollar australien (AUD), au dollar néo-zélandais (NZD) et à l'euro (EUR). En effet, l'AUD et

le NZD doivent s'ajuster à la baisse des prévisions de taux, au moment où leurs banques centrales respectives sont en train de diminuer les taux, alors que le CAD a déjà escompté la possibilité d'un tel scénario. Jusqu'à présent, la NOK n'a pas réagi au relèvement des taux par la Norges Bank, ni la SEK à l'augmentation de la propension au risque. L'affaiblissement du risque de Brexit « dur » permet de réduire la prime avec laquelle se négociait la livre Sterling depuis le référendum sur le Brexit en juin 2016. L'EUR, pour sa part, offre l'exposition cyclique la plus faible et reste entravé par des taux d'intérêt négatifs.

Les fondamentaux haussiers de l'USD sont plus largement reconnus, mais la supériorité des États-Unis en matière de croissance s'effrite.

Graphique 2 : L'amélioration de la croissance pointe vers un pic de l'USD



— Dynamique de l'économie mondiale* (éch. gauche)
— Indice du dollar américain (éch. droite)

* Indicateur économique par rapport à la moyenne mobile ; sur 26 semaines

Remarque : la performance passée et les prévisions de performance ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

Source : Citi, Datastream, Julius Baer

David Kohl

REVENU FIXE

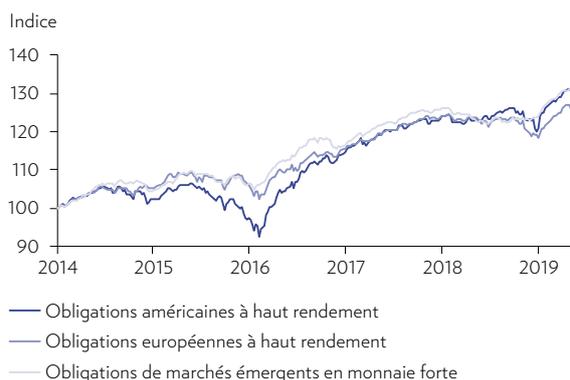
GARDER LE CAP

Après un début d'année en fanfare, la communauté des investisseurs a été rappelée à la dure réalité : certaines questions comme le différend commercial entre les États-Unis et la Chine ne sont toujours pas résolues. Cependant, la prudence des banques centrales ainsi que des perspectives de faibles taux de défaut continuent de soutenir l'investissement dans les segments à revenu fixe plus risqués.

Cette évolution remarquable est-elle terminée ?

Les actifs à risque ont dégagé des rendements impressionnants au cours des quatre premiers mois de l'année, jusqu'à ce que les tweets du président Trump rappellent à la communauté des investisseurs que certaines questions restaient non résolues.

Graphique 1 : Performance impressionnante depuis le début de l'année



Remarque : la performance passée et les prévisions de performance ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

Source : ICE Bank of America Merrill Lynch, J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index, Julius Baer

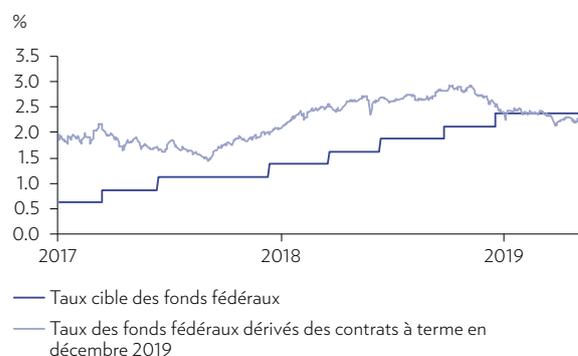
La question évidente qui se pose est donc de savoir s'il est temps de suivre l'adage « sell in May and go away » (vendez en mai et partez) et de prendre des bénéfices sur ce qui reste, y compris dans les segments de dette plus risqués. L'histoire montre que les ventes massives dans l'univers des obligations à haut rendement résultent davantage de conjonctions défavorables de multiples facteurs que d'événements isolés faisant dérailler l'ensemble du marché financier. Il est clair que l'évolution récente des négociations commerciales entre les deux superpuissances économiques ne favorise pas l'exposition aux obligations à risque, comme en témoigne la récente tendance des cours. Cela dit, les banques centrales entendent toujours maintenir des conditions financières aussi souples

que possible et ne semblent pas inquiètes du tout des surprises que pourrait créer l'inflation. En fait, c'est plutôt l'absence d'inflation qui inquiète à ce stade. De plus, le bas niveau des rendements et le manque d'alternatives de placement alimentent la quête de rendement. Certes, l'intensification générale des frictions commerciales et de l'isolement pourrait nuire à la trajectoire de la croissance mondiale à long terme, mais pour l'instant, les perspectives en matière de défauts restent bien orientées.

Nous restons favorables au risque de crédit, mais définissons des déclencheurs de sortie.

C'est pourquoi nous continuons d'apprécier les segments plus risqués. Cependant, différents déclencheurs de stratégies de sortie doivent être définis, la faible volatilité n'étant plus garante de rendements absolus attractifs.

Graphique 2 : La Réserve fédérale américaine devrait maintenir son soutien



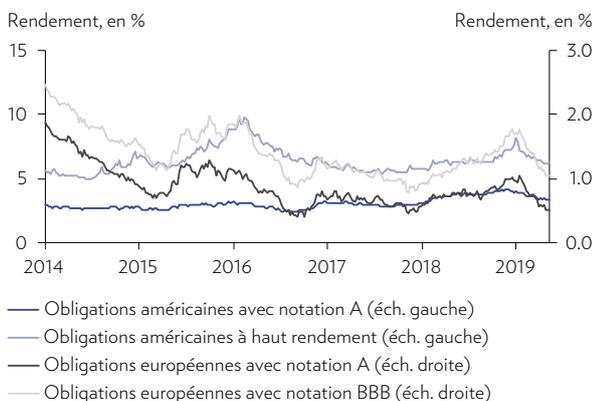
Remarque : le graphique prend en compte les données depuis le lancement du contrat à terme en 2017.

Source : Bloomberg Finance L.P., Federal Reserve Bank of New York, Julius Baer

Stratégie de crédit du marché développé

Durant la seconde moitié de 2018, les banques centrales ont conjointement mis le cap sur une normalisation des taux, en conséquence de quoi la croissance économique mondiale a déçu les attentes. En réponse, la Réserve fédérale américaine (Fed) et d'autres banques centrales ont adopté une politique accommodante, avec pour effet de modifier complètement l'environnement du crédit en 2019. Tant que le pessimisme du marché ne se transforme pas en spirale négative pénalisant l'économie réelle et que les banques centrales poursuivent leur stratégie souple, nous conservons la surpondération des obligations à haut rendement américaines et celle des obligations en EUR de la fourchette basse des notations « investment grade ». Si ces segments commencent à devenir plus onéreux, il reste néanmoins quelques alternatives. « Le portage est roi », autrement dit le rendement actuel est suffisant, même sans gain de cours supplémentaire. Par contre, compte tenu des perspectives de croissance incertaines dans la zone euro et de la marge de manœuvre limitée pour la Banque centrale européenne, nous évitons de descendre plus bas sur l'échelle du crédit en Europe.

Graphique 3 : Les rendements des obligations d'entreprises ont à nouveau reculé



Remarque : la performance passée et les prévisions de performance ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

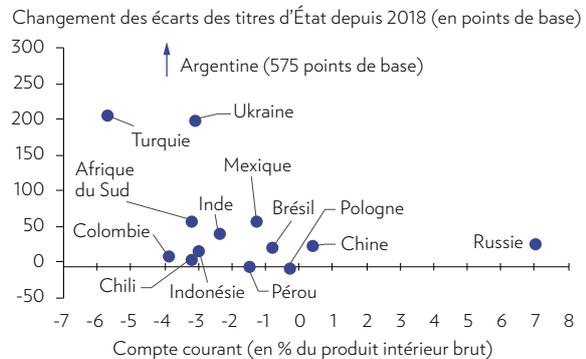
Source : ICE Bank of America Merrill Lynch, Julius Baer

Surpondération de la dette des marchés émergents en monnaie forte

Les valorisations de la dette des marchés émergents paraissent élevées à ce stade, mais nous maintenons notre surpondération, car l'environnement demeure favorable. Les émissions nettes négatives dans le secteur des entreprises suggèrent que les sociétés des marchés émergents se comportent de manière plus responsable, émettant de la dette pour parer aux échéances à court terme, plutôt que pour financer de nouveaux projets. Nous recommandons de privilé-

gier les émetteurs de qualité, malgré des rendements plus faibles, car le marché pénalise les pays à fort déséquilibre budgétaire.

Graphique 4 : Favoriser les émetteurs de qualité sur les marchés émergents a porté ses fruits



Brésil/Mexique : pour les résidents locaux, les investissements sur le marché local sont soumis à des restrictions légales. **Colombie/Vietnam :** Julius Baer n'offre aucun service sur les marchés locaux.

Source : Indice J.P. Morgan Emerging Markets Bond, Fonds monétaire international, Julius Baer

Si le crédit tend à devenir plus onéreux, il reste néanmoins quelques alternatives.

Une série de déclencheurs de sortie est requise

En général, le marché du crédit dans son ensemble peut digérer relativement aisément des événements négatifs isolés. Par contre, la conjonction d'événements négatifs peut engendrer une chute massive des cours, comme ce fut le cas fin 2015 et début 2016. À cette époque, les inquiétudes au sujet de la croissance en Chine, d'une chute libre des prix du pétrole en dessous d'USD 30/baril et du premier relèvement des taux par la Fed depuis des années avaient temporairement creusé l'écart de crédit de la dette à haut rendement américaine à près de 900 points de base. Aujourd'hui, nous suivons toujours l'évolution du prix du pétrole, car une flambée pourrait tirer l'inflation vers le haut et inciter la Fed à relever les taux. Parmi les autres déclencheurs pourraient figurer une nouvelle « falaise budgétaire » aux États-Unis, une augmentation des défauts sur le marché obligataire chinois et la poursuite, voire le renforcement, des tensions commerciales. Toutefois, sur la base de notre évaluation actuelle, la probabilité que tous ces risques se matérialisent en même temps est faible, si bien que nous restons sur nos positions.

Dario Messi

ACTIONS

LES VALEURS DE LA SANTÉ DEMEURENT ATTRAYANTES

La santé est notre secteur défensif préféré, en raison de sa croissance structurelle et de ses valorisations attrayantes. Diverses tendances structurelles – évolution démographique, « big data » et demande accrue des marchés émergents notamment – devraient engendrer une croissance supérieure à la moyenne. Ces perspectives ne sont pas encore escomptées dans les valorisations sectorielles, qui sont toujours faibles en termes absolus comme relatifs et par rapport à l'ensemble du marché.

Nous confirmons nos perspectives haussières dans le secteur de la santé

La santé reste notre secteur défensif préféré, en raison de ses perspectives de croissance attrayantes et du faible niveau des valorisations. Ces prochaines années, nous anticipons une croissance organique des ventes d'environ 5 % et une croissance des bénéfices entre 5 % et 10 % sur une base annuelle. Ces perspectives sont nettement plus optimistes que nos attentes dans d'autres secteurs défensifs de première qualité comme l'immobilier ou les biens de consommation.

Graphique 1 : Les valorisations relatives restent proches de leurs planchers historiques

Ratio cours/bénéfices prévisionnel à 12 mois, en %



— Santé vs marchés développés
— Moyenne (+/- 1 écart-type)

Remarque : la performance passée et les prévisions de performance ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

Source : Datastream, Julius Baer

Nos attentes en matière de croissance reposent sur l'évolution démographique favorable, des innovations et réservoirs de produits prometteurs dans le domaine des thérapies et la prévention des maladies. La croissance induite par l'évolution démographique résulte avant tout de l'augmentation nette du nombre de personnes de plus de 65 ans (+3,4 % par an selon les Nations Unies), qui tendent à dépenser deux à trois fois plus pour la santé que le reste de la population. En outre, la multiplication des découvertes dans le

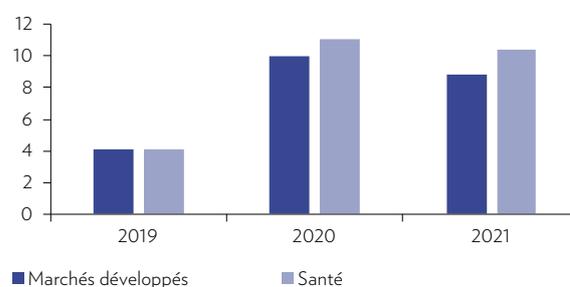
domaine des thérapies et de la prévention des maladies devrait contribuer à la croissance, soutenue par l'importance croissante du « big data », de l'édition génétique et des nanotechnologies. Au plan régional, la part du produit intérieur brut dédiée à la santé est exceptionnellement faible sur les marchés émergents, mais elle devrait connaître une augmentation structurelle dans les années qui viennent.

Selon nous, les perspectives de croissance ne se reflètent pas dans les valorisations. Sur la base de ratios cours/bénéfices prévisionnels, le secteur s'échange avec une décote par rapport à ses homologues défensifs de haute qualité et se situe largement en ligne avec l'ensemble du marché, malgré une qualité et des perspectives de croissance supérieures à la moyenne.

La santé reste notre secteur défensif préféré.

Graphique 2 : Croissance attendue des bénéfices supérieure à la moyenne

Prévisions de croissance des bénéfices, en %



■ Marchés développés ■ Santé

Classification : Julius Baer Financial Instruments

Source : Datastream, Julius Baer

Patrik Lang, CFA

SURPONDÉRATION DU SECTEUR INDUSTRIEL



Remarque : la performance passée et les prévisions de performance ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Le contexte économique reste favorable pour les valeurs de l'industrie, avec une croissance de fin de cycle supérieure au potentiel, ce qui induit typiquement une augmentation des dépenses d'investissement et des commandes de biens d'équipement. Le taux d'utilisation des capacités est relativement élevé et la part de l'investissement dans le produit intérieur brut est globalement en ligne avec les moyennes historiques, ce qui suggère une progression des investissements. En plus du contexte cyclique, nous observons des tendances durables positives, telles que l'automatisation (logiciels industriels, robotique, etc.), qui devraient soutenir la croissance à long terme.

Patrik Lang, CFA

Recommandations de titres :

Honeywell (Buy, cours/cours cible : USD 166.68/187)

Ingersoll-Rand (Buy, cours/cours cible : USD 120.19/140)

Schneider Electric (Buy, cours/cours cible : EUR 73.84/86)

ACTIONS PRÉFÉRÉES

	Notation des secteurs	Amérique du Nord	Europe	Reste du monde
Pétrole et gaz	Surpondérer	Chevron, ConocoPhillips, Occidental Petroleum	Eni, Royal Dutch Shell	
Matériaux	Surpondérer	PPG Industries	DSM	
Industrie	Surpondérer	Emerson Electric, Honeywell, Ingersoll-Rand, Norfolk Southern	Assa Abloy, Ferrovia, Schneider Electric	
Consommation cyclique	Sous-pondérer	Dollar General, Home Depot	LVMH	Alibaba, Sands China, Shenzhou International, Sony Corporation
Consommation défensive	Sous-pondérer	Estée Lauder	Diageo, Nestlé	
Santé	Surpondérer	Abbott Labs, Boston Scientific, Bristol-Myers, Pfizer, Thermo Fisher	AstraZeneca, Merck KGaA, Sanofi	CSPC Pharmaceutical, Shanghai Fosun Pharmaceutical-H
Finance	Neutre	Ameriprise Financial, Bank of America, Berkshire Hathaway, First Republic Bank, S&P Global	Allianz, Hannover Re, Helvetia, Partners Group Holding, Sampo	DBS Group, Hang Seng Bank, Ping An Insurance-H
Technologies de l'information	Neutre	Adobe Systems, Microsoft, salesforce.com, Visa	SAP	Sunny Optical Technology
Communications	Surpondérer	Alphabet Inc., AT&T, Comcast, Facebook	Orange, Vodafone Group	Tencent Holdings
Services aux collectivités	Sous-pondérer	NextEra Energy	EDF, RWE	
Immobilier	Sous-pondérer	Simon Property	Deutsche Wohnen	Keppel DC REIT

Source : Julius Baer. **Classification :** Julius Baer Financial Instruments

MATIÈRES PREMIÈRES

UN MORAL QUI FLUCTUE

L'optimisme plus modéré concernant la croissance mondiale fait pression sur les cours des matières premières. La croissance, qui va continuer de s'accélérer selon nous, ne devrait pas suffire à tirer les cours beaucoup plus haut. Les craintes liées à l'offre de pétrole se sont dissipées, confirmant notre scénario de renversement prochain de la tendance haussière. Si, à court terme, l'évolution de l'or pourrait être hésitante, sa reprise à plus long terme reste sur les rails.

Perte de dynamique

La reprise du début d'année sur les marchés des matières premières s'essouffle. L'optimisme plus modéré au sujet de la croissance mondiale et les nouvelles tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine font pression sur les cours des matières premières cycliques, notamment les métaux industriels et le pétrole. En raison des craintes de nouvelles taxes douanières, les matières premières agricoles ont également souffert, tandis que l'or regagnait un peu du terrain cédé. Rétrospectivement, tant la reprise de début d'année que la correction récente reflètent selon nous un changement du sentiment du marché plutôt que des fondamentaux du marché des matières premières. La croissance va vraisemblablement accélérer plus tard cette année, mais elle ne devrait pas suffire à tirer les cours beaucoup plus haut.

Graphique 1 : Renversement de tendance au niveau des bénéfiques sur les marchés des matières premières



— Indice Bloomberg Commodity (comptant)

Remarque : la performance passée et les prévisions de performance ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

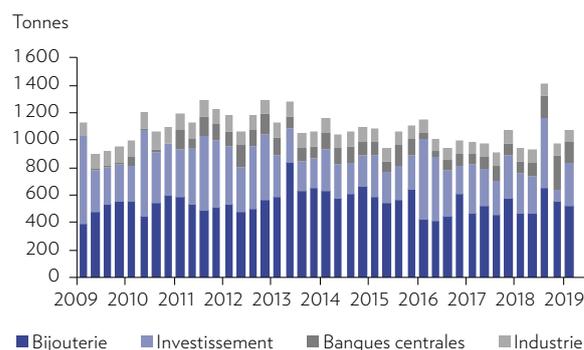
Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Pétrole : dissipation des craintes liées à l'offre

S'agissant du pétrole, les risques géopolitiques restent au centre de l'attention. Outre la situation au Venezuela, l'attention se porte sur le renforcement des sanctions américaines contre l'Iran. Si celles-ci conduisent à un rétrécissement de l'offre et à une hausse des prix, les nations pétrolières ne devraient pas maintenir la limitation de leurs niveaux de production, car

les principaux acheteurs de pétrole iranien chercheront probablement des moyens de contourner ces sanctions. En attendant, la production pétrolière américaine croît solidement et devrait même accélérer. Dans ce contexte, les craintes vis-à-vis de l'offre se sont dissipées, confirmant notre scénario de renversement prochain de la tendance haussière.

Graphique 2 : La fermeté du dollar américain freine la demande d'or



Source : Refinitiv, Metals Focus, Julius Baer

Or : dans l'attente d'un affaiblissement du dollar américain

Les tensions commerciales ont redonné du lustre à l'or, qui s'est relevé de son plancher récent. Malgré le soutien apporté par certaines incertitudes, la performance à court terme du métal jaune pourrait être quelque peu hésitante tant que le billet vert restera solide. Les prix induits par la vigueur du dollar freinent les ventes de bijoux auprès des consommateurs des marchés émergents, tandis que sur les marchés développés les investisseurs rechignent à acheter. La reprise de l'or à plus long terme devrait se poursuivre, selon nous, grâce à l'affaiblissement du dollar américain plus tard cette année et à la reprise de la demande de valeurs refuge l'an prochain.

Carsten Menke, CFA

MENTIONS LÉGALES IMPORTANTES

La présente publication constitue de la recherche en investissements et a été élaborée par la Banque Julius Baer & Cie SA, Zurich, qui est un établissement agréé et réglementé par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA), à l'exception des analyses et recommandations expressément identifiées dans cette publication comme élaborées par un tiers indépendant de la Banque Julius Baer & Co. SA, Zurich. Cette série de publication est publiée à intervalles réguliers. Les informations sur les instruments financiers et les émetteurs seront mises à jour de façon irrégulière ou en réponse à des événements majeurs.

MENTIONS LÉGALES

Auteurs :

Christian Gattiker, Head of Research, christian.gattiker@juliusbaer.com ¹⁾
Mensur Pocinci, Head of Technical Analysis, mensur.pocinci@juliusbaer.com ¹⁾
Carsten Menke, Head of Next Generation Research, carsten.menke@juliusbaer.com ¹⁾
David Alexander Meier, Economics Research, davidalexander.meier@juliusbaer.com ¹⁾
David Kohl, Head of Currency Research, david.kohl@juliusbaer.com ²⁾
Dario Messi, Fixed Income Research, dario.messi@juliusbaer.com ¹⁾
Patrik Lang, Head of Equities Research, patrik.lang@juliusbaer.com ¹⁾

- 1) Cet analyste est employé par la Banque Julius Baer & Cie SA, Zurich, qui est un établissement agréé et réglementé par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).
- 2) Cet analyste est employé par la Bank Julius Bär Europe AG, qui est un établissement agréé et réglementé par l'Autorité fédérale allemande de surveillance du secteur financier (BaFin).

ANNEXE

Attestation des analystes

Par la présente, les analystes certifient que les opinions concernant les sociétés présentées dans le présent rapport sont le reflet exact de leur propre opinion sur concernant les sociétés et valeurs mobilières. Ils attestent en outre qu'aucune partie de la rémunération n'était, n'est ni ne sera liée directement ou indirectement aux recommandations ou aux opinions spécifiques formulées dans le présent rapport.

Méthodologie

Veillez consulter le lien suivant pour des informations complémentaires sur la méthode de recherche utilisée par les analystes de Julius Baer (disponible en anglais seulement) : www.juliusbaer.com/research-methodology

Structure

Les références faites dans la présente publication à Julius Baer incluent ses filiales et sociétés affiliées. Pour des informations complémentaires sur notre structure, veuillez consulter le lien suivant : www.juliusbaer.com/structure

Information sur les cours

Sauf indication contraire, les informations sur les cours correspondent au cours du 27 mai 2019.

Actions

Système de notation d'actions

Buy (Acheter)	Surperformance d'au moins 5 % attendue par rapport au groupe sectoriel régional au cours des 9 à 12 prochains mois, sauf mention contraire.
Hold (Détenir)	Performance attendue conforme ($\pm 5\%$) à celle du groupe sectoriel régional au cours des 9 à 12 prochains mois, sauf mention contraire.
Reduce (Réduire)	Sous-performance attendue d'au moins 5 % par rapport au groupe sectoriel régional au cours des 9 à 12 prochains mois, sauf mention contraire.

Système de notation des segments de marché

Surpondérer	Surperformance attendue par rapport aux indices de référence régionaux ou internationaux au cours des 9 à 12 prochains mois, sauf mention contraire.
Neutre	Performance attendue conforme à celle des indices de référence régionaux ou internationaux au cours des 9 à 12 prochains mois, sauf mention contraire.
Sous-pondérer	Sous-performance attendue par rapport aux indices de référence régionaux ou internationaux au cours des 9 à 12 prochains mois, sauf mention contraire.

Catégories de risque

Les segments de marché sont divisés en trois segments de risque distincts. Le risque est défini ici comme la volatilité historique sur cinq ans sur la base des rendements mensuels en CHF. Les distinctions suivantes s'appuient sur les données de tous les segments pris en compte (marchés développés, marchés émergents, secteurs mondiaux, styles d'investissement) :

Conservateur	Investissements dont la volatilité historique se situe dans le dernier quartile de l'univers décrit ci-dessus.
Intermédiaire	Investissements dont la volatilité historique se situe dans les deux quartiles intermédiaires de l'univers décrit ci-dessus.
Opportuniste	Investissements dont la volatilité historique se situe dans le premier quartile de l'univers décrit ci-dessus.

Divulgaration d'informations

Nestlé: Julius Baer détient une position nette courte > 0,5 % du total du capital-actions émis. **Groupe UBS :** Au cours des 12 derniers mois, Julius Baer et/ou ses filiales ont agi en qualité de chef de file ou de co-chef de file des instruments financiers de la société dans le cadre d'une offre publique.

Fréquence d'actualisation des notations

Les actions notées « Buy » seront mises à jour chaque trimestre. Les actions notées « Hold » et « Reduce » seront mises à jour chaque semestre ou ponctuellement. Les émetteurs financiers ou privés seront mis à jour au fur et à mesure des événements, mais pas moins de deux fois par an. Les émetteurs souverains ou supranationaux seront mis à jour au fur et à mesure des événements, mais pas moins d'une fois par an.

Répartition selon la notation à la date du 28/05/2019

Actions	Buy	40.0%	Hold	55.9%	Reduce	4.1%
Émetteurs	Buy	47.5%	Hold	49.4%	Sell	3.0%

Historique des recommandations sur les actions et les émetteurs

Veillez consulter le lien suivant pour de plus amples renseignements sur les recommandations d'investissement actuelles et historiques de 12 mois formulées par rapport aux actions et aux émetteurs couverts par Julius Baer Research. www.juliusbaer.com/recommendation-history

Revenu fixe**Système de notation des segments de marché**

Surpondérer	Surperformance attendue par rapport au vaste marché des titres à revenu fixe au cours des 3 à 6 prochains mois.
Neutre	Performance attendue conforme à celle du vaste marché des titres à revenu fixe au cours des 3 à 6 prochains mois.
Sous-pondérer	Sous-performance attendue par rapport au vaste marché des titres à revenu fixe au cours des 3 à 6 prochains mois.

Système de notation d'émetteurs

Buy (Acheter)	L'émetteur a un profil financier et commercial solide (par exemple, bilan, compte de résultat et des flux de trésorerie solides) et ses obligations constituent un investissement intéressant du point de vue du rapport risque/rendement.
Hold (Détenir)	L'émetteur a des fondamentaux de crédit stables et/ou son rendement attendu correspond en moyenne à son groupe de pairs dans le secteur et ses obligations demeurent un investissement intéressant du point de vue du rapport risque/rendement.
Sell (Vendre)	Les données fondamentales de l'émetteur se sont considérablement détériorées par rapport à celles de ses homologues du secteur et ses obligations ne constituent plus un investissement intéressant du point de vue du rapport risque/rendement.

Catégories de risque

Conservateur	Les émetteurs supranationaux, les émetteurs souverains de référence et les entités auxquelles ces institutions apportent une caution directe et sans réserve. Ces émetteurs devraient très probablement conserver leur très bonne notation au cours du cycle économique.
Qualité	Les émetteurs souverains et les émetteurs du secteur privé qui sont très susceptibles d'assurer le service de leur dette et à la rembourser sur un horizon de cinq ans. Ils devraient conserver leur notation « investment grade » tout au long d'un cycle économique normal.
Opportuniste	Les émetteurs qui ont de fortes chances d'assurer le service de leur dette et de la rembourser sur un horizon de cinq ans. Ces émetteurs affichent un profil risque/rendement attrayant mais sont susceptibles de voir leur notation dégradée, auquel cas leurs titres devraient être remplacés.
Spéculatif	Les émetteurs spéculatifs qui assureront probablement le service et le remboursement de leur dette dans le scénario de crédit actuel. Ces émetteurs sont sujets à des dégradations plus significatives et à des défaillances plus fréquentes. Il est donc crucial de gérer activement ces positions.

Définition de la notation de crédit

Les notations de crédit utilisées dans nos publications suivent les définitions et la méthodologie des agences de notation de crédit.

	Moody's	Standard & Poor's	Fitch/Ratings	Définition de la notation de crédit
Investment grade	Aaa	AAA	AAA	Les obligations jugées d'excellente qualité et assorties d'un risque de crédit minime.
	Aa1	AA+	AA+	Les obligations jugées de très bonne qualité et présentant un risque de crédit très faible.
	Aa2	AA	AA	
	Aa3	AA-	AA-	
	A1	A+	A+	Les obligations présentant un faible risque de crédit.
	A2	A	A	
	A3	A-	A-	
	Baa1	BBB+	BBB+	Les obligations présentant certaines caractéristiques spéculatives et un risque de crédit modéré.
	Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-		
Non-investment grade	Ba1	BB+	BB+	Les obligations jugées spéculatives à certains égards et présentant un risque de crédit substantiel.
	Ba2	BB	BB	
	Ba3	BB-	BB-	
	B1	B+	B+	Les obligations spéculatifs présentant un risque de crédit élevé.
	B2	B	B	
	B3	B-	B-	
	Caa1	CCC+	CCC+	Les obligations réputées de mauvaise qualité et présentant un risque de crédit très élevé.
	Caa2	CCC	CCC	
	Caa3	CCC-	CCC-	
	Ca	CC	CC	Les obligations hautement spéculatives pour lesquels une défaillance est probable, voire imminente, avec une certaine probabilité de recouvrer le principal et les intérêts.
	C	C		
C	D	D	Les obligations généralement l'objet d'un défaut de paiement avec peu de perspectives de recouvrer le principal et les intérêts.	

Matières premières**Système de notation**

Haussier	La courbe des prix est en ascension, en tenant compte de la volatilité historique.
Constructif	La courbe des prix a plus de potentiel haussier que baissier.
Neutre	Les prix latéralement, en tenant compte de la volatilité historique.
Prudent	La courbe des prix a plus de potentiel baissier que haussier.
Baissier	La courbe des prix chute, en tenant compte de la volatilité historique.

Recommandations d'investissement spécifiques aux matières premières

Les recommandations d'investissement spécifiques aux matières premières sont formulées selon le potentiel de hausse (Haussier) ou de baisse (Baissier) des différentes matières premières, selon la structure et la volatilité de la courbe par échéance. Les recommandations peuvent porter aussi bien sur le côté court que sur le côté long des contrats à terme où sur une combinaison des deux (par ex. transactions couplées), et sont publiées régulièrement.

Monnaies**Système de notation**

Haussier	Le rendement total prévu, corrigé de la volatilité, se situe dans le premier quartile d'un classement des devises analysées établi en fonction d'une distribution normale.
Neutre	Le rendement total prévu, corrigé de la volatilité, se situe entre le premier et le dernier quartile du classement des devises analysées établi en fonction d'une distribution normale.
Baissier	Le rendement total prévu, corrigé de la volatilité, se situe dans le dernier quartile d'un classement des devises analysées établi en fonction d'une distribution normale.

Analyse technique

Les informations et opinions contenues ont été élaborées par Julius Baer analyse technique telles que valables à la date de mise sous presse et peuvent être modifiées sans préavis. Julius Baer réalise une analyse technique primaire visant à créer de la valeur par le biais de recommandations de placement. Le service Analyse technique utilise les cours de bourse historiques pour apprécier les conditions de marché. Les données historiques sont analysées au moyen de graphiques, c'est-à-dire en suivant les modèles des courbes et en interprétant les indicateurs calculés à partir des fluctuations de cours historiques. **L'analyse technique peut diverger de l'analyse fondamentale et parvenir à des conclusions différentes. Elle peut changer à tout moment** du fait des outils différents utilisés pour apprécier les conditions de marché et les recommandations. Outre des recommandations d'investissement précises, le service analyse technique publie également les chiffres d'indicateurs techniques qui sont calculés mécaniquement et apportent uniquement des informations supplémentaires à un large éventail de données et ne constituent pas des recommandations d'investissement. Ces tableaux indiquent les tendances actuelles sur une base de prix absolue ou relative au moyen de flèches horizontales ou pointant vers le haut ou vers le bas. Par ailleurs, les niveaux de soutien et de résistance peuvent être indiqués. Ils sont calculés au moyen des bandes de Bollinger.

Système de notation absolu

Buy	Progression attendue d'au moins 10 % au cours des 3 à 12 mois à venir, sauf indication contraire.
Hold	Progression attendue conforme ($\pm 5\%$) au cours des 3 à 12 mois à venir, sauf indication contraire.
Reduce	Repli attendu d'au moins 10 % au cours des 3 à 12 mois à venir, sauf indication contraire.

Système de notation relatif

Surpondérer	Surperformance attendue d'au moins 5 % par rapport à l'indice de référence au cours des 3 à 12 mois à venir, sauf indication contraire.
Neutre	Performance attendue conforme à celle de l'indice de référence ($\pm 5\%$) au cours des 3 à 12 mois à venir, sauf indication contraire.
Souspondérer	Sous-performance attendue d'au moins 5 % par rapport à l'indice de référence au cours des 3 à 12 mois à venir, sauf indication contraire.

Pour obtenir des informations sur les recommandations d'actions issues de l'analyse technique au cours des 12 derniers mois, veuillez consulter le document disponible à l'adresse : <http://www.juliusbaer.com/tech-analysis-recom-history>

AVIS JURIDIQUE IMPORTANT

Général : Les informations et opinions contenues dans la présente publication ont été élaborées à la date de mise sous presse et peuvent être modifiées sans préavis. La présente publication est distribuée à des fins d'information uniquement et ne saurait constituer ni une offre, ni une invitation de la part ou au nom de la Banque Julius Baer à acheter ou vendre des titres ou des instruments financiers connexes ou à prendre part à une quelconque stratégie de négoce dans quelque juridiction que ce soit. Les opinions et commentaires, inclus celles regardant les allocations des actifs, reflètent le point de vue actuel des auteurs et ne coïncident pas nécessairement avec ceux d'autres entités du Groupe Julius Baer ou d'autres entités. D'autres entités du Groupe Julius Baer peuvent avoir publié ou pourront publier d'autres documents qui ne coïncident pas avec les informations contenues dans la présente publication ou qui aboutissent à des conclusions différentes. Julius Baer n'est aucunement tenue de faire en sorte que lesdites publications soient portées à la connaissance de tout destinataire de la présente publication.

Clientèle cible : Les investissements dans les catégories d'actifs dont il est question dans le présent document peuvent ne pas s'adresser à tous les destinataires. La présente publication a en effet été élaborée sans tenir compte des objectifs, de la situation financière ou des besoins d'un investisseur particulier. Avant de conclure une transaction, les investisseurs sont donc invités à étudier son adéquation avec leur situation personnelle et leurs objectifs propres. Le client ne devrait effectuer un investissement, une opération de négoce ou prendre toute autre décision qu'après avoir lu attentivement la liste des conditions, l'accord de souscription, le memorandum d'information ou le prospectus correspondants ou tout autre notice d'offre relative à l'émission des titres ou d'autres instruments financiers. La présente publication ne doit pas être lue séparément, sans consulter le rapport d'analyse intégral (si disponible) qui peut être fourni sur demande. Aucun élément de la présente publication ne constitue un avis en matière de placement ou un avis de nature juridique, comptable ou fiscale, ni une affirmation quant au caractère adéquat ou pertinent d'un investissement ou d'une stratégie à la situation particulière d'un investisseur ou encore une recommandation personnelle à un investisseur spécifique. Toute référence à un traitement fiscal particulier est fonction de la situation personnelle de chaque investisseur et peut faire l'objet de modifications futures. Julius Baer recommande à tout investisseur d'évaluer en toute indépendance, avec l'aide d'un conseiller professionnel, les risques financiers spécifiques ainsi que les conséquences encourues sur les plans juridique, réglementaire, fiscal, comptable et en termes de crédit.

Dans la mesure où les **obligations convertibles (Contingent convertible bonds, également appelés « CoCo Bonds »)** sont mentionnées dans la présente publication, veuillez tenir compte du fait que l'autorité allemande de réglementation des valeurs mobilières (BaFin, Autorité fédérale de supervision financière) ne considère pas les CoCoBonds comme étant des opportunités d'in-

vestissement convenant aux clients privés à cause de leur structure de produit complexe, de l'utilisation visée, du fait qu'elles sont difficiles à évaluer et à cause du conflit d'intérêts que cela pourrait susciter du côté de la banque. Les clients privés qui souhaitent acheter des CoCo Bonds de leur propre initiative doivent se montrer prudents et tenir compte des caractéristiques spécifiques inhérentes aux CoCo Bonds et des risques qu'une telle décision implique. Conformément au Product Intervention (Contingent Convertible Instruments and Mutual Society Shares) Instrument 2015 énoncé par la U.K. Financial Conduct Authority (FCA), ce/ces produit(s) ne doi(ven)t pas être acheté(s) aux particuliers domiciliés au sein de l'Espace économique européen (EEE), autrement dit les pays membres de l'UE plus le Liechtenstein, la Norvège et l'Islande, sauf si l'une des conditions suivantes est remplie : disposer d'un revenu annuel d'au moins GBP 100 000 (ou équivalent) ou d'un patrimoine net (hors biens immobiliers, assurance et autres prestations) d'au moins GBP 250 000 (ou équivalent).

Informations et prévisions mentionnées : Bien que les données et informations contenues dans le présent document proviennent de sources réputées fiables, aucune assurance quant à leur exactitude ou à leur exhaustivité n'est donnée. Plus particulièrement, les informations fournies dans la présente publication peuvent ne pas tenir compte de toutes les informations importantes relatives aux instruments financiers ou aux émetteurs de ces instruments. Banque Julius Baer & Cie SA, ses filiales et ses sociétés affiliées déclinent toute responsabilité en cas de perte découlant de l'utilisation de la présente publication. Parmi les principales sources consultées pour établir la présente publication figurent des médias nationaux et internationaux, des agences d'information (tels que Thomson Reuters ou Bloomberg Finance L.P.), des bases de données accessibles au public, des revues et des journaux économiques (p. ex. le Financial Times ou le Wall Street Journal), des informations sur les sociétés accessibles au public et des publications d'agences de notation. Les notations et évaluations contenues dans le présent document sont clairement indiquées en tant que telles. Toutes les données et informations sur lesquelles repose la présente publication se rapportent à un contexte passé ou présent et peuvent évoluer à tout moment, sans préavis. Les informations relatives à des instruments financiers ou des émetteurs d'instruments financiers contenues dans le présent document se rapportent au moment où ladite publication a été établie. Ces informations se fondent sur une multitude de facteurs susceptibles d'évoluer en permanence. Toute information contenue dans le présent document peut donc devenir caduque sans autre notification. Des faits nouveaux propres à l'émetteur ou d'ordre général (p. ex. liés à l'évolution politique, économique, des marchés, etc.) peuvent entraîner certains risques quant aux informations et prévisions formulées dans le présent document.

Risque : Quelle que soit la catégorie d'actifs, le prix, la valeur et le revenu des instruments mentionnés dans le présent document peuvent fluctuer à la hausse

comme à la baisse et les investisseurs risquent de ne pas récupérer le montant investi. Les risques inhérents aux catégories d'actifs mentionnées dans la présente publication peuvent comprendre, mais sans forcément s'y limiter, les risques de marché, les risques de crédit, les risques de change, les risques politiques et les risques économiques. Les placements dans les marchés émergents sont spéculatifs et peuvent se révéler beaucoup plus volatils que les placements dans des marchés développés. **La performance passée ne saurait servir d'indicateur fiable quant aux résultats futurs. De même, les prévisions de rendement ne saurait servir d'indicateur fiable de la performance future. Les notations obligataires de Julius Baer s'appliquent exclusivement aux obligations de premier rang non garanties ou plus des émetteurs cités. Sauf mention expresse, elles ne s'appliquent pas aux obligations avec un rang de priorité inférieur au rang mentionné, sauf mention expresse.** Les risques particuliers associés à des investissements spécifiques présentés dans le présent document sont mis en évidence plus haut à l'intérieur du présent document. Préalablement à toute décision de placement, il est recommandé de lire attentivement les prospectus en vigueur et / ou toute autre documentation ou information disponible.

Les actions, les titres d'emprunts bancaires (par exemple, les obligations et les certificats bancaires générant des intérêts) ainsi que d'autres créances des institutions financières sont soumis à des règlements spéciaux tels que la « Directive sur le redressement des banques et la résolution de leurs défaillances » (BRDD) et le « Règlement sur le mécanisme de résolution unique » (MRU). Ces règlements peuvent avoir un effet négatif sur les investisseurs / partenaires contractuels de l'institution financière en cas d'insolvabilité et de nécessité de mesures de résolution pour l'institution financière. Pour plus de détails, veuillez consulter : www.juliusbaer.com/legal-information-en.

Conflits d'intérêt : Nous sommes tenus de transmettre des informations importantes quant à nos intérêts et à des conflits potentiels. Afin d'empêcher que des conflits d'intérêts portant atteinte aux intérêts de ses clients, la Banque Julius Baer a appliqué les dispositions organisationnelles et administratives nécessaires pour gérer de tels conflits. Ces dispositions comprennent notamment la mise en place par la Banque Julius Baer de barrières à l'information destinées à séparer les services chargés de l'analyse financière des autres branches d'activité de sorte qu'aucune autre branche d'activité n'ait connaissance du contenu d'un projet d'analyse avant que ses conclusions ne soient diffusées aux clients. Le service Compliance de la Banque Julius Baer est chargé de veiller au respect de ces procédures. Sauf mention expresse dans la présente publication, les informations et analyses qu'elle renferme n'ont été communiquées ni à l'émetteur des titres mentionnés ni à une entité du Groupe Julius Baer avant la publication ou la distribution de la publication en question.

Une entité du Groupe Julius Baer peut, dans la mesure autorisée par la loi, participer ou investir dans d'autres transactions financières impliquant l'émetteur des titres mentionnés dans le présent document, offrir des services ou solliciter des affaires auprès dudit émetteur, détenir une position ou effectuer des transactions dans les titres ou options mentionnés, détenir tout autre intérêt financier significatif concernant les émetteurs des titres mentionnés et / ou l'avoir fait par le passé. Pour de plus amples informations sur notre intérêt dans les investissements mentionnés dans la présente publication, veuillez-vous reporter aux divulgations spécifiques aux sociétés ci-dessus.

INFORMATION IMPORTANTE CONCERNANT LA DIFFUSION

La présente publication et les données de marché qu'elle renferme **ne servent qu'à l'usage personnel de son destinataire** et ne sauraient être communiquées à des tiers sans l'accord de Julius Baer ou de la source des données de marché concernées. Le présent document n'est pas destiné aux personnes dans tout territoire où – en raison de la nationalité ou de la résidence de ces personnes ou pour tout autre motif – de telles publications sont interdites.

Gestionnaires de fortune externes / conseillers financiers externes : Si cette publication de recherche est fournie à un gestionnaire de fortune externe ou un conseiller financier externe, Julius Baer interdit expressément au gestionnaire de fortune externe ou au conseiller financier externe de redistribuer la publication à ses clients et/ou des tiers. À la réception d'une publication de recherche, les gestionnaires de fortune externes / conseillers financiers externes confirmeront que le cas échéant ils effectueront leur propre analyse indépendante et prendront leurs propres décisions d'investissement.

Afrique du Sud : La présente publication est distribuée par Julius Baer South Africa (Pty) Ltd, qui est un fournisseur de services financiers (FSP n° 49273) agréé par l'Autorité de surveillance du secteur financier de l'Afrique du Sud (Financial Sector Conduct Authority).

Allemagne : Bank Julius Bär Deutschland AG, établissement agréé et réglementé par l'Autorité fédérale allemande de surveillance du secteur financier (BaFin), diffuse auprès de ses clients les analyses. Pour toute question concernant cette publication, veuillez contacter votre conseiller à la clientèle.

Autriche : Julius Baer Investment Advisory GesmbH, autorisée et réglementée par l'Autorité autrichienne des marchés financiers, distribue cette publication à ses clients.

Chili : Cette publication a été produite par la Banque Julius Baer & Cie SA, Zurich et s'adresse uniquement au destinataire prévu. Les instruments financiers mentionnés dans cette publication ne sont pas enregistrés auprès ni ne sont sous la supervision du Registro de Valores Extranjeros (registre étranger de valeurs mobilières) tenu par la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile (commission chilienne des titres et assurances ou « SVS »). Si de tels titres sont proposés au

Chili, ils seront proposés et vendus uniquement en conformité avec la règle générale 336 de la SVS (une exception aux exigences d'enregistrement au registre étranger de valeurs mobilières) ou dans des circonstances qui ne constituent pas une offre publique de titres au Chili au sens de l'article 4 de la loi chilienne régissant le marché des valeurs mobilières, loi n° 18.045.

Dubai International Financial Centre : La présente publication a été fournie par Julius Baer (Middle East) Ltd. et ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre d'émission ou de vente, ou une quelconque sollicitation de souscription ou d'achat de quelconques titres ou produits d'investissement aux EAU (y compris le DIFC) et ne doit pas être considérée comme telle. En outre, la présente publication est mise à disposition en se basant sur le fait que le destinataire sait et comprend que les entités et titres auxquels elle pourrait faire référence n'ont pas été approuvés, agréés ou enregistrés par la Banque centrale des EAU, l'Autorité des matières premières et titres des EAU, l'Autorité des services financiers de Dubaï ou toute autorité d'agrément ou agence gouvernementale correspondante des EAU. Elle n'est pas destinée à servir de référence aux particuliers et ne doit pas leur être distribuée. Veuillez noter que Julius Baer (Middle East) Ltd. n'offre ses produits ou services qu'aux clients professionnels disposant d'une expérience et de connaissances suffisantes en matière de marchés financiers, de produits ou de transactions et des risques associés. Les dits produits et services sont exclusivement réservés aux clients professionnels satisfaisant les termes du Conduct of Business Module de l'Autorité des services financiers de Dubaï (DFSA). Julius Baer (Middle East) Ltd. est dûment agréée et soumise au contrôle de la DFSA.

Espagne : Julius Baer Agencia de Valores, S.A.U. et Julius Baer Gestión S.G.I.I.C., S.A., établissements agréés et réglementés par la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), distribuent à leur clients des analyses.

Guernesey : La présente publication est distribuée par Banque Julius Baer & Cie SA, succursale de Guernesey, qui est titulaire d'une licence à Guernesey pour fournir des services bancaires et d'investissement et est régulée par la Guernesey Financial Services Commission.

Hong Kong : La présente publication est distribuée à Hongkong par et pour le compte de, et est attribuable à, la Banque Julius Baer & Cie SA, succursale de Hongkong, qui est titulaire d'une licence bancaire complète octroyée par l'autorité monétaire de Hongkong en vertu de la Banking Ordinance (chapitre 155 de la législation de Hongkong RAS). La Banque est aussi agréée en vertu de la Securities and Futures Ordinance (SFO) (chapitre 571 de la législation de Hongkong RAS) pour exercer des activités réglementées de type 1 (négoce de titres), de type 4 (conseils en matière de titres) et de type 9 (gestion de fortune) sous le numéro Central Entity AUR302. Le présent document ne saurait être émis, diffusé ou distribué à Hongkong à des personnes autres que les « investisseurs professionnels » définis dans la SFO. Le contenu de cette publication n'a pas été validé par la Securities and Futures Commission ni par aucune autre autorité de régulation. Pour toute question concernant cette publication, veuillez contacter votre conseiller à la clientèle à Hong Kong. La Banque Julius Baer & Cie SA a son siège en Suisse à responsabilité limitée.

Inde : Le présent document n'est pas une publication de Julius Baer Wealth Advisors (India) Private Limited (JBWA) (une société du groupe Julius Baer, Zurich) ou de l'une de ses filiales indiennes selon les termes des SEBI Research Analyst Regulations, 2014. La présente publication a été élaborée par la Banque Julius Baer & Cie SA (Julius Baer), une société constituée en Suisse sous le régime de la responsabilité limitée et qui ne dispose pas de licence bancaire en Inde. La présente publication ne saurait en aucun cas être considérée comme une offre, une sollicitation ou une recommandation formulée par JBWA ou toute autre entité du groupe Julius Baer dans le monde.

Israël : La présente publication est distribuée par Julius Baer Financial Services (Israel) Ltd. (JBFS), agréé par l'Autorité israélienne de réglementation des valeurs pour fournir des services de marketing en matière d'investissement et des services de gestion de fortune. En vertu du droit israélien, le « marketing en matière d'investissement » est la fourniture de conseils aux clients concernant l'intérêt d'un investissement, la détention, l'achat ou la vente de valeurs ou instruments financiers, quand la source de ces conseils a un lien avec la valeur ou l'instrument financier. En raison de son affiliation à la Bank Julius Baer & Co. Ltd., JBFS est considéré comme ayant un lien avec certains instruments financiers et valeurs potentiellement connectés aux services que fournit JBFS ; aussi toute utilisation du terme « conseil en matière d'investissement » ou variation, dans la présente publication doit être compris comme marketing en matière d'investissement, comme expliqué ci-dessus. La présente publication ne constitue pas un conseil en matière d'investissements ; elle a été préparée par Banque Julius Baer & Cie SA et est diffusée par JBFS à des fins d'information uniquement, sans tenir compte des objectifs, des besoins ou de la situation financière de clients particuliers ; elle ne constitue ni une offre, ni une recommandation, ni une invitation par ou de la part de JBFS à effectuer un placement quel qu'il soit.

Japon : Cette publication ne doit être distribuée qu'avec les clauses de non-responsabilité et les formalités appropriées par une entité de Julius Baer autorisée à distribuer une telle publication au Japon.

Les Bahamas : La présente publication est distribuée par Julius Baer Bank (Bahamas) Limited, une entité agréée par la Banque centrale des Bahamas et réglementée par la Securities Commission of The Bahamas. La présente publication ne constitue pas un prospectus ni une communication aux fins du Securities Industry Act, 2011 ou des Securities Industry Regulations, 2012. En outre, elle s'adresse uniquement aux personnes qui sont désignées ou considérées comme « non-résidentes » aux fins des Exchange Control Regulations and Rules des Bahamas.

Liban : Cette publication a été distribuée par Julius Baer (Lebanon) S.A.L., une entité placée sous la surveillance de l'Autorité libanaise des marchés financiers. Elle n'est ni approuvée ni licenciée par l'Autorité libanaise des marchés financiers ou d'une autre autorité compétente en Liban. Cette est strictement privée et confidentielle et est remise, à leur demande, à un nombre limité d'investisseurs privés et institutionnels. Elle ne doit pas être fournie ni servir de référence à un tiers. Les informations qu'elle contient sont valables au jour de la date référencée, et Julius Baer (Lebanon) S.A.L. ne saurait être tenue responsable de la mise à jour régulière des dites informations. Les cotations et valeurs communiquées ici le sont à titre indicatif exclusivement, et ne font aucunement référence à des niveaux de négoce.

Luxembourg : Cette publication est distribuée par Bank Julius Baer Europe S.A., une société anonyme constituée en vertu du droit luxembourgeois, sise au 25, rue Edward Steichen, L-2540 Luxembourg, immatriculée au Registre de Commerce et des Sociétés de Luxembourg (RCSL) sous le numéro B 8495, et agréée et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 283, route d'Arlon, L-1150 Luxembourg. Cette publication n'a pas été autorisée ni examinée par la CSSF et ne sera pas déposée auprès de la CSSF.

Monaco : La Banque Julius Baer (Monaco) S.A.M., établissement agréé par le Ministère d'État de Monaco et la Banque de France, envoie à ses clients la présente publication. Julius Baer Wealth Management (Monaco) S.A.M., société de gestion d'actifs agréée à Monaco, diffuse auprès de ses clients la présente publication.

Panama : Les services et / ou produits concernés mentionnés dans cette publication ne peuvent être promus qu'au Panama par une entité de Julius Baer autorisée à les promouvoir au Panama. La présente publication est destinée exclusivement aux destinataires auxquels elle s'adresse. Les instruments financiers mentionnés dans la présente publication ne sont pas enregistrés auprès de l'autorité de contrôle du marché des valeurs (Superintendencia del Mercado de Valores, anciennement Comisión Nacional de Valores) ni placés sous la supervision de celle-ci. L'exemption de l'enregistrementse base sur l'article 129 du décret-loi 1 en date du 8 juillet 1999 modifié et intégré en Titre II de la loi 67 de 2011 (« loi sur les valeurs mobilières »). Par conséquence, le traitement fiscal établi dans les articles 334 à 336 de la loi sur les valeurs mobilières n'est pas applicable.

Pays-Bas : Julius Baer (Netherlands) B.V., société agréée et réglementée par l'Autorité des marchés financiers des Pays-Bas (AFM) et habilitée (i) à recevoir et à transférer les ordres de ses clients et (ii) à fournir des conseils en matière d'investissement, distribue la présente publication auprès de ses clients. Bank Julius Baer Europe S.A. est agréée et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 283, route d'Arlon, L-1150 Luxembourg, et autorisée à proposer des services bancaires aux Pays-Bas et certains services d'investissement aux Pays-Bas en vertu de l'agrément bancaire unique (« passeport bancaire ») dont elle bénéficie.

République d'Irlande : Bank Julius Baer Europe S.A., succursale d'Irlande, est un établissement agréé et réglementé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 283, route d'Arlon, L-1150 Luxembourg, et réglementé par la Banque centrale d'Irlande (BCI) pour les règles de conduite. Bank Julius Baer Europe S.A. est une société anonyme de droit luxembourgeois, sise au 25, rue Edward Steichen, L-2540 Luxembourg, et immatriculée au Registre de Commerce et des Sociétés (RCSL) sous le numéro B 8495. Bank Julius Baer Europe S.A., succursale d'Irlande, distribue cette publication à ses clients. Certains des services mentionnés dans cette publication, qui sont disponibles aux clients de la succursale irlandaise, pourront être fournis par des entités Julius Baer basées hors du Grand-Duché de Luxembourg ou de la République d'Irlande. Dans ces cas, les règles édictées par la CSSF et la BCI pour la protection des particuliers ne s'appliquent pas à de tels services, et l'ombudsman irlandais des services financiers et des pensions ne pourra pas résoudre les plaintes en rapport avec de tels services.

Royaume de Bahreïn : Julius Baer (Bahrain) B.S.C.(c), société d'investissements agréée et réglementée par la Banque centrale de Bahreïn (Central Bank of Bahrain, CBB), distribue à ses clients investisseurs accrédités cette publication. Veuillez noter que Julius Baer (Bahrain) B.S.C.(c) n'offre ses produits ou services qu'aux clients compétents et des clients investisseurs accrédités conformément à la définition du règlement de la CBB qui contient des réglementations, des directives et des règles conformes aux pouvoirs réglementaires de la CBB aux termes de la loi CBB. Cette publication n'est pas destinée à servir de référence aux particuliers et ne doit pas leur être distribuée. La CBB ne garantit pas la précision des déclarations et des informations contenues dans cette publication et n'est pas responsable vis-à-vis de quiconque de tout dommage ou perte résultant du fait qu'une personne se réfère à une déclaration ou information contenue dans cette publication.

Royaume-Uni : Julius Baer International Limited, un établissement agréé et réglementé par la Financial Conduct Authority (FCA), distribue la présente publication à ses clients et clients potentiels. Lorsqu'elle est communiquée au Royaume-Uni, cette publication est classifiée comme « financial promotion » qui a été émise et agréée à la distribution au Royaume-Uni par Julius Baer International Limited. Certains des services mentionnés dans cette publication peuvent être fournis par des membres du Groupe Julius Baer hors du Royaume-Uni. Les règles édictées par la FCA aux fins de protection des particuliers ne s'appliquent pas aux services fournis par des membres du Groupe Julius Baer hors du Royaume-Uni, et le Financial Services Compensation Scheme n'est pas applicable. Julius Baer International Limited ne fournit pas de conseil juridique ou fiscal. Si des informations sont fournies sur un traitement fiscal particulier, cela ne signifie pas qu'elles s'appliquent à la situation personnelle du client, et de telles informations peuvent changer à l'avenir. Il est recommandé aux clients d'obtenir un conseil fiscal indépendant sur leur situation personnelle auprès d'un conseiller fiscal avant de prendre une décision d'investissement. Julius Baer International Limited fournit des services de conseil sur une gamme limitée de produits d'investissement (conseil restreint).

Singapour : Cette publication est disponible auprès de la Banque Julius Baer & Cie SA, succursale de Singapour, et destinée exclusivement aux investisseurs accrédités ou institutionnels. Cette publication ne constitue pas « matériel marketing » au sens des articles 275 et 305 respectivement de la Securities and Futures Act, Cap. 289 de Singapour (la « ZPC »). Étant donné que la succursale de Singapour bénéficie d'une dérogation (unit exemption) sous la section 100(2) du chapitre 110 du Financial Advisers Act de Singapour (FAA), la Banque Julius Baer & Cie SA, succursale de Singapour, est exemptée de nombre d'exigences imposées par le FAA, entre autres de l'obligation de communiquer tout intérêt dans des titres, ou tout intérêt dans l'acquisition ou la cession de quelques titres ou instruments financiers qui peuvent être mentionnés dans cette publication. Des informations plus détaillées sur ces dérogations peuvent être obtenues sur demande. Cette publication n'a pas été révisée et n'est pas entérinée par l'Autorité monétaire de Singapour (MAS). Tout document ou matériel en lien avec l'offre ou la vente, ou l'invitation à la souscription ou à l'achat, des titres ou fonds d'investissements (les placements collectifs de capitaux) ne doit pas être transmis ou distribué, et de tels titres ou fonds d'investissement ne doivent pas être proposés ou vendus, ou faire l'objet d'une invitation à une souscription ou un achat, ni directement ni indirectement, à des personnes domiciliées à Singapour autres que (i) un investisseur institutionnel conformément à la section 274 ou 304 du chapitre 289, (ii) à une personne pertinente (ce qui inclut un investisseur accrédité) ou à toute personne conformément à la section 275(1A) ou 305(2) du SFA, et en conformité avec les conditions, spécifiées à la section 275 ou 305 du SFA, ou (iii) conformément aux conditions de toute autre disposition applicable du SFA. Pour ce qui est des fonds d'investissement qui ne sont pas autorisés ou reconnus par la MAS, les unités dans de tels fonds ne doivent pas être proposées aux particuliers. Tout matériel écrit délivré aux personnes susmentionnées en lien avec l'offre ne sera pas un prospectus tel que défini dans le SFA. En conséquence, la responsabilité statutaire aux termes du SFA en lien avec le contenu des prospectus ne s'appliquera pas. Pour toute demande de renseignement concernant cette publication, veuillez contacter un représentant de la Banque Julius Baer & Cie SA, succursale de Singapour. La Banque Julius Baer & Cie SA (UEN - T07FC7005G) a son siège en Suisse à responsabilité limitée.

Uruguay : Dans le cas où ce document constitue une offre, une recommandation ou une sollicitation de vente ou d'achat de quelconques titres ou autres instruments financiers, ceux-ci relèvent à l'identique de la dispense dite de « placement privé » (« oferta privada ») conformément à la Section 2 de la Loi n° 18 627 et ne sont ni ne seront enregistrés auprès de la Surintendance des services financiers de la banque centrale d'Uruguay en vue d'être proposés au public en Uruguay. Dans le cas de fonds à capital fixe ou de fonds de private equity, les titres correspondants ne sont pas des fonds d'investissement régis par la Loi uruguayenne n° 16 774 du 27 septembre 1996, telle qu'amendée. Si vous résidez en Uruguay, vous déclarez que vous comprenez parfaitement l'anglais, langue dans laquelle ce document et tous les documents y faisant référence sont rédigés et vous n'avez besoin qu'aucun document quel qu'il soit vous soit fourni en espagnol ou dans une autre langue.

États-Unis : NI LE PRÉSENT RAPPORT NI UNE COPIE DE CE RAPPORT NE POURRONT ÊTRE ENVOYÉS, EMPORTÉS OU DISTRIBUÉS AUX ÉTATS-UNIS OU À UNE « US PERSON ».

La présente publication est susceptible de contenir des informations obtenues auprès de tiers, y compris des notes de crédit émises par des agences de notation telles que Standard & Poor's, Moody's, Fitch, et autres agences de notation analogues, ainsi que des documents produits par des prestataires d'analyse financière tels que MSCI ESG Research LLC ou ses sociétés affiliées. Les émetteurs mentionnés ou figurant dans tout document produit par MSCI ESG Research LLC peuvent être des clients de ou affiliés à un client de MSCI Inc. (MSCI) ou une autre filiale de MSCI. La reproduction et la distribution de telles informations, sous quelque forme que ce soit, est interdite, sauf accord écrit du tiers concerné. Les tiers ayant fourni des informations reprises dans le présent document ne garantissent pas l'exactitude, le caractère complet, le fait qu'elles soient correctes en raison du moment, ou la disponibilité des informations en question et de toute information, y compris les notations, et ne sont pas responsables d'éventuelles erreurs ou omissions (par négligence ou autrement), quelle qu'en soit la cause, ou des résultats obtenus suite à l'utilisation de ces informations. Les tiers ayant fourni des informations ne donnent aucune garantie, explicite ou implicite, en particulier, mais pas seulement, quant à la possibilité de commercialisation ou de conformité à une destination ou à un usage particulier, des informations en question. Les tiers ayant fourni des informations ne sont pas responsables des dommages directs, indirects, accessoires, exemplaires, compensatoires, punitifs, spéciaux ou consécutifs, ni des coûts, dépenses, frais et honoraires légaux, des pertes (y compris le manque à gagner – revenus ou bénéfices – et d'éventuels coûts d'opportunité) en relation avec toute utilisation du contenu de l'une quelconque de ces informations, y compris les notations. Les notations constituent des opinions et non des déclarations quant à des faits, des recommandations à l'achat, à la détention ou à la vente de valeurs mobilières. Elles ne constituent pas une indication quant à la valeur de marché de valeurs mobilières aux fins d'investissement, et ne peuvent pas être considérées comme des conseils d'investissement.

© Groupe Julius Baer, 2019

GROUPE JULIUS BAER

Siège principal
Bahnhofstrasse 36
Case postale
8010 Zurich
Suisse
Téléphone +41 (0) 58 888 1111
Fax +41 (0) 58 888 5517
www.juliusbaer.com

Le Groupe Julius Baer est présent sur plus de 60 sites dans le monde entier, y compris Zurich (siège principal), Dubaï, Francfort, Genève, Hong Kong, Londres, Lugano, Luxembourg, Monaco, Montevideo, Moscou, Mumbai, Singapour et Tokyo.

06/2019 Publ. No. PU00106FR
© GROUPE JULIUS BAER, 2019

Signatory of:

