



Julius Bär

INSIGHTS

Opportunités d'investissement avril 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

2 avril 2019

Cours de référence, clôture de la rédaction

26 mars 2019, sauf indication contraire

ÉDITORIAL

Chère lectrice, cher lecteur,

J'ai passé des années à essayer de convaincre les personnes extérieures au secteur financier que les investisseurs ne vivaient pas dans un monde parallèle. Pour beaucoup, « une action est une action est une action » tout comme « une rose est une rose est une rose est une rose » dans le poème « Sacred Emily » de Gertrude Stein. En d'autres termes, « c'est ce que c'est et rien d'autre ! ». L'analogie a toutefois ses limites. L'une d'elles a trait, bien sûr, au jargon financier, le vocabulaire technique utilisé pour parler des prix étant parfois difficile à expliquer à ceux qui ne suivent pas quotidiennement les marchés des actions.

Les termes « suracheté » et « survendu » constituent un bon exemple à cet égard. Ces termes sont souvent utilisés dans le secteur financier pour désigner les variations de cours d'un titre. Qu'entendent les investisseurs par là ? Pour faire court, les titres « surachetés » sont ceux qui se négocient au-dessus de leur cours moyen récent et, à l'inverse, les titres « survendus » sont ceux qui se négocient en dessous de leur cours moyen récent. Mais, en dehors du secteur financier, dirait-on qu'une Porsche de collection est « surachetée » car les amateurs de voitures de sport font grimper les prix ? De même, estime-t-on que l'iPhone X ou le Huawei Mate X sont « surachetés » car leur prix de vente dépasse les 1 000 dollars ? Ou encore que les vêtements d'hiver sont « survendus » lorsqu'ils sont soldés au printemps ?

La réponse à toutes ces questions est clairement « non ». La différence tient sans doute tout simplement au fait que les investisseurs pensent que leur comportement aura un impact immédiat sur les cours. Lorsqu'une valeur fait l'objet d'une forte demande et voit donc son cours augmenter, il s'ensuit généralement une réaction du côté de l'offre. En effet, les investisseurs détenant la valeur concernée cherchent à vendre et alimentent donc l'offre. Il s'agit là d'une différence importante avec Apple et Huawei dont les prix ne sont pas continuellement modifiés en fonction des fluctuations de la demande, ou avec la Porsche de collection dont le prix élevé est le résultat d'une offre limitée.

Dans ce numéro d'Insights, nous examinerons la situation du marché financier en ce printemps 2019 et tenterons de répondre à cette question essentielle : « Suracheté, mais à quel point ? »



Christian Gattiker
Head of Research

VUE D'ENSEMBLE

Perspective d'investissement : Page 6

- Les marchés des actions ont joué aux montagnes russes ces derniers mois avec une forte chute dans un premier temps, et une véritable envolée par la suite. Les investisseurs se demandent maintenant ce que l'avenir leur réserve.
- Pour notre part, nous pensons que le marché recèle encore un potentiel haussier, les fondamentaux étant suffisamment solides pour soutenir un redressement durable des prix des actifs. Nous recommandons donc de rester investi ou d'investir dans les semaines qui viennent.

Analyse technique : Page 8

- Le comportement des fondations fait inmanquablement penser au film « Un fauteuil pour deux ».
- Le sentiment des investisseurs et les flux de fonds confirment que les actions américaines sont sur une tendance haussière de long terme. Nous recommandons aux investisseurs de conserver leurs actions.

Next Generation : Page 10

- D'ici à 2030, et pour la première fois dans l'histoire de l'humanité, le nombre de personnes âgées de 60 ans et plus dépassera le nombre d'enfants de moins de 10 ans.
- Au regard des tendances démographiques en cours, nous restons positifs sur les perspectives à long terme des segments exposés au vieillissement de la population.

Économie : Page 12

- Le ralentissement économique reste d'actualité, notamment en Europe, mais la résilience de l'économie américaine et les signes de reprise en Chine, où les mesures de relance budgétaire ont été renforcées, incitent à un optimisme prudent.
- Pour les marchés financiers, la politique monétaire, un temps menaçante, est devenue un véritable tremplin, l'engagement des banquiers centraux à ne pas modifier les taux dans les prochains mois donnant à l'économie mondiale le temps de gagner en puissance.

Monnaies : Page 13

- La belle prime de risque et le ralentissement moins marqué de la croissance américaine renforcent la popularité du billet vert.
- En termes de taux d'intérêt, les monnaies à haut rendement des marchés émergents sont les seules capables de faire le poids face au dollar américain.

Revenu fixe : Page 14

- Les banques centrales ont anéanti les espoirs de normalisation des taux que nourrissaient les investisseurs obligataires. Pour l'heure, le rendement des placements sans risque restera faible, voire négatif.
- Bien qu'elles ne soient plus sous-évaluées et que l'écart par rapport à la moyenne de long terme se soit réduit, les obligations des marchés émergents offrent toujours un rendement raisonnable.

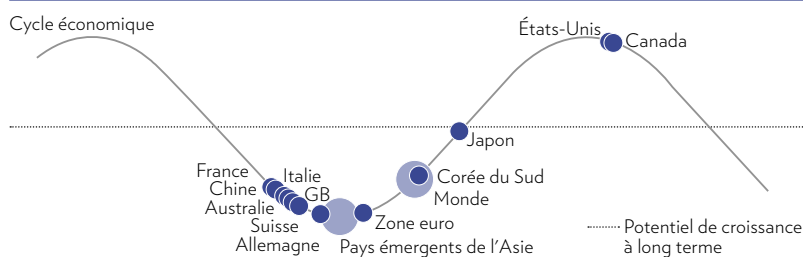
Actions : Page 16

- Le secteur des communications est un secteur à forte croissance porté par plusieurs tendances de fond telles que la connectivité et la croissance des données, ainsi que par les opportunités de réduction des coûts dans le domaine des télécommunications.
- Au regard du ratio cours/bénéfices anticipé, les valorisations sont attrayantes par rapport aux moyennes historiques et, contrairement au consensus dont les attentes sont plutôt modestes, nous estimons que le potentiel haussier est important.

Matières premières : Page 18

- Le pessimisme à l'égard de l'économie s'est atténué, mais la croissance n'est toujours ni suffisamment solide, ni suffisamment faible pour imprimer une tendance claire aux matières premières. Faisant fi des changements d'humeur du marché, nous maintenons notre opinion neutre.
- La récente correction de l'or offre, selon nous, une belle opportunité d'achat. La tendance à plus long terme reste positive et la hausse devrait reprendre dès que le dollar perdra de sa vigueur plus tard dans l'année.

VUE D'ENSEMBLE DES CYCLES ÉCONOMIQUES



MONNAIES

	Spot	3M	12M
EUR/CHF	1.12	1.11	1.15
USD/CHF	0.99	1.01	1.00
JPY/CHF	0.90	0.89	0.87
GBP/CHF	1.32	1.31	1.37
EUR/USD	1.13	1.10	1.15
EUR/GBP	0.85	0.85	0.84
USD/JPY	110.5	113.0	115.0
GBP/USD	1.32	1.29	1.37

CROISSANCE (PIB réel an/an, %)

Moyenne	2018	2019E	2020E
États-Unis	2.9	2.5	0.8
Zone euro	1.8	1.2	0.9
Royaume-Uni	1.4	1.1	0.8
Suisse	2.5	1.1	1.0
Japon	0.7	0.6	0.5
Chine	6.6	5.9	5.8
Monde	3.6	3.2	2.8

PIB = produit intérieur brut

INFLATION (IPC an/an, %)

Moyenne	2018	2019E	2020E
États-Unis	2.4	1.7	2.0
Zone euro	1.8	1.4	1.8
Royaume-Uni	2.5	1.8	1.8
Suisse	0.9	0.7	1.1
Japon	1.0	0.8	1.0
Chine	1.9	2.1	2.5
Monde	4.1	4.1	4.2

IPC = indice des prix à la consommation

TAUX DES BANQUES CENTRALES (% p. a.)

Fin d'exercice	2018	2019E	2020E
États-Unis	2.50	2.50	1.75
Zone euro	0.00	0.00	0.00
Royaume-Uni	0.75	0.75	0.75
Suisse	-0.75	-0.75	-0.75
Japon	-0.10	-0.10	-0.10

E = estimation

INDICES D' ACTIONS (monnaie locale)

	Niveau	12M
SMI	9389	9100
Eurostoxx 50	3320	3300
S&P 500	2818	2900
Nikkei 225	21428	24500

MATIÈRES PREMIÈRES

	Prix	12M
Pétrole Brent (USD/baril)	67.9	60.0
Or (USD/once)	1316	1400
Cuivre (USD/tonne)	6338	6000
Minerai de fer (USD/tonne)	86	65

EMPRUNT D'ÉTAT 10 ANS (% p. a.)

Fin d'exercice	2018	2019E	2020E
États-Unis	2.83	3.15	2.60
Allemagne	0.25	0.70	0.60
Royaume-Uni	1.27	1.75	1.50
Suisse	-0.19	0.10	0.05
Japon	0.04	0.05	0.10

PERSPECTIVE DES CATÉGORIES D'ACTIFS

Vue	Catégorie d'actifs et de risque		Privilégiez ...	Évitez ...
→	Liquidités			
→	Obligations	Conservateur	Bons du Trésor américain lorsque les prix sont bas	Obligations souveraines allemandes (considérer plutôt les obligations d'État françaises et la dette des organisations supranationales)
		Première qualité	Titres adossés à des créances hypothécaires américaines	
		Opportuniste	Obligations investment grade inférieur libellées en USD et EUR, obligations immobilières chinoises de qualité supérieure, obligations du Moyen-Orient	
		Spéculatif	Obligations immobilières chinoises à haut rendement, obligations américaines à haut rendement et obligations en devises des marchés émergents	
↑	Actions	Conservateur	Santé	Consommation défensive, services aux collectivités ; actions américaines de croissance des dividendes
		Moyen	Chili ; communication, industrie, pétrole et gaz ; actions de croissance américaines, petites capitalisations européennes ; actions européennes à haut dividende	Consommation cyclique, immobilier
		Opportuniste	Chine, Philippines, Turquie, Vietnam	
→	Matières premières		Or, argent	
→	Changes		USD, KRW, INR, BRL	EUR, CZK, HUF, AUD
	Next Generation	Thématique	Éducation mondiale, FinTech (paiements numériques), génomique 3.0, informatique dématérialisée et intelligence artificielle, santé numérique, tourisme en Asie, une Chine en bonne santé	

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 chinoises	Alibaba, Ping An Insurance-H, Tencent Holdings
Actions préférées	Par secteur

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

Source des tableaux et graphiques : Julius Baer

ÉMETTEURS OBLIGATAIRES PRÉFÉRÉS

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

PERSPECTIVE D'INVESTISSEMENT

SURACHETÉ, MAIS À QUEL POINT ?

Les marchés des actions ont joué aux montagnes russes ces derniers mois avec une forte chute dans un premier temps, et une véritable envolée par la suite. Les investisseurs se demandent maintenant ce que l'avenir leur réserve. Pour notre part, nous pensons que le marché recèle encore un potentiel haussier, les fondamentaux étant suffisamment solides pour soutenir un redressement durable des prix des actifs. Nous recommandons donc de rester investi ou d'investir dans les semaines qui viennent.

LE TERME DU MOIS :

Suracheté/Survenu

Le terme « suracheté » renvoie à un mouvement haussier significatif et, à l'inverse, « survendu » fait référence à une baisse. Lorsque les prix atteignent ces niveaux extrêmes, un retournement est possible.

Source : quora.com, Julius Baer

Survendu d'abord, suracheté ensuite

La situation de ces derniers mois a rappelé aux investisseurs que les prix des actifs financiers évoluaient rarement en ligne droite. Les marchés se sont ainsi effondrés fin 2018 et la communauté financière a alors crié aux « surventes ». Cette dégringolade a été suivie d'une hausse importante et brutale au début du mois de mars 2019 et on a alors crié aux « surachats ». La question est surtout d'évaluer à quel point un marché est suracheté ou survendu. En d'autres termes, quand des surventes/surachats sont-ils annonciateurs d'un retournement du marché ?

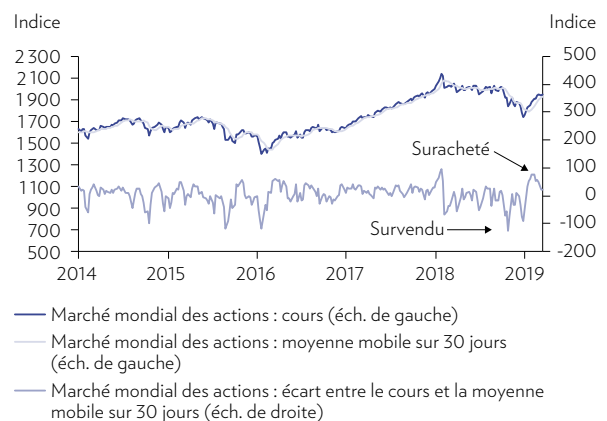
Pour appréhender correctement la question du retournement des prix des actifs, il faut tenir compte de l'horizon temporel.

Tout dépend de l'horizon temporel

L'interprétation des signaux du marché peut donner lieu à un débat sans fin. En fait, il n'y a tout simplement pas de bonne ou de mauvaise réponse. Derrière tout cela se dessine la crainte des investisseurs d'acheter au plus haut (autrement dit d'acheter dans un contexte de surachats) ou de vendre au plus bas (c'est-à-dire de vendre dans des conditions de surventes). D'après mon expérience, le seul moyen

de résoudre le problème est de prendre en considération l'horizon temporel. La question du retournement des prix des actifs ne peut être correctement appréhendée qu'en tenant compte de l'horizon temporel.

Graphique 1 : Jusqu'à quel point les titres sont-ils survendus/surachetés ?



Source : Datastream, Julius Baer

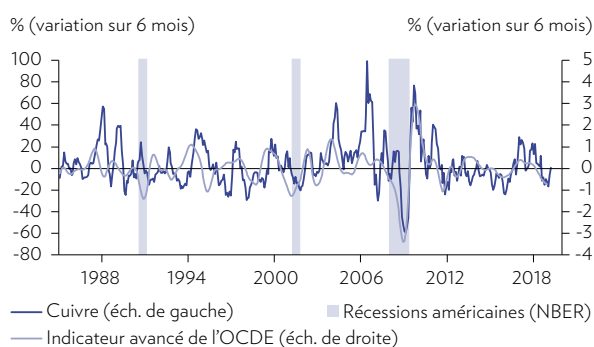
Le graphique 1 présente un indicateur de surachat/survente très simple, à savoir la différence entre le cours des actions et leur moyenne mobile à 30 jours, qui permet d'évaluer l'écart des cours par rapport à leur niveau « normal de court terme » à un moment donné. Il apparaît ainsi qu'à fin 2018, les actions étaient à des niveaux de surventes record et, à l'inverse, à des niveaux de surachats record au début du mois de mars 2019. Les traders ont donc acheté fin décembre lorsque les actions étaient survendues et ont commencé à prendre leurs bénéfices lorsque les titres ont été surachetés. Jusque-là, tout est clair. Mais qu'en est-il si vous n'êtes pas un trader, mais un simple investisseur ?

Garder son calme et miser sur les fondamentaux

Les investisseurs interviennent sur un horizon de placement plus long. Or, si l'on considère la moyenne mobile sur 200 jours par exemple, il apparaît que les

actions étaient effectivement survenues il y a trois mois. En revanche, début mars, elles sont juste revenues à un niveau neutre. En effet, sur 200 jours, les variations de cours sont généralement beaucoup plus importantes que sur 30 jours. Autrement dit, la baisse du marché avait un caractère assez exceptionnel, mais le rebond est encore loin d'être excessif. Si cela vous semble encore un peu flou, considérez plutôt les fondamentaux.

Graphique 2 : Le cuivre annonce un rebond



NBER = Bureau national américain de recherche économique,
OCDE = Organisation de coopération et de développement économiques

Source : Datastream, Julius Baer

La politique reste un élément perturbateur, mais moins qu'auparavant.

Et à ce niveau, il y a une bonne nouvelle : les prix du cuivre se sont inscrits en hausse pour la première fois depuis 18 mois. Le marché du cuivre est souvent surnommé « Dr Copper » pour ses capacités de prédiction, l'évolution des prix du cuivre étant un indicateur avancé des plus fiables de l'activité économique (voir graphique 2). Donc, les marchés des matières premières laissent présager un retournement prochain de l'économie mondiale, avec une expansion dans la seconde moitié de 2019. Cette situation profite généralement aux actifs risqués qui prospèrent dans les phases de redressement économique. Par ailleurs, les facteurs politiques, autres éléments perturbateurs majeurs (voir graphique 3), semblent poser moins de problèmes qu'auparavant, ce qui est appréciable même si l'on part de niveaux particulièrement extrêmes. Si l'on ajoute à cela des valorisations bon marché pour de nombreux actifs et une certaine prudence des investisseurs, la situation apparaît comme plutôt favorable à ceux qui sont investis. Et ceux qui ne sont pas encore investis devraient commencer à y penser pour les prochaines semaines.

Approche d'investissement

En résumé, la crise provoquée au quatrième trimestre 2018 par l'impatience de la Réserve fédérale américaine est en train de se tasser, ce qui devrait déboucher sur un redressement soutenu de nombreux actifs risqués.

Voici ce que « rester investi » signifie au niveau des différentes classes d'actifs :

Revenu fixe :

- rester sur les segments risqués tels que les obligations des marchés émergents en monnaies fortes ou les obligations européennes investment grade inférieur

Actions :

- miser sur quelques valeurs de croissance américaines
- renforcer son exposition à la Chine
- sélectionner quelques titres individuels sur les autres segments

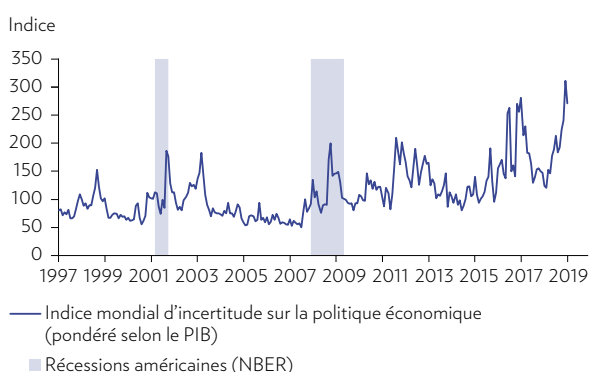
Monnaies :

- se positionner en vue d'une nouvelle appréciation du dollar américain et d'un affaiblissement de l'euro
- considérer quelques monnaies des marchés émergents à portage d'intérêt élevé

Matières premières :

- rester neutre, mais profiter de tout repli de l'or pour se renforcer

Graphique 3 : Politique – toujours une grande confusion, mais un peu moins qu'avant



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

Source : Datastream, Julius Baer

Christian Gattiker, CFA, CAIA

ANALYSE TECHNIQUE

INVESTIR COMME LES MEILLEURS

Le sentiment des investisseurs et les flux de fonds confirment que les actions américaines sont sur une tendance haussière de long terme. Nous recommandons aux investisseurs de conserver leurs actions.

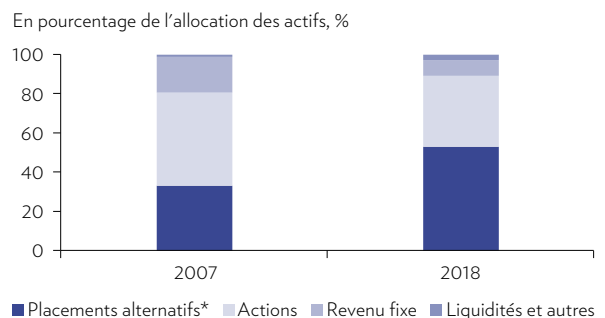
« Un fauteuil pour deux » : un excellent film

Le comportement des investisseurs au cours des dernières années me fait penser à la comédie « Un fauteuil pour deux ». Dans ce film, Eddie Murphy (qui joue le rôle d'un escroc sans domicile fixe) devient un courtier en matières premières à qui tout réussit, en prenant la place de Dan Aykroyd qui sombre, quant à lui, dans la criminalité. Le film a une fin heureuse : Eddie Murphy et Dan Aykroyd finissent par collaborer et réussissent à ruiner les deux instigateurs de l'expérience sociale à laquelle ils ont été soumis grâce à des placements à terme sur le marché du jus d'orange congelé.

Investir comme les meilleurs

Au milieu de la décennie précédente, les rendements des meilleurs fonds d'investissement de fondations avaient fait l'objet de nombreuses analyses et publications. La recette du succès de ces fondations a ainsi été dévoilée au grand jour. Et devinez quoi ? Après avoir pris connaissance de la recette miracle, toutes les fondations l'ont appliquée à leur allocation d'actifs. Elles ont ainsi réduit leur exposition aux actions et augmenté celle aux instruments « alternatifs » (voir graphique 1). Naturellement, tout le monde veut investir comme les meilleurs. Le problème est qu'une fois que tout le monde est investi selon la même stratégie, on se retrouve dans une impasse. La concentration d'un grand nombre d'investisseurs sur les mêmes opportunités débouche au final sur une baisse des rendements.

Graphique 1 : Fondations – allocation d'actifs en 2007 et 2018



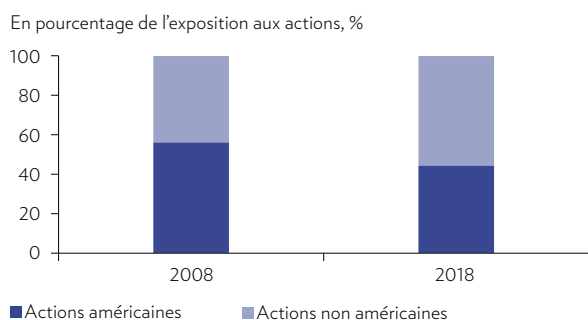
* Les placements « alternatifs » comprennent l'immobilier

Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Les investisseurs restent sceptiques à l'égard des actions.

Changement d'allocation

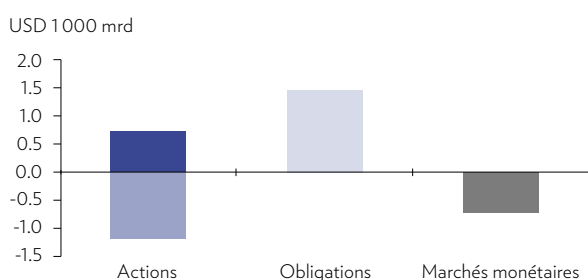
Les fondations ont non seulement privilégié les placements alternatifs au détriment des actions, mais elles ont également procédé à des changements au sein même de la catégorie des actions. Comme le montre le graphique 2, les actions américaines ont vu leur part passer de 56 % à 44 %, cédant ainsi le « fauteuil » aux actions non américaines. La stratégie consistant à privilégier les produits alternatifs plutôt que les actions et à préférer les actions non américaines aux actions américaines a longtemps fait consensus au regard de ses résultats historiques. Pourtant, elle était loin d'être judicieuse du point de vue des rendements. En effet, depuis ses sommets de 2009, le S&P 500 a enregistré une progression annuelle de 17 %, contre 2 % environ pour les stratégies d'investissement alternatives. De même, les actions américaines ont gagné 165 % depuis 2008, contre seulement un petit 14 % pour les actions non américaines.

Graphique 2 : Fondations – allocation régionale en 2008 et 2018

Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Qu'en est-il des autres investisseurs ?

Bien évidemment, tous les investisseurs internationaux n'ont pas adopté la même stratégie que les fondations américaines. L'examen des flux mondiaux au niveau des différentes classes d'actifs depuis 2009 laisse cependant apparaître certaines similitudes. Comme on peut le voir dans le graphique 3, ce sont les obligations qui ont eu le plus de succès même si leur rendement n'a pas dépassé 27 % depuis 2009, contre 184 % pour les actions internationales. On observe également une certaine désaffection envers les stratégies de gestion active au profit des stratégies passives. Il semble donc que les investisseurs sont restés sceptiques tout au long de la phase de hausse actuelle des actions américaines.

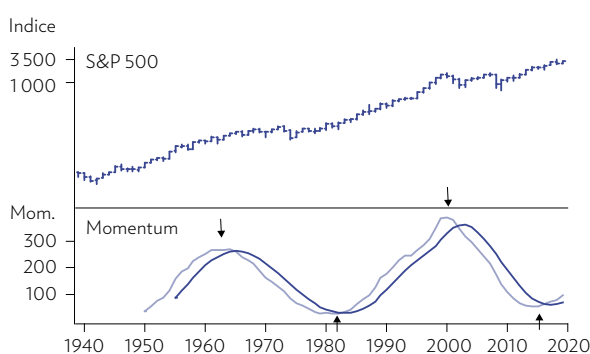
Graphique 3 : Afflux nets vers les différentes classes d'actifs depuis 2009 au niveau mondial

Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Les actions américaines face au mur de la peur

Où en sommes-nous dans le cycle ? Il s'agit sans doute de la question qui préoccupe le plus les investisseurs. Se basant sur le niveau plancher de 666 atteint par le S&P 500 le 6 mars 2009, la plupart des investisseurs considèrent que le marché haussier actuel est proche de sa fin. Ce n'est pas notre avis. En effet, la hausse reste plutôt généralisée, la majorité des titres y participant. De plus, les flux de fonds et les indicateurs de sentiment laissent penser que les investisseurs restent méfiants à l'égard des actions. Dans ces conditions, et à l'examen de l'évolution à long terme de l'indice S&P 500, il semble probable que les actions américaines soient dans les premières phases d'un marché haussier de long terme. Nous recommandons donc aux investisseurs de rester pleinement investis en actions. Des informations plus détaillées sur notre sélection de titres et nos portefeuilles modèles sont disponibles dans notre publication hebdomadaire « Technical Investment Strategy ».

On observe une certaine désaffection envers les stratégies de gestion active au profit des stratégies passives.

Graphique 4 : Le S&P 500 probablement sur une tendance haussière de long terme

Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Mensur Pocinci, MFTA



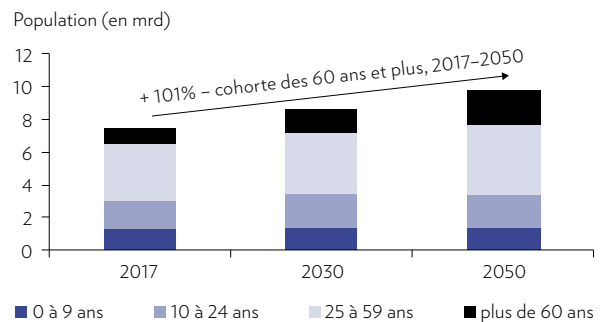
NEXT GENERATION

LONGÉVITÉ ACCRUE : EH OUI, NOUS VIEILLISSONS !

D'ici à 2030, et pour la première fois dans l'histoire de l'humanité, le nombre de personnes âgées de 60 ans et plus dépassera le nombre d'enfants de moins de 10 ans. Au regard des tendances démographiques en cours, nous restons positifs sur les perspectives à long terme des segments exposés au vieillissement de la population.



Graphique 1 : Population mondiale par groupe d'âge en 2017, 2030 et 2050



Source : Nations Unies, Bureau américain de recensement, Julius Baer

Nous vieillissons tous

Le monde est à l'aube d'une transformation démographique majeure. D'ici à 2030, et pour la première fois dans l'histoire de l'humanité, les personnes âgées de 60 ans et plus devraient être plus nombreuses que les enfants de moins de 10 ans (voir graphique 1). Le monde comptait quelque 962 millions de personnes âgées de 60 ans et plus en 2017, soit plus du double qu'en 1980 (382 millions). Selon le rapport 2017 des Nations Unies sur le vieillissement de la population, ce nombre devrait encore augmenter pour atteindre près de 1,41 milliard d'ici 2030 et environ 2,1 milliards d'ici 2050. Le nombre de personnes âgées de plus de 80 ans devrait croître plus rapidement encore, passant de 137 millions en 2017 à 425 millions en 2050, soit une multiplication par trois.

D'ici à 2030, le nombre de personnes âgées de 60 ans et plus devrait dépasser celui des enfants de moins de 10 ans.

Cette augmentation sans précédent de l'espérance de vie à l'échelle mondiale s'explique essentiellement par trois grands facteurs : 1) la diminution du taux de mortalité dans tous groupes d'âge confondus, 2) l'amélioration des traitements médicaux, et 3) les changements de modes de vie et d'alimentation. Dans les sociétés pré-industrielles, les populations, quel que soit le groupe d'âge, étaient davantage susceptibles de contracter des maladies infectieuses ou parasitaires et seuls quelques-uns arrivaient à un âge avancé. Dans les sociétés modernes, l'espérance de vie dépasse la cinquantaine dans la plupart des pays et les maladies chroniques non transmissibles, comme les maladies cardiovasculaires, les

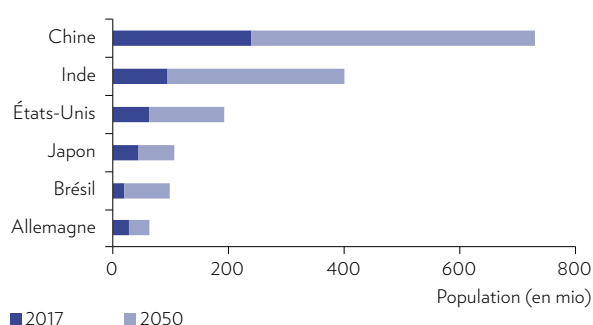
cancers et le diabète, sont devenues la première cause de mortalité dans le monde.

Qui sont les plus vieux : les pays développés ou les pays en développement ?

Le Japon et l'Europe occidentale viennent automatiquement à l'esprit lorsque l'on aborde la question du vieillissement de la population. Pourtant, en termes absolus, ce sont les régions les moins développées, en particulier la Chine, qui abritent la plus grande partie des seniors (voir graphique 2). Ainsi, en 2018, les pays en développement regroupaient près des deux tiers de la population mondiale des plus de 60 ans, et ce chiffre devrait passer à quelque 80 % d'ici 2050 (voir graphique 3). Les coûts économiques et sociaux liés au vieillissement de la population représentent donc une charge financière non seulement pour les pays développés, mais aussi pour les économies en développement.

Les deux tiers des plus
de 60 ans vivent dans les pays
en développement.

Graphique 2 : La Chine abrite la majorité des plus de 60 ans



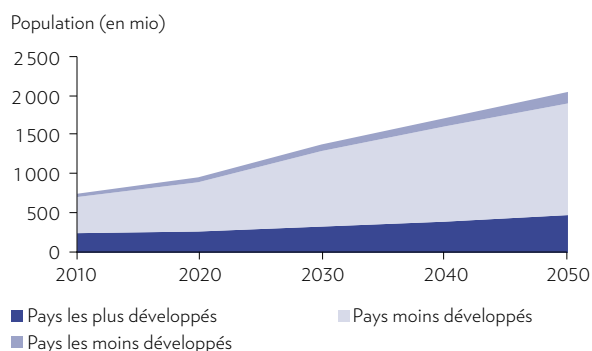
Source : Comité national chinois du vieillissement, Pew Research Center, Bureau américain de recensement, Nations Unies, Julius Baer

Longévité : vieillir en beauté

La vieillesse n'est pas forcément un naufrage. Au contraire, le vieillissement peut être un phénomène nettement plus positif que ce que laisse penser la théorie classique de la « bombe à retardement démographique ». Si les gens peuvent avoir une vie plus longue, plus heureuse et plus épanouie grâce notamment aux activités de loisirs et à la planification patrimoniale, leur contribution économique à la société sera forcément plus importante que celle des générations passées. En outre, avec les progrès

des thérapies anti-âge et de la recherche, en particulier au niveau de l'édition génomique et des produits cosmétiques, le vieillissement de la population aura inmanquablement un impact majeur sur la vie de chacun et l'organisation de notre société.

Graphique 3 : Nombre de personnes âgées de 60 ans et plus selon le niveau de développement des pays, de 2010 à 2050



Source : Nations Unies, Organisation mondiale de la Santé, Julius Baer

En résumé

Investir dans les secteurs exposés au vieillissement de la population exige une approche segmentée étant donné la large gamme de services et de soutiens dont ont besoin les personnes âgées. Compte tenu de la fragilisation qui accompagne le vieillissement et de l'évolution des modes de vie des personnes âgées, nous avons identifié cinq segments porteurs autour de la thématique du vieillissement de la population : 1) la santé et la pharmacie, 2) les services de prise en charge des personnes âgées, 3) les loisirs, 4) les biens de consommation et 5) la planification patrimoniale.

Au regard des évolutions démographiques majeures à travers le monde, nous restons positifs sur les perspectives à long terme des segments exposés au vieillissement de la population. Nous apprécions tout particulièrement certaines sociétés œuvrant dans les domaines suivants : 1) la démence, les maladies cardiovasculaires, l'arthrite, le diabète, les soins dentaires, les aides auditives et les soins ophtalmiques pour le segment de la santé ; 2) les services d'assistance, les services de restauration et les couches pour adultes pour le segment des services de prise en charge des personnes âgées ; 3) les croisières, le jeu et le bien-être pour le segment des loisirs ; 4) les produits cosmétiques anti-âge et les gadgets techniques ; et 5) l'assurance vie.

Damien Ng, PhD

ÉCONOMIE

VERS LA FIN DU RALENTISSEMENT CYCLIQUE ?

Le ralentissement économique reste d'actualité, notamment en Europe, mais la résilience de l'économie américaine et les signes de reprise en Chine, où les mesures de relance budgétaire ont été renforcées, incitent à un optimisme prudent. Pour les marchés financiers, la politique monétaire, un temps menaçante, est devenue un véritable tremplin, l'engagement des banquiers centraux à ne pas modifier les taux dans les prochains mois donnant à l'économie mondiale le temps de gagner en puissance.

Un ralentissement économique moins généralisé

Le ralentissement économique est désormais à trois vitesses. Le secteur manufacturier des pays européens exportateurs subit une véritable contraction. Faute de moteurs de croissance internes, la région est particulièrement vulnérable au ralentissement de la demande externe. Quant à l'économie américaine, après une période de ralentissement moins marqué, elle fait maintenant preuve de résistance, avec une amélioration de l'activité en février, soutenant ainsi la dynamique de croissance sur l'ensemble du continent américain. En Chine, des signes de reprise commencent à poindre, les indicateurs avancés passant progressivement en territoire neutre. Ces améliorations dans deux des trois grandes régions du monde incitent à l'optimisme, laissant espérer que le creux de la vague pourrait être atteint dans les prochains mois pour l'économie mondiale.

Graphique 1 : Chine – les effets de l'augmentation des dépenses publiques sont visibles



* Variation absolue en glissement annuel des volumes de dépenses sur 12 mois

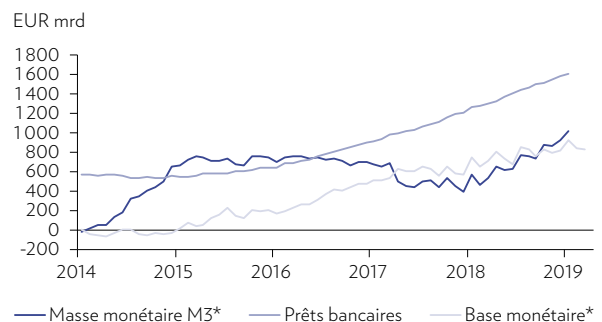
Source : Bureau national de la statistique chinois, Julius Baer

Chine : du désendettement à la relance

La Chine est en train de passer du désendettement à la relance de son économie. L'augmentation des dépenses publiques annoncée lors du Congrès national populaire de mars, la réduction de la taxe sur la valeur ajoutée et la politique monétaire prudente forment ensemble un paquet de mesures qui devrait

permettre une stabilisation de la croissance au courant de l'année. Par ailleurs, les négociations en vue d'un accord commercial avec les États-Unis se poursuivent. Même si la portée de l'accord pourrait être plus limitée que prévu, un obstacle serait ainsi levé.

Graphique 2 : Offre de liquidité en zone euro – succès mitigé jusqu'à présent



* exclusion faite des réserves excédentaires

Source : Bureau national de la statistique chinois, Julius Baer

Politique monétaire – un facteur de soutien

Après que la Réserve fédérale américaine (Fed) a adopté une approche davantage dépendante des données, ce fut au tour de la Banque centrale européenne (BCE) de prendre un virage plus accommodant le mois dernier. Face au ralentissement de la croissance de la zone euro, la BCE prévoit ainsi de maintenir les taux inchangés jusqu'à fin 2020. Elle a en outre prolongé les opérations de refinancement à long terme pour stimuler les prêts bancaires. L'engagement des banques centrales à maintenir le statu quo permettra d'amortir les effets du ralentissement de l'économie mondiale jusqu'à ce que la Fed décide de reprendre ses hausses de taux, ce qui, selon nos prévisions, devrait avoir lieu au premier trimestre 2020 en réponse au redressement de l'activité économique, aux tensions sur le marché du travail et à l'augmentation des pressions inflationnistes.

David Alexander Meier

MONNAIES

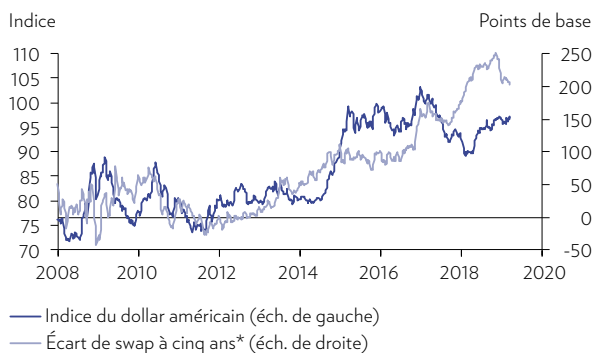
POPULARITÉ CROISSANTE DU DOLLAR

La belle prime de risque renforce la popularité du dollar américain. Le niveau plus élevé de la croissance américaine permet au dollar de continuer à offrir des taux d'intérêt plus intéressants. En termes de taux d'intérêt, les monnaies à haut rendement des marchés émergents (ME) sont les seules capables de faire le poids face au dollar américain. Les monnaies exposées au cycle économique et celles assorties de faibles taux d'intérêt comme l'euro sont confrontées à des obstacles de taille.

Soutiens multiples pour le dollar américain

Ayant digéré l'orientation plus accommodante de la Réserve fédérale, le dollar profite d'un regain de popularité. Les marchés monétaires n'intègrent toujours aucune nouvelle hausse des taux cette année. Toutefois, aujourd'hui, d'autres banques centrales se montrent tout aussi réticentes à relever les taux d'intérêt, la Banque centrale européenne s'étant même engagée à maintenir le statu quo jusqu'à la fin de l'année prochaine. Par conséquent, le dollar américain maintient son avantage par rapport aux monnaies des autres pays développés en termes de portage d'intérêt.

Graphique 1 : Les taux américains laissent présager un nouveau potentiel haussier pour le dollar



* Taux swap moyens pour l'EUR, le JPY et la GBP

Source : Datastream, Julius Baer

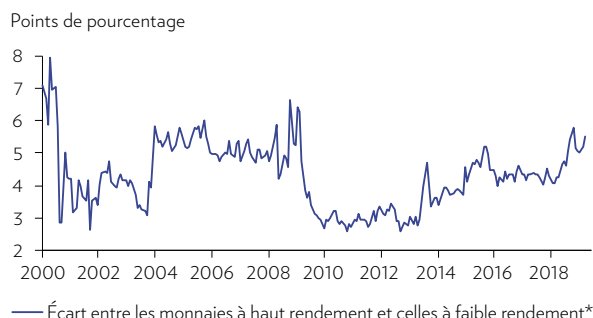
La croissance est un autre facteur de soutien pour le billet vert. La croissance américaine a certes ralenti, tout comme celle des autres économies avancées, mais la décélération est nettement moins prononcée qu'en Europe et au Japon. Le ralentissement de la croissance américaine étant moins marqué, le dollar continuera à offrir des taux d'intérêt plus élevés que les autres monnaies à l'avenir.

Malgré ce contexte plus favorable, les investisseurs rechignent à acheter du dollar. Cette attitude prudente est cependant en train d'évoluer et la popularité croissante du billet vert devient elle-même un facteur de soutien. La situation est bien différente pour l'euro. La faiblesse de l'économie de la zone euro alimente les spéculations quant à un nouvel assouplissement de la politique monétaire visant explicitement ou non à affaiblir la monnaie.

Les monnaies des marchés émergents offrent des primes de risque attrayantes

Pour ce qui est des taux d'intérêt, les monnaies des ME sont les seules capables de faire le poids face au dollar américain. Si la vigueur du dollar reste une source de difficultés pour un grand nombre de pays émergents, la prime associée à ce risque s'est nettement accrue, rendant les placements dans les monnaies des ME particulièrement attrayants d'un point de vue risque/rendement. La lire turque, la roupie indienne, le rouble russe, la roupie indonésienne et le peso mexicain sont les monnaies qui offrent le portage le plus intéressant. Investir dans un panier composé de ces monnaies permet d'atténuer les risques spécifiques à chacune de ces devises.

Graphique 2 : Augmentation des primes de risque



* sur la base des taux à trois mois, ajustés de la volatilité

Source : Datastream, Julius Baer

David Kohl

REVENU FIXE

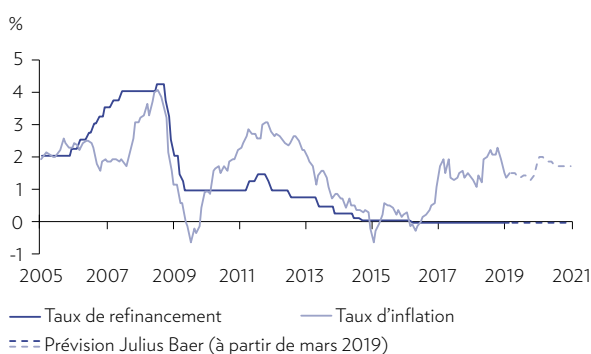
UN RENDEMENT PLUS ÉLEVÉ SE MÉRITE

Les banques centrales ont anéanti les espoirs de normalisation des taux que nourrissaient les investisseurs obligataires. Pour l'heure, le rendement des placements sans risque restera faible, voire négatif. Bien qu'elles ne soient plus sous-évaluées, les obligations des marchés émergents offrent toujours un rendement raisonnable dans le contexte actuel.

Les rendements obligataires réels devraient rester extrêmement bas

Les chances de voir les rendements obligataires renouer avec des niveaux plus normaux se sont effondrées au cours des trois derniers mois. La Réserve fédérale américaine ne cesse de répéter son nouveau mantra, à savoir qu'elle fera preuve de patience. Pour leur part, la Banque centrale européenne et la Banque du Japon sont revenues sur leur intention de relever les taux et, selon nos économistes, aucune des deux ne donnera de tour de vis avant la fin de l'année prochaine. La Banque nationale suisse et la Banque d'Angleterre sont dans le même esprit. En Europe et au Japon, les taux du marché monétaire resteront inférieurs au taux d'inflation effectif et anticipé pendant une période prolongée, ce qui se traduira par une perte de pouvoir d'achat pour les investisseurs en instruments du marché monétaire.

Graphique 1 : Le taux de refinancement de la BCE devrait rester inférieur au taux d'inflation



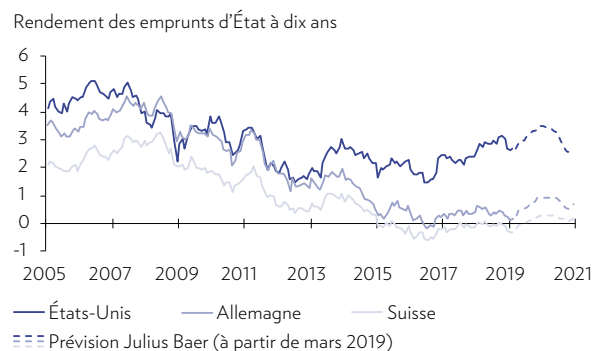
Source : Datastream, Julius Baer

L'orientation vers les segments plus risqués devrait se poursuivre

La faiblesse des taux réels sur les marchés monétaires des pays développés réduit les coûts de refinancement pour les économies émergentes. Les obligations des pays émergents offrent donc une combinaison attrayante alliant un portage positif et une diminution des risques.

Les segments plus risqués du marché obligataire continuent de profiter de la rareté des actifs à faible risque. L'offre d'obligations souveraines de première qualité reste limitée et les prix sont toujours élevés. Le plafond de la dette ayant été atteint, le Trésor américain ne peut plus procéder à de nouvelles émissions obligataires. En Europe, la plupart des gouvernements ont fait des efforts importants pour réduire leur déficit budgétaire, ce qui implique une offre nette d'obligations souveraines faible, voire négative. En outre, une part importante des emprunts d'État est détenue par les banques centrales, autant de titres auxquels les investisseurs privés ne peuvent plus accéder. Par exemple, au Japon, la banque centrale détient déjà plus de 40 % de l'énorme stock d'obligations souveraines émises et vise explicitement un rendement de 0,0 % pour le papier à dix ans. Nous partageons l'opinion de nos économistes selon laquelle les rendements resteront à des niveaux historiquement bas. Cependant, plus le rendement des obligations les mieux notées sera faible, plus les investisseurs se tourneront vers des obligations de qualité moindre comme les obligations BBB ou même les obligations spéculatives (dites obligations à haut rendement).

Graphique 2 : Le rendement des emprunts d'État devrait rester faible

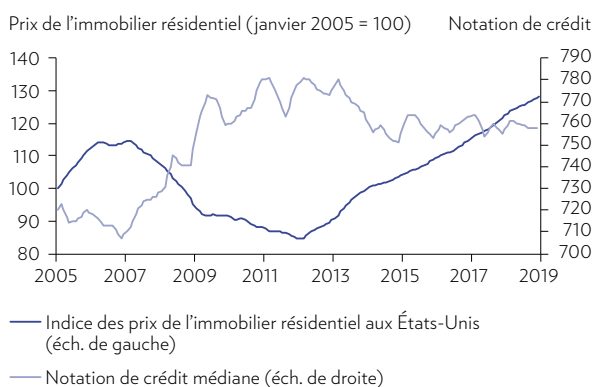


Source : Datastream, Julius Baer

Titres américains adossés à des hypothèques

Pour les investisseurs toujours intéressés par les obligations de haute qualité, les titres américains adossés à des hypothèques (mortgage-backed securities – MBS) sont intéressants, d'une part parce qu'ils offrent un léger surplus de rendement par rapport aux bons du Trésor américain et, d'autre part parce que la qualité des actifs sous-jacents est en amélioration. Les MBS profiteront de la rareté des bons du Trésor américain tant que la question du plafond de la dette empêchera les nouvelles émissions nettes. Par ailleurs, les MBS bénéficient indirectement de la faiblesse des taux d'intérêt réels, ces derniers dopant les prix de l'immobilier résidentiel et donc la qualité des hypothèques. La notation de crédit médiane des nouvelles hypothèques est en effet plutôt rassurante. Aux États-Unis, la qualité du crédit hypothécaire est mesurée sur une échelle de 350 à 850. Selon les données collectées par la Réserve fédérale de New York, la notation médiane des nouveaux prêts hypothécaires se situe à un niveau plutôt élevé. En bref, les MBS offrent une bonne qualité de crédit ainsi qu'un léger surplus par rapport aux emprunts d'État et aux instruments du marché monétaire.

Graphique 3 : Augmentation des prix de l'immobilier résidentiel – solidité des notations de crédit



Source : Réserve fédérale de New York, Datastream, Julius Baer

Les TIPS ramenés à Neutre

Les emprunts du Trésor indexés sur l'inflation (TIPS) ont rattrapé le terrain perdu ces trois derniers mois à cause des prix du pétrole. Ils ont bénéficié de l'augmentation des anticipations d'inflation, le point mort d'inflation¹ s'étant rapproché de sa moyenne de long terme. La progression du point mort d'inflation est le fruit des spéculations quant à la baisse des taux d'intérêt américains, et non d'anticipations d'augmentation de la croissance américaine ou d'accéléra-

¹ Le point mort d'inflation correspond au niveau d'inflation auquel le rendement des obligations indexées sur l'inflation est égal à celui des bons classiques du Trésor américain de durée équivalente.

tion des prix. Une nouvelle baisse des prix du pétrole ne pouvant être exclue, nous avons ramené notre opinion sur les TIPS à Neutre.

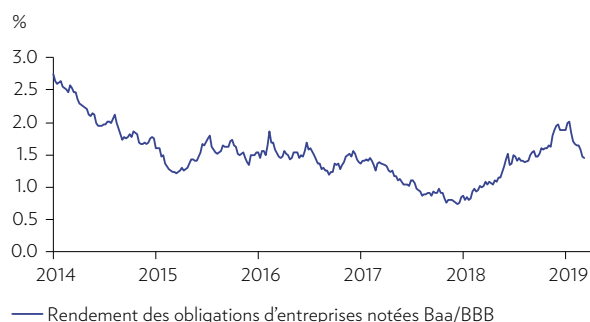
Anticipations modestes pour l'Europe

Le contexte reste difficile pour les investisseurs en EUR et en CHF. Pas plus tard qu'au mois de janvier, nous recommandions des obligations d'entreprises faiblement notées rapportant 2 %. Depuis, le rendement de ces titres a diminué à 1,4 %, un niveau faible en comparaison historique, mais qui reste de 2 % environ supérieur au taux de dépôt de la BCE. Malgré la faiblesse généralisée des rendements, nous continuons de préférer les obligations de qualité investment grade inférieure à celles à haut rendement. Si une récession semble peu probable aux États-Unis, elle ne peut être exclue pour la zone euro ou la Suisse. Aussi restons-nous attentifs aux risques de crédit. Nous maintenons donc notre recommandation d'achat pour les obligations en EUR de qualité investment grade inférieure.

Les MBS méritent une attention particulière dans le contexte actuel de faiblesse des rendements des emprunts d'État.

La dette bancaire super-subordonnée offre encore un rendement plus élevé que les obligations de qualité investment grade inférieure. Nous restons neutres sur le segment étant donné sa forte hétérogénéité. Les investisseurs doivent cependant soigneusement sélectionner les titres ou recourir à un instrument largement diversifié.

Graphique 4 : Le rendement des obligations d'entreprises BBB en EUR est revenu à 1,4 %



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

Markus Allenspach

ACTIONS

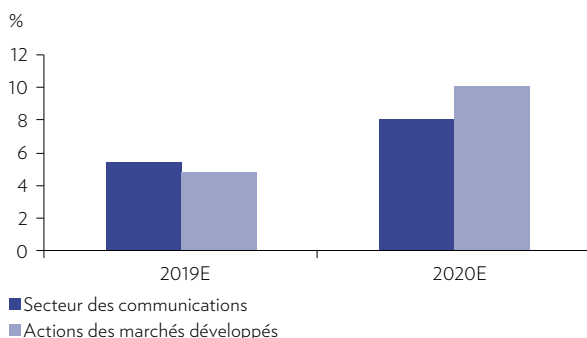
CROISSANCE ET VALORISATIONS ATTRAYANTES POUR LE SECTEUR DES COMMUNICATIONS

Les communications constituent un nouveau secteur qui regroupe l'ancien secteur des télécommunications ainsi que certains médias, Internet, les divertissements et l'édition. Le secteur des communications est l'un de ceux qui connaissent la croissance la plus rapide dans les pays développés, mais ses valorisations n'intègrent pas, selon nous, pleinement ses perspectives de croissance. Aussi avons-nous relevé le secteur à Surpondérer.

Communications : relèvement du secteur de Neutre à Surpondérer

Fin février, nous avons relevé le secteur des communications à Surpondérer étant donné ses perspectives de croissance supérieures à la moyenne et ses valorisations bon marché. Les communications constituent un nouveau secteur qui regroupe les titres de l'ancien secteur des télécommunications (environ 33 % du total), ainsi que ceux des secteurs des divertissements, des médias et de l'édition (67 % du total), comme Walt Disney. Les cinq plus importantes valeurs, à savoir Alphabet, AT&T, Comcast, Facebook et Verizon, représentent quelque 55 % du secteur et sont toutes recommandées à l'achat par nos analystes actions. Le secteur est également intéressant d'un point de vue « top-down ». Les valorisations sur la base du ratio cours/bénéfices anticipé sont nettement inférieures aux moyennes historiques et les actions américaines du secteur (soit environ 75 % du total) continuent d'afficher une solide croissance des bénéfices.

Graphique 1 : Anticipations de croissance des bénéfices pour le secteur des communications et les actions des marchés développés



E = estimation

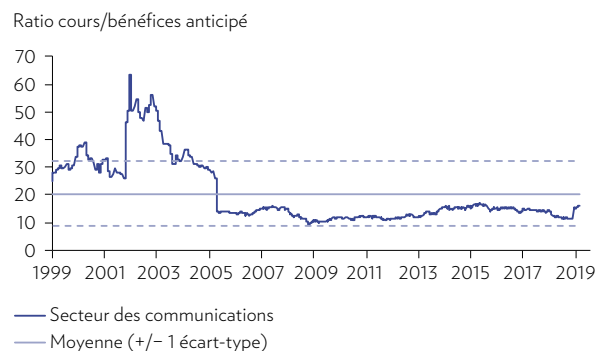
Source : Datastream, Julius Baer

Classification : Julius Baer Financial Instruments

Au quatrième trimestre 2018, le secteur des communications a enregistré la croissance la plus rapide du S&P 500 (croissance du chiffre d'affaires de 20,4 % par rapport à la même période de l'année précédente).

Cette croissance a été tirée essentiellement par des facteurs structurels tels que la connectivité, la propriété des données et la croissance des données. Cette évolution s'inscrit, selon nous, dans une tendance structurelle relativement indépendante des perspectives macroéconomiques. Les prévisions de bénéfices du consensus pour 2019 ont récemment été revues à la baisse, de 15 % à 5 %, ce qui nous semble trop faible. Pour notre part, nous continuons de tabler sur une croissance proche de 10 % pour le chiffre d'affaires et supérieure à 10 % pour les bénéfices du secteur aussi bien pour 2019 qu'au-delà. Outre les perspectives de croissance, le titre pourrait aussi gagner du terrain lorsque les investisseurs réaliseront que les prévisions du consensus sont trop faibles.

Graphique 2 : Les valorisations sont inférieures aux moyennes historiques



Source : Datastream, Julius Baer

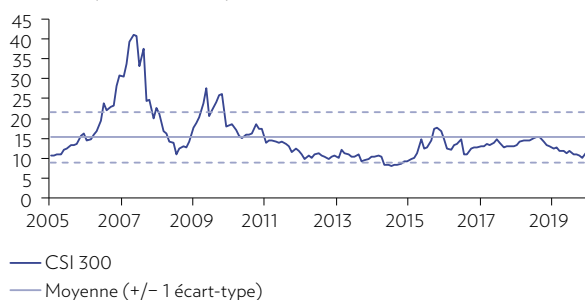
Patrik Lang, CFA

Résumé des notations des actions

Alphabet (Buy, cours/cours cible : USD 1189.84/1300)
 AT&T (Buy, cours/cours cible : USD 31.39/34)
 Comcast (Buy, cours/cours cible : USD 39.63/43)
 Facebook (Buy, cours/cours cible : USD 167.68/195)
 Verizon (Buy, cours/cours cible : USD 60.63/61)
 Walt Disney (Hold, cours/cours cible : USD 110.14/120)

SURPONDÉRATION DES ACTIONS CHINOISES

Ratio cours/bénéfices anticipé à 12 mois



Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Recommandations de titres :

Alibaba (Buy, cours/cours cible : USD 178.08/200)

Ping An Insurance-H (Buy, cours/cours cible : HKD 84.90/95)

Tencent Holdings (Buy, cours/cours cible : HKD 351.40/405)

Les actions chinoises devraient continuer à gagner du terrain, tirées par les mesures de relance mises en œuvre par les autorités du pays, l'atténuation des tensions commerciales avec les États-Unis et l'orientation plus accommodante prise récemment par la Réserve fédérale américaine. Les valorisations restent inférieures à leur moyenne historique et le ratio cours/bénéfices de Shiller pointe actuellement vers une hausse de la rentabilité pour l'actionnaire au cours de la prochaine décennie. Le fait que les actions chinoises deviennent une classe d'actifs de référence est également un argument en leur faveur dans une perspective de long terme. Dans ces conditions, nous maintenons notre surpondération stratégique des actions chinoises.

Mathieu Racheter, CAIA

ACTIONS PRÉFÉRÉES

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

Source : Julius Baer. Classification : Julius Baer Financial Instruments

MATIÈRES PREMIÈRES

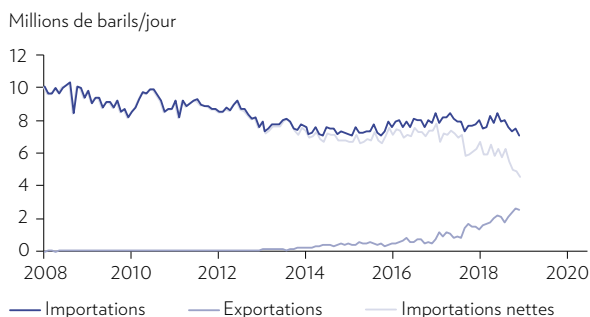
AU GRÉ DE L'HUMEUR DU MARCHÉ

Le pessimisme à l'égard de l'économie s'est atténué, mais la croissance n'est toujours ni suffisamment solide, ni suffisamment faible pour imprimer une tendance claire aux matières premières. Faisant fi des changements d'humeur du marché, nous maintenons notre opinion neutre. La récente correction de l'or offre, selon nous, une belle opportunité d'achat. La tendance à plus long terme reste positive et la hausse devrait reprendre dès que le dollar perdra de sa vigueur plus tard dans l'année.

Un marché qui évolue au gré de l'humeur des investisseurs

Ces temps-ci, les matières premières ont évolué largement de concert avec les actions. Après s'être effondrés à la fin de l'année dernière puis nettement ressaisis au début de l'année en cours, les prix stagnent. La situation reste globalement la même : la croissance n'est ni suffisamment forte, ni suffisamment faible pour imprimer une tendance claire au marché. Par ailleurs, on ne constate ni surconsommation susceptible de provoquer une pénurie, ni offre excessive qui pourrait faire baisser les prix. Les prix des matières premières ont fluctué au gré de l'humeur du marché avec, dans un premier temps, un profond pessimisme sur fond de craintes de stagnation de la croissance mondiale, puis un redressement lorsque ces craintes sont apparues comme prématurées. Le conflit commercial toujours d'actualité, la relance chinoise et les tensions avec l'Iran accentuent l'incertitude et maintiennent le marché des matières premières sur le qui-vive. Nous restons neutres à l'égard de la classe d'actifs et tablons sur une fluctuation des prix dans une fourchette étroite.

Graphique 1 : Les États-Unis exportateurs de pétrole grâce aux hydrocarbures de schiste



Source : Energy Information Administration, Julius Baer

L'augmentation des prix des carburants éclipse les risques liés à l'offre de pétrole

L'aggravation de la crise au Venezuela et la fin prochaine des dérogations octroyées aux exportations

pétrolières iraniennes dans le cadre des sanctions américaines sont autant de sources d'inquiétudes quant à l'offre et de sources de pressions haussières sur les prix. Par ailleurs, la production de pétrole de schiste s'envole, si bien que les États-Unis pourraient devenir exportateurs nets de pétrole brut et de produits pétroliers dès l'an prochain. Malgré les incertitudes politiques à court terme, les prix du pétrole devraient évoluer dans une fourchette relativement étroite. L'augmentation des prix des carburants (autrement dit les prix trop élevés à la pompe) fixe la limite haute de la fourchette au-delà de USD 70 le baril, tandis que la diminution de l'offre due à l'arrêt des investissements dans le pétrole de schiste établit la limite basse à moins de USD 50 le baril. En Europe, le secteur du gaz naturel a souffert depuis le début de l'année, pénalisé par l'augmentation des importations et la faiblesse de la demande pour le chauffage, ce qui a entraîné une baisse des prix de l'électricité.

Évolution parallèle des matières premières et des actions.

La consolidation de l'or offre une opportunité d'achat

Après leur rebond, les prix de l'or ont fait l'objet d'une consolidation sur fond de normalisation du sentiment du marché et d'appréciation du dollar américain. Même si les perspectives à court terme pour le dollar ne sont guère de bon augure pour l'or dans les prochaines semaines, il faut profiter de la correction pour acheter. En effet, le dollar devrait perdre de sa vigueur plus tard dans l'année et la demande pour les valeurs refuges devrait se redresser l'an prochain, apportant ainsi un soutien de long terme à l'or.

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, Head of Technical Analysis, mensur.pocinci@juliusbaer.com ¹⁾
Damien Ng, Next Generation Research, damien.ng@juliusbaer.com ¹⁾
David Alexander Meier, Economics 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⁾
Mathieu Racheter, Equity Strategy Research, mathieu.racheter@juliusbaer.com ¹⁾
Norbert Rücker, Head of Economics & Next Generation 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 Europe AG, qui est un établissement agréé et réglementé par l'Autorité fédérale allemande de surveillance du secteur financier (BaFin).

ANNEXE

Attestation des analystes

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

Méthodologie

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 26 mars 2019.

Actions

Système de notation d'actions

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

Système de notation des segments de marché

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

Catégories de risque

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

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

Divulgaration d'informations

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

Fréquence d'actualisation des notations

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

Répartition selon la notation à la date du 26/03/2019

Actions	Buy	43.6%	Hold	54.2%	Reduce	2.2%
Émetteurs	Buy	48.3%	Hold	48.7%	Sell	3.0%

Historique des recommandations sur les actions et les émetteurs

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

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

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

Système de notation d'émetteurs

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

Catégories de risque

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

Définition de la notation de crédit

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

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

Matières premières**Système de notation**

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

Recommandations d'investissement spécifiques aux matières premières

Les recommandations d'investissement spécifiques aux matières premières sont formulées selon le potentiel de hausse (Haussier) ou de baisse (Baissier) des différentes matières premières, selon la structure et la volatilité de la courbe par échéance. Les recommandations peuvent porter aussi bien sur le côté court que sur le côté long des contrats à terme 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 memorandum d'information ou le prospectus correspondants ou tout autre notice d'offre relative à l'émission des titres ou d'autres instruments financiers. La présente publication ne doit pas être lue séparément, sans consulter le rapport d'analyse intégral (si disponible) qui peut être fourni sur demande. Aucun élément de la présente publication ne constitue un avis en matière de placement ou un avis de nature juridique, comptable ou fiscale, ni une affirmation quant au caractère adéquat ou pertinent d'un investissement ou d'une stratégie à la situation particulière d'un investisseur ou encore une recommandation personnelle à un investisseur spécifique. Toute référence à un traitement fiscal particulier est fonction de la situation personnelle de chaque investisseur et peut faire l'objet de modifications futures. Julius Baer recommande à tout investisseur d'évaluer en toute indépendance, avec l'aide d'un conseiller professionnel, les risques financiers spécifiques ainsi que les conséquences encourues sur les plans juridique, réglementaire, fiscal, comptable et en termes de crédit.

Dans la mesure où les **obligations 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 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),
Dubai, Francfort, Genève,
Hong Kong, Londres, Lugano,
Luxembourg, Monaco,
Montevideo, Moscou, Mumbai,
Singapour et Tokyo.

04/2019 Publ. No. PU00106FR
© GROUPE JULIUS BAER, 2019

Signatory of:

