



Julius Bär

INSIGHTS

Opportunités d'investissement mai 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 mai 2019

Cours de référence, clôture de la rédaction

25 avril 2019, sauf indication contraire

ÉDITORIAL

Chère lectrice, cher lecteur,

Le jour succède à la nuit et la nuit succède au jour tout comme le printemps succède à l'hiver, l'été au printemps et l'automne à l'été. Puis l'hiver revient, et c'est le début d'un nouveau cycle. De la même manière, les pouvoirs naissent, grandissent, mûrissent puis déclinent, laissant la place à de nouveaux pouvoirs qui connaîtront le même destin. Naître puis mourir, ainsi va la vie.

Depuis des millénaires, l'existence des cycles façonne la pensée humaine. Il est ainsi pratiquement impossible d'ignorer les cycles pour ce qui est de l'activité économique. Semer, faire pousser, récolter, puis semer à nouveau. Récession, reprise, boom, contraction, puis début d'un nouveau cycle.

Dès le début de mes études en économie et en finance, j'ai été frappé par l'omniprésence des cycles et la quasi-impossibilité de se situer en leur sein. Autrement dit, le cycle a cette particularité de ne se révéler qu'une fois terminé.

Dans ce numéro d'Insights, nous nous intéresserons aux cycles de l'économie et des marchés, en soulignant leur caractère insaisissable et leur importance en matière de décisions d'investissement. Les conclusions risquent d'être quelque peu prosaïques.



Christian Gattiker
Head of Research

VUE D'ENSEMBLE

Perspective d'investissement : Page 6

- Les cycles de l'économie et du marché financier sont une source de préoccupation majeure pour les investisseurs. De toute évidence, les cycles existent, mais il est vain de tenter de les appréhender.
- Pour profiter de la reprise de l'économie mondiale attendue pour l'été 2019, les investisseurs doivent ajuster leurs portefeuilles en renforçant leur exposition aux secteurs cycliques et au risque de crédit.

Analyse technique : Page 8

- Acheter bon marché peut se révéler coûteux. Les investisseurs dans les fonds indiciels cotés, ou exchange-traded funds (ETF), en savent quelque chose !
- Reposez-vous sur la règle de la « croix dorée » pour anticiper l'évolution du marché. Elle donne actuellement des signaux d'achat sur les actions internationales.

Next Generation : Page 10

- À court terme, le déploiement de la 5G devrait concerner deux usages principaux pour les consommateurs. La proposition de valeur de la 5G mobile nous semble limitée. En revanche, le haut débit fixe sans fil pourrait devenir une source de revenus.
- À plus long terme, la 5G devrait donner lieu à des usages révolutionnaires au niveau des entreprises. Sur ce plan, les opérateurs de télécommunications devront trouver un équilibre entre la hausse des revenus et la forte augmentation des investissements.

Économie : Page 12

- L'économie mondiale est en train de toucher le creux de la vague, la Chine donnant des signes de reprise et les États-Unis continuant à faire preuve de résilience. En Europe, si le secteur manufacturier continue de souffrir, celui des services est toujours solide.
- De grandes banques centrales se sont engagées à poursuivre une politique accommodante tout au long de l'année 2019, assurant ainsi des conditions favorables à la reprise.

Monnaies : Page 13

- Les premiers signes de reprise progressive de l'économie mondiale améliorent globalement les perspectives pour les monnaies cycliques. Les pressions baissières s'atténuent peu à peu pour l'euro qui devrait, selon nous, toucher un plancher dans les prochains mois. Les perspectives pour d'autres devises cycliques comme la couronne suédoise ou le dollar canadien sont encore meilleures.
- En revanche, les facteurs de soutien sont de moins en moins nombreux pour les monnaies refuges telles que le yen japonais, le franc suisse et le dollar américain. Dans un tel contexte, le billet vert devient la principale monnaie support.

Revenu fixe : Page 14

- Tant que les banques centrales maintiendront leurs taux à des niveaux bas, les investisseurs devront mettre en œuvre une stratégie active et accepter davantage de risque de crédit.
- Nous privilégions les obligations d'entreprises en monnaies fortes des marchés émergents et avons relevé notre recommandation sur le haut rendement américain à Surpondérer. Nous continuons par ailleurs de surpondérer les obligations de qualité investment grade inférieure en EUR.

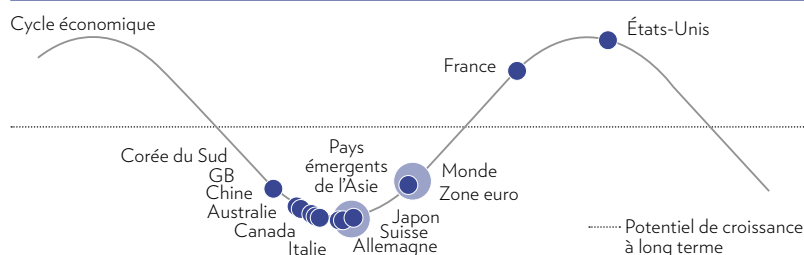
Actions : Page 16

- Les valeurs du secteur des matériaux sont, selon nous, le meilleur moyen de participer au rebond des marchés émergents en général et de la Chine en particulier, dont l'économie devrait se redresser grâce aux mesures de relance du gouvernement.
- Le secteur des matériaux reste attrayant à l'aune de pratiquement tous les critères de valorisation, tant en termes absolus que relativement au marché dans son ensemble.

Matières premières : Page 18

- L'atténuation du pessimisme à l'égard de la croissance et l'amélioration du sentiment du marché ont tiré la classe d'actifs depuis le début de l'année. La croissance n'est cependant ni suffisamment forte ni suffisamment faible pour imprimer une tendance claire aux matières premières. Aussi maintenons-nous notre opinion neutre.
- L'or poursuit sa tendance haussière de long terme. L'augmentation des prix des carburants devrait limiter la hausse du pétrole.

VUE D'ENSEMBLE DES CYCLES ÉCONOMIQUES



CROISSANCE (PIB réel an/an, %)

Moyenne	2018	2019E	2020E
États-Unis	2.9	2.5	0.8
Zone euro	1.8	1.1	0.9
Royaume-Uni	1.4	1.1	0.8
Suisse	2.5	1.1	1.0
Japon	0.8	0.6	0.5
Chine	6.6	5.9	5.8
Monde	3.7	3.1	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	1.7	1.8
Suisse	0.9	0.7	1.1
Japon	1.0	0.6	0.9
Chine	1.9	1.9	2.5
Monde	5.1	4.0	4.1

IPC = indice des prix à la consommation

INDICES D'ACTION (monnaie locale)

	Niveau	12M
SMI	9694	9900
Eurostoxx 50	3492	3600
S&P 500	2926	3100
Nikkei 225	22308	22500

MATIÈRES PREMIÈRES

	Prix	12M
Pétrole Brent (USD/baril)	75.2	60.0
Or (USD/once)	1277	1400
Cuivre (USD/tonne)	6359	6000
Minerai de fer (USD/tonne)	93	65

MONNAIES

	Spot	3M	12M
EUR/CHF	1.14	1.11	1.15
USD/CHF	1.02	1.01	1.00
JPY/CHF	0.91	0.89	0.87
GBP/CHF	1.32	1.31	1.37
EUR/USD	1.11	1.10	1.15
EUR/GBP	0.86	0.85	0.84
USD/JPY	111.9	113.0	115.0
GBP/USD	1.29	1.29	1.37

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	1.00
Suisse	-0.75	-0.75	-0.75
Japon	-0.10	-0.10	-0.10

E = estimation

EMPRUNT D'ÉTAT 10 ANS (% p. a.)

Fin d'exercice	2018	2019E	2020E
États-Unis	2.83	3.15	2.55
Allemagne	0.25	0.65	0.60
Royaume-Uni	1.27	1.70	1.45
Suisse	-0.19	0.05	0.05
Japon	0.04	0.00	0.05

PERSPECTIVE DES CATÉGORIES D'ACTIFS

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

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

↑ vue positive → vue neutre ↓ vue négative

IDÉES D'INVESTISSEMENT : ACTIONS

Thème	Sociétés
Actions des marchés émergents	CSPC Pharmaceutical, Shenzhou International, Sunny Optical Technology
Actions préférées	Par secteur

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

Source des tableaux et graphiques : Julius Baer

ÉMETTEURS OBLIGATAIRES PRÉFÉRÉS

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

PERSPECTIVE D'INVESTISSEMENT

CYCLE ? QUEL CYCLE ?

Les cycles de l'économie et du marché financier sont une source de préoccupation majeure pour les investisseurs. De toute évidence, les cycles existent, mais il est vain de tenter de les appréhender. Pour profiter de la reprise de l'économie mondiale attendue pour l'été 2019, les investisseurs doivent ajuster leurs portefeuilles en renforçant leur exposition aux secteurs cycliques et au risque de crédit.

LE TERME DU MOIS :

Cycle économique

Au cours des 200 dernières années, les cycles économiques ont été très différents tant par leur durée que par leur ampleur et leur taille. Ils ont néanmoins en commun leur récurrence, leur persistance et leur omniprésence. Ils constituent des phénomènes variés, complexes et évolutifs qui s'inscrivent dans la dynamique à la fois historique et économique. Les théories et modèles qui tentent de les réduire à un simple mécanisme causal ou à un choc ne sont guère pertinents.

Source : V. Zarnowitz (1991), « What is a business cycle? » Bureau national américain de recherche économique (NBER), working paper #3863, Julius Baer

« La fin est proche »

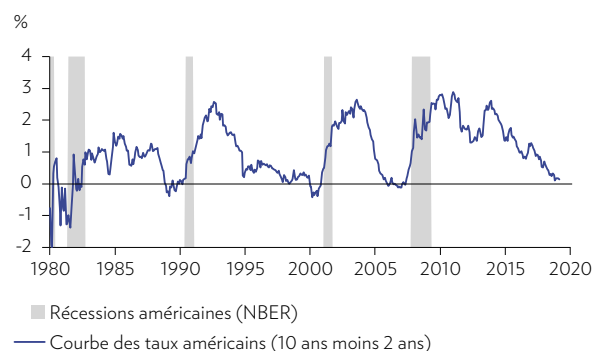
La fin est proche – ou n'est-ce pas plutôt la fin du cycle ? Au cours des dernières années, j'ai été plongé dans des débats sans fin avec les investisseurs sur le « cycle », débats qui tournaient toujours autour des mêmes questions : « Quel cycle ? », « Quand a-t-il débuté ? », « Qu'en est-il de sa solidité ? », « Quand risque-t-il de se terminer ? », « Un cycle se termine-t-il toujours par une récession économique ? ».

Il y a récession lorsque le NBER déclare que c'est le cas.

La dernière question est particulièrement révélatrice. Au cours de mes études universitaires, j'ai appris plusieurs définitions du terme « récession », dont celle qui consiste à dire qu'il y a récession en cas de deux trimestres consécutifs de baisse. Lorsque j'ai démarré ma carrière d'économiste, la règle était de considérer que l'économie était en récession lorsque le Bureau national américain de recherche économique

(NBER) le déclarait, ce qui, soit dit en passant, arrivait généralement une année après que ladite récession avait effectivement commencé. Autant dire qu'il n'y a là pas grand-chose d'utile pour l'orientation des portefeuilles. Les investisseurs n'en demeurent pas moins obsédés par l'idée de savoir où en est le cycle, et notamment quand aura lieu la prochaine récession. Voyons donc ce que l'on sait, ou plutôt ce que l'on ne sait pas, sur cette prochaine récession.

Graphique 1 : Les vieux cycles ont la peau dure – pas encore de récession à l'horizon



Source : Datastream, Julius Baer

Marché obligataire : « Presque, mais pas encore »

Nos analystes économiques disposent de tout un arsenal de modèles pour tenter de déterminer quand aura lieu la prochaine récession. À l'instar de celui présenté dans le graphique 1, plusieurs de ces modèles se basent sur les marchés obligataires. Lorsque les taux à court terme passent en dessous des taux à long terme, la probabilité de récession augmente. Or, les investisseurs obligataires s'attendent à une baisse prochaine des taux à court terme, la Réserve fédérale américaine s'efforçant d'éviter un essoufflement de l'économie. Au regard du graphique 1, il semble que l'on y soit presque. Presque oui, mais pas encore ! En ce printemps 2019, la probabilité de récession pour l'économie américaine est d'environ un tiers sur 12 mois. Par le passé, une telle probabilité n'a pas débouché sur une récession, tout du moins sans choc externe

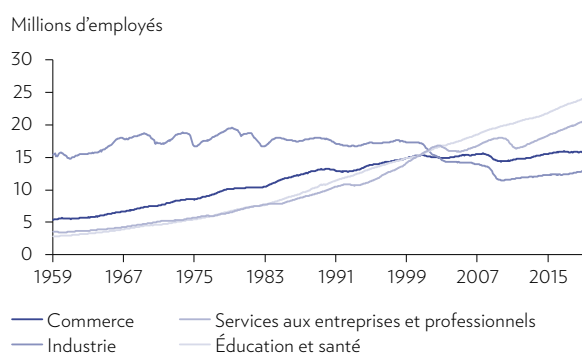
inattendu. Donc, comme pourrait le dire Dale Carnegie, « arrêtez de vous inquiéter et commencez à investir ».

L'éducation et la santé prennent le dessus

Il est aussi une tendance structurelle appelée « Ed-Med » qui pourrait prolonger le cycle actuel de manière tout à fait inédite. L'expression « Ed-Med » renvoie au fait que les emplois dans l'éducation et la santé (deux secteurs particulièrement « non cycliques ») ont été multipliés par dix sur les 60 dernières années. Comme le montre le graphique 2, dans le même temps, les emplois industriels ont reculé de 30 %. L'avenir pourrait donc bien être moins cyclique qu'on ne le pense.

Les emplois dans l'éducation et la santé ont été multipliés par dix au cours des 60 dernières années.

Graphique 2 : Le secteur « Ed-Med » a pris le dessus



Source : Datastream, Julius Baer

À quoi ressemblera la prochaine récession ?

La récession de 2008 était-elle la toute dernière ? Rien n'est moins sûr. Selon nous, elle a surtout fait office de signal d'alarme dans un contexte où les banques centrales se félicitaient les unes les autres, convaincues d'avoir réussi à dompter définitivement le cycle. C'est ce que l'on appelait la « grande modération », une idée qui a eu le vent en poupe jusqu'au choc de 2008. Alors, si une récession devait se déclencher prochainement, à quoi ressemblerait-elle ? La réponse semble évidente au regard de la situation en termes d'endettement aux États-Unis (graphique 3). La récession partira des entreprises comme celles de 1990 et de 2000. En effet, la dette des entreprises a dépassé celle des ménages dans des proportions sans précédent au cours des dix dernières années. Or,

l'endettement des entreprises devra forcément être réduit à un moment donné au cours des années 2020.

Comment orienter votre portefeuille

Étant donné le caractère insaisissable des cycles économiques et la réticence des banques centrales à freiner le cycle actuel, nous recommandons aux investisseurs de surfer sur la vague du prochain redressement de l'économie mondiale attendu pour l'été 2019.

Approche d'investissement :

- rester pleinement investi ou investir par le biais d'une approche progressive

Revenu fixe :

- renforcer l'exposition au risque de crédit en misant sur le haut rendement américain, la dette émergente en monnaies fortes et les obligations européennes de qualité investment grade inférieure

Actions :

- se concentrer sur les valeurs cycliques des secteurs des matériaux, du pétrole et du gaz, et de l'industrie ; renforcer l'exposition au secteur de la santé ; mettre l'accent sur les marchés émergents asiatiques

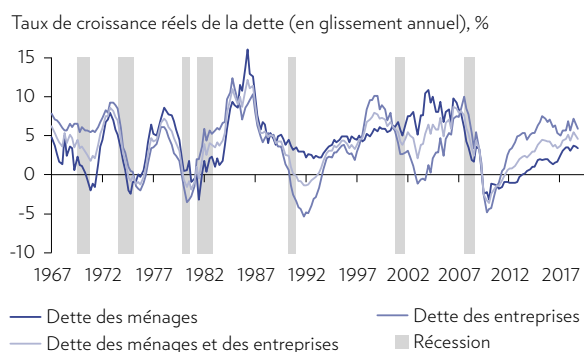
Monnaies :

- pas de positionnement majeur tant que le cycle du dollar n'a pas atteint son pic

Matières premières :

- à l'exception de l'or (comme assurance), il est recommandé aux investisseurs financiers de rester à l'écart de cette classe d'actifs

Graphique 3 : La prochaine récession sera probablement une « récession d'entreprises »



Source : Datastream, Julius Baer

Christian Gattiker, CFA, CAIA

ANALYSE TECHNIQUE

ACHETER BON MARCHÉ PEUT COÛTER TRÈS CHER

Ne tombez pas dans le piège consistant à acheter systématiquement bon marché car cela peut finalement coûter très cher. Les investisseurs dans les ETF en savent quelque chose ! Reposez-vous sur la règle de la « croix dorée » pour anticiper l'évolution du marché. Elle donne actuellement des signaux d'achat sur les actions internationales.

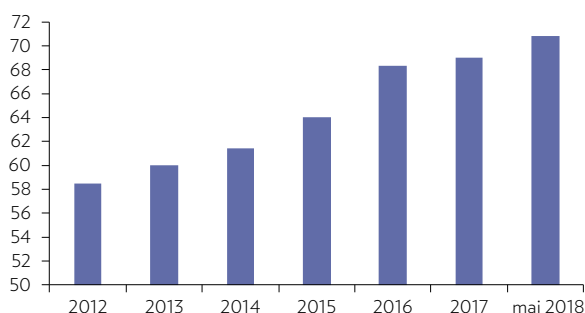
Quelles sont les valeurs les plus populaires ?

Notre expérience d'investisseurs nous a enseigné que dans les phases de retournement des marchés financiers, mieux valait ne pas suivre la foule. En effet, les marchés financiers évoluent généralement dans un sens défavorable à la majorité des investisseurs. Au cours des dernières années, l'investissement passif s'est imposé au point de devenir une véritable religion. Comme le montre le graphique 1, la part des actifs détenus par les investisseurs privés dans les fonds indiciels cotés, ou exchange-traded funds (ETF), n'a cessé de progresser pour atteindre 71 % en mai 2018. Les investisseurs privés semblent considérer cette stratégie a priori bon marché comme la meilleure.

Acheter bon marché peut
au final coûter très cher –
les investisseurs dans les ETF
en savent quelque chose !

Graphique 1 : Les investisseurs privés apprécient particulièrement les stratégies d'investissement passif

Part des ETF détenue par les investisseurs privés, %



Source : Strategic Insight, Julius Baer

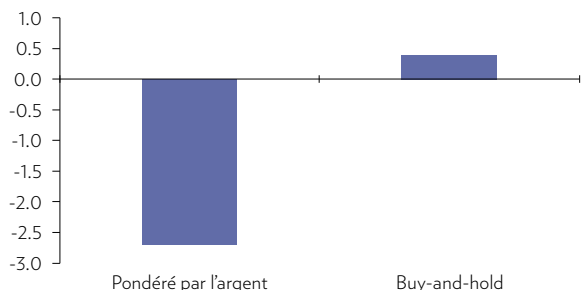
Acheter bon marché peut-il coûter cher ?

Oui, acheter bon marché peut se révéler très coûteux au final. J'ai personnellement remarqué lors de la revente de bicyclettes d'occasion que celles qui ne valaient pas grand-chose à l'achat se revendaient très mal, tandis que les plus chères pouvaient se revendre avec une décote d'à peine 30 %. J'ai donc arrêté d'acheter des bicyclettes bon marché. Par ailleurs, il ne faut pas sous-estimer les inconvénients liés à la faiblesse du prix et à la gratuité. La plupart du temps, un produit ou un service bon marché ou gratuit fait l'objet d'une surconsommation. Si vous ne me croyez pas, apportez donc des friandises au bureau, mettez-les à disposition de tous et vous verrez la vitesse à laquelle elles disparaîtront.

Il n'est donc pas surprenant que si l'on considère la stratégie passive la plus populaire (ETF dans les actions à faible volatilité), on constate que sa performance relative est en fait inférieure à celle du S&P 500, en raison d'erreurs d'appréciation temporelle du marché. Le rendement « pondéré de l'argent » (money-weighted) de la stratégie passive était inférieur de 3,1 points de pourcentage au rendement « buy-and-hold » de la stratégie. Des ETF conservés sur le long terme auraient en fait légèrement surperformé le S&P 500 (graphique 2). La faiblesse des commissions, la facilité d'accès et la pléthore d'informations sont autant d'éléments qui ont amené les investisseurs à acheter et vendre de manière excessive les ETF. Au final, l'idée a priori bonne d'acheter à moindre coût des ETF axés sur des actions à faible volatilité a débouché sur une destruction de valeur.

Graphique 2 : ETF sur des actions à faible volatilité – rendements relatifs vs S&P 500

Rendements annualisés (2011 – 2018), %



Remarque : Le taux de rendement pondéré par l'argent tient compte de la taille et du calendrier des flux de liquidités.

Source : Strategic Insight Simfund, Julius Baer

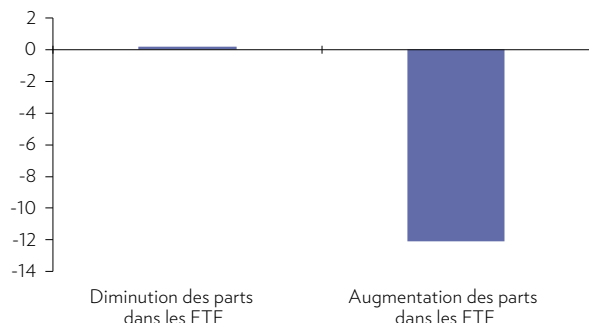
La popularité est pire qu'une forte activité

À noter également que les ETF les plus populaires d'une année donnée ont enregistré une sous-performance moyenne de 12 % l'année suivante (graphique 3). L'avantage de coût est perdu du fait du comportement des investisseurs qui se révèlent incapables d'anticiper l'évolution du marché et qui se précipitent tous vers les mêmes instruments.

Suivre les signaux émanant de la « croix dorée » pour mieux prévoir la direction du marché.

Graphique 3 : La popularité conduit à la sous-performance

Performance des ETF vs S&P 500 dans les cas de changements du nombre de parts, %



Source : D. Brown, S. Davies, S. et M. Ringgenberg (2016), « ETF arbitrage and return predictability », Julius Baer

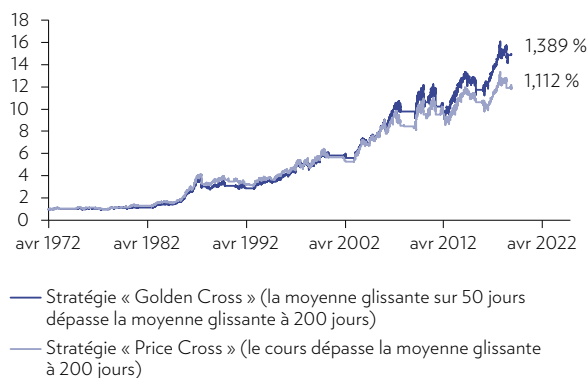
Solution possible : y aller lentement mais sûrement

Les trois graphiques précédents montrent que la faiblesse des coûts, la disponibilité immédiate et l'information pléthorique ont mené à une nette sous-performance pour les investisseurs privés qui ont choisi une solution a priori bon marché. L'un des moyens de savoir quand et comment agir est de se baser sur des règles qui ont fait leurs preuves pour capter les hausses et limiter les baisses tout en réduisant le nombre de transactions. La plupart des investisseurs ont entendu parler de la moyenne mobile (MM) sur 200 jours qui détermine la tendance d'un actif sous-jacent. Les prix qui ont évolué au-dessus de cette moyenne au cours des 200 jours précédents sont considérés comme étant sur une tendance haussière. Le dépassement de cette ligne constitue donc un signal d'achat. Comme le montre le graphique 4, il est possible d'améliorer le modèle en utilisant deux moyennes mobiles de manière à réduire le nombre de signaux. Le signal sera ainsi à l'achat uniquement lorsque la MM sur 50 jours dépassera la MM sur 200 jours. Cette méthode, dite de la « croix dorée », donne de meilleurs résultats car elle génère un nombre de signaux beaucoup plus faible qu'avec l'utilisation d'une seule moyenne mobile.

Au final, la pratique vaut nettement mieux que la théorie. Dès lors que les investisseurs ont opté pour une approche, ils doivent s'y tenir et obéir aux signaux. Pour le MSCI Monde, le signal est devenu positif début avril, confirmant notre opinion selon laquelle les actions sont actuellement sur une tendance haussière.

Graphique 4 : MSCI Monde – courbe des signaux émanant des moyennes mobiles

Performance des investissements dans le MSCI Monde, indexé



Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Mensur Pocinci, MFTA



NEXT GENERATION

5G – RÉVOLUTION ? PAS ENCORE

À court terme, le déploiement de la 5G devrait concerner deux usages principaux pour les consommateurs. La proposition de valeur de la 5G mobile nous semble limitée. En revanche, le haut débit fixe sans fil pourrait devenir une source de revenus. À plus long terme, la 5G devrait donner lieu à des usages révolutionnaires au niveau des entreprises. Les opérateurs de télécommunications devront trouver un équilibre entre la hausse des revenus et la forte augmentation des investissements.



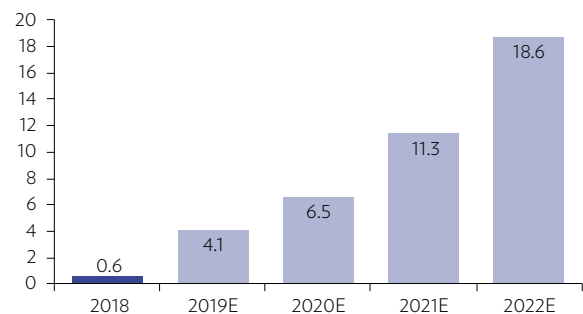
Un grand battage médiatique

Un grand virage se profile au niveau des technologies de communication sans fil, avec le passage de la quatrième (4G) à la cinquième (5G) génération. À écouter les exposants qui étaient présents au Congrès mondial de la téléphonie mobile de Barcelone, on pourrait penser que « la 5G est déjà là ». C'est pourtant loin d'être le cas, le déploiement à grande échelle des réseaux 5G n'étant pas prévu avant le deuxième semestre de cette année au plus tôt, et dans certaines zones uniquement.

À court terme, la 5G se traduira par une évolution plutôt que par une révolution.

Graphique 1 : La demande de semi-conducteurs va augmenter avec le déploiement de la 5G

Dépenses de semi-conducteurs liées à la 5G (USD mrd)



E = estimation

Source : Bank of America Merrill Lynch, Julius Baer

La principale raison pour laquelle la 5G n'est pas encore là est que les standards, les fondements technologiques, les calendriers de déploiement et les usages la concernant ne sont pas encore tout à fait définis. Les standards mondiaux de la 5G pour les communications sans fil visent à améliorer progressivement l'efficacité en termes de coûts. La promesse de la 5G ne se limite toutefois pas à une augmentation des vitesses de téléchargement à moindre coût. Elle porte aussi sur des usages plus révolutionnaires qui se manifesteront dans les années 2020.

À court terme, plus de rapidité pour le mobile et le « câble sans fil »

À court terme, le déploiement de la 5G concernera deux usages principaux pour les consommateurs : (1) la 5G mobile – une expérience améliorée avec les appareils traditionnels comme les portables, et (2) la bande large fixe sans fil – une alternative sans fil à l'internet par voie filaire ou par satellite. Pour ces

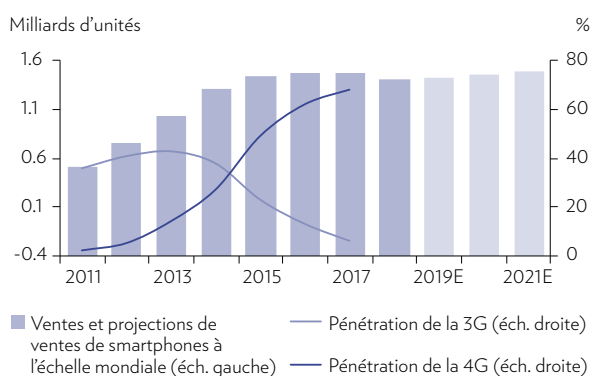
deux usages, il s'agira d'une évolution progressive et non d'une révolution, avec des améliorations au niveau de l'expérience du consommateur en matière de communications sans fil.

La 5G mobile devrait permettre aux opérateurs de télécommunications d'offrir à leur clientèle une nouvelle proposition de valeur : des débits de données plus élevés et une meilleure expérience pour l'utilisateur pour certaines connexions (applications lourdes) dont le streaming vidéo mobile, la réalité augmentée/réalité virtuelle et les jeux vidéo sur le cloud. L'attrait de cette proposition de valeur risque cependant d'être relativement limité dans la mesure où la 4G offre déjà suffisamment de capacité de réseau pour la plupart des usages mobiles.

La 5G devrait donner lieu à des usages plus révolutionnaires dans les années 2020.

Le haut débit fixe sans fil s'annonce plus intéressant car il pourrait être à l'origine de nouvelles sources de revenus. Il consiste à fournir aux ménages et aux petites entreprises un accès fixe à internet par le biais d'une solution 5G sans fil plutôt que par les systèmes traditionnels (câbles, fibre et satellite). Le modèle économique de cette nouvelle solution de connectivité n'a pas encore été complètement éprouvé et testé, mais ce type de solutions pourrait parfaitement convenir dans certains cas. Par exemple un accès sans fil fixe par le biais d'un réseau de petites cellules et/ou d'un dispositif de hotspots pourrait être parfaitement adapté pour certaines zones rurales et péri-urbaines.

Graphique 2 : Le nombre d'appareils portables a stagné depuis la fin du déploiement de la 3G



E = estimation

Source : International Data Corporation (IDC), Citigroup, Julius Baer

Libération du potentiel à plus long terme

À plus long terme, le déploiement de la 5G devrait donner lieu à des usages révolutionnaires au niveau des entreprises avec : (1) « l'Internet des objets » dans l'industrie, autrement dit des réseaux 5G axés sur l'automatisation industrielle, la sécurité, la logistique et les services qui permettront de faire fonctionner, d'automatiser et de coordonner des appareils et des capteurs hyper-connectés, et (2) l'edge computing (ou informatique en périphérie de réseau), c'est-à-dire des réseaux 5G associés à des nœuds locaux (en « périphérie » d'internet) pour répondre aux besoins de connectivité et de calcul d'applications sensibles et révolutionnaires (comme dans le domaine de la conduite autonome ou de la téléchirurgie robotique).

Le déploiement de la 5G à de telles fins ne devrait cependant concerner qu'un nombre limité de zones géographiques et d'entreprises d'ici la fin des années 2020, car cela suppose des investissements importants pour des résultats économiques qui restent incertains. À ce niveau, les opérateurs de télécommunications doivent vraiment trouver un équilibre entre l'opportunité d'augmentation des revenus et les besoins d'investissement accrus tout en tenant compte de leur manque d'expérience en matière de monétisation de services à valeur ajoutée.

Carsten Menke, CFA

ÉCONOMIE

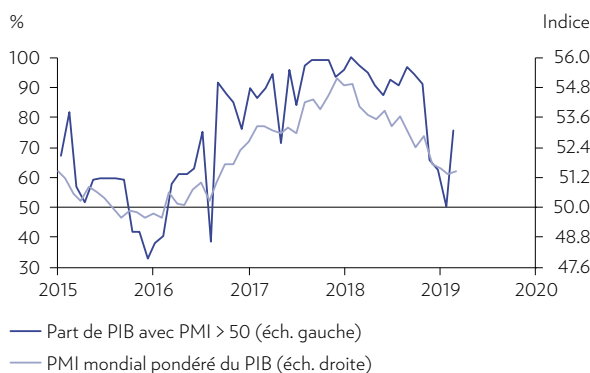
L'ÉCONOMIE MONDIALE AU CREUX DE LA VAGUE

L'économie mondiale est en train de toucher le creux de la vague, la Chine donnant des signes de reprise et les États-Unis continuant à faire preuve de résilience. En Europe, si le secteur manufacturier continue de souffrir, celui des services est toujours solide. Les grandes banques centrales se sont engagées à poursuivre une politique accommodante tout au long de l'année 2019, assurant ainsi des conditions favorables à la reprise.

Premiers signes de redressement progressif de l'économie mondiale

Les indicateurs d'activité du mois de mars suggèrent que l'économie mondiale a atteint le creux de la vague. Alors que l'économie américaine continue de résister, les premiers signes de reprise apparaissent en Chine où les mesures de relance commencent à porter leurs fruits. Une sortie progressive de la phase de baisse cyclique semble donc se profiler. En Europe, les obstacles aux échanges internationaux continuent de pénaliser les entreprises exportatrices du secteur manufacturier. Les secteurs des services orientés principalement vers le marché domestique restent, quant à eux, solides, évitant une récession généralisée aux pays touchés par les difficultés du secteur manufacturier.

Graphique 1 : Dynamique économique – au creux de la vague



PIB = produit intérieur brut ; PMI = indice des directeurs d'achat

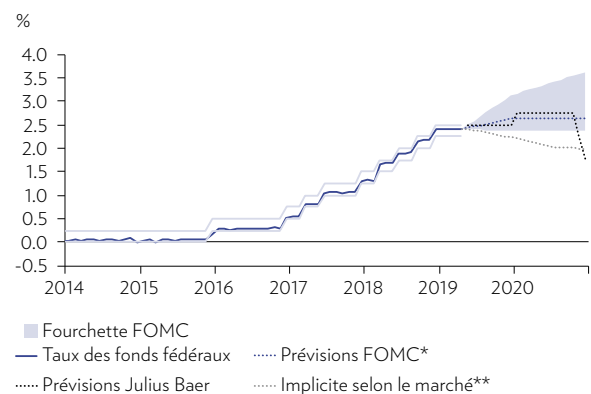
Source : Markit Economics, Institute for Supply Management (ISM), Julius Baer

Les banques centrales se sont engagées à ne pas durcir leur politique

À l'issue de sa dernière réunion, la Réserve fédérale américaine (Fed) a déclaré renoncer à toute hausse des taux d'intérêt cette année. Pour 2020, un relèvement est toujours prévu et il devrait, selon nous, avoir lieu au premier trimestre. La Banque centrale européenne ayant déjà fait part de son intention de

maintenir le statu quo jusqu'à fin 2020, ce sont maintenant deux grandes banques centrales qui se sont engagées à mener une politique accommodante en 2019, assurant ainsi à l'économie mondiale des conditions favorables pour reprendre son ascension.

Graphique 2 : La Fed s'abstiendra de tout resserrement de sa politique en 2019



FOMC = Federal Open Market Committee ; * médiane des « dots » ;
** selon la courbe des swaps indexés au jour le jour

Source : Réserve fédérale américaine, Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

L'inversion de la courbe des taux des bons du Trésor américain n'a rien d'alarmant

En mars, la courbe des taux américains s'est inversée pendant une courte période, le rendement des bons du Trésor à 10 ans ayant dépassé le taux à 3 mois. Une telle inversion a régulièrement été un signe annonciateur de récession. Nous pensons néanmoins qu'il n'y a pas lieu de s'alarmer. L'inversion n'a duré que quelques jours, prenant fin lorsque le rendement à 10 ans s'est ressaisi. En fait, le phénomène a concerné uniquement le rendement à 3 mois. Pour le rendement à 2 ans, la courbe s'est jusqu'à présent simplement aplatie, sans s'inverser. En outre, la politique monétaire n'est pas encore excessivement restrictive, ce qui distingue la situation actuelle des précédentes où l'inversion avait été suivie d'une récession.

Sophie Altermatt, PhD

MONNAIES

L'EURO PROCHE DU PLANCHER

L'attrait des monnaies refuges s'atténue alors que les premiers signes de reprise de l'économie mondiale améliorent les perspectives pour les monnaies cycliques. Les pressions baissières sur l'euro diminuent et les facteurs de soutien pour la couronne suédoise et le dollar canadien sont de plus en plus nombreux. Les nouvelles injections de liquidités limitent le soutien que pourrait apporter à l'euro la stabilisation prévue de la croissance mondiale et de la zone euro. Le dollar américain et les monnaies émergentes à haut rendement continuent de bénéficier d'un avantage de taux d'intérêt.

Des monnaies refuges aux monnaies cycliques

Les premiers signes de reprise progressive de l'économie mondiale améliorent globalement les perspectives pour les monnaies cycliques. Les pressions baissières s'atténuent peu à peu pour l'euro qui devrait, selon nous, toucher un plancher dans les prochains mois. Les perspectives pour d'autres monnaies cycliques comme la couronne suédoise ou le dollar canadien sont cependant encore meilleures, le risque d'un biais accommodant de la politique monétaire étant plus faible que dans la zone euro. La Banque centrale européenne se tient toujours prête pour une nouvelle série d'opérations ciblées de refinancement de long terme en septembre. Cela devrait permettre de faire face à la faiblesse de l'activité de crédit et au durcissement des conditions de prêts des banques dû à l'augmentation des coûts de financement. Ce léger assouplissement supplémentaire de la politique monétaire est, avec le net désavantage en termes de taux d'intérêt, la raison principale qui nous amène à penser que l'euro ne profitera pas de l'amélioration cyclique à court terme.

Sans le Brexit, la livre sterling constituerait, elle aussi, une belle opportunité d'investissement cyclique. Le report de la date de sortie de l'UE à octobre 2019 nous conforte dans notre opinion positive à long terme sur la livre. À court terme, il manque en revanche un élément catalyseur susceptible de porter la monnaie britannique. Les monnaies refuges telles que le yen japonais, le franc suisse et le dollar américain ont, quant à elles, de moins en moins de facteurs de soutien. Dans un tel contexte, le billet vert devient la principale monnaie support. Le dollar américain se distingue par un avantage de taux par rapport au yen japonais et au franc suisse qui pénalisent tous deux les investisseurs avec des taux d'intérêt négatifs. Pour leur part, les monnaies à haut rendement des marchés émergents continuent d'offrir des rendements attrayants, mais au prix de risques considérables.

L'avantage de taux dont bénéficie le dollar américain en fait la principale monnaie support.

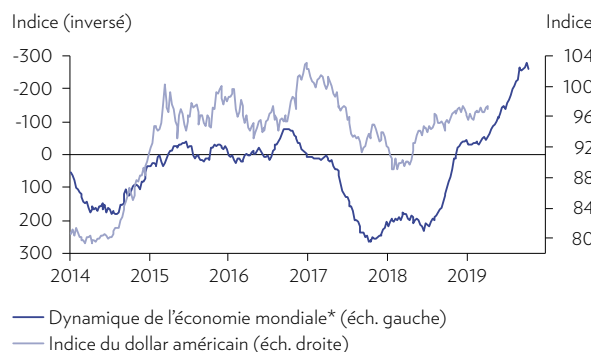
Graphique 1 : Premiers signes de redressement progressif de l'économie mondiale



Remarque : HARPEX mesure les tarifs de transport par conteneurs au niveau mondial

Source : Datastream, Julius Baer

Graphique 2 : La vigueur du dollar américain est tributaire des données économiques



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

Source : Datastream, Citi, Julius Baer

David Kohl

REVENU FIXE

LE RISQUE DE CRÉDIT POUR PRÉSERVER LA VALEUR

Tant que les banques centrales maintiendront des taux réels bas, voire négatifs, les investisseurs devront mettre en œuvre une stratégie active et accepter davantage de risque de crédit pour préserver la valeur. Nous privilégions les obligations d'entreprises en monnaies fortes des marchés émergents et avons relevé la dette spéculative américaine à Surpondérer. Sur le segment en euro, nous continuons à recommander les obligations d'entreprises de qualité investment grade inférieure.

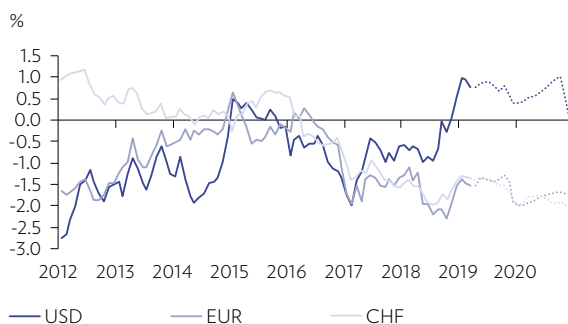
Les banques centrales continuent de mener le bal

Le taux d'intérêt réel sans risque, largement dicté par les banques centrales, est la référence pour les stratégies obligataires. En 2019, les banques centrales ont adressé un message sans ambiguïté au marché : le taux sans risque restera faible pendant un bon moment encore. La Réserve fédérale américaine a explicitement indiqué que le relèvement des taux n'était pas pour tout de suite, tandis que la Banque centrale européenne et la Banque du Japon se sont prononcées pour une stabilité des taux sur une période prolongée. Il est donc évident qu'aucune normalisation des taux n'est à attendre dans l'immédiat.

Pas d'alternative au risque de crédit

Lorsque les taux réels du marché monétaire sont faibles ou négatifs, les investisseurs sont confrontés à un choix difficile entre, d'une part, des placements sûrs avec une perte de pouvoir d'achat assurée mais faible et, d'autre part, une exposition plus importante au risque de crédit avec un potentiel plus intéressant mais un risque de perte plus élevé. Dans le contexte actuel, avec l'amélioration du cycle économique, nous privilégions la seconde stratégie, avec une concentration sur les segments offrant les rendements les plus élevés.

Graphique 1 : Les taux réels du marché monétaire restent faibles



Remarque : prévisions de Julius Baer Economic Research à partir d'avril 2019

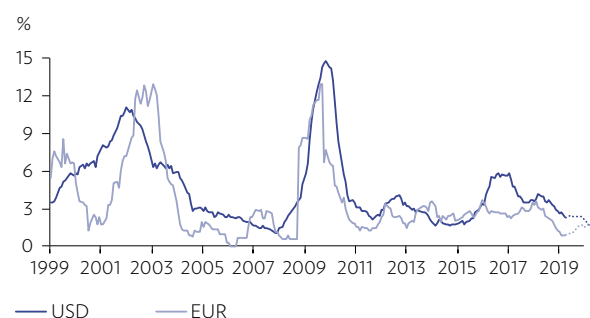
Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Nous préférons le risque de crédit au risque de durée

Dans le contexte actuel de politique monétaire accommodante et d'amélioration du cycle économique, nous continuons de préférer le risque de crédit au risque de durée. Autant le caractère accommodant de la politique monétaire devrait continuer à profiter aux segments obligataires les plus rémunérateurs et limiter les risques de refinancement sur le marché du haut rendement, autant l'amélioration du cycle devrait, quant à elle, se traduire par une diminution des risques de défaillance.

Les taux réels faibles ou négatifs devraient perdurer.

Graphique 2 : Des risques de défaillance limités



Remarque : prévisions de Moody's à partir d'avril 2019

Source : Moody's, Julius Baer

Les obligations d'entreprises américaines restent populaires

Le risque de défaillance limité et la recherche de rendement plaident tous deux en faveur du haut rendement américain, autrement dit des obligations notées Ba1/BB+ et moins. Le surplus de rendement moyen de ces obligations spéculatives par rapport aux bons du Trésor américain était de plus de 5 % lorsque nous avons porté notre recommandation de

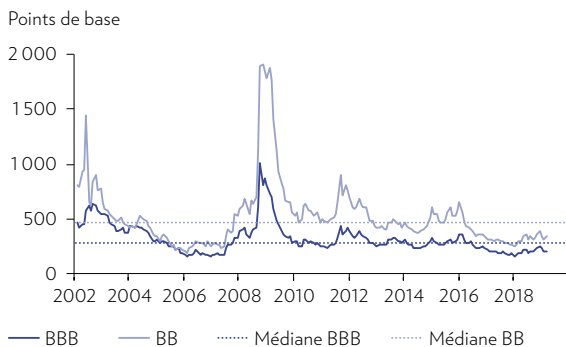
Sous-pondérer à Neutre en janvier. Il est aujourd'hui revenu à un peu plus de 3,5 %. Même si les écarts de crédit se maintiennent au niveau actuel, le haut rendement américain continuera de surperformer par rapport à la plupart des autres segments en USD.

Nous réitérons notre recommandation de Surpondération des obligations d'entreprises américaines de qualité investment grade inférieure (Baa/BBB). Ce segment offre une combinaison attrayante, avec à la fois des rendements raisonnables et une qualité investment grade (inférieure). Pour les investisseurs recherchant davantage de qualité, nous recommandons les titres américains adossés à des hypothèques (mortgage-backed securities – MBS), en particulier ceux exposés à la dette des agences garantie par l'État. Malgré une bonne qualité de crédit, les MBS offrent toujours un surplus de rendement de 0,5 % par rapport aux papiers du Trésor américain.

La dette des marchés émergents libellée en monnaies fortes

Historiquement, des taux réels du marché monétaire faibles ou négatifs ont toujours été synonymes de surperformance pour les obligations d'entreprises des marchés émergents (ME) libellées en monnaies fortes. En effet, les emprunteurs bénéficient directement de la faiblesse des coûts de refinancement, ce qui contribue à l'amélioration de leur qualité de crédit. Parallèlement, la recherche effrénée de rendement assure un afflux régulier de fonds, ce qui limite le risque de refinancement. Tant que ces conditions favorables persisteront, nous maintiendrons notre recommandation de Surpondération du secteur, même si les écarts de crédit passent en-deçà de leur moyenne de long terme.

Graphique 3 : Les obligations d'entreprises des marchés émergents sont chères



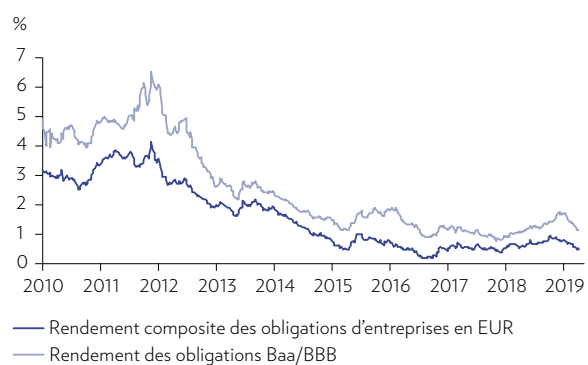
Source : J.P. Morgan, Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Si nous sommes positifs à l'égard des obligations émergentes en monnaies fortes, nous restons en revanche neutres sur la dette émergente en monnaies locales. La composition du portefeuille de dettes des ME en monnaies locales reste marquée par une orientation vers la dette asiatique. On ne peut toutefois exclure la possibilité que la Chine réduise encore ses taux, ce qui serait source de pressions baissières sur les monnaies asiatiques. Nous restons donc neutres sur le segment.

Obligations en EUR de qualité investment grade inférieure

Nous maintenons notre recommandation de Surpondération des obligations de qualité investment grade inférieure (Baa/BBB) tant en EUR qu'en USD. Les premières bénéficient encore plus que les secondes de la politique monétaire très accommodante. De plus, la politique budgétaire reste globalement restrictive dans la zone euro, maintenant les volumes d'émission de la dette publique à de faibles niveaux. Par conséquent, aucune vague d'émissions obligataires publiques n'est susceptible de détourner l'attention des investisseurs du segment des obligations d'entreprises en EUR. Même si le rendement moyen des obligations de qualité investment grade inférieure ne dépasse guère les 1 %, nous continuons à préférer ce segment aux instruments du marché monétaire qui sont, eux, assortis de rendements négatifs.

Graphique 4 : Le rendement des obligations en EUR est attrayant – même au niveau actuel



Source: ICE Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Markus Allenspach

ACTIONS

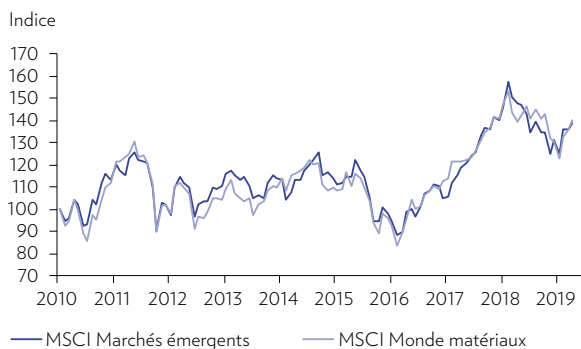
RELÈVEMENT DU SECTEUR DES MATÉRIAUX À SURPONDÉRER

Les valeurs du secteur des matériaux sont, selon nous, le meilleur moyen de participer au rebond des marchés émergents en général et de la Chine en particulier, dont l'économie devrait se redresser grâce aux mesures de relance du gouvernement. Dans le sillage de l'économie chinoise, l'Asie et d'autres pays émergents devraient également s'engager sur la voie de la reprise. Le secteur des matériaux des marchés développés devrait largement bénéficier de cette évolution.

Le secteur des matériaux bénéficie surtout du rebond de la croissance des pays émergents

Le secteur des matériaux est très hétérogène puisqu'il regroupe des sous-secteurs aussi divers que la chimie, les mines, la forêt et le papier. Malgré cette diversité, il présente une forte corrélation avec aussi bien la croissance économique que la performance des actions des marchés émergents. Parmi les marchés émergents, c'est la Chine qui constitue le principal moteur pour le secteur. Au niveau des marchés développés, le secteur des matériaux est celui qui présente la plus forte corrélation avec les indices des directeurs d'achat (PMI) chinois. Or, ces derniers sont récemment revenus au-dessus du seuil des 50 points qui marque la frontière entre croissance et contraction.

Graphique 1 : Le secteur des matériaux évolue dans le sillage immédiat des actions des marchés émergents



Source : Datastream, Julius Baer

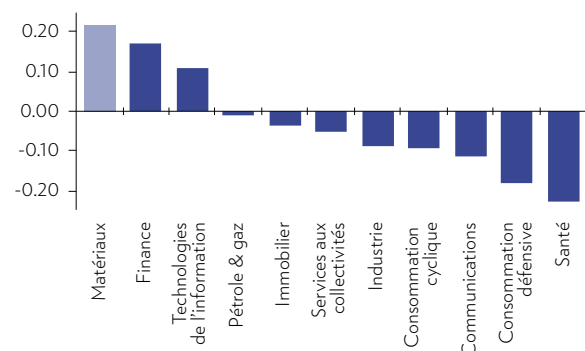
Selon nous, la dynamique de croissance de l'économie chinoise devrait rester solide au deuxième semestre 2019, voire au-delà. Les efforts de relance du gouvernement chinois commencent à porter leurs fruits et les autorités devraient poursuivre dans ce sens, la stabilisation de l'économie devenant prioritaire par rapport au processus de désendettement. La réduction de la taxe sur la valeur ajoutée (en vigueur depuis début avril) devrait également doper la croissance chinoise, tout comme (et de manière décisive) la résolution du conflit commercial sino-américain.

Selon nous, le secteur des matériaux est attrayant à l'aune de l'ensemble des critères de valorisation. Outre l'argumentaire top-down, le secteur est intéressant d'un point de vue bottom-up, avec notamment un endettement faible, une durée de vie longue pour les actifs et des positions sur des marchés de niche particulièrement dominantes et attrayantes.

Le secteur mondial des matériaux devrait largement bénéficier de l'amélioration de la croissance chinoise.

Graphique 2 : Les matériaux présentent une forte corrélation avec les indices PMI chinois

Corrélation entre les nouvelles commandes des PMI chinois et la performance relative du secteur



Source : Datastream, Julius Baer

Classification des secteurs : Julius Baer Financial Instruments

Patrik Lang, CFA

SURPONDÉRATION DES MARCHÉS ÉMERGENTS – CONCENTRATION SUR L'ASIE

Surplus de croissance des bénéfices des actions des marchés émergents par rapport aux actions des marchés développés, en %



E = estimation

Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Recommandations de titres :

CSPC Pharmaceutical (Buy, cours/cours cible : HKD 14.98/18)

Shenzhou International (Buy, cours/cours cible : HKD 102.40/113)

Sunny Optical Technology

(Buy, cours/cours cible : HKD 100.40/112)

Nous avons porté les actions des marchés émergents à Surpondérer, essentiellement pour refléter notre opinion positive sur les actions asiatiques, et chinoises en particulier. Les actions des marchés émergents présentent des valorisations attrayantes tant en termes absolus que relatifs et, dans les deux prochaines années, elles devraient dégager une croissance des bénéfices supérieure à celle des actions des marchés développés. La reprise de la croissance mondiale attendue au second semestre 2019 sous l'impulsion des marchés émergents, ainsi que la baisse des rendements américains et l'affaiblissement anticipé du dollar sont autant d'éléments supplémentaires plaidant en faveur des actions émergentes.

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	Surpondérer	PPG Industries	DSM	
Industrie	Surpondérer	Emerson Electric, Honeywell, Ingersoll-Rand, Norfolk Southern	Assa Abloy, Ferrovia, 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	Diageo, Nestlé	Tingyi
Santé	Surpondérer	Abbott Labs, Boston Scientific, Pfizer, Thermo Fisher	AstraZeneca, 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	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

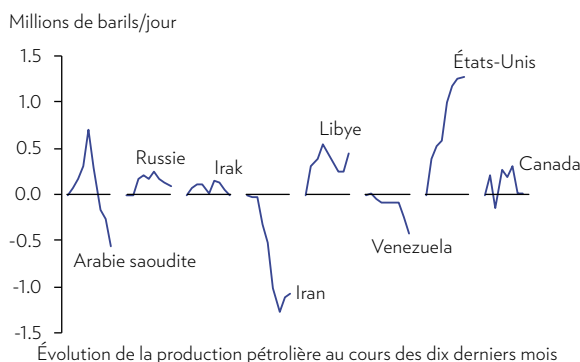
AMÉLIORATION DU SENTIMENT

L'atténuation du pessimisme à l'égard de la croissance et l'amélioration du sentiment du marché ont tiré la classe d'actifs depuis le début de l'année. La croissance n'est cependant ni suffisamment forte ni suffisamment faible pour imprimer une tendance claire aux matières premières. Aussi maintenons-nous une opinion neutre sur la classe d'actifs. L'or reste sur une tendance haussière de long terme. L'augmentation des prix des carburants devrait limiter la hausse du pétrole.

Rebond des actifs risqués

Les matières premières continuent d'évoluer dans le même sens que les autres actifs risqués. Malgré un rebond remarquable depuis le début de l'année, les pertes subies à la fin de l'année dernière n'ont pas encore été totalement récupérées. Plus précisément, c'est le segment du pétrole qui a tiré les gains. À l'inverse, le gaz naturel et certaines matières premières agricoles ont plutôt pesé sur la performance globale du secteur. La classe d'actifs doit l'embellie actuelle essentiellement à l'amélioration du sentiment du marché et à l'atténuation du pessimisme à l'égard de la croissance. Toutefois, si la croissance économique se redresse, elle n'est ni suffisamment forte ni suffisamment faible pour imprimer une tendance claire aux prix.

Graphique 1 : La croissance de l'offre a été alimentée essentiellement par le pétrole de schiste américain



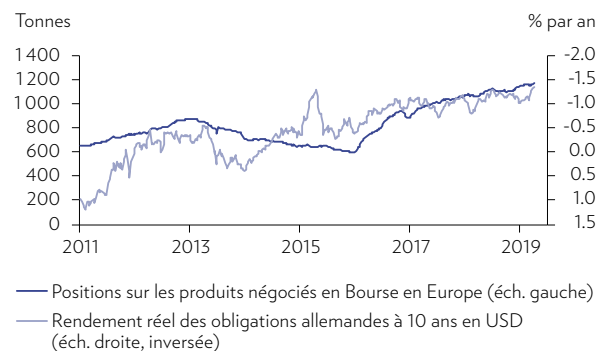
Source : Energy Information Administration, Energy Intelligence Group, Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

L'augmentation des prix des carburants devrait freiner la hausse du pétrole

Les prix du pétrole ont de nouveau franchi la barre des USD 70 le baril, les troubles en Libye suscitant des inquiétudes quant à l'offre. Si l'on ajoute à la crise libyenne l'effondrement de la production pétrolière vénézuélienne et les sanctions pesant sur les exportations iraniennes, il y a effectivement de quoi se poser des questions au sujet de l'offre. Jusqu'à

présent, aucune rupture d'approvisionnement n'est à déplorer grâce au boom du pétrole de schiste aux États-Unis. Toutefois, l'une des leçons de 2018 a été que l'augmentation des prix des carburants devient problématique dès que les prix du pétrole franchissent les USD 70 le baril. L'administration Trump semble prête à blâmer les pays producteurs pour les prix élevés ou à alléger les sanctions contre l'Iran. Si les prix du pétrole augmentent encore, la demande pétrolière des pays émergents pourrait diminuer et la production de pétrole de schiste passer à la vitesse supérieure. Tous ces éléments plaident contre une hausse prolongée des prix du pétrole.

Graphique 2 : La demande d'investissement pour l'or tend à suivre les rendements obligataires réels



Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

L'essoufflement de la tendance haussière de l'or n'est que temporaire

La hausse de l'or a marqué le pas en mars et avril, mais la reprise en trois phases est, selon nous, toujours d'actualité. Dans la première phase, la hausse a été tirée par la normalisation du sentiment du marché. Nous recommandons d'acheter sur repli car la dépréciation du dollar américain suivie d'une demande accrue pour les valeurs refuges devrait durablement soutenir les prix.

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⁾
Carsten Menke, Head of Next Generation Research, carsten.menke@juliusbaer.com ¹⁾
Sophie Altermatt, Economics Research, sophie.altermatt@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 25 avril 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 26/04/2019

Actions	Buy	41.8%	Hold	55.2%	Reduce	3.0%
Émetteurs	Buy	47.5%	Hold	49.4%	Sell	3.1%

Historique des recommandations sur les actions et les émetteurs

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

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

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

Système de notation d'émetteurs

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

Catégories de risque

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

Définition de la notation de crédit

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

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

Matières premières**Système de notation**

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

Recommandations d'investissement spécifiques aux matières premières

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

Monnaies

Système de notation

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

Analyse technique

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

Système de notation absolu

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

Système de notation relatif

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

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

AVIS JURIDIQUE IMPORTANT

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

INFORMATION IMPORTANTE CONCERNANT LA DIFFUSION

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

Gestionnaires de fortune externes / conseillers financiers externes : Si cette publication de recherche est fournie à un gestionnaire de fortune externe ou un conseiller financier externe, Julius Baer interdit expressément au gestionnaire de fortune externe ou au conseiller financier externe de redistribuer la publication à ses clients et/ou des tiers. À la réception d'une publication de recherche, les gestionnaires de fortune externes / conseillers financiers externes 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 (DFSFA). Julius Baer (Middle East) Ltd. est dûment agréée et soumise au contrôle de la DFSFA.

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 la Securities and Futures Commission ni par aucune autre autorité de régulation. Pour toute question concernant la présente publication, veuillez contacter votre conseiller à la clientèle à Hong Kong. La Banque Julius Baer & Cie SA a son siège en Suisse à responsabilité limitée.

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

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

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

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

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

Luxembourg : Cette publication est distribuée par Bank Julius Baer Europe S.A., une société anonyme constituée en vertu du droit luxembourgeois, sise au 25, rue Edward Steichen, L-2540 Luxembourg, immatriculée au Registre de Commerce et des Sociétés de Luxembourg (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 base sur l'article 129 du décret-loi 1 en date du 8 juillet 1999 modifié et intégré en Titre II de la loi 67 de 2011 (« loi sur les valeurs mobilières »). Par conséquence, le traitement fiscal établi dans les articles 334 à 336 de la loi sur les valeurs mobilières n'est pas applicable.

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

République d'Irlande : Bank Julius Baer Europe S.A., succursale d'Irlande, est un établissement agréé et réglementé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 283, route d'Arlon, L-1150 Luxembourg, et réglementé par la Banque centrale d'Irlande (BCI) pour les règles de conduite. Bank Julius Baer Europe S.A. est une société anonyme de droit luxembourgeois, sise au 25, rue Edward Steichen, L-2540 Luxembourg, et immatriculée au Registre 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 ou institutionnels. Etant donné que la succursale de Singapour de la Bank Julius Baer & Co. Ltd., bénéficie d'une dérogation (unit exemption) en vertu de la section 100(2) du Financial Advisers Act, chap. 110 de Singapour (FAA), la présente publication est exemptée de nombre d'exigences imposées par le FAA, entre autres de l'obligation de communiquer tout intérêt dans l'acquisition ou la cession de quelques titres ou instruments financiers auxquels il est fait référence dans la publication. Des détails complémentaires sur ces exemptions sont disponibles sur demande. La présente publication n'a été ni examinée ni approuvée par l'Autorité monétaire de Singapour (MAS). Tout document ou matériel en lien avec l'offre ou la vente, ou l'invitation à la souscription ou à l'achat, de titres ou parts de fonds d'investissements (par exemple organismes de placement collectifs) ne doit pas être transmis ou distribué, et de tels titres ou parts de fonds d'investissement ne doivent pas être proposés ou vendus, ou faire l'objet d'une invitation à une souscription ou un achat, ni directement ni indirectement, à des personnes domiciliées à Singapour autres que (i) un investisseur institutionnel conformément à la section 274 ou 304, selon le cas, du Securities and Futures Act, chap. 289 de Singapour (SFA), (ii) à une personne adéquate (ce qui inclut un investisseur accrédité) ou à toute personne conformément à la section 275(1A) ou 305(2), selon le cas, et en conformité avec les conditions, spécifiées à la section 275 ou 305 du SFA, selon le cas, ou (iii) conformément aux conditions de toute autre disposition applicable du SFA. En particulier, pour les fonds d'investissement qui ne sont ni autorisés ni reconnus par le MAS, des unités dans de tels fonds ne sauraient être proposés à la clientèle de détail ; tout matériel écrit émis pour des personnes comme mentionné ci-dessus en lien avec une offre, n'est pas un prospectus comme défini dans le SFA et, par conséquent, la responsabilité statutaire en vertu du SFA en lien avec le contenu de prospectus ne s'applique pas et les investisseurs doivent réfléchir minutieusement à l'opportunité de l'investissement pour eux. Pour toute demande concernant La présente publication, veuillez contacter un représentant de la Bank Julius Baer & Co. Ltd., succursale de Singapour. Banque Julius Baer & Cie SA (UEN - T07FC7005G) 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 60 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.

05/2019 Publ. No. PU00106FR
© GROUPE JULIUS BAER, 2019

Signatory of:

