



Julius Bär

INSIGHTS
OPPORTUNITÉS D'INVESTISSEMENT

PERSPECTIVES 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

4 décembre 2018

Cours de référence, clôture de la rédaction

28 novembre 2018, sauf indication contraire

ÉDITORIAL

Chère lectrice, cher lecteur,

Si l'année 2017 était un film, ce serait probablement « La La Land », et 2018 ressemblerait alors davantage à une suite de « Die Hard ». Alors que les actifs risqués restaient tranquilles et sereins face aux inquiétudes l'année dernière avec juste quelques revers mineurs, l'euphorie initiale a cédé la place à des dérapages cette année, mettant le courage des investisseurs à rude épreuve.

Le changement de régime entre 2017 et 2018 est plus profond qu'un cycle de marché habituel. Il semblerait en effet que les rendements obligataires commencent à progresser réellement pour la première fois depuis plus de 30 ans, plongeant les investisseurs dans le désarroi. La génération actuelle d'investisseurs n'a en effet jamais connu de hausse structurelle des taux. La dernière fois que les marchés obligataires ont basculé de la déflation vers la relance remonte aux années 1950.

Dans la présente édition d'Insights, nous nous intéressons aux perspectives pour 2019 et aux conséquences de la hausse des rendements pour les investisseurs ainsi qu'à la meilleure manière d'y faire face. Les taux ne progressant pas de manière linéaire, le plus important en 2019 sera d'identifier le moment où les cycles actuels de l'économie et des taux culmineront. Même le billet vert pourrait souffrir d'un manque d'impulsions positives puisque tout le monde détient déjà des positions longues.

Je ne pense pas que le scénario de 2019 sera du genre de celui d'« Annihilation ». Un autre film, annoncé pour janvier 2019, a en revanche retenu mon attention. Il s'agit du remake américain d'« Intouchables » intitulé « The Upside ».

Veuillez noter qu'il s'agit de l'édition d'hiver de l'Insights. La prochaine édition sera publiée fin janvier 2019. Nous vous souhaitons une très joyeuse période de fin d'année avant de renouer avec la réalité du quotidien.



Christian Gattiker
Head of Research & Investment Solutions

VUE D'ENSEMBLE

Perspective d'investissement : Page 6

- Le taux de croissance de l'économie mondiale a culminé alors que l'inflation peut encore rattraper du retard. Le soutien des grandes banques centrales diminuera donc encore et les investisseurs devront ajuster leur position et intensifier nettement leur activité.
- Le défi pour les investisseurs en actions consistera à dégager une certaine plus-value tandis que les investisseurs obligataires peineront à préserver leur fortune.

Analyse technique : Page 8

- Les chiffres des 90 derniers jours indiquent clairement que les investisseurs devraient éviter les actions qui sous-performent puisqu'elles continuent habituellement de sous-performer sur les 12 mois suivants.
- Le contexte dans lequel le gagnant rafle la mise est connu depuis longtemps et les investisseurs doivent en tenir compte s'ils veulent s'assurer de bons résultats.

Next Generation : Page 10

- 2018 a été une année agitée pour les actions mondiales et les marchés financiers dans leur ensemble. La hausse des taux d'intérêt américains et les tensions commerciales sino-américaines ont notamment été à l'origine de révisions à la baisse des valorisations et de rendements volatils.
- En attendant que de nouveaux catalyseurs positifs ou négatifs se matérialisent, nous conseillons un positionnement plus défensif sur les actions de croissance avec une préférence pour les leaders de la santé dans le thème « Nouveaux styles de vie ».

Économie : Page 12

- La croissance mondiale a probablement culminé en 2018 et devrait ralentir ces prochaines années. Parallèlement, la croissance vigoureuse, supérieure au potentiel, de ces dernières années, notamment dans les économies développées, provoquera une hausse de l'inflation.
- La politique monétaire devient restrictive face à des taux réels américains désormais positifs. L'économie américaine devrait rester suffisamment solide pour surmonter ces difficultés. Ces dernières continueront par contre de peser lourdement sur les économies émergentes et les marchés financiers.

Monnaies : Page 13

- Du fait du positionnement euphorique sur le dollar et de la valorisation généreuse, l'avantage de taux d'intérêt persistant et toujours plus important ne parviendra pas à faire progresser durablement la monnaie en 2019.
- Le Brexit entre dans une nouvelle phase, qui se concentre davantage sur la redéfinition de la relation entre le Royaume-Uni et l'Union européenne, offrant un soutien à la livre sous-évaluée en 2019.

Revenu fixe : Page 14

- La normalisation de la politique monétaire détermine la direction des marchés obligataires mondiaux. Les États-Unis sont bien avancés et offrent aux investisseurs des opportunités attrayantes sur les obligations d'entreprises du segment investment grade inférieur libellées en USD.
- Les marchés obligataires européens sont par contre encore très loin de leur juste niveau. Les investisseurs devront s'armer de patience avant de pouvoir engranger des niveaux décents de rendement.

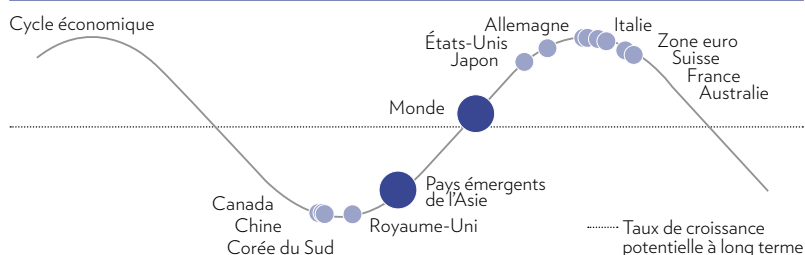
Actions : Page 16

- Conjuguée à une croissance économique nettement supérieure à la tendance et aux valorisations avantageuses des actions, la hausse progressive des taux d'intérêt et des rendements obligataires devrait être favorable aux marchés des actions développés.
- Les valorisations avantageuses, une croissance supérieure à la moyenne, des révisions bénéficiaires positives et des rendements en hausse devraient soutenir les secteurs de fin de cycle.

Matières premières : Page 18

- Les fortes fluctuations de cours observées ces derniers temps ne doivent pas occulter le fait que les matières premières ont essentiellement fait du sur-place en 2018. Pour 2019, nous observons toujours beaucoup de bruit mais aucune direction fondamentale.
- L'or a démontré son statut de valeur refuge durant la vague de ventes des actions. Nous recommandons d'acheter de l'or sur le long terme car le sentiment est des plus négatifs alors qu'un support fondamental se dessine.

VUE D'ENSEMBLE DES CYCLES ÉCONOMIQUES



CROISSANCE (PIB réel an/an, %)

Moyenne	2017	2018E	2019E
États-Unis	2.2	2.9	2.8
Zone euro	2.5	1.9	1.4
Royaume-Uni	1.7	1.3	1.1
Suisse	1.7	3.1	1.5
Japon	1.7	0.9	1.1
Chine	6.9	6.6	5.9
Monde	3.5	3.7	3.3

PIB = produit intérieur brut

INFLATION (IPC an/an, %)

Moyenne	2017	2018E	2019E
États-Unis	2.1	2.4	2.2
Zone euro	1.5	1.8	2.1
Royaume-Uni	2.7	2.5	2.1
Suisse	0.5	1.0	1.4
Japon	0.5	1.0	1.0
Chine	1.5	2.0	2.6
Monde	3.9	4.2	4.4

IPC = indice des prix à la consommation

INDICES D' ACTIONS (monnaie locale)

	Niveau	12M
SMI	8895	9200
Eurostoxx 50	3168	3700
S&P 500	2744	3100
Nikkei 225	22177	24850

MATIÈRES PREMIÈRES

	Prix	12M
Pétrole Brent (USD/baril)	59.6	65.0
Or (USD/once)	1221	1325
Maïs (Cts/boisseau)	361	400
Cuivre (USD/t)	6244	6000

MONNAIES

	Spot	3M	12M
EUR/CHF	1.13	1.12	1.15
USD/CHF	1.00	0.99	0.98
JPY/CHF	0.88	0.88	0.85
GBP/CHF	1.28	1.26	1.34
EUR/USD	1.13	1.13	1.17
EUR/GBP	0.88	0.89	0.86
USD/JPY	113.9	113.0	115.0
GBP/USD	1.28	1.27	1.36

TAUX DES BANQUES CENTRALES (% p. a.)

Fin d'exercice	2017	2018E	2019E
États-Unis	1.50	2.50	3.25
Zone euro	0.00	0.00	0.00
Royaume-Uni	0.50	0.75	1.00
Suisse	-0.75	-0.75	-0.50
Japon	-0.10	-0.10	-0.10

E = estimation

EMPRUNT D'ÉTAT 10 ANS (% p. a.)

Fin d'exercice	2017	2018E	2019E
États-Unis	2.41	3.35	3.60
Allemagne	0.35	0.50	1.05
Royaume-Uni	1.26	1.65	2.15
Suisse	-0.15	0.10	0.45
Japon	0.04	0.15	0.15

PERSPECTIVE DES CATÉGORIES D'ACTIFS

Vue	Catégorie d'actifs et de risque	Privilégiez ...	Évitez ...
→	Liquidités		
→	Obligations	Conservateur Titres indexés sur l'inflation Première qualité Instruments du marché monétaire en USD Opportuniste Obligations Baa à moyen terme avec un rendement supérieur à 4 % libellées en USD ; obligations d'entreprises à court terme de marchés émergents en devises fortes Spéculatif Obligations asiatiques à haut rendement de durées inférieures ou égales à 2 ans ; obligations mexicaines et brésiliennes en monnaie locale	Obligations d'État des principaux pays européens Obligations d'entreprises libellées en EUR
↑	Actions	Conservateur Santé Moyen Chili, Corée du Sud, Japon, Mexique ; finance, industrie, pétrole et gaz, technologie de l'information ; petites capitalisations européennes ; actions à haut dividende européennes Opportuniste Chine, Philippines Or, argent	Consommation défensive, services aux collectivités ; actions de croissance des dividendes américaines Royaume-Uni ; consommation cyclique, immobilier Afrique du Sud, Inde, Russie
→	Matières premières	Or, argent	Minerais de fer
→	Changes	USD, CAD, MXN, BRL, KRW	AUD, NZD, CNY, ZAR, HUF
	Next Generation	Thématique Commerce numérique, contenu numérique (jeux vidéo), cybersécurité, éducation mondiale, FinTech (paiements numériques), génomique 3.0, informatique dématérialisée et intelligence artificielle, « Made in China 2025 », mobilité de l'avenir, santé numérique, tourisme en Asie, une Chine en bonne santé, une Chine plus propre	

Brésil/Mexique/Philippines : pour les résidents locaux, des investissements sur le marché local sont soumis à des restrictions légales. **Corée du Sud** : pour les résidents locaux, des investissements sur le marché local sont soumis à des restrictions légales. La même consigne peut également s'appliquer aux résidents étrangers.

↑ vue positive → vue neutre ↓ vue négative

IDÉES D'INVESTISSEMENT : ACTIONS

Thème	Sociétés
Pétrole et gaz: Surpondérer	Chevron, Occidental Petroleum, Royal Dutch Shell
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, Equate Petrochemical, Espagne, Grupo Bimbo, Kinder Morgan, LafargeHolcim, Orange, Portugal, The Commercial Bank
Spéculatif	Arcor, Banco Bradesco, Banco do Brasil, CNH Industrial, Pampa Energia, Smurfit Kappa, YPF, Yuexiu Property

PERSPECTIVE D'INVESTISSEMENT

AJUSTER SON POSITIONNEMENT EN FONCTION DE LA PROGRESSION DES TAUX EN 2019

Le taux de croissance de l'économie mondiale a culminé alors que l'inflation peut encore rattraper du retard. Le soutien des grandes banques centrales diminuera donc encore et les investisseurs devront ajuster leur position et intensifier nettement leur activité. Le défi pour les investisseurs en actions consistera à dégager une certaine plus-value tandis que les investisseurs obligataires peineront à préserver leur fortune.

LE TERME DU MOIS :

Stagflation

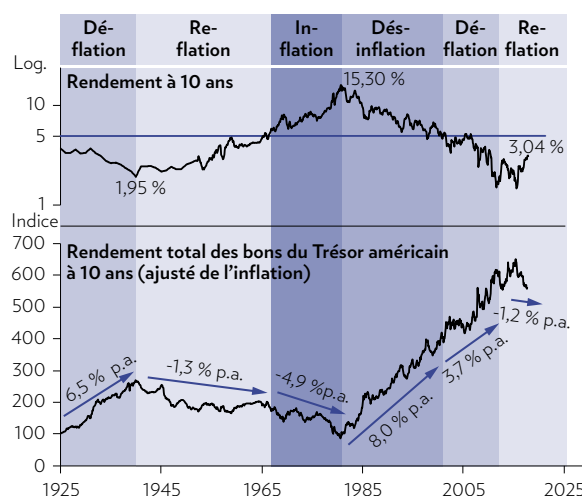
Les pays à revenus élevés ne parviennent pas toujours à éviter la stagflation, c'est-à-dire un fort taux de chômage accompagné d'une forte inflation. Ce fut par exemple le cas des États-Unis dans les années 1970. L'inflation pousse les ouvriers à demander des hausses de salaire pour ajuster leur revenu réel, entraînant une hausse des coûts de production. Ces coûts devant être absorbés, les bénéfices des sociétés chutent, entraînant des licenciements.

Source : M.S. Shaari et al., « Empirical analysis on the existence of the Phillips curve », MATEC Web of Conferences 150 (2018), Julius Baer

2019 réserve un mix croissance/inflation de fin de cycle, mais aucune stagflation

La dernière récession officielle des États-Unis remonte à 2009. Les investisseurs s'interrogent donc sur la durée résiduelle du cycle en cours. Concernant la dynamique croissance/inflation, nous pensons que 2019 nous réserve une solide croissance avec un certain risque haussier sur les taux d'inflation. Face à une croissance qui culmine et une inflation en hausse, les investisseurs s'interrogent si une stagflation est en préparation. Mais la stagflation est d'un autre gabarit (voir le terme du mois). Avec une croissance supérieure à 3,5 % et une inflation de « seulement » 3,5 % attendues pour 2019, l'économie mondiale est diamétralement opposée à la misère stagflationniste des années 1970. Il s'agit par contre d'un environnement typique de fin de cycle. Dans une perspective à plus long terme, la situation actuelle nous rappelle davantage la hausse modérée des taux dans les années 1950 (voir graphique 1).

Graphique 1 : Changement de régime pour les rendements obligataires



Log. = échelle logarithmique ; p. a. = par an

Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

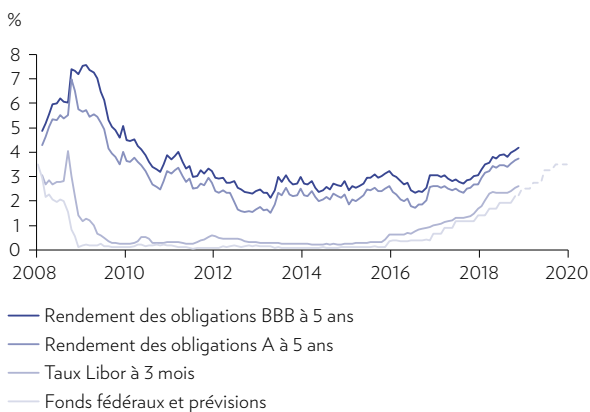
L'économie mondiale est diamétralement opposée à la misère stagflationniste des années 1970.

Le soutien monétaire s'estompe

Suite à la normalisation de l'économie mondiale, il est fort probable que la politique monétaire se normalise aussi. Cela s'est confirmé pour la Réserve fédérale américaine (Fed), qui a entamé le processus il y a deux ans déjà et qui devrait relever ses taux directeurs aux alentours de 3,5 %. D'autres grandes banques centrales pourraient suivre en 2019. Nous pensons que la Banque centrale européenne (BCE) commencera à parler pour la première fois de la hausse des taux au cours du second semestre 2019.

La Banque du Japon a, pour sa part, commencé à changer sa rhétorique et continuera probablement à le faire ces prochains trimestres. Pour les investisseurs, cela signifie que le soutien de la politique monétaire, qui était un des principaux supports dans l'univers de l'investissement, s'atténue. Ils ne devraient pas perdre de vue cet élément.

Graphique 2 : Les obligations d'entreprises sont évaluées à leur juste valeur à 4–4,5 % si les taux des fonds fédéraux plafonnent à 3,5 %



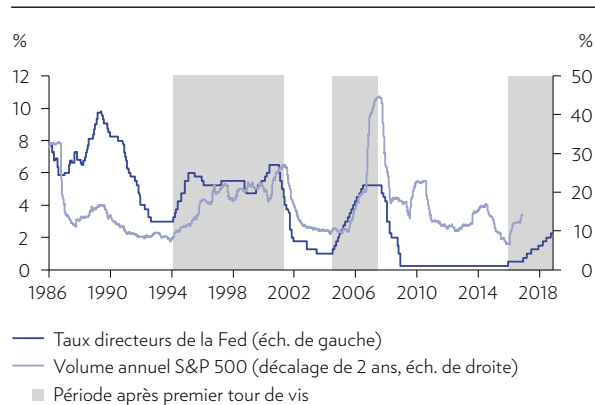
Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Préserver sa fortune avec les obligations tout en gagnant de l'argent sur les actions

La hausse des taux est problématique pour les investisseurs, aussi bien pour des raisons cycliques que structurelles. Le générateur de rendement sur les marchés obligataires hoquette. Le revenu généré compense en effet une partie seulement des pertes sur le principal. Ce phénomène apparaît en particulier sur le marché obligataire américain (voir graphique 2). En supposant que les taux des fonds fédéraux plafonnent à 3,5 % en 2019, nous pensons que les obligations du segment investment grade inférieur valent la peine d'être considérées aux alentours de 4–4,5 %. La difficulté consistera à préserver sa fortune avec du revenu fixe tant que ce niveau n'est pas atteint.

En ce qui concerne les actions, la hausse des taux constitue un défi en soi. Les fluctuations des cours des actions se renforcent par exemple à mesure que les actifs moins risqués, c'est-à-dire les obligations, gagnent en attrait. Historiquement, les cycles de taux précèdent de deux ans environ les fluctuations de cours des actions (voir graphique 3). Pour s'assurer des plus-values sur les actions, les investisseurs devront donc être nettement plus agiles en 2019 que sur les marchés buy-and-hold habituels avec des taux stables ou en baisse.

Graphique 3 : Les marchés des actions confrontés aux obstacles croissants des taux



Source : Datastream, Julius Baer

Nos recommandations pour 2019

Compte tenu des difficultés des mois à venir, nous avons émis les recommandations suivantes :

Revenu fixe

- ✓ Acheter des titres protégés contre l'inflation à mesure que celle-ci se normalise
- ✓ Acheter des obligations des marchés émergents de durée courte libellées en monnaie forte

Actions

- ✓ Positionnement de fin de cycle : acheter des titres de la finance, du pétrole et gaz et de l'industrie
- ✓ Acheter de petites capitalisations européennes et des titres de qualité
- ✓ En Asie, acheter au Japon
- ✗ Éviter les substituts obligataires

Monnaies

- Le billet vert est appelé à culminer en 2019, mais pas tout de suite
- La GBP et le JPY devraient se redresser

Matières premières

- Globalement Neutre
- ✓ Acheter de l'or comme première protection des actifs contre des surprises sur l'inflation

Thématique

- ✓ Les dépenses d'infrastructure aux États-Unis se concrétisent
- ✓ Acheter notre thème Next Generation « Shifting Lifestyles »

Christian Gattiker, CFA, CAIA

ANALYSE TECHNIQUE

LE TITRE MÉDIAN DÉÇOIT. OÙ EST LA SORTIE ?

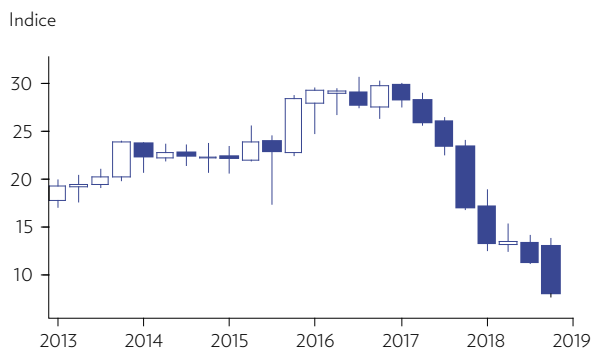
Les chiffres des 90 derniers jours indiquent clairement que les investisseurs devraient éviter les actions qui sous-performent puisqu'elles continuent habituellement de sous-performer sur les 12 mois suivants. Le contexte dans lequel le gagnant rafle la mise est connu depuis longtemps et les investisseurs doivent en tenir compte s'ils veulent s'assurer de bons résultats.

La dégringolade du titre General Electric

General Electric est probablement le titre le plus discuté ces derniers jours. Le graphique 1 révèle que le titre a progressé une seule fois au cours des huit derniers trimestres. Nul besoin de calculer les pourcentages pour voir que la performance est mauvaise. Le titre a en effet perdu plus de 70 % depuis son pic de 2016. Les investisseurs cherchent évidemment à savoir ce qu'ils doivent faire maintenant et comment ils peuvent éviter de telles pertes sur un investissement individuel.

Le titre médian déçoit.

Graphique 1 : General Electric recule 7 trimestres sur 8



Remarque : dans le graphique en chandelle, les rectangles représentent l'évolution du cours entre le début et la fin de chaque trimestre. Les rectangles blancs représentent une évolution trimestrielle positive, les rectangles bleus, une évolution trimestrielle négative. Les lignes verticales représentent les cours les plus hauts et les plus bas atteints durant le trimestre en question.

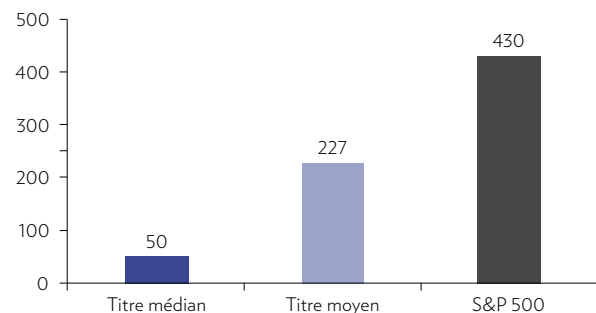
Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Le gagnant rafle la mise

Avant d'entrer dans les détails, il faut clarifier un des plus grands malentendus, à savoir l'idée selon laquelle détenir un titre sur le long terme garantit en soi le succès. La réalité prouve en effet le contraire. Entre 1997 et 2017, par exemple, les bénéfices de l'indice S&P 500 étaient disproportionnellement concentrés sur les titres les plus performants (voir graphique 2). Le titre médian de l'indice a rapporté 50 % sur cette période. Si cette performance n'est pas si mauvaise en soi, il faut la considérer à la lumière des 227 % dégagés par le titre moyen et des 430 % de l'indice S&P lui-même pour illustrer le risque que recèle la sélection des titres individuels. Comment l'énorme écart entre le titre médian et le titre moyen s'explique-t-il ? Plus de 50 % des titres individuels du S&P 500 sous-performent et seule une petite minorité surperforment. Sur la période de 1997 à 2017, seuls 20 titres du S&P 500 ont dégagé plus de 1 000 % et sont responsables du biais disproportionné des résultats. Il est donc évident que le fait de ne pas détenir ces titres est fatal pour la performance sur le long terme.

Graphique 2 : Le titre médian sous-performe l'indice de référence

Performance du S&P 500, 1997-2017, %



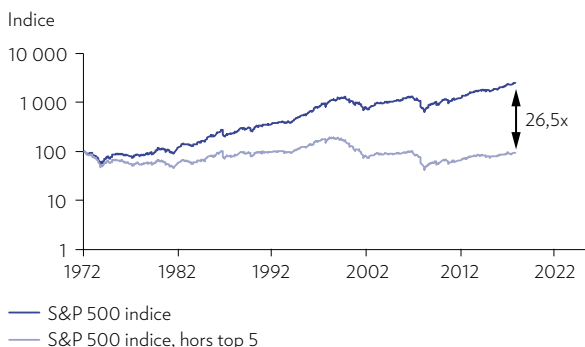
Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Stagnation sur 46 ans

On pourrait s'imaginer que les résultats du graphique 2 s'expliquent par les chamboulements des nouvelles technologies et de l'industrie ces 20 dernières années. Mais au graphique 3, nous avons calculé la performance du S&P 500 depuis 1972 en excluant chaque mois les cinq meilleurs titres. Que constate-t-on ? Depuis 46 ans, tous les bénéfices ont été générés par les cinq meilleurs titres du mois, tandis que les autres enregistrent une perte annuelle de 0,2 %. Le contexte dans lequel le gagnant rafle la mise est donc connu depuis longtemps et les investisseurs doivent en tenir compte s'ils veulent s'assurer de bons résultats.

Il faut une approche rigoureuse pour éviter les sous-performances. La dynamique peut aider.

Graphique 3 : Mauvais rendements en l'absence des 5 meilleurs titres

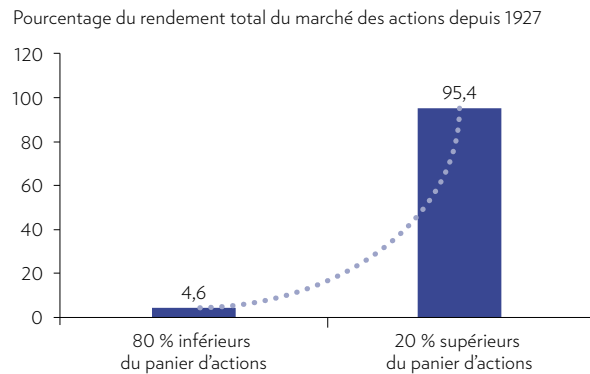


Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

La sortie

Techniquement, il est possible de considérer tous les actifs individuellement. Il est cependant aussi important de savoir comparer ce qui se ressemble. Ainsi, lorsqu'on investit dans des actions individuelles avec un horizon d'investissement inférieur à 12 mois, il est important de savoir comment chaque titre détenu se comporte dans cet univers. Les chiffres sur les 90 jours écoulés au graphique 4 révèlent clairement que les investisseurs devraient éviter les actions qui sous-performent puisqu'elles continuent habituellement de sous-performer. Les investisseurs dont l'horizon d'investissement est inférieur à 12 mois devraient donc utiliser la solidité relative et les indicateurs de dynamique pour surveiller leurs titres individuels.

Graphique 4 : Le gagnant rafle la mise – les titres les plus performants sont à l'origine de l'essentiel des gains



Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Mensur Pocinci, MFTA

NEXT GENERATION

PERSPECTIVE 2019 : NOUVEAUX STYLES DE VIE

La hausse des taux d'intérêt américains, le durcissement des conditions financières et les tensions commerciales et géopolitiques sino-américaines sont autant de facteurs qui nous incitent à un peu plus de prudence pour 2019. En attendant que de nouveaux catalyseurs positifs ou négatifs se matérialisent, nous adoptons un positionnement plus défensif sur les actions de croissance avec une préférence pour les leaders de la santé de grande capitalisation dans notre thème « Shifting Lifestyles ».



Cycle économique en fin de course, quelques soucis commerciaux

Les mesures de relance budgétaire américaine mises en œuvre fin 2017 ont été à l'origine de l'augmentation de l'activité d'investissement et du moral des consommateurs, alimentant aussi bien la croissance de la production que l'inflation. La Réserve fédérale avait donc toutes les raisons de continuer à relever ses taux d'intérêt de manière relativement agressive, indiquant clairement que nous sommes désormais dans une phase tardive du cycle économique américain. Les conséquences sont importantes pour les actions de croissance puisque la hausse des taux a entraîné une baisse des valorisations, sans pour autant endommager le potentiel à long terme des sociétés leaders.

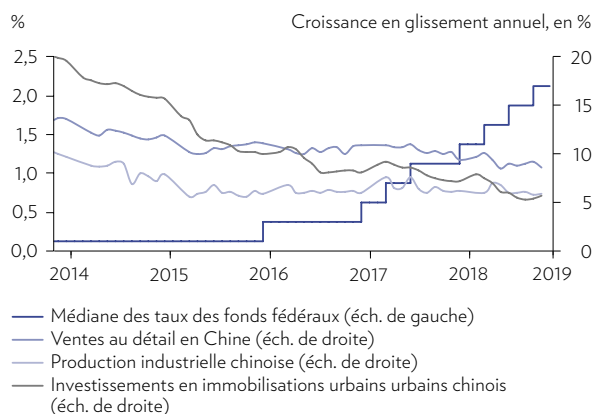
Dans le reste du monde, l'événement clé de 2018 aura été l'escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. La décision américaine de réorienter ses relations commerciales et géopolitiques est tombée au mauvais moment pour la Chine. Celle-ci avait en effet déjà entrepris une campagne de désendettement pour réduire le niveau élevé de dette intérieure. Les tensions commerciales se sont donc d'autant plus répercutées sur les stratégies d'entreprise, les décisions d'investissement et la perfor-

mance du marché des actions de la région. De nombreuses industries en Chine ont aussi subi la pression concurrentielle et réglementaire croissante, ce qui ne soutient pas un positionnement très optimiste.

Nous n'anticipons de solutions miracles ni sur le front des taux d'intérêt américains, ni sur celui du ralentissement du commerce en Chine. En gardant les risques aussi bien haussiers que baissiers à l'esprit, Next Generation aborde 2019 avec une approche plus défensive envers les titres de croissance, préférant les grandes capitalisations et les flux de liquidités croissants et récurrents pour neutraliser la volatilité et pour continuer à bénéficier des tendances de croissance structurelle à long terme.

Next Generation aborde 2019 avec une approche plus défensive envers les titres de croissance.

Graphique 1 : Durcissement américain, moindre ralentissement macroéconomique et commercial en Chine

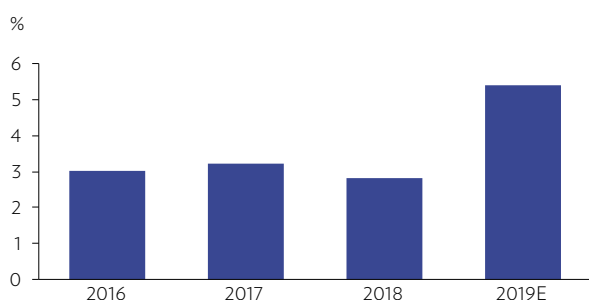


Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Préférence pour la santé au sein de notre thème « Shifting Lifestyles »

Dans le contexte de notre préférence générale pour un positionnement plus défensif sur les actions de croissance, nous soulignons les opportunités que recèlent nos deux sujets « Santé numérique » et « Génomique 3.0 ». En ce qui concerne la « Santé numérique », les assureurs santé nous semblent intéressants pour une croissance défensive compte tenu des clarifications sur la politique de la santé annoncées lors des élections américaines de mi-mandat en 2018 (à savoir le statu quo). Sur le front de « Génomique 3.0 », ce sont les organismes de recherche sous contrat qui semblent offrir une croissance stable, les activités de recherche et développement (R&D) biopharmaceutiques étant toujours plus externalisées vers de telles sociétés. Nous décelons aussi certaines opportunités dans les principaux fabricants d'outils des sciences de la vie ainsi que dans de grands fournisseurs défensifs d'informatique médicale.

Graphique 2 : Génomique – l'accélération de la R&D soutient l'externalisation à des organismes de recherche sous contrat



■ Part de R&D du budget total des principales sociétés biopharmaceutiques

E = estimation

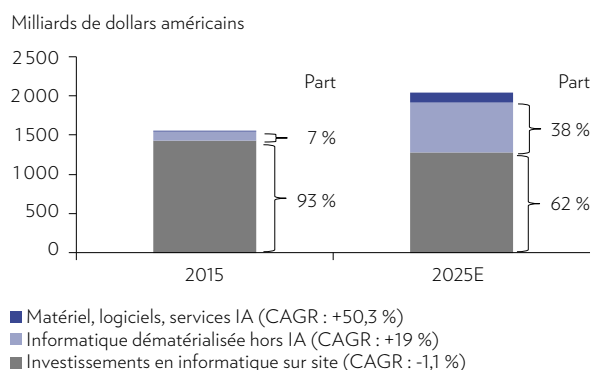
Source : UBS, Julius Baer

Prudence à l'égard de la révolution numérique

Au sein du thème de la révolution numérique, la pression réglementaire a augmenté tout au long de 2018, notamment sur les grandes sociétés dont les modèles d'affaires reposent sur la publicité et les données des utilisateurs. Parallèlement, la hausse des taux et les excès du passé ont été à l'origine d'une réévaluation des ratios d'évaluation de nombreuses sociétés informatiques. Dans le domaine de la révolution numérique, nous préférons donc les sociétés dont la croissance du chiffre d'affaires et des bénéfices est soutenue par une réglementation plus stricte. Les grands fournisseurs d'infrastructure et de logiciels d'« informatique dématérialisée et d'intelligence artificielle » ainsi que les leaders du paiement

numérique dans les FinTech font partie de nos favoris en la matière.

Graphique 3 : Perspectives de forte croissance structurelle pour l'informatique dématérialisée et IA



IA = intelligence artificielle, CAGR = taux de croissance annuel composé ; E = estimation

Source : Gartner, Citi, Bank of America Merrill Lynch, Julius Baer

Éviter l'exposition à l'Asie émergente et à la Chine

Hormis les secteurs plus défensifs (p. ex. « Chine en bonne santé ») ou les secteurs qui bénéficient d'une dynamique de différenciation (p. ex. le gaz naturel liquéfié dans une « Chine plus propre »), nous évitons pour l'instant une trop forte exposition à l'Asie émergente ou à la Chine. Il est important de noter que notre prudence ne s'explique pas seulement par le contexte macroéconomique et commercial, mais tout autant par les pressions concurrentielles et réglementaires croissantes dans de nombreux secteurs chinois tels que l'éducation, les contenus numériques et les jeux vidéo ou l'énergie éolienne.

Quels sont les risques dans nos perspectives d'investissement ?

Côté haussier, notre évaluation Next Generation prudente pourrait se révéler excessive en cas de règlement plus rapide qu'attendu des tensions commerciales sino-américaines, de nouvelles relances monétaires ou budgétaires en Chine ou ailleurs, ou d'un ralentissement du rythme de relèvement des taux d'intérêt aux États-Unis en raison d'une pause dans l'activité économique.

Côté baissier, la dynamique de croissance mondiale pourrait ralentir encore dans le sillage du resserrement monétaire et des tensions commerciales. Dans ce contexte, l'ensemble des actions subiront probablement des pressions, mais ce n'est pas notre scénario de base.

Alberto Perucchini, ACSI,
et Damien Ng

ÉCONOMIE

LA CROISSANCE SERA LIMITÉE PAR LES CONTRAINTES D'APPROVISIONNEMENT EN 2019

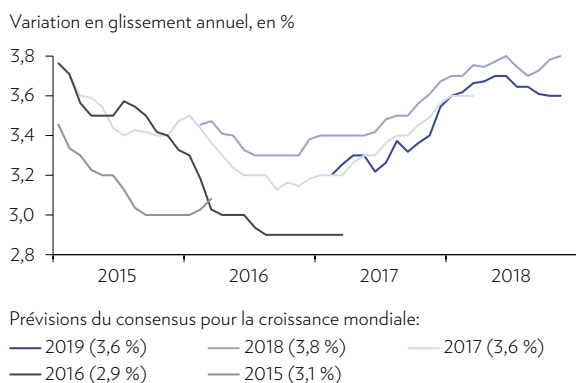
La croissance mondiale devrait ralentir en 2019 à mesure que l'économie mondiale entrera dans une phase d'expansion de fin de cycle. Parallèlement, la croissance supérieure au potentiel des marchés développés ces dernières années provoquera une pression inflationniste accrue. Cela se reflète dans la politique monétaire, qui devient restrictive sur fond de taux réels positifs aux États-Unis et de diminution des achats nets d'actifs par les grandes banques centrales.

Ralentissement de la croissance mondiale à venir

La croissance mondiale, qui a dopé l'économie américaine en 2018, est appelée à ralentir en 2019 sous l'effet du refroidissement en Europe et en Chine. La croissance aux États-Unis culminera très probablement à la mi-2019 lorsque le soutien des réductions d'impôt commencera à s'atténuer. En Chine, elle devrait continuer à se refroidir car de nouvelles mesures de relance sont nécessaires, mais l'économie ne parviendra vraisemblablement pas à se stabiliser avant fin 2019. Celle de la zone euro devrait quant à elle rebondir à de modestes niveaux à la mi-2019. Si le tableau cyclique n'est dans l'ensemble pas aussi rose qu'en 2018, les perspectives restent raisonnables à nos yeux.

L'augmentation des contraintes d'approvisionnement provoquera une baisse de la croissance et une hausse des pressions inflationnistes.

Graphique 1 : La croissance mondiale est appelée à ralentir après avoir culminé en 2018

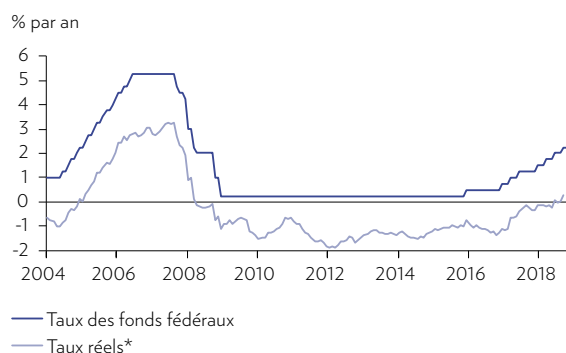


Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Le retour des pressions inflationnistes

L'augmentation des contraintes de capacité est un élément sous-jacent de ralentissement de la croissance sur les marchés développés. Cela apparaît clairement aux États-Unis et devient toujours plus évident en Europe et au Japon. La multiplication des contraintes d'approvisionnement s'accompagnera de hausses de prix et de hausses salariales. La pression inflationniste associée devrait inciter les banques centrales à continuer (ou à commencer) le cycle de relèvement des taux d'intérêt afin de maîtriser l'inflation. Du fait de l'abandon progressif de la politique monétaire accommodante mené par les États-Unis, les conditions monétaires deviennent restrictives. Après la hausse des taux d'intérêt, la diminution des rachats nets d'actifs à l'échelle mondiale contribue aussi au durcissement des conditions mondiales de liquidité. Ces évolutions devraient se poursuivre en 2019 avec une propagation du processus de normalisation des taux à l'Europe. Les taux continueront donc de poser problème aux économies émergentes et aux marchés financiers l'année prochaine.

Graphique 2 : La politique monétaire américaine devient restrictive à mesure que les taux réels passent en territoire positif



* Taux des fonds fédéraux diminué du déflateur des dépenses de consommation sous-jacentes

Source : Datastream, Julius Baer

Susan Joho

MONNAIES

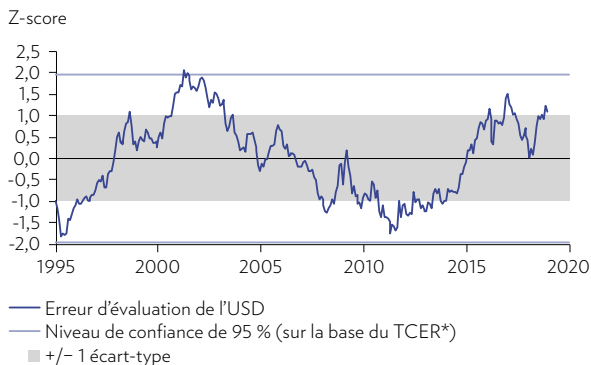
LE SOUTIEN AU DOLLAR S'ESTOMPERA EN 2019

L'avantage de taux d'intérêt du billet vert est appelé à culminer en 2019. Compte tenu de sa valorisation généreuse et des positionnements euphoriques, cela se traduira par une certaine vulnérabilité. La livre est bien positionnée pour se redresser l'année prochaine lorsque le Brexit entrera dans une nouvelle phase. La Chine sera toujours plus tentée d'affaiblir sa monnaie en 2019. D'autres instruments politiques destinés à stimuler la croissance se sont révélés inefficaces.

Le billet vert perd le soutien de son avantage de taux d'intérêt

L'augmentation de l'avantage de taux d'intérêt du billet vert était la principale raison du regain de popularité de la monnaie parmi les investisseurs spéculatifs en 2018. Nous pensons que ce soutien restera en place la majeure partie de 2019. Compte tenu des positionnements euphoriques et de la valorisation généreuse, l'avantage de taux d'intérêt ne suffira cependant pas à faire progresser durablement le dollar. Le dollar devrait très probablement culminer en 2019. La livre sterling a de bonnes chances de profiter de cette situation. La sous-évaluation raisonnable de la livre depuis le référendum sur le Brexit a contribué à réduire les déséquilibres externes du Royaume-Uni. Le 29 mars 2019, le Brexit entrera dans une nouvelle phase, qui se concentrera moins sur la séparation et davantage sur la redéfinition de la relation entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Les incertitudes concernant le règlement précis de la séparation devraient maintenir la forte volatilité et la faiblesse de la livre jusqu'à la date de sortie au plus tard. Après cette date, la monnaie britannique devrait parvenir à se redresser.

Graphique 1 : La valorisation généreuse de l'USD limite son potentiel de hausse



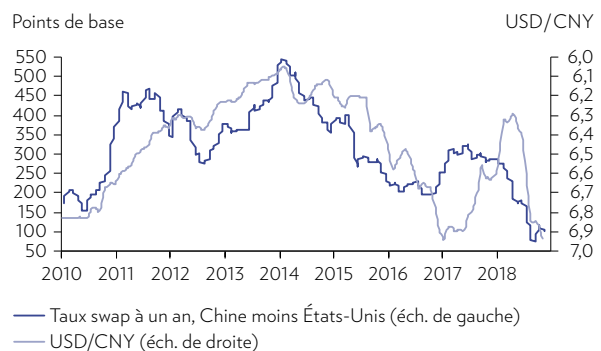
* TCER = Taux de change effectif réel, moyenne calculée sur la base de l'indice des prix à la consommation et de l'indice des prix à la production

Source : J. P. Morgan, Julius Baer

La probabilité de voir le renminbi chinois profiter de ce que le dollar culmine en 2019 est faible. Les efforts de désendettement en Chine pèsent sur la croissance et réduisent l'efficacité de la politique monétaire et budgétaire. La tentation d'utiliser la monnaie pour stimuler l'économie chinoise va probablement augmenter en 2019. Une gestion stricte des flux de capitaux devrait éviter une soudaine dépréciation excessive du renminbi.

La tentation d'utiliser le renminbi pour stimuler l'économie chinoise devrait augmenter en 2019.

Graphique 2 : Le renminbi chinois souffre de la baisse des taux



Source : Datastream, Julius Baer

David Kohl

REVENU FIXE

LA DOULOUREUSE NORMALISATION DES RENDEMENTS

La normalisation de la politique monétaire détermine la direction des marchés obligataires mondiaux.

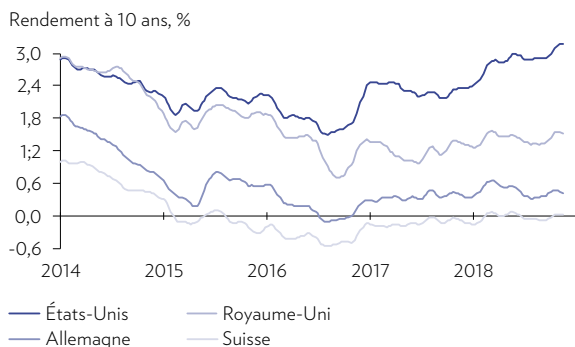
Les États-Unis sont bien avancés et offrent aux investisseurs des opportunités attrayantes sur les obligations d'entreprises de qualité inférieure libellées en USD. Les marchés obligataires européens sont par contre encore très loin de leur juste niveau. Les investisseurs devront s'armer de patience avant de pouvoir engranger des niveaux décents de rendement.

Une longue correction

Les craintes de déflation et le soutien interminable des banques centrales, l'âge d'or pour les investisseurs obligataires, semblent appartenir au passé. Dans le sillage de la grande crise financière, les banques centrales ont passé la majeure partie de la dernière décennie à faire baisser les rendements obligataires en procédant à des rachats massifs d'obligations. La Réserve fédérale américaine (Fed) et la Banque d'Angleterre ont l'une comme l'autre déjà relevé leurs taux alors que la Banque centrale européenne (BCE) devrait mettre un terme à son programme de rachat d'ici fin 2018. Les rendements des obligations gouvernementales à 10 ans se sont de ce fait redressés de leurs niveaux plancher des dernières années. Le graphique 1 révèle que la correction a été la plus prononcée aux États-Unis. La Fed ne s'est en effet pas contentée de relever ses taux, elle a aussi commencé à réduire son bilan.

Les rendements des obligations gouvernementales se redressent de leurs niveaux plancher.

Graphique 1 : Les rendements des obligations gouvernementales se redressent de leurs niveaux plancher



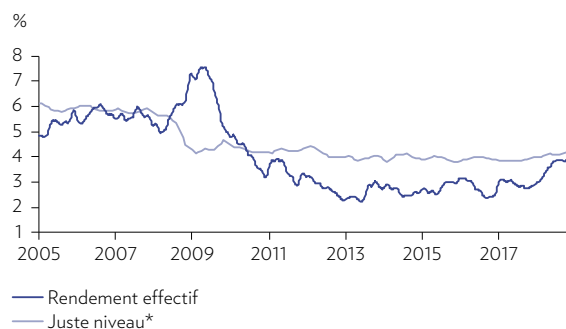
Source : Datastream, Julius Baer

Nos économistes prévoient que la Fed et la Banque d'Angleterre continueront de relever leurs taux. Ils prévoient en outre pour la première fois depuis la grande crise financière que la BCE et la Banque nationale suisse (BNS) feront de même. Nous nous attendons donc à ce que les rendements obligataires continuent à augmenter.

Des conditions acceptables pour les investisseurs obligataires en USD

Comme indiqué ci-dessus, la correction est bien avancée sur le segment en USD. La Fed ne s'est en effet pas contentée de relever ses taux d'intérêt à plusieurs reprises, elle a aussi commencé à réduire son bilan. On voit au graphique 2 que ce processus a permis aux obligations d'entreprises à 5 ans en USD du segment investment grade inférieur (Baa/BBB) de remonter à 4 %, soit un niveau correct à nos yeux compte tenu du risque de crédit et de la durée. Nous continuons de recommander les instruments du marché monétaire et à taux variable, qui offrent davantage de flexibilité dans un contexte de hausse des taux. Nous déconseillons d'acheter des obligations à plus longue échéance sauf en cas de récession (inattendue) ou si les bons du Trésor américain à 10 ans dépassent l'objectif de 3,6 % d'ici fin 2019.

Graphique 2 : Les obligations d'entreprises BBB en USD offrent un rendement correct



* Taux d'intérêt naturel de la Fed + prime d'inflation de 2 % + écart de crédit de 1,5 %

Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

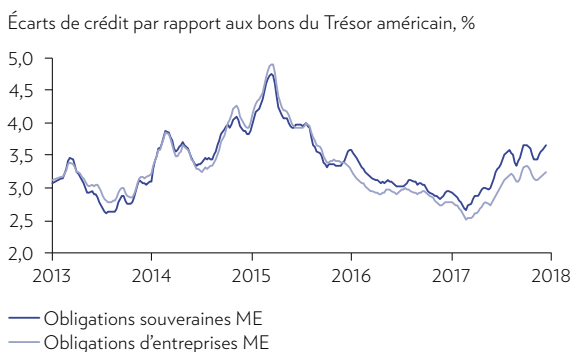
Nous continuons de sous-pondérer le segment obligataire spéculatif (haut rendement) américain et les emprunts à effet de levier. Ces deux segments ont bénéficié d'afflux de fonds disproportionnés durant la période de taux du marché monétaire bas et de « quête de rendement ». Or, celle-ci arrive maintenant à terme. Une correction de grande envergure n'est pas à exclure en cas de détérioration du cycle économique ou de relèvements agressifs des taux puisqu'ils provoqueraient de nouvelles sorties de fonds de ces segments.

À l'aise avec la dette des marchés émergents

Les obligations des marchés émergents (ME) ont essuyé une correction début 2018 après celles de 2015 et 2016 sur fond d'effondrement des cours des matières premières. Cette multiplication des corrections a toutefois empêché les émetteurs dans les économies émergentes d'accumuler des effets de levier trop importants. Nous considérons en réalité que les bilans des sociétés des ME sont relativement sains et maintenons donc notre surpondération des obligations des marchés émergents en monnaie forte et notre position neutre sur les créances des marchés émergents en monnaie locale.

Les obligations des marchés émergents offrent un niveau de rendement attrayant.

Graphique 3 : Les obligations des ME offrent un avantage de taux correct par rapport aux bons du Trésor américain



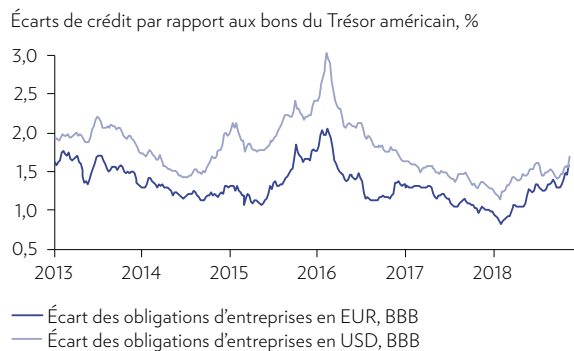
Source : J. P. Morgan, Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Aucune solution rapide en Europe

La normalisation des rendements américains a certes été longue et douloureuse pour les investisseurs obligataires, mais les rendements ont renoué avec des niveaux raisonnables. On ne peut pas en dire autant sur le Vieux Continent. Les rendements obligataires sont en effet tout sauf attrayants, aussi bien dans la zone euro qu'en Suisse. Seuls les rendements des obligations gouvernementales italiennes de longue échéance (Hold/Opportunistic) correspondent à la croissance nominale attendue du produit intérieur brut. Cela les rend plus raisonnables, mais aussi nettement plus risquées du fait de la situation politique du pays.

La situation n'est pas aussi extrême en ce qui concerne les obligations d'entreprises en EUR. Dans l'anticipation des rachats massifs de la BCE, qui ont commencé en 2015, les écarts de crédit des obligations d'entreprises libellées en EUR ont chuté à un niveau nettement plus bas que celui des titres comparables libellés en USD. La BCE est en passe de mettre un terme à son programme de rachat fin 2018 et les écarts des titres en EUR ont déjà nettement convergé vers les niveaux de ceux en USD ces derniers mois (voir graphique 4).

Graphique 4 : Le marché obligataire anticipe la fin des rachats de la BCE



Source : ICE Bank of America Merrill Lynch, Datastream, Julius Baer

Malgré la correction des écarts dans le segment en EUR, les rendements restent selon nous intéressants dans une perspective absolue. Le processus de normalisation sera long et douloureux. Les investisseurs devront choisir entre les maigres rendements attendus sur le marché obligataire et le risque lié aux dividendes sur le marché des actions.

Markus Allenspach

ACTIONS

LE CYCLE N'EST PAS TERMINÉ CAR LE CONTEXTE RESTE FAVORABLE

Les investisseurs sont confrontés aux perspectives d'une hausse structurelle des rendements obligataires et d'un resserrement quantitatif alors qu'ils sont habitués à des rendements obligataires en baisse et à une politique monétaire ultra-accommodante. Nous considérons ce changement de régime comme une nouvelle étape vers une normalisation qui devrait soutenir les actions. Le redressement de taux très bas constitue historiquement un contexte prometteur pour les actions.

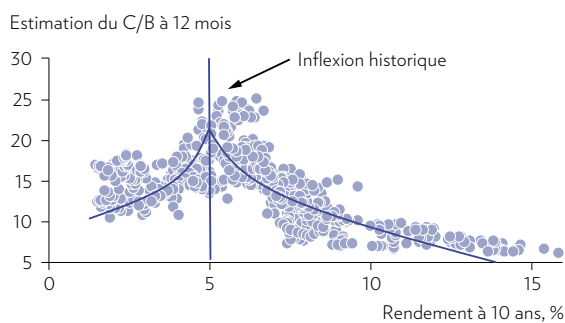
Trop tôt pour se préparer à une fin de cycle

Le durcissement des conditions monétaires conjuguées aux écarts de croissance à l'échelle mondiale en 2018 ont été un contexte difficile pour les actions. Pour 2019, nous nous attendons encore à de nouveaux durcissements monétaires combinés à une hausse des rendements et une convergence de la croissance mondiale, due essentiellement au refroidissement en Chine et aux États-Unis. Dans ce contexte, les marchés des actions ont commencé à intégrer la fin du cycle dans les prix. Depuis fin septembre 2018, les actions ont en effet enregistré la plus forte réévaluation à la baisse des cours depuis sept ans et une réévaluation négative des bénéfices de près de 20 %. Parallèlement, nous observons seulement un faible ralentissement de la croissance et une croissance bénéficiaire d'environ 7 % dans le monde développé, correspondant globalement aux attentes du consensus.

formation et l'industrie qui surperforment typiquement le marché général en périodes de hausse des rendements obligataires. Selon nous, les marchés ont réagi de manière excessive à la normalisation en cours de la politique monétaire. Nous pensons que les actions culmineront début 2020 pour entrer ensuite en récession vers la fin de l'année. Nous restons optimistes à l'égard des actions car les rendements de fin de cycle semblent très vigoureux. Nous restons par contre prudents à l'égard des secteurs défensifs. La hausse des taux est en effet susceptible de les pénaliser de manière disproportionnée.

Il n'est pas encore question de fin de cycle. Juste d'un léger ralentissement de la croissance bénéficiaire.

Graphique 1 : En-dessous de 5 %, l'augmentation des rendements soutient les actions

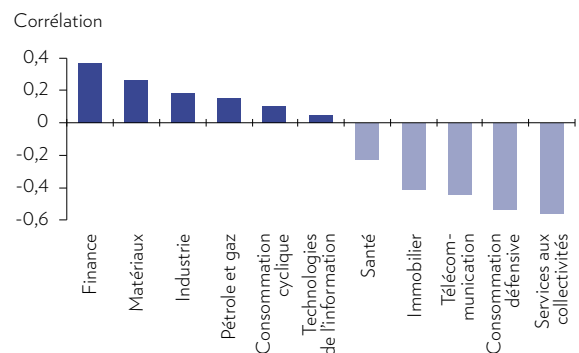


C/B = rapport cours/bénéfices ; données depuis 1965

Source : Datastream, Julius Baer

Historiquement, une hausse des taux d'intérêt et le redressement des rendements obligataires par rapport à des niveaux bas ont été favorables aussi bien aux valorisations des actions qu'à la croissance bénéficiaire. Cela se confirme particulièrement pour les secteurs cycliques tels que la finance, les technologies de l'in-

Graphique 2 : La hausse des rendements soutient les secteurs cycliques

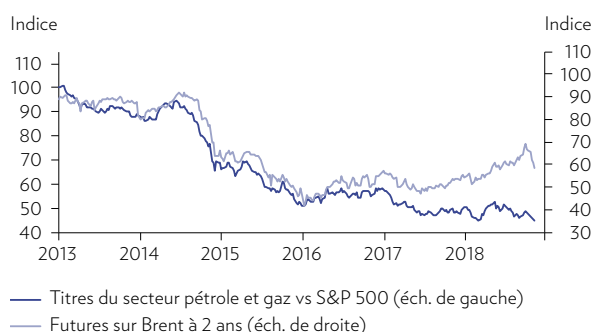


Classification sectorielle : Julius Baer Financial Instruments

Source : Datastream, Julius Baer

Patrik Lang, CFA

PÉTROLE ET GAZ : SURPONDÉRER



Source : Datastream, Julius Baer

Nous nous attendons à ce que 2019 soit une bonne année pour les titres du secteur pétrole et gaz. Suite au récent recul des cours, le secteur est resté à la traîne du marché, offrant un point d'entrée attrayant à nos yeux. Nous confirmons donc notre surpondération du secteur pétrole et gaz qui reste sous-évalué aussi bien par rapport au marché que par rapport au cours du pétrole. De plus, les titres du secteur pétrole et gaz surperforment historiquement vers la fin du cycle économique et durant les périodes de hausse des rendements obligataires.

Recommandations de titres :

Chevron (Buy, cours/cours cible : USD 114.98/145)
Occidental Petroleum (Buy, cours/cours cible : USD 70.64/92)
Royal Dutch Shell (Buy, cours/cours cible : USD 26.55/33)

Patrik Lang, CFA

ACTIONS PRÉFÉRÉES

	Notation des secteurs	Amérique du Nord	Europe	Reste du monde
Pétrole et gaz	Surpondérer	Chevron, Occidental Petroleum, Schlumberger, TransCanada Corporation	Eni, Royal Dutch Shell	
Matériaux	Neutre	PPG Industries	DSM	
Industrie	Surpondérer	CSX Corporation, Emerson Electric, Ingersoll-Rand	Assa Abloy, Ferroviario, Legrand, Schneider Electric	China Everbright International, China State Construction International, CK Hutchison
Consommation cyclique	Sous-pondérer	Booking Holdings, Dollar General, Home Depot	Fielmann	Sands China, Shenzhou International, Sony Corporation
Consommation défensive	Sous-pondérer	Estée Lauder, Mondelez International, Sysco Corporation	Ahold Delhaize, Diageo, Reckitt Benckiser	Thai Beverage, Tingyi
Santé	Neutre	Abbott Laboratories, Boston Scientific, Gilead Sciences, Thermo Fisher	AstraZeneca, Lonza Group, Merck KGaA, Sanofi	CSPC Pharmaceutical, Shanghai Fosun Pharmaceutical-H
Finance	Surpondérer	Bank of America, Charles Schwab Corporation, First Republic Bank, Morgan Stanley, S&P Global	Allianz, Danske Bank, Hannover Re, Helvetia	Hang Seng Bank, Ping An Insurance-H
Technologies de l'information	Neutre	Adobe Systems, Facebook, Microsoft, PayPal Holdings, salesforce.com, Visa	SAP	Alibaba, Baidu, Sunny Optical Technology, Tencent Holdings
Télécommunications	Neutre	AT&T	Orange, Vodafone Group	
Services aux collectivités	Sous-pondérer	NextEra Energy	E.ON	Beijing Enterprises Water
Immobilier	Sous-pondérer	Simon Property	Unibail-Rodamco-Westfield	

Source : Julius Baer. Classification : Julius Baer Financial Instruments

MATIÈRES PREMIÈRES

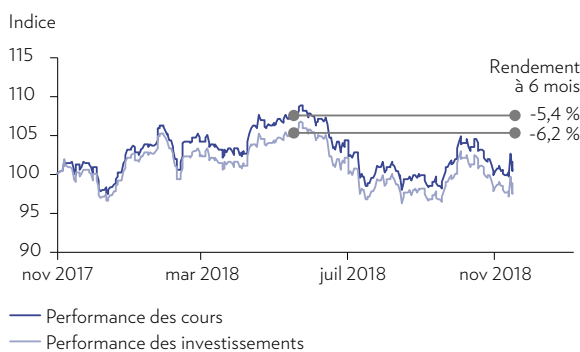
BEAUCOUP DE BRUIT POUR PEU DE TENDANCE

Les fortes fluctuations de cours observées ces derniers temps ne doivent pas occulter le fait que les matières premières ont essentiellement fait du surplace en 2018. Pour 2019, nous observons toujours beaucoup de bruit mais aucune direction fondamentale. L'or a démontré son statut de valeur refuge durant la vague de ventes des actions. Nous recommandons d'acheter de l'or sur le long terme car le sentiment est des plus négatifs alors qu'un support fondamental se dessine.

Absence de direction au-delà des rebonds

Les matières premières ont enregistré de fortes fluctuations de cours en cette fin 2018, notamment sur le segment de l'énergie. Le pétrole s'est effondré en quelques semaines seulement tandis que le gaz naturel s'envolait face aux perspectives d'un hiver froid. Ces rebonds ne doivent pas faire oublier que les matières premières n'ont globalement rien gagné en 2018 dans une perspective d'investissement. Les ventes massives en milieu d'année dues à la chute des cours des métaux et des matières premières agricoles ont en effet gommé la totalité des gains réalisés plus tôt. La classe d'actifs a ensuite essentiellement fait du surplace le restant de l'année.

Graphique 1 : Performance étale des matières premières en 2018

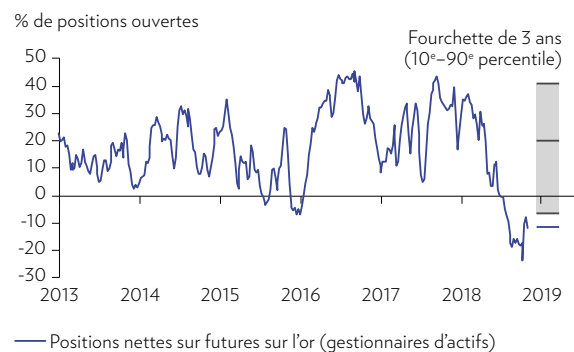


Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Pour 2019, nous ne voyons aucun changement significatif. La croissance mondiale est appelée à ralentir du fait de la perte de vitesse des États-Unis (qui restent toutefois sur la voie rapide). La Chine équilibre son processus de désendettement avec des interventions économiques nuancées. Les marchés émergents resteront probablement pénalisés par la faiblesse inchangée de leurs monnaies locales. La faiblesse attendue du billet vert ne devrait pas offrir un soutien significatif. Le support fondamental est en résumé insuffisant pour donner une impulsion dans une quelconque direction.

Compte tenu de l'absence de direction fondamentale, le litige commercial non résolu, la relance potentielle en Chine et les tensions concernant l'Iran ajoutent des incertitudes aux perspectives et sont davantage susceptibles de provoquer de nouveaux rebonds à court terme qu'une évolution durable de la classe d'actifs. Concernant le pétrole, nous maintenons actuellement nos prévisions à moyen terme à USD 65/baril. Alors que les cours actuels reflètent une vue plutôt baissière sur la demande, l'offre toujours fragile pourrait provoquer de nouvelles envolées passagères.

Graphique 2 : Le moral du marché pourrait s'améliorer



Source : Commodity Futures Trading Commission, Julius Baer

Acheter de l'or pour le conserver

L'or a donné des signes de vigueur et prouvé son statut de valeur refuge durant les vagues de vente des actions. Selon nous, le métal jaune est sur le point d'entamer une remontée de longue haleine, même si les obstacles liés au cycle de taux américains restent en place. La première phase devrait profiter d'une normalisation du sentiment, suivie par le soutien offert par l'affaiblissement du billet vert. La troisième et dernière phase sera caractérisée par un retour de la demande de valeurs refuges dès lors que les préoccupations liées à l'inflation réapparaîtront sur les marchés.

Norbert Rücker

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 & Investment Solutions, christian.gattiker@juliusbaer.com ¹⁾

Mensur Pocinci, Technical Analysis, mensur.pocinci@juliusbaer.com ¹⁾

Alberto Perucchini, Next Generation Thematic Research, alberto.perucchini@juliusbaer.com ¹⁾

Damien Ng, Next Generation Thematic Research, damien.ng@juliusbaer.com ¹⁾

Susan Joho, Macro Research, susan.joho@juliusbaer.com ¹⁾

David Kohl, Head of Currency Research, david.kohl@juliusbaer.com ²⁾

Markus Allenspach, Head of Fixed Income Research, markus.allenspach@juliusbaer.com ¹⁾

Patrik Lang, Head of Equities Research, patrik.lang@juliusbaer.com ¹⁾

Norbert Rücker, Head of Macro and Commodity Research, norbert.ruecker@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 Deutschland 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

Veuillez 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 28 novembre 2018.

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

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 28/11/2018

Actions	Buy	43,6 %	Hold	54,4 %	Reduce	2,0 %
Émetteurs	Buy	49,6 %	Hold	47,4 %	Sell	3,0 %

Historique des recommandations sur les actions et les émetteurs

Veuillez 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 spéculatives 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	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 ou 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 (± 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 (± 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 mémorandum 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 doit(vent) 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 sauraient 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 portent 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 confirment 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 Guernsey Financial Services Commission.

Hong Kong : La présente publication est distribuée à Hong Kong par et pour le compte de, et est attribuable à, la Banque Julius Baer & Cie SA, succursale de Hong Kong, qui est titulaire d'une licence bancaire complète octroyée par l'autorité monétaire de Hong Kong en vertu de la Banking Ordinance (chapitre 155 de la législation de Hong Kong RAS). La Banque est aussi agréée en vertu de la Securities and Futures Ordinance (SFO) (chapitre 571 de la législation de Hong Kong 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 Hong Kong à des personnes autres que les « investisseurs professionnels » définis dans la SFO. Le contenu de ce document n'a pas été validé par aucune autorité de régulation. Pour toute question concernant la présente 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 desdites 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 sous le numéro B 8495, et agréée et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, 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'enregistrement se 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 conséquent, 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 : Julius Baer International Limited, succursale d'Irlande, est un établissement agréé et réglementé par la Financial Conduct Authority (FCA) au Royaume-Uni et réglementé par la Banque centrale d'Irlande (BCI) pour les règles de conduite et distribue la présente publication à ses clients et clients potentiels. Certains des services mentionnés dans cette publication et disponibles aux clients de la succursale d'Irlande pourront être fournis par des entités Julius Baer basées dans d'autres juridictions de l'Union européenne. Les règles édictées par la FCA et/ou la BCI pour la protection des particuliers ne s'appliquent pas à de tels services et l'ombudsman des services financiers 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 : La présente publication disponible auprès de la Bank Julius Baer & Co. Ltd., succursale de Singapour, est exclusivement destinée aux investisseurs accrédités. Etant donné que la succursale de Singapour de la Bank Julius Baer &

Co. Ltd., bénéficie d'une dérogation (unit exemption) en vertu de la section 100(2) du Financial Advisers Act, chap. 110 de Singapour (FAA), la présente publication est exemptée de nombre d'exigences imposées par le FAA, entre autres de l'obligation de communiquer tout intérêt dans l'acquisition ou la cession de quelques titres ou instruments financiers auxquels il est fait référence dans la publication. Des détails complémentaires sur ces exemptions sont disponibles sur demande. La présente publication n'a été ni examinée ni approuvée 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, de titres ou parts de fonds d'investissements (par exemple organismes de placement collectifs) ne doit pas être transmis ou distribué, et de tels titres ou parts de 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, selon le cas, du Securities and Futures Act, chap. 289 de Singapour (SFA), (ii) à une personne adéquate (ce qui inclut un investisseur accrédité) ou à toute personne conformément à la section 275(1A) ou 305(2), selon le cas, et en conformité avec les conditions, spécifiées à la section 275 ou 305 du SFA, selon le cas, ou (iii) conformément aux conditions de toute autre disposition applicable du SFA. En particulier, pour les fonds d'investissement qui ne sont ni autorisés ni reconnus par le MAS, des unités dans de tels fonds ne sauraient être proposés à la clientèle de détail ; tout matériel écrit émis pour des personnes comme mentionné ci-dessus en lien avec une offre, n'est pas un prospectus comme défini dans le SFA et, par conséquent, la responsabilité statutaire en vertu du SFA en lien avec le contenu de prospectus ne s'applique pas et les investisseurs doivent réfléchir minutieusement à l'opportunité de l'investissement pour eux. Pour toute demande concernant la présente publication, veuillez contacter un représentant de la Bank Julius Baer & Co. Ltd., succursale de Singapour. Banque Julius Baer & Cie SA a son siège en Suisse à responsabilité limitée.

Suisse : La présente publication est distribuée 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).

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, 2018

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 50 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.

12/2018 Publ. No. PU00106FR
© GROUPE JULIUS BAER, 2018

Signatory of:

 **PRI** Principles for Responsible Investment

 **myclimate**
neutral 01-14-814357
myclimate.org