



Julius Bär

INSIGHTS
OPPORTUNITÉS D'INVESTISSEMENT

FÉVRIER 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

5 février 2019

Cours de référence, clôture de la rédaction

28 janvier 2019, sauf indication contraire

ÉDITORIAL

Chère lectrice, cher lecteur,

Le premier bras de fer entre le président de la Réserve fédérale américaine (Fed) et « Monsieur Marché » a eu lieu durant la période des fêtes de fin d'année. Au final, tous deux y ont laissé des plumes. Le marché, en particulier le marché des actions américain, a ainsi enregistré une perte à deux chiffres. Quant au nouveau président de la Fed, Jerome Jay Powell, il a perdu la confiance des marchés financiers. L'objet du bras de fer était l'évolution de la politique monétaire, et notamment la réduction du bilan de la Fed. Alors que les deux protagonistes en sont encore à panser leurs plaies, une trêve temporaire s'est implicitement imposée : pour le moment, la Fed semble avoir opté pour le statu quo, mais elle reviendra sur la question du bilan dès que les marchés financiers feront de nouveau preuve de fragilité.

Plus généralement, les tumultes du côté de la politique monétaire ne sont que l'un des aspects de ce que les marchés financiers redoutent le plus en 2019, à savoir une montée en flèche des risques politiques. La politique monétaire n'est en effet pas la seule source d'inquiétude. C'est aussi et surtout le cas des politiques commerciales et des foyers de tension au niveau géopolitique et régional, comme les négociations sur le Brexit en Europe. L'indice d'incertitude politique, qui mesure les risques politiques, a même atteint un sommet historique en janvier 2019.

Le présent numéro d'Insights est consacré à cette incertitude politique et aux opportunités auxquelles elle donne lieu sur les marchés financiers. Ainsi, de nombreux actifs risqués affichent actuellement des valorisations bien en deçà de leurs moyennes récentes et offrent de belles primes pour la prise de risque. Or, investir, c'est justement prendre des risques dans l'espoir d'être récompensé en conséquence.



Christian Gattiker
Head of Research

VUE D'ENSEMBLE

Perspective d'investissement : Page 6

- Les risques politiques montent en flèche, mais un effondrement du marché financier comparable à celui de 2008 semble peu probable. C'est en tout cas l'avis des principaux décideurs tel qu'il ressort du Global Risks Report 2019 publié par le Forum économique mondial (FEM).
- Parallèlement, de nombreux actifs pourraient offrir des rendements record aux investisseurs acceptant de prendre les risques qui leur sont associés. Selon nous, de belles opportunités sont à saisir au niveau des actions et des obligations à haut rendement.

Analyse technique : Page 8

- À son pic de 2018, le marché des actions américain affichait une santé éclatante, ce qui plaide pour une simple correction sur un marché toujours haussier plutôt que pour le début d'une baisse durable.
- L'analyse historique montre qu'après des ventes massives touchant notamment les petites capitalisations, le marché rebondit et récupère le terrain perdu dans les 12 à 14 mois suivants.

Next Generation : Page 10

- De nouvelles politiques et réglementations se profilent à l'horizon dans le secteur chinois de la santé. Les investisseurs doivent faire preuve de patience et/ou de sélectivité.
- À l'instar d'autres segments de la consommation en Chine, la consolidation du secteur de la santé devrait s'accélérer dans les trois à cinq prochaines années sous l'effet des politiques gouvernementales et de la concurrence.

Économie : Page 12

- La croissance économique continue de ralentir sous l'effet des contraintes pesant sur les capacités de production tandis que les inquiétudes liées aux questions structurelles et politiques persistent. Les craintes de récession imminente sont cependant exagérées.
- Face à l'incertitude ambiante, les banques centrales ont, pour l'heure, interrompu le processus de normalisation des taux. Bien que source d'inquiétudes, le durcissement des conditions financières aux États-Unis n'est pas de nature à provoquer une récession.

Monnaies : Page 13

- La correction qu'a subie le marché des actions en décembre 2018 a mis fin au consensus haussier qui prévalait jusque-là pour le dollar américain et donné lieu à des prévisions plus modestes quant au relèvement des taux d'intérêt.
- La Réserve fédérale américaine est confrontée à un marché du travail tendu avec une augmentation des salaires, et à une croissance économique supérieure à son potentiel, autant d'éléments qui laissent présager des hausses de taux en 2019 et renforcent le statut de monnaie refuge du dollar.

Revenu fixe : Page 14

- Les écarts de crédit des obligations d'entreprises se sont élargis en 2018 tant sur les marchés développés qu'émergents, incitant à prendre des positions plus risquées.
- Dans le contexte économique actuel, nous préférons le risque de crédit au risque de duration. En d'autres termes, les écarts de crédit des obligations spéculatives nous semblent plus intéressants que le rendement actuel des obligations souveraines de long terme.

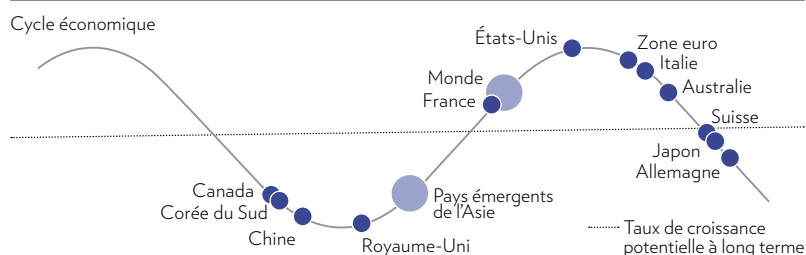
Actions : Page 16

- Le marché britannique est maintenant le moins cher des marchés développés à l'aune de pratiquement tous les indicateurs, et ce, malgré l'amélioration de la dynamique bénéficiaire et les révisions à la hausse des bénéfices.
- Un Brexit sans accord étant, selon nous, peu probable, les risques politiques sont déjà pleinement intégrés dans le cours des actions. Aussi avons-nous décidé de mettre fin à la sous-pondération des actions britanniques.

Matières premières : Page 18

- Le pessimisme sur la croissance a provoqué des ventes massives à la fin de 2018. Si une récession nous semble exclue à court terme, la croissance n'est ni suffisamment forte ni suffisamment faible pour donner une idée claire de la direction que vont emprunter les prix de la classe d'actifs.
- Le pétrole devrait stagner. Les contraintes au niveau de l'offre et l'amélioration du sentiment sont de bon augure pour le court terme. Les ventes massives d'actions ont renforcé l'or dans son rôle de valeur refuge.

VUE D'ENSEMBLE DES CYCLES ÉCONOMIQUES



CROISSANCE (PIB réel an/an, %)

Moyenne	2017	2018E	2019E
États-Unis	2.2	2.9	2.5
Zone euro	2.5	1.8	1.2
Royaume-Uni	1.8	1.4	1.1
Suisse	1.7	2.6	1.2
Japon	1.9	0.7	0.9
Chine	6.9	6.6	5.9
Monde	3.5	3.6	3.2

PIB = produit intérieur brut

INFLATION (IPC an/an, %)

Moyenne	2017	2018E	2019E
États-Unis	2.1	2.4	2.0
Zone euro	1.5	1.7	1.5
Royaume-Uni	2.7	2.5	2.2
Suisse	0.5	0.9	1.1
Japon	0.5	1.0	0.7
Chine	1.5	1.9	2.6
Monde	3.9	4.0	4.2

IPC = indice des prix à la consommation

INDICES D' ACTIONS (monnaie locale)

	Niveau	12M
SMI	8858	9100
Eurostoxx 50	3137	3300
S&P 500	2644	2900
Nikkei 225	20649	24500

MATIÈRES PREMIÈRES

	Prix	12M
Pétrole Brent (USD/baril)	59.8	60.0
Or (USD/once)	1304	1350
Maïs (Cts/boisseau)	380	400
Cuivre (USD/t)	5979	6000

MONNAIES

	Spot	3M	12M
EUR/CHF	1.13	1.11	1.15
USD/CHF	0.99	1.01	0.99
JPY/CHF	0.91	0.89	0.86
GBP/CHF	1.30	1.29	1.37
EUR/USD	1.14	1.10	1.16
EUR/GBP	0.87	0.86	0.84
USD/JPY	109.4	113.0	115.0
GBP/USD	1.31	1.28	1.38

TAUX DES BANQUES CENTRALES (% p. a.)

Fin d'exercice	2017	2018E	2019E
États-Unis	1.50	2.50	3.00
Zone euro	0.00	0.00	0.00
Royaume-Uni	0.50	0.75	1.00
Suisse	-0.75	-0.75	-0.75
Japon	-0.10	-0.10	-0.10

E = estimation

EMPRUNT D'ÉTAT 10 ANS (% p. a.)

Fin d'exercice	2017	2018E	2019E
États-Unis	2.41	2.83	3.50
Allemagne	0.35	0.25	1.05
Royaume-Uni	1.26	1.27	2.10
Suisse	-0.15	-0.19	0.40
Japon	0.04	0.04	0.10

PERSPECTIVE DES CATÉGORIES D'ACTIFS

Vue	Catégorie d'actifs et de risque	Privilégiez ...	Évitez ...
→	Liquidités		
→	Obligations	Conservateur Titres protégés contre 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 immobilières chinoises investment grade Spéculatif Obligations immobilières chinoises à haut rendement, obligations américaines à haut rendement à court terme, obligations des marchés émergents en devises fortes	Obligations d'État des principaux pays européens Obligations d'entreprises en EUR
↑	Actions	Conservateur Santé Moyen Japon, Chili ; finance, industrie, pétrole et gaz, technologie de l'information ; petites capitalisations européennes ; actions à haut dividende européennes Opportuniste Philippines, Vietnam	Consommation défensive, services aux collectivités ; actions américaines de croissance des dividendes Consommation cyclique, immobilier Inde, Russie
→	Matières premières	Or, argent	Minerais de fer
→	Changes	USD, CAD, INR, KRW	EUR, PLN, HUF, NOK
	Next Generation	Thématique	
		Commerce numérique, contenu numérique (jeux vidéo), éducation mondiale, Fin Tech (paiements numériques), génomique 3.0, informatique dématérialisée et intelligence artificielle, mobilité de l'avenir, santé numérique, tourisme en Asie, une Chine en bonne santé, une Chine plus propre	

Vietnam : Julius Baer ne présente aucune offre sur les marchés locaux.

Philippines : pour les résidents locaux, des investissements sur le marché local sont soumis à des restrictions légales.

↑ vue positive → vue neutre ↓ vue négative

IDÉES D'INVESTISSEMENT : ACTIONS

Thème	Sociétés
Surpondération des actions financières	Allianz SE, Bank of America Corp, Helvetia Holding AG
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, Grupo España, 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

LA BONNE ÉVALUATION DES RISQUES

Les risques politiques montent en flèche, mais un effondrement du marché financier comparable à celui de 2008 semble peu probable. C'est en tout cas l'avis des principaux décideurs tel qu'il ressort du Global Risks Report 2019 publié par le Forum économique mondial (FEM). Parallèlement, de nombreux actifs pourraient offrir des rendements record aux investisseurs acceptant de prendre les risques qui leur sont associés. Selon nous, de belles opportunités sont à saisir au niveau des actions et des obligations à haut rendement.

LE TERME DU MOIS :

Global Risks Report 2019 du Forum économique mondial

La 14^e édition du Global Risks Report (rapport sur les risques mondiaux), préparé par le Forum économique mondial (FEM) avec le soutien de Marsh & McLennan Companies et d'autres partenaires, analyse les risques au niveau macroéconomique et met en exergue les principales menaces pesant sur le monde en 2019 et dans la prochaine décennie.

Source : Marsh & McLennan Companies, Julius Baer

Une évaluation des risques qui a fait ses preuves

Après ce qui s'est passé à la fin de 2018, les investisseurs sont impatients de connaître les principaux risques pour l'année en cours. Le cadre d'évaluation des risques le plus fiable et le plus cohérent que je connaisse est le Global Risks Report publié chaque mois de janvier par le FEM, en amont de la rencontre annuelle de Davos. Depuis plus de dix ans, le FEM évalue les risques en s'appuyant sur son réseau de plusieurs milliers de décideurs à travers le monde. Le FEM a ainsi été l'une de rares organisations à avoir averti d'un risque de bulle des actifs au niveau de l'économie mondiale en janvier 2007. De même, en janvier 2008, il avait mis en garde contre un effondrement généralisé, suivi d'une crise de la dette souveraine en Europe, de crises monétaires, etc. À l'examen des nombreux risques économiques ayant pesé sur le monde entre 2007 et 2012, force est de constater que le Global Risks Report avait vu juste.

Entre 2007 et 2012, de nombreux risques économiques ont pesé sur le monde.

Graphique 1 : Risques mondiaux en termes d'impact 2015-2019

	2015	2016	2017	2018	2019
1 ^{er}	Crise de l'eau	Échec de la lutte contre le changement climatique	Armes de destruction massive	Armes de destruction massive	Armes de destruction massive
2 ^e	Propagation rapide et massive de maladies contagieuses	Armes de destruction massive	Événements climatiques extrêmes	Événements climatiques extrêmes	Échec de la lutte contre le changement climatique
3 ^e	Armes de destruction massive	Crise de l'eau	Crise de l'eau	Catastrophes naturelles	Événements climatiques extrêmes
4 ^e	Conflit inter-étatique avec des conséquences régionales	Migration involontaire de grande ampleur	Catastrophes naturelles majeures	Échec de la lutte contre le changement climatique	Crise de l'eau
5 ^e	Échec de la lutte contre le changement climatique	Choc majeur des prix de l'énergie	Échec de la lutte contre le changement climatique	Crise de l'eau	Catastrophes naturelles

Risques :

■ économiques ■ environnementaux
■ géopolitiques ■ sociétaux

Remarque : les risques technologiques, aussi évalués dans ce rapport, ne figuraient pas parmi les cinq premiers risques pendant les cinq dernières années.

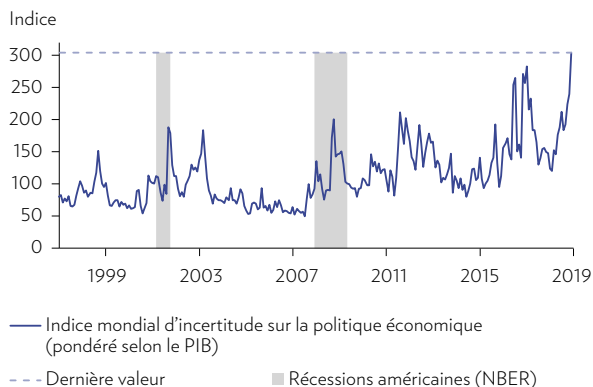
Source : Forum économique mondial, Marsh & McLennan Companies, Julius Baer

Les risques en 2019

Dans le cadre de nos perspectives annuelles, nous avons à plusieurs reprises souligné que, selon cette source très fiable d'évaluation des risques, la situation avait nettement évolué : les principaux risques en termes d'impact ne sont plus de nature économique. Les risques environnementaux sont en montée constante depuis des années et, pour la troisième

année consécutive, ils occupent la troisième place parmi les cinq principaux risques en termes d'impact identifiés par le Global Risks Report du FEM (voir graphique 1). Sur la même période, les risques géopolitiques liés à l'utilisation d'armes de destruction massive ont également été constamment cités parmi les principaux risques en termes d'impact. Il n'y a là rien d'étonnant dans la mesure où, parmi l'ensemble des risques, ce sont les risques politiques qui ont connu la plus forte augmentation ces dernières années. Plus précisément, ce sont les risques politiques autres que les risques géopolitiques qui ont le plus progressé selon le Global Risks Report. En témoigne l'indice Global Economic Policy Uncertainty (voir graphique 2), qui reflète, pour janvier 2019, des risques politiques record depuis la création de l'indice. Pour l'année à venir, des risques politiques majeurs sont à craindre à tous les niveaux (géopolitique, politique commerciale et politique monétaire).

Graphique 2 : Des risques politiques record



NBER = Bureau national américain de recherche économique
 PIB = produit intérieur brut

Source : Datastream, Julius Baer

Investir, c'est comparer les risques au rendement potentiel.

C'était peut-être mieux avant ...

Il y a dix ans, le souhait le plus cher des investisseurs était la diminution des risques économiques. Aujourd'hui, ils sont sans doute nombreux à regretter cette époque tant la situation actuelle semble plus difficile encore. Encore une fois, investir consiste à bien évaluer les risques et à les comparer au rendement potentiel. Or, à ce niveau, la situation a bien changé après les ventes massives sur les marchés financiers en fin d'année. La comparaison des primes de risque des principales classes d'actifs sur plus de

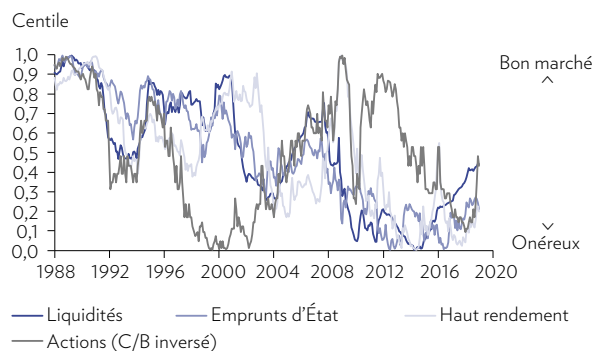
30 ans montre que les actifs risqués, en particulier les actions et les obligations à haut rendement, sont plutôt intéressants (voir graphique 3).

Obligations à haut rendement, actions de santé

Étant donné le rendement actuel de certains actifs risqués et en supposant que l'économie demeure relativement solide en 2019, nous décelons un certain nombre d'opportunités malgré les incertitudes :

- Revenu fixe : nous avons relevé le haut rendement américain à Neutre et considérons un rendement de 8 % comme un bon point d'entrée ; nous restons exposés aux obligations des marchés émergents et mettons désormais l'accent sur le haut rendement asiatique ; nous conservons des titres indexés sur l'inflation aux États-Unis.
- Actions : nous sommes passés à une surpondération des actions du secteur de la santé et avons légèrement revu à la baisse notre positionnement cyclique ; sur les marchés émergents, nous avons mis fin à la sous-pondération de l'Afrique du Sud.
- Marché des changes : nous tablons sur un nouveau (et dernier) pic pour le dollar américain dans les trois prochains mois ; nous mettons fin à notre position longue sur le yen et misons sur une hausse des monnaies liées aux matières premières, comme la couronne norvégienne et le dollar canadien, en cas de nouvelles mesures de stimulation (probables) en Chine.
- Matières premières : l'or a entamé une tendance haussière après un certain apaisement ; le métal jaune reste, selon nous, une excellente couverture contre les risques politiques.

Graphique 3 : C'est au niveau des actions que les primes de risque ont le plus augmenté



C/B = ratio cours/bénéfices

Source : Datastream, Julius Baer

Christian Gattiker, CFA, CAIA

ANALYSE TECHNIQUE

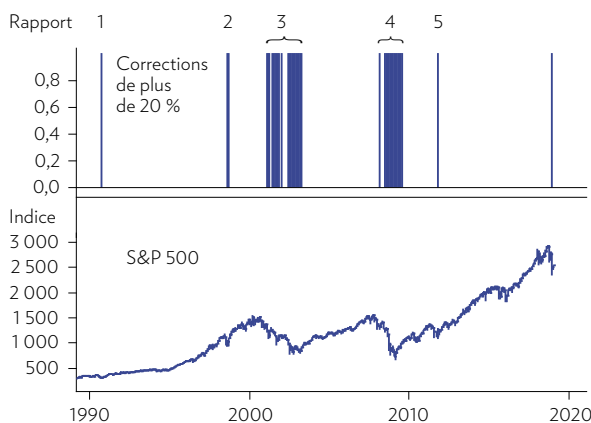
NOUVELLE ANNÉE, MAIS TOUJOURS LES MÊMES QUESTIONS

Simple correction ou début d'un marché durablement baissier ? À son pic de 2018, le marché des actions américain affichait une santé éclatante, ce qui plaide pour une simple correction sur un marché toujours haussier plutôt que pour le début d'une baisse durable. L'analyse historique montre qu'après des ventes massives touchant notamment les petites capitalisations, le marché rebondit et récupère le terrain perdu dans les 12 à 14 mois suivants.

Nouvelle année, mais toujours les mêmes questions

2019 a débuté sur les mêmes questions que celles restées sans réponse à la fin de l'année dernière. La correction des actions internationales marque-t-elle le début d'un marché durablement baissier ou s'agit-il d'une simple correction sur un marché qui reste haussier ? Le graphique 1 montre que sur les cinq dernières corrections de plus de 20 %, seules deux ont débouché sur un marché baissier. Bien entendu, on ne peut en tirer aucune conclusion définitive quant à l'évolution à venir du marché.

Graphique 1 : Corrections de plus de 20 % de l'indice S&P 500



Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Passage direct de l'été à l'hiver ?

L'examen des pics des marchés haussiers montre que le passage à un marché baissier prend généralement du temps. Dans un premier temps, ce sont les composantes les plus faibles de l'indice qui cessent de progresser et entrent dans une phase de baisse. Seules les meilleures valeurs continuent de gagner du terrain, maintenant ainsi le marché à un niveau élevé. Inutile de dire que ces titres de qualité sont alors très recherchés, la plupart des investisseurs reconnaissant leurs atouts et se précipitant pour les acheter.

Aussi, lorsque ces titres commencent à dévisser, cela signe non seulement la fin de la tendance haussière, mais aussi la débandade au niveau des acheteurs.

Le 20 septembre 2018, l'indice S&P 500 a atteint son pic sur la base du cours de clôture. Qu'en était-il de la santé du marché des actions américain ce jour-là ? Comme le montre le graphique 2, au pic de septembre 2018, 73 % des actions de l'indice S&P 500 étaient sur une tendance haussière. Aussi, contrairement à ce que l'on pourrait penser, le marché des actions américain se portait très bien. Les investisseurs qui tablent sur une dégringolade des titres des FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix et Google) doivent réaliser que c'est une valeur du secteur des services aux collectivités qui pourrait s'effondrer et non une valeur technologique. Comme toujours, c'est l'imprévu qui déstabilise le plus.

Quelle correction –
16 % en 14 jours !

Graphique 2 : Part des titres de l'indice S&P 500 en phase de hausse

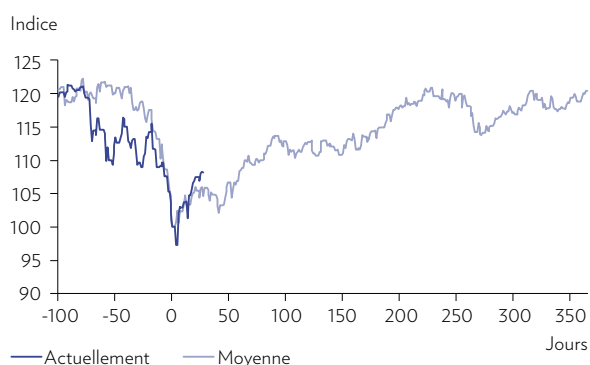


Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

À quelque chose malheur est bon ?

Dans la dernière semaine de décembre, le marché des actions américain a frôlé la débâcle. L'indice S&P 500 a ainsi cédé 16 % en à peine 14 jours de cotation. Plus de 25 % des petites capitalisations (indice Russell 2000) ont inscrit un nouveau plancher sur 52 semaines en décembre. Dans le passé, ce type de signal s'est montré près du creux d'une panique et était suivi d'un rebond des actions américaines dans les 12 mois suivants. Dans le graphique 3, nous avons indexé tous les désengagements similaires depuis 1992 dans lesquels plus d'un quart des actions à petite capitalisation a touché un nouveau plancher sur 52 semaines. Nous avons trouvé que l'S&P 500 a augmenté d'environ 20 % après. Pour en revenir à notre question initiale : s'agit-il d'une simple correction ou du début d'un marché baissier ? Nous préférons ne voir là qu'une correction passagère sur un marché toujours haussier et pensons que les actions américaines pourraient rattraper le terrain perdu depuis septembre 2018.

Graphique 3 : Indice S&P 500 après que plus de 25 % des petites capitalisations ont touché un plancher sur 52 semaines



Remarque : données depuis 1992 ; pendant cette période, les petites capitalisations ont touché un plancher sur 52 semaines à 7 reprises.

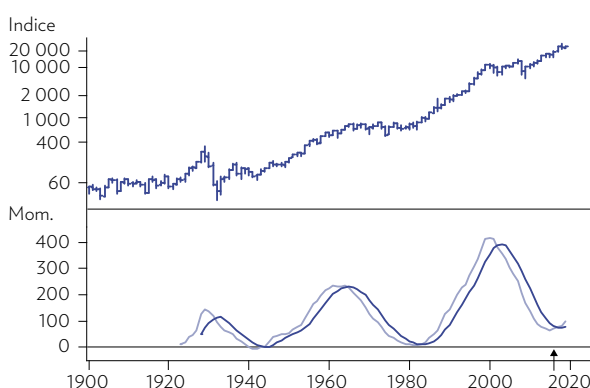
Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Comment prolonger un marché haussier

Si notre hypothèse se vérifie, autrement dit s'il s'agit bien d'une simple correction, alors la baisse de 20 % se traduira par une prolongation de la hausse du marché des actions américain. Rien de tel qu'une correction brutale sur quatre mois pour convaincre tout le monde que les actions sont risquées et qu'il vaut mieux rester à l'écart. Il n'est donc guère surprenant que les actions internationales aient subi l'un des désengagements les plus massifs depuis la crise de 2008. Cependant, de manière générale, comme le montre le graphique 4 sur le long terme, la récente évolution ne semble pas anormalement prononcée. Selon nous, la hausse devrait se poursuivre.

Prolongation de la hausse du marché des actions américain sur fond de sentiment en berne.

Graphique 4 : L'indice Dow Jones Industrial Average sur une tendance durablement haussière



Mom. = Momentum

Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Mensur Pocinci, MFTA



NEXT GENERATION

UNE CHINE EN BONNE SANTÉ : « QUI VEUT DURER DOIT ENDURER »

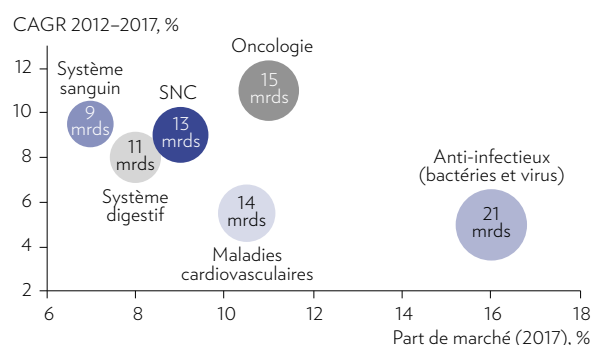
Le potentiel de croissance à long terme du secteur chinois de la santé nous paraît toujours des plus séduisants mais, à court terme, les inquiétudes devraient persister en raison des nouvelles réglementations et politiques en matière d'approvisionnement en médicaments récemment annoncées.



Le marché chinois des médicaments anticancéreux recèle encore un beau potentiel

Le cancer est devenu la première cause de mortalité en Chine. Selon Goldman Sachs, un cancer est diagnostiqué chez près de quatre millions de Chinois et près de 2,2 millions en meurent chaque année. En 2017, le marché de l'oncologie était estimé à USD 15 milliards, soit juste derrière celui des produits anti-infectieux qui atteignait, pour sa part, USD 21 milliards (voir graphique 1). Les trois cancers les plus fréquents en Chine sont ceux du poumon, de l'estomac et du foie. Aux États-Unis, ce sont les cancers de la prostate, du sein et des poumons qui sont les plus courants. Même si le taux d'incidence reste légèrement plus faible qu'aux États-Unis, ce ne sont pas moins de 733 000 nouveaux cas de cancers du poumon qui sont diagnostiqués en Chine chaque année (voir graphique 2). Selon le rapport de recherche « China Monoclonal Antibody Market by Targets » publié par Research and Markets, le marché chinois des médicaments anticancéreux pourrait atteindre RMB 262,1 milliards en 2022, avec un taux de croissance annuelle composée (CAGR) de 13,5 %, contre RMB 139,4 milliards en 2017.

Graphique 1 : Anticancéreux – deuxième plus gros segment du marché chinois du médicament (2017)



Tous les chiffres sont en USD ; SNC = système nerveux central ; mrd(s) = milliard(s)

Source : Goldman Sachs, Julius Baer

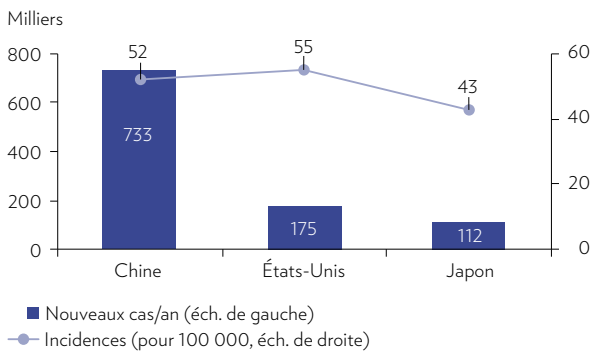
Le marché chinois des médicaments anticancéreux pourrait afficher une croissance de 13,5 % entre 2017 et 2022.

Principales réformes réglementaires et leur impact

Le secteur pharmaceutique chinois est bousculé par de nouvelles politiques et réglementations. Les autorités chinoises ont engagé toute une série de mesures visant à réformer le système de santé du pays et notamment à améliorer la qualité des médicaments et des traitements proposés à la population. Certes, davantage de médicaments sont importés et remboursés dans le cadre du régime d'assurance sociale du pays, mais les autorités chinoises entendent bien garder les prix des médicaments sous contrôle. Avec 1,4 milliard d'habitants et partant

une demande très importante, la Chine jouit indéniablement d'un pouvoir de négociation accru. Aussi les villes chinoises procèdent-elles de plus en plus à des achats groupés de manière à obtenir les prix les plus bas.

Graphique 2 : Nombre de nouveaux cas/incidences du cancer des poumons



Source : Goldman Sachs, Julius Baer

La taille de sa population
vaut à la Chine un pouvoir
de négociation accru.

À noter que les réformes relatives à l'approvisionnement de masse coïncident avec les efforts du pays pour : (i) diminuer le prix des médicaments génériques, (ii) réduire le recours aux adjuvants dont l'efficacité clinique n'a pas été prouvée, et (iii) encourager l'innovation dans le secteur chinois du médicament. En 2019, les développements suivants devraient apporter des éclaircissements sur l'impact des réformes actuelles :

1. résultat de la première vague d'approvisionnement selon le nouveau processus, autrement dit l'achat centralisé de médicaments (modèle des Group Purchasing Organisations [GPO]) ;
2. lancement d'un GPO pour les 20 principaux médicaments à Canton ;
3. contrôles supplémentaires des adjuvants.

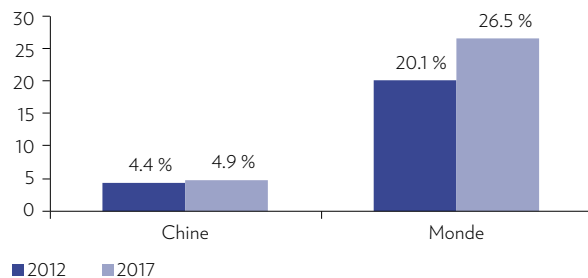
Les investissements chinois dans le secteur biotechnologique sous surveillance américaine

Fin 2017, le secteur chinois des biotechnologies ne représentait pas plus de 4,9 % du marché pharmaceutique global du pays (soit nettement moins qu'au niveau mondial, voir graphique 3). Son potentiel de croissance reste donc important. Goldman Sachs table ainsi sur un CAGR de 15 % à 20 % pour le

marché chinois des biotechnologies au cours des trois prochaines années. Toutefois, le 19 novembre 2018, en pleine guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis, ces derniers ont proposé de nouvelles restrictions sur les exportations de technologies de pointe vers la Chine dans le but de préserver l'avance américaine en matière d'innovations de la concurrence chinoise. Les biotechnologies font aussi partie des secteurs éligibles aux restrictions en matière d'investissements étrangers. Les sociétés de capital-risque et les compagnies pharmaceutiques chinoises investissant dans des entreprises biotechnologiques américaines risquent donc d'être affectées si la réglementation se durcit.

Graphique 3 : Les biotechnologies représentent 5 % du marché pharmaceutique chinois

Part des biotechs dans le marché pharma total



Source : EvaluatePharma, Goldman Sachs, Julius Baer

Conclusions

Nous croyons toujours dans le potentiel à long terme du secteur chinois de la santé qui reste tiré par (i) le vieillissement de la population et (ii) la prévalence croissante des maladies chroniques. Toutefois, les politiques récemment annoncées pourraient avoir des conséquences néfastes à court terme, en donnant lieu à une consolidation au sein du secteur et à des redondances. Les sociétés pharmaceutiques chinoises qui disposent d'un vaste pipeline de médicaments génériques et d'adjuvants sont particulièrement susceptibles d'être pénalisées par le système des achats centralisés (GPO). Le marché a sans doute déjà intégré les baisses de prix potentielles ainsi que la règle « d'un gagnant par médicament » en matière d'approvisionnement, mais les investisseurs doivent néanmoins rester sélectifs pour le moment. Outre les incertitudes liées à l'environnement réglementaire et aux réformes en Chine, la dégradation des relations commerciales sino-américaines pourrait plomber le sentiment des investisseurs. En bref, il convient de se montrer sélectif et de privilégier le plus grand et le plus fort.

Damien Ng

ÉCONOMIE

2019 : UNE ANNÉE DE TRANSITION, PAS DE RÉCESSION

La croissance économique continue de ralentir sous l'effet des contraintes pesant sur les capacités de production tandis que les inquiétudes liées aux questions structurelles et politiques persistent. Les craintes de récession imminente sont cependant exagérées. Face à l'incertitude ambiante, les banques centrales ont interrompu le processus de normalisation des taux. Bien que source d'inquiétudes, le durcissement des conditions financières aux États-Unis n'est pas de nature à provoquer une récession.

Conjoncture mondiale : poursuite du ralentissement

Les signes de ralentissement de l'économie mondiale restent perceptibles en ces premières semaines de 2019. Les grandes économies européennes et la Chine pèsent lourdement sur la dynamique de croissance mondiale. L'économie américaine résiste encore ; elle devrait atteindre son pic au premier semestre de l'année avant de s'orienter à la baisse par la suite, pour converger vers la croissance de la zone euro. Malgré le ralentissement de la croissance et les problèmes politiques et structurels, les craintes de déclenchement d'une récession dès cette année nous semblent infondées. En effet, le ralentissement actuel est imputable aux contraintes de capacités qui entravent aussi bien le marché du travail que celui des biens d'équipement et non à une faiblesse quelconque de la consommation. Cette dernière devrait même être stimulée par la baisse des prix du pétrole.

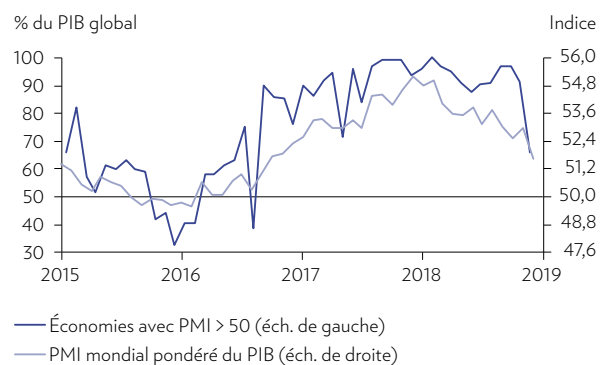
Aux États-Unis, les conditions financières ne sont pas restrictives au point de provoquer une récession.

Attentisme des banques centrales

L'incertitude quant aux perspectives de croissance mondiale a amené les grandes banques centrales à interrompre le processus de normalisation des taux d'intérêt et à adopter une position attentiste. Bien plus, la Réserve fédérale américaine (Fed), plus avancée que ses consœurs dans le processus de normalisation de sa politique monétaire, est de plus en plus suspectée d'être allée trop loin. Les relèvements du taux cible des fonds fédéraux se sont certes traduits par un durcissement des conditions financières. En comparaison historique, on ne peut cependant dire

qu'il s'agit là de conditions véritablement contraignantes et encore moins qu'elles annoncent une récession aux États-Unis dès 2019. Malgré le positionnement des marchés contre la Fed, nous continuons, pour notre part, de tabler sur une reprise du processus de relèvement des taux cet été lorsque la croissance se sera ressaisie. En effet, les pressions inflationnistes sur le marché du travail sont toujours bel et bien là.

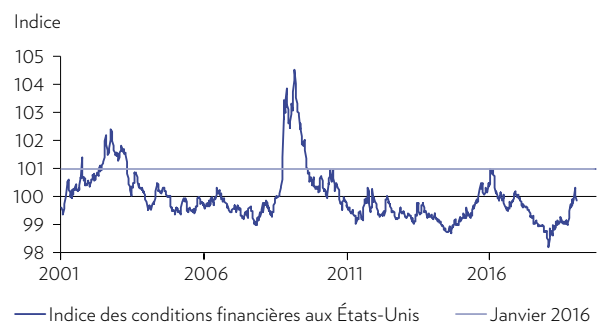
Graphique 1 : Croissance économique – le ralentissement se poursuit



PIB = produit intérieur brut, PMI = indices des directeurs d'achat (purchasing managers' indices)

Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Graphique 2 : Conditions financières aux États-Unis – pas vraiment contraignantes en comparaison historique



Source : Goldman Sachs, Julius Baer

David Alexander Meier

MONNAIES

LE DOLLAR SERA SOUTENU PAR LE RALENTISSEMENT ÉCONOMIQUE

La correction subie par le marché des actions en décembre a fait éclater le consensus positif qui entourait le dollar américain. Le changement rapide des anticipations en matière de relèvement des taux américains en 2019 a été la principale cause de la prudence accrue à l'égard du dollar. Le ralentissement de l'économie mondiale et la montée de l'aversion au risque devraient en effet soutenir le dollar dans les prochains mois.

La hausse du dollar ne fait plus consensus

Les perspectives se sont améliorées pour le billet vert avec la poursuite du ralentissement de la croissance mondiale et la disparition du consensus haussier qui l'entourait jusqu'à présent. Le changement rapide des anticipations en matière de relèvement des taux américains en 2019 a été la principale cause du dénouement de certaines positions longues sur le dollar. En octobre et novembre 2018, les marchés monétaires tablaient sur deux relèvements des taux des fonds fédéraux de la part de la Réserve fédérale (Fed) en 2019, soit une hausse totale de 50 points de base. La dégringolade des marchés des actions en décembre a cependant radicalement modifié les anticipations en la matière, les marchés ne misant plus sur une hausse, mais sur une baisse des taux en 2019. Certes la croissance globale ralentit (y compris aux États-Unis) et la baisse des cours des actions ainsi que la hausse des écarts de crédit des obligations d'entreprises devraient encore la freiner, mais la croissance américaine n'en demeure pas moins supérieure à son potentiel. Le marché du travail est tendu et les salaires grimpent. Tout cela plaide en faveur d'une reprise du processus de relèvement des taux par la Fed dès que l'agitation provoquée par la correction du marché des actions se sera calmée.

Graphique 1 : Les anticipations en matière de relèvement des taux ont radicalement changé

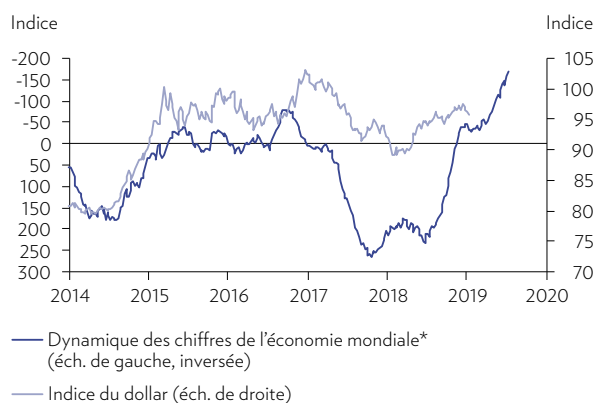


* Anticipations basées sur les contrats EUR/USD à trois mois

Source : Datastream, Julius Baer

L'aversion grandissante au risque est également un facteur de soutien pour le dollar. Le yen, qui a déjà fortement progressé sous l'effet de cette aversion croissante au risque, est désormais onéreux et c'est maintenant le billet vert qui fait figure de monnaie refuge la plus attrayante. Le dollar offre non seulement un avantage de taux, mais c'est aussi la devise des actifs refuges les plus importants, à savoir les bons du Trésor américain. En outre, le billet vert est moins sujet aux ventes à découvert avec la diminution des échanges commerciaux libellés en dollars. Pour l'heure, l'euro n'est pas vraiment en mesure de faire de l'ombre au dollar, et c'est la même chose pour la livre sterling qui risque de plonger, un Brexit « dur » ne pouvant être exclu.

Graphique 2 : Le ralentissement de la croissance bénéficie au dollar



* Indicateurs économiques par rapport à la moyenne mobile ; avancés par 26 semaines

Source : Datastream, Julius Baer

David Kohl

REVENU FIXE

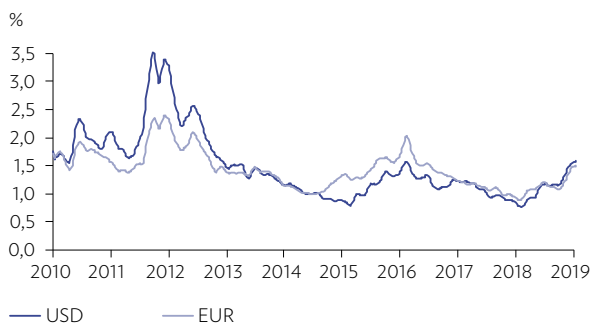
EXPOSITION ACCRUE AU RISQUE POUR PROFITER DES VALORISATIONS ATTRAYANTES

Les écarts de crédit des obligations d'entreprises se sont élargis en 2018 tant sur les marchés développés qu'émergents, rendant ces titres de nouveau attrayants. Nous avons donc relevé les obligations spéculatives américaines de Sous-pondérer à Neutre et recommandons un positionnement tactique sur des fourchettes de fluctuation importantes. Les obligations souveraines de long terme restent onéreuses au regard des projections de rendements de nos économistes.

Élargissement des écarts de crédit

Les obligations d'entreprises sont devenues plus attrayantes en 2018. Les écarts de crédit (autrement dit le différentiel de rendement entre les obligations souveraines et les titres de créance de même maturité mais de qualité moindre) se sont nettement élargis comme le montre le graphique 1. Les obligations de qualité investment grade présentent désormais un écart de crédit moyen de 1,5 %. Cela reste certes nettement inférieur aux records de 2012 (crise de la dette européenne) ou de 2016 (effondrement des prix du pétrole) mais, par le passé, de tels niveaux ont toujours été synonymes de belle performance pour les investisseurs.

Graphique 1 : Les écarts de crédit sont revenus à des niveaux attrayants



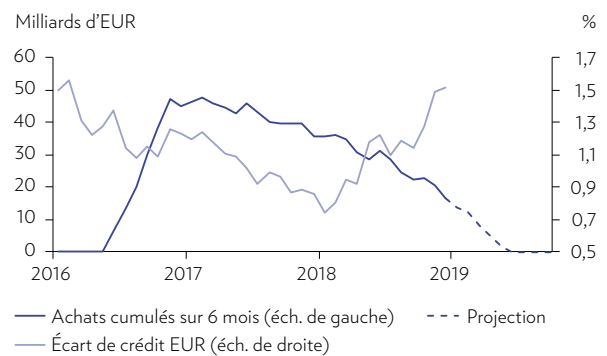
Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Nous tablons sur une consolidation des écarts

L'élargissement des écarts de crédit évoqué ci-dessus est dû, pour l'essentiel, à deux facteurs. Le premier est la crainte (injustifiée) du déclenchement d'une récession qui entraînerait une hausse des taux de défaillance, et le second est la fin des rachats d'actifs par les banques centrales. L'impact de la réduction du bilan de la Réserve fédérale américaine sur les marchés financiers ayant déjà fait couler beaucoup d'encre, nous nous limiterons ici à ce qui s'est passé sur le marché obligataire en euro. Comme le montre le graphique 2, les écarts de crédit des obligations en euro émises par les entreprises non financières européennes se

sont fortement resserrés lorsque la Banque centrale européenne (BCE) s'est mise à racheter jusqu'à EUR 10 milliards d'obligations d'entreprises par mois en 2018. Selon les estimations du marché, à la fin de l'année, la BCE avait ainsi absorbé quelque 12 % des obligations d'entreprises non financières en circulation. Dans la deuxième moitié de 2018, la BCE a commencé à réduire ses rachats avant d'y mettre complètement fin en décembre ; il s'en est suivi un net élargissement des écarts de crédit qui sont ainsi revenus vers leur niveau précédent, et ils devraient, selon nous, s'y maintenir pour le moment.

Graphique 2 : La diminution des rachats de la BCE a provoqué un élargissement des écarts de crédit en EUR



Remarque : le graphique représente seulement les 3 dernières années pour souligner les faits marquants.

Source : BCE par le biais de Datastream, ICE Bank of America Merrill Lynch, Julius Baer

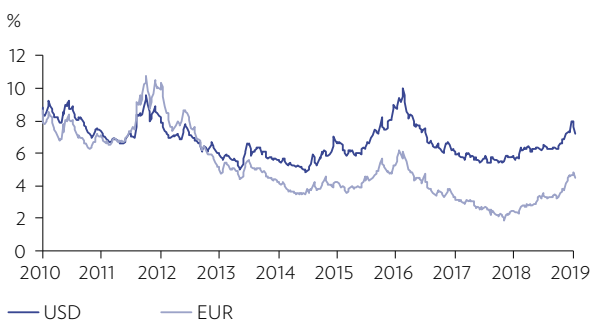
Fourchette de fluctuation relativement large attendue pour le haut rendement

L'élargissement des écarts de crédit n'a pas concerné que les obligations investment grade. Le rendement des obligations de qualité spéculative a également nettement progressé en 2018, comme on peut le voir dans le graphique 3. Ainsi, le rendement moyen des obligations à haut rendement américaines est repassé au-dessus de la barre des 7 %, tandis que celui du haut rendement européen est revenu à 4,5 % après être tombé à moins de 2 % lorsque le programme de rachat d'obligations d'entreprises de la BCE battait

son plein. À ce moment-là, de nombreux investisseurs pensaient que la BCE allait devoir racheter du papier spéculatif pour atteindre ses objectifs de rachats mensuels. Cela n'a pas été le cas.

Étant donné les signaux contradictoires provenant du cycle économique et des banques centrales, les obligations spéculatives devraient, selon nous, fluctuer dans une fourchette relativement large en 2019. Nous entendons en tirer parti sur le marché américain, plus liquide, en renforçant nos positions sur les rendements de plus de 7,5 % et en les réduisant sur les rendements inférieurs à 6 %.

Graphique 3 : Le niveau attrayant des rendements justifie une notation Neutre



Source : ICE Bank of America Merrill Lynch, Julius Baer

Les obligations souveraines restent chères

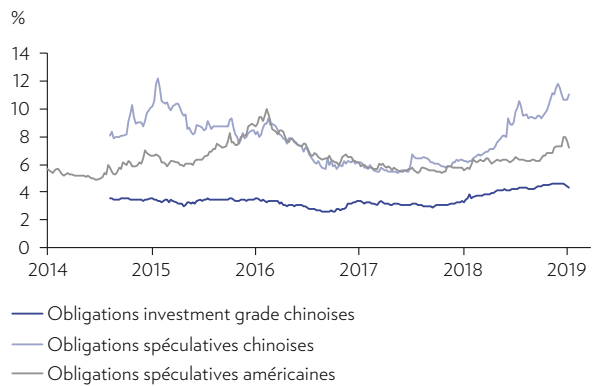
Les emprunts d'État de long terme restent onéreux. Le segment a profité de la correction du marché des actions de la fin de 2018, avec un net recul du rendement des obligations souveraines. Les obligations nous semblent chères, notamment à l'aune des prévisions de rendement de nos économistes pour la fin de l'année. Nous sommes donc peu enclins à investir dans les obligations souveraines longues uniquement sur la base du rendement courant.

Marchés émergents : concentration sur l'Asie

Au sein des marchés émergents, ce ne sont plus les papiers des exportateurs de matières premières qui retiennent notre attention, mais plutôt ceux de l'immobilier asiatique. Ce dernier devrait bénéficier de la politique de relance mise en œuvre par les autorités chinoises. Beijing ne manquera certainement pas de stimuler son économie à coup de réductions d'impôt, d'investissements dans les infrastructures et de diminutions des taux. Les sociétés immobilières devraient particulièrement bénéficier de cette politique. De plus, l'assouplissement de la politique monétaire va atténuer les problèmes de refinancement pour les emprunteurs chinois et contribuer à réduire les écarts de crédit. Comme on peut le voir dans le graphique 4,

le rendement des obligations spéculatives chinoises a largement dépassé celui de leurs homologues américaines et est revenu à son sommet de 2015.

Graphique 4 : Les obligations spéculatives chinoises offrent des rendements élevés



Source : ICE Bank of America Merrill Lynch, Julius Baer

Les rendements des obligations spéculatives chinoises ont atteint des niveaux comparables à ceux de la crise de 2015.

Les titres indexés sur l'inflation pour préserver le capital

Fin 2018, les emprunts du Trésor indexés sur l'inflation (TIPS) ont été moins porteurs que les bons du Trésor américain classiques qui ont, eux, bénéficié à la fois de l'affaiblissement des actions et des craintes de récession. Les bons du Trésor traditionnels avaient alors bondi tandis que les TIPS avaient stagné sur fond de compensation moindre du risque d'inflation. Nous restons néanmoins attachés aux TIPS que nous considérons comme un bon moyen d'assurer la préservation du capital. Les anticipations d'inflation du marché, de seulement 1,8 % en moyenne pour la prochaine décennie, nous semblent beaucoup trop faibles. Un point mort d'inflation aussi bas correspond à un scénario de forte récession ou de prix de l'énergie durablement bas. Or, nous sommes neutres sur le pétrole et tablons sur une croissance américaine stable en 2019. Aussi pensons-nous que les TIPS vont récupérer le terrain perdu.

Markus Allenspach

ACTIONS

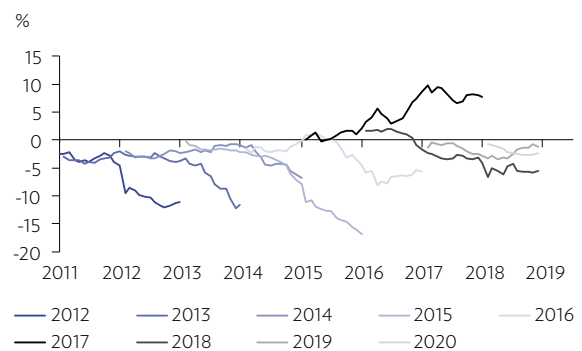
RELÈVEMENT DES ACTIONS BRITANNIQUES DE SOUS-PONDÉRER À NEUTRE

Les actions britanniques ont capitulé depuis le vote en faveur de la sortie de l'UE de 2016. Selon nous, les risques liés au Brexit sont désormais intégrés dans les cours. La bonne nouvelle est que la dynamique bénéficiaire s'améliore et que les prévisions de bénéfices sont révisées à la hausse. Par conséquent, nous avons relevé les actions britanniques de Sous-pondérer à Neutre.

Relèvement des actions britanniques à Neutre

Le marché britannique est maintenant le marché développé qui offre les valorisations les plus attrayantes, avec des niveaux proches de ses planchers historiques. Ce marché a, selon nous, atteint un point d'inflexion. Depuis le vote de 2016 en faveur du Brexit, les fonds de placement britanniques ont subi d'importants désengagements et les actions britanniques ont sous-performé par rapport à leurs homologues internationales. Le marché des actions britannique est plutôt défensif, avec une surreprésentation des valeurs des secteurs de la consommation et du pétrole et une sous-représentation de l'industrie et des technologies de l'information. Au Royaume-Uni, les révisions des prévisions de bénéfices vont souvent de pair avec l'évolution des prix du pétrole, lequel a souffert du récent mouvement de ventes massives. Or, selon nos spécialistes des matières premières, les prix du pétrole devraient se stabiliser, ce qui devrait s'accompagner d'une révision à la hausse des prévisions de bénéfices. En dehors du secteur pétrolier et gazier, les bénéfices font d'ailleurs déjà l'objet de révisions à la hausse. Dans l'ensemble, nous pensons que la croissance des bénéfices va se poursuivre en 2019 en dehors du secteur des matières premières. Pour ce qui est de la décote record affichée par le marché britannique par rapport aux autres marchés, le cours des actions intègre, selon nous, l'hypothèse d'un Brexit « dur ». Il est vrai que l'évolution récente, avec le rejet par le Parlement britannique de l'accord défendu par Theresa May, n'incite guère à l'optimisme. Nous restons cependant fidèles à notre scénario de base, à savoir un Brexit en douceur, mais avec une période de transition qui pourrait se prolonger bien au-delà de 2019. Au regard des valorisations très attrayantes et de l'amélioration de la dynamique bénéficiaire, nous avons relevé les actions britanniques de Sous-pondérer à Neutre.

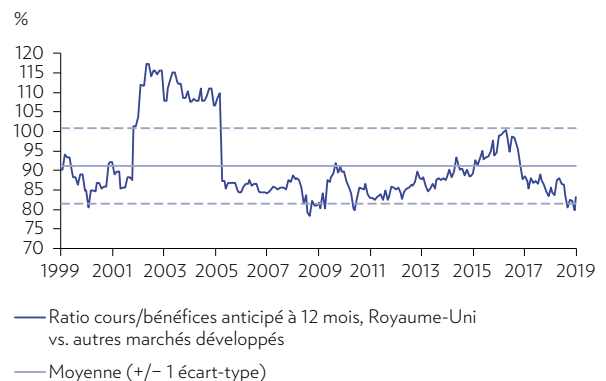
Graphique 1 : Révisions de bénéfices – actions britanniques vs. actions internationales



Source : Datastream, Julius Baer

Le marché actionnaire britannique est maintenant le moins cher des marchés développés.

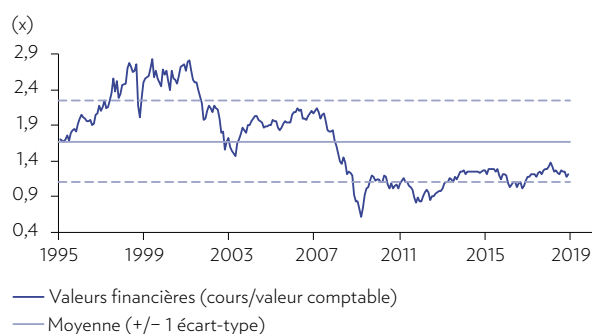
Graphique 2 : Les valorisations britanniques vs. actions des marchés développés sont proches des planchers historiques



Source : Datastream, Julius Baer

Patrik Lang, CFA

SURPONDÉRATION DES ACTIONS FINANCIÈRES



Source : Datastream, Julius Baer

Recommandations de titres :

Allianz SE (Buy, cours/cours cible : EUR 184.44/225)

Bank of America Corp (Buy, cours/cours cible : USD 29.63/33)

Helvetia Holding AG (Buy, cours/cours cible : CHF 595.50/650)

Dans la deuxième moitié de 2018, les valeurs financières internationales ont sous-performé en raison essentiellement de la baisse des rendements obligataires et de l'affaiblissement des indices PMI des directeurs d'achat. Pour 2019, nous tablons sur une reprise de la dynamique macroéconomique et une augmentation des rendements obligataires. Les valeurs financières présentent une forte corrélation avec ces deux éléments. De plus, les révisions de bénéfices sont bien orientées et les obstacles réglementaires s'atténuent. Les valorisations sont proches de leur plancher historique tant en termes absolus que relativement au marché, offrant ainsi de bons points d'entrée pour les investisseurs ayant un horizon de long terme.

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	Woodside Petroleum Ltd
Matériaux	Neutre	PPG Industries	DSM	
Industrie	Surpondérer	CSX Corporation, Emerson Electric, Ingersoll-Rand	Assa Abloy, Ferrovia, Schneider Electric	China State Construction International, CK Hutchison
Consommation cyclique	Sous-pondérer	Booking Holdings, Home Depot	Fielmann	China Everbright International, Sands China, Shenzhou International, Sony Corporation
Consommation défensive	Sous-pondérer	Dollar General, Estée Lauder, Mondelez International, Sysco Corporation	Diageo, Reckitt Benckiser	Thai Beverage, Tingyi
Santé	Surpondérer	Abbott Laboratories, Boston Scientific, Bristol Myers Squibb, 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, S&P Global	Allianz, Danske Bank, Hannover Re, Helvetia, Partners Group Holding, Sampo	Hang Seng Bank, Ping An Insurance-H
Technologies de l'information	Neutre	Adobe Systems, Microsoft, PayPal Holdings, salesforce.com, Visa	SAP	Sunny Optical Technology
Communications	Neutre	AT&T, Comcast, Facebook	Orange, Vodafone Group	Alibaba, Baidu, Tencent Holdings
Services aux collectivités	Sous-pondérer	NextEra Energy	E.ON	Beijing Enterprises Water
Immobilier	Sous-pondérer	Simon Property	Unibail-Rodamco-Westfield	Keppel DC REIT

Source : Julius Baer. Classification : Julius Baer Financial Instruments

MATIÈRES PREMIÈRES

DANS L'ŒIL DU CYCLONE

Le pessimisme sur la croissance a provoqué des ventes massives sur le segment des matières premières à la fin de 2018. Si une récession nous semble exclue à court terme, la croissance n'est ni suffisamment forte ni suffisamment faible pour donner une idée claire de la direction que vont emprunter les prix de la classe d'actifs. Le pétrole devrait stagner. Les contraintes au niveau de l'offre et l'amélioration du sentiment sont de bon augure pour le court terme. Les ventes massives dont ont fait l'objet les actions ont renforcé l'or dans son rôle de valeur refuge. Nous continuons de recommander d'acheter de l'or dans une perspective de long terme.

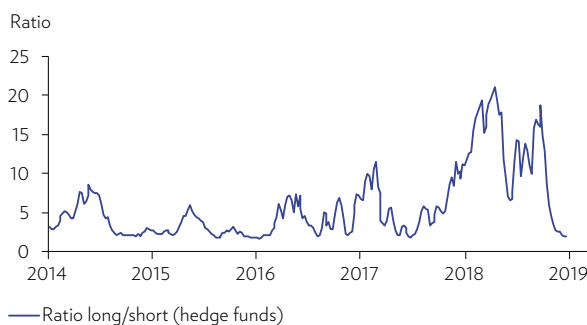
Pessimisme exagéré

À la fin de l'année dernière, le pessimisme quant à l'évolution de la croissance a entraîné des désengagements massifs auxquels les matières premières n'ont pas échappé. Selon nous, l'économie mondiale subit un ralentissement de fin de cycle et non une récession. La correction est donc passagère. Le redressement des prix des matières premières depuis le début de l'année nous conforte d'ailleurs dans cette idée. Fin 2018, certains segments du marché ont été envahis par un pessimisme tel que le moral des opérateurs ne peut désormais que s'améliorer. Si une telle amélioration devrait quelque peu stimuler les matières premières, il reste bien difficile de dire dans quelle direction vont s'orienter les fondamentaux. La croissance n'est en effet ni suffisamment forte ni suffisamment faible pour imprimer une tendance claire et aucune poche de pénurie ne s'est manifestée au niveau de l'offre. Dans ces conditions, l'incertitude devrait persister et les prix fluctuer au gré de l'agitation politique. Nous restons neutres sur le secteur et tablons sur une stagnation des matières premières.

Le marché pétrolier est un bon exemple de marché ayant souffert du pessimisme excessif qui a marqué la fin de l'année. Les indicateurs de sentiment tel que le ratio long-short des hedge funds ont touché des niveaux planchers. Les prix évoluent au gré de l'humeur changeante du marché, mais les accès d'optimisme ou de pessimisme sont généralement de courte durée. Le redressement actuel des prix du pétrole est sans doute attribuable à une atténuation du pessimisme ; ces prix devraient finalement fluctuer dans une fourchette équivalente à celle de l'an dernier. Les prix trop élevés ne durent pas car ils provoquent une augmentation des prix des carburants et un ralentissement de la demande. Les prix trop bas ne font pas long feu non plus car ils entraînent une réduction de dépenses et une diminution de la production d'hydrocarbures de schiste. L'Arabie saoudite compensant la baisse de la production iranienne et la production d'hydrocarbures de schiste permettant de répondre à la croissance de la demande mondiale, le marché semble plutôt équilibré. Nous maintenons notre notation Neutre.

La correction est passagère.

Graphique 1 : Pétrole – contrats à terme au plus bas



Source : Commodity Futures Trading Commission, Julius Baer

Le retour de l'or

Les ventes massives dont ont fait l'objet les actions ont profité à l'or qui a ainsi pleinement retrouvé son statut de valeur refuge. La demande d'investissement, tant dans l'or physique que sur le marché des futures, a dopé les prix du métal jaune en début d'année. L'or est, selon nous, sur une tendance haussière de long terme. Si les facteurs de soutien devraient s'atténuer avec la normalisation du sentiment, l'or pourrait profiter de l'affaiblissement du dollar américain plus tard dans l'année. Pour l'année à venir, nous tablons sur une demande durable pour l'or en tant que valeur refuge sur fond de ralentissement plus prononcé de la croissance économique.

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, christian.gattiker@juliusbaer.com ¹⁾
Mensur Pocinci, Technical Analysis, mensur.pocinci@juliusbaer.com ¹⁾
Damien Ng, Next Generation Thematic Research, damien.ng@juliusbaer.com ¹⁾
David Alexander Meier, Macro Research, davidalexander.meier@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 janvier 2019.

Actions

Système de notation d'actions

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

Système de notation des segments de marché

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

Catégories de risque

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

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

Divulgaration d'informations

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 28/01/2019

Actions	Buy	44.6%	Hold	53.4%	Reduce	2.0%
Émetteurs	Buy	48.1%	Hold	48.9%	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 spéculatifs présentant un risque de crédit élevé.
	B2	B	B	
	B3	B-	B-	
	Caa1	CCC+	CCC+	Les obligations réputées de mauvaise qualité et présentant un risque de crédit très élevé.
	Caa2	CCC	CCC	
	Caa3	CCC-	CCC-	
	Ca	CC	CC	Les obligations hautement spéculatives pour lesquels une défaillance est probable, voire imminente, avec une certaine probabilité de recouvrer le principal et les intérêts.
	C	D	D	Les obligations généralement l'objet d'un défaut de paiement avec peu de perspectives de recouvrer le principal et les intérêts.

Matières premières**Système de notation**

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

Recommandations d'investissement spécifiques aux matières premières

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

Monnaies

Système de notation

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

Analyse technique

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

Système de notation absolu

Buy	Progression attendue d'au moins 10 % au cours des 3 à 12 mois à venir, sauf indication contraire.
Hold	Progression attendue conforme (± 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 contingentes 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 CoCo Bonds comme étant des opportunités d'in-

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

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

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

comme à la baisse et les investisseurs risquent de ne pas récupérer le montant investi. Les risques inhérents aux catégories d'actifs mentionnées dans la présente publication peuvent comprendre, mais sans forcément s'y limiter, les risques de marché, les risques de crédit, les risques de change, les risques politiques et les risques économiques. Les placements dans les marchés émergents sont spéculatifs et peuvent se révéler beaucoup plus volatils que les placements dans des marchés développés. **La performance passée ne saurait servir d'indicateur fiable quant aux résultats futurs. De même, les prévisions de rendement ne 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 des dites informations. Les cotations et valeurs communiquées ici le sont à titre indicatif exclusivement, et ne font aucunement référence à des niveaux de négoce.

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

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

Panama : Les services et / ou produits concernés mentionnés dans cette publication ne peuvent être promus qu'au Panama par une entité de Julius Baer autorisée à les promouvoir au Panama. La présente publication est destinée exclusivement aux destinataires auxquels elle s'adresse. Les instruments financiers mentionnés dans la présente publication ne sont pas enregistrés auprès de l'autorité de contrôle du marché des valeurs (Superintendencia del Mercado de Valores, anciennement Comisión Nacional de Valores) ni placés sous la supervision de celle-ci. L'exemption de l'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 : Bank Julius Baer Europe S.A., succursale d'Irlande, est un établissement agréé et réglementé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 283, route d'Arlon, L-1150 Luxembourg, et réglementé par la Banque centrale d'Irlande (BCI) pour les règles de conduite. Bank Julius Baer Europe S.A. est une société anonyme de droit luxembourgeois, sise au 25, rue Edward Steichen, L-2540 Luxembourg, et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (RCSL) sous le numéro B 8495. Bank Julius Baer Europe S.A., succursale d'Irlande, distribue cette publication à ses clients. Certains des services mentionnés dans cette publication, qui sont disponibles aux clients de la succursale irlandaise, pourront être fournis par des entités Julius Baer basées hors du Grand-Duché de Luxembourg ou de la République d'Irlande. Dans ces cas, les règles édictées par la CSSF et la BCI pour la protection des particuliers ne s'appliquent pas à de tels services, et l'ombudsman irlandais des services financiers et des pensions ne pourra pas résoudre les plaintes en rapport avec de tels services.

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

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

Singapour : La présente publication est disponible auprès de la Bank Julius Baer & Co. Ltd., succursale de Singapour, est exclusivement destinée aux investisseurs

accrédités. Étant 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 proposées 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, 2019



GROUPE JULIUS BAER

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

Le Groupe Julius Baer est présent sur plus de 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.

02/2019 Publ. N° PU00106FR
© GROUPE JULIUS BAER, 2019

Signatory of:



myclimate 01-14-814357
neutral myclimate.org