



Julius Bär

INSIGHTS

Opportunités d'investissement juillet/août 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

1 juillet 2019

Cours de référence, clôture de la rédaction

25 juin 2019, sauf indication contraire

ÉDITORIAL

Chère lectrice, cher lecteur,

« Au cours des douze derniers mois, les tensions commerciales ont été le principal moteur des marchés des actions ». C'est la conclusion à laquelle on aurait tendance à aboutir au regard du discours des médias et de l'évolution du marché. On pourrait même dire que « chaque fois que les conflits commerciaux ont fait la une, les cours des actions ont vacillé. Pas besoin d'être un génie pour saisir la relation de cause à effet ! ».

Mon humble expérience de l'économie et des marchés des actions accumulée ces trente dernières années m'incite toutefois à penser que la relation entre les gros titres des médias et les fluctuations du marché n'est pas aussi évidente. À court terme, ce ne sont pas les fondamentaux qui ont été les facteurs les plus importants pour le marché des actions, mais la perception que les investisseurs ont de ces fondamentaux. En d'autres termes, c'est l'instinct des investisseurs ou leur « esprit animal » qui a joué. Après tout, le marché des actions est un marché comme les autres. S'il y a trop d'acheteurs, même les nouvelles économiques les plus réjouissantes ne peuvent pas le faire grimper. Selon Benjamin Graham, l'un des pères de l'analyse financière, « à court terme, le marché est une machine à voter, mais sur le long terme, c'est une balance ». Autrement dit, à court terme, il convient d'anticiper ce que les autres investisseurs pensent alors qu'à long terme, ce sont les fondamentaux qu'il faut anticiper. Benjamin Graham avait bien raison.

Dans ces conditions, et sachant que les investisseurs ont la mémoire courte, la question qui se pose est de savoir ce qui influencera réellement les marchés financiers en cette fin de décennie. Nous tenterons d'apporter quelques éléments de réponse dans ce numéro d'Insights. Au regard des tendances de fond, l'évolution sur le plan monétaire, les défis que posent les nouvelles technologies et les problèmes d'ordre politique nous semblent bien plus parlants que le discours tapageur des médias.

Veuillez noter qu'il s'agit de l'édition estivale d'Insights. Le prochain numéro paraîtra début septembre. Nous vous souhaitons un bel été !



Christian Gattiker
Head of Research

VUE D'ENSEMBLE

Perspective d'investissement : Page 6

- Les tensions commerciales ont monopolisé l'attention tout au long du premier semestre 2019. Pourtant, les problèmes politiques, la lutte pour la suprématie technologique et la normalisation de la politique monétaire ont un impact nettement plus important.
- Parmi ces éléments, c'est sur la politique monétaire qu'il est le plus facile d'agir. Si les conditions monétaires deviennent plus favorables, les rendements financiers pourraient être au rendez-vous au deuxième semestre 2019. Nous recommandons de rester investis pour le moment.

Analyse technique : Page 8

- Le marché américain des actions reste intact.
- La volatilité et la détérioration du sentiment constatées récemment ne sont que des pauses permettant au marché de recharger ses batteries.

Next Generation : Page 10

- L'obésité est l'un des problèmes majeurs du monde actuel. Le nombre de personnes en surpoids a plus que doublé depuis 1980.
- La hausse continue des taux d'obésité et la prise de conscience des problèmes de santé que cela entraîne sont sources d'opportunités d'investissement.

Économie : Page 12

- La récente escalade dans le conflit commercial sino-américain va retarder la sortie de l'économie mondiale de son creux cyclique actuel. La probabilité que la situation dégénère en véritable guerre commerciale est, selon nous, de 40 %.
- La probabilité de récession de l'économie américaine du fait des tensions commerciales a été relevée à 35 %. Nous nous attendons à ce que la Réserve fédérale américaine annonce une baisse des taux en juillet pour éviter une correction du marché financier en raison du conflit commercial.

Monnaies : Page 13

- Les éléments qui avaient contribué à la vigueur de l'USD, à savoir la supériorité de la croissance américaine et un différentiel de taux favorable aux États-Unis, jouent moins qu'auparavant. L'essoufflement actuel de la croissance et l'aversion accrue au risque ont permis au billet vert de rester attrayant face aux monnaies très risquées.
- Les monnaies refuge autres que l'USD sont pénalisées par des taux d'intérêt négatifs. Le CAD, la GBP, la SEK et la NOK constituent des alternatives plus intéressantes.

Revenu fixe : Page 14

- Les banques centrales continuent de mener une politique de taux bas, voire de baisse des taux. La répression financière amène les investisseurs à s'exposer davantage au risque de crédit ou au risque de change pour préserver la valeur de leurs placements.
- Nous restons surexposés aux obligations américaines à haut rendement et à la dette des marchés émergents. Les obligations convertibles nous semblent également porteuses.

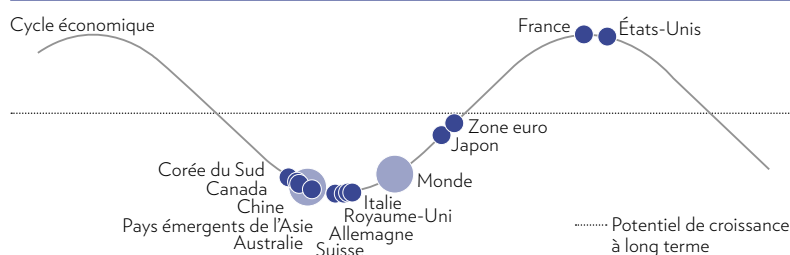
Actions : Page 16

- L'industrie est l'un des rares secteurs à bénéficier de facteurs à la fois cycliques et structurels. En effet, en fin de cycle, les investissements dans de nouvelles infrastructures et capacités de production augmentent.
- Le secteur est également porté par des tendances structurelles comme les investissements dans la robotique et les logiciels industriels. Ces belles perspectives de croissance ne sont pas encore totalement intégrées dans les valorisations.

Matières premières : Page 18

- Les prix des matières premières cycliques ont continué à diminuer sur fond d'inquiétudes quant à l'essoufflement de la croissance mondiale. Une normalisation du sentiment du marché pourrait certes se traduire par une hausse, mais celle-ci risque d'être limitée.
- La fragilité de la situation du côté de l'offre ne bénéficie pas aux prix du pétrole tandis que l'accroissement des tensions commerciales fait craindre une baisse de la demande de métaux en Chine. Nous restons neutres aussi bien sur le pétrole que sur les métaux industriels.

VUE D'ENSEMBLE DES CYCLES ÉCONOMIQUES



CROISSANCE (PIB réel an/an, %)

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

PIB = produit intérieur brut

INFLATION (IPC an/an, %)

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

IPC = indice des prix à la consommation

INDICES D' ACTIONS (monnaie locale)

	Niveau	12M
SMI	9899	9900
Eurostoxx 50	3444	3600
S&P 500	2917	3100
Nikkei 225	21194	22500

MATIÈRES PREMIÈRES

	Prix	12M
Pétrole Brent (USD/baril)	65.5	57.5
Or (USD/once)	1423	1400
Cuivre (USD/tonne)	6026	6150
Minerai de fer (USD/tonne)	108	75

MONNAIES

	Spot	3M	12M
EUR/CHF	1.11	1.13	1.15
USD/CHF	0.98	1.02	1.00
JPY/CHF	0.91	0.91	0.87
GBP/CHF	1.24	1.29	1.37
EUR/USD	1.14	1.10	1.15
EUR/GBP	0.89	0.88	0.84
USD/JPY	107.1	113.0	115.0
GBP/USD	1.27	1.26	1.37

TAUX DES BANQUES CENTRALES (% p. a.)

Fin d'exercice	2018	2019E	2020E
États-Unis	2.50	2.25	1.25
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	2.75	2.20
Allemagne	0.25	0.30	0.30
Royaume-Uni	1.27	1.40	1.15
Suisse	-0.19	-0.15	-0.15
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 convertibles	
		Spéculatif	Obligations immobilières chinoises à haut rendement, obligations américaines à haut rendement et obligations des marchés émergents en monnaies fortes ou locaux sur une base sélective	Dette de pays importateurs de pétrole en monnaies locales
↑	Actions	Conservateur	Santé	Consommation défensive, services aux collectivités ; actions américaines de croissance des dividendes
		Moyen	Communication, industrie, matériaux, pétrole et gaz ; actions de croissance américaines, petites capitalisations européennes ; actions européennes à haut dividende ; Chili	
		Opportuniste	Brésil, Chine, Philippines, Vietnam	Turquie
→	Matières premières		Or, argent	
→	Monnaies		MXN, RUB, NOK, CAD, USD	HUF, PLN, ZAR, TRY, KRW
	Next Generation	Thématique	Éducation mondiale, paiements numériques, génomique, informatique dématérialisée et intelligence artificielle, longévité, santé numérique, tourisme en Asie, une Chine en bonne santé, obésité globale	Nouvelle route de la soie, « Made in China 2025 »

Vietnam : Julius Baer n'offre aucun service sur les marchés locaux. **Brésil, Philippines** : pour les résidents locaux, les investissements sur le marché local sont soumis à des restrictions légales. **Obligations convertibles** : Les obligations convertibles sont considérées comme des produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (PRIIPS). Elles ne peuvent être vendues aux résidents de l'Espace économique européen que si elles sont accompagnées d'un document d'information (KID).

↑ vue positive → vue neutre ↓ vue négative

IDÉES D'INVESTISSEMENT : ACTIONS

Thème	Sociétés
Certaines valeurs financières suisses	Helvetia, Partners Group, Swiss Life
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

LE TRISTEMENT CÉLÈBRE CARACTÈRE OBSESSIONNEL DU MARCHÉ

Les tensions commerciales ont monopolisé l'attention tout au long du premier semestre 2019. Pourtant, les problèmes politiques, la lutte pour la suprématie technologique et la normalisation de la politique monétaire ont un impact nettement plus important. Parmi ces éléments, c'est sur la politique monétaire qu'il est le plus facile d'agir. Si les conditions monétaires deviennent plus favorables, les rendements financiers pourraient être au rendez-vous au deuxième semestre 2019. Nous recommandons donc de rester investis pour le moment.

LE TERME DU MOIS :

Liquidité mondiale

Le dollar américain s'est imposé un peu plus comme la monnaie dominante depuis la grande crise financière. Cette « deuxième phase » concernant la liquidité mondiale implique que les conditions financières mondiales deviennent plus sensibles à l'évolution du marché obligataire et encore plus étroitement liées à la politique monétaire américaine.

Source : Banque des règlements internationaux, Julius Baer

Premier semestre 2019 : de l'embellie aux tensions

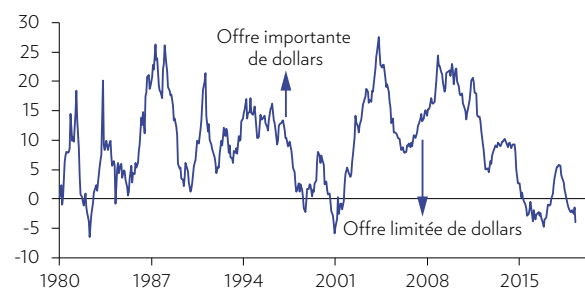
Si l'on en croit les médias, l'attention des investisseurs a été accaparée au premier semestre 2019 par un seul et même sujet : les relations commerciales, en particulier celles entre les deux poids lourds de l'économie mondiale que sont les États-Unis et la Chine. Après l'échec des négociations l'an dernier, l'année avait commencé sur des signaux positifs des deux côtés. Les actifs risqués avaient alors affiché des performances trimestrielles sans précédent. Dans certains cas, par exemple le secteur de l'énergie, la hausse a atteint plus de 50 % entre les niveaux plancher de janvier et les sommets d'avril. Un accord commercial semblait en vue et l'été 2019 s'annonçait radieux.

Cependant, les nuages se sont amoncelés lorsqu'un tweet a annoncé que, pour les États-Unis, l'accord conclu n'était pas renégociable. Les reproches ont alors commencé à fuser et les marchés ont dégringolé en mai. Pour reprendre l'exemple du secteur de l'énergie, la chute a atteint plus de 20 % en moins de quatre semaines. La situation s'est ensuite calmée dans la

perspective du G20 de juin, et les actifs risqués ont repris des couleurs. Par ailleurs, les États-Unis ont rapidement présenté le récent accord avec le Mexique pour endiguer le flux de migrants comme preuve de leurs bonnes dispositions en matière de tarifs douaniers pour peu que l'on respecte leurs règles.

Graphique 1 : La diminution de l'offre monétaire aux États-Unis entraîne des tensions sur la liquidité

% en glissement annuel



— Croissance moyenne de la liquidité en USD*

* Base monétaire moyenne aux États-Unis, avoirs en dépôt de la Réserve fédérale américaine, positions étrangères en bons du Trésor américain, actifs de réserve internationaux

Source : Datastream, Julius Baer

L'arrière-plan : blocages politiques, guerre technologique et liquidité restreinte

Encore une fois, la situation n'est peut-être pas aussi simple qu'elle paraît et les problèmes ne se limitent pas aux tensions commerciales. Les fluctuations du marché ne sauraient être entièrement attribuées aux tensions commerciales, même si l'on admet, à l'instar de Benjamin Graham, le caractère obsessionnel de « M. Marché ». Pour comprendre le monde financier à l'approche de la prochaine décennie, il faut être bien conscient que le système subit des tensions importantes qui sont appelées à perdurer.

#1 Blocages politiques : dans de nombreux pays, les gouvernements sont confrontés à des blocages politiques entravant les prises de décision. C'est notamment le cas aux États-Unis, où le président républicain doit faire face à un Congrès divisé. Sa marge de manœuvre s'en trouve ainsi limitée. La politique commerciale est cependant l'un des rares domaines où le président américain peut exercer des pressions sans provoquer un blocage du système domestique. La situation n'est pas très différente en Europe, où le problème du Brexit n'a toujours pas trouvé de solution et où l'articulation entre politique monétaire et politiques budgétaires est loin d'être claire.

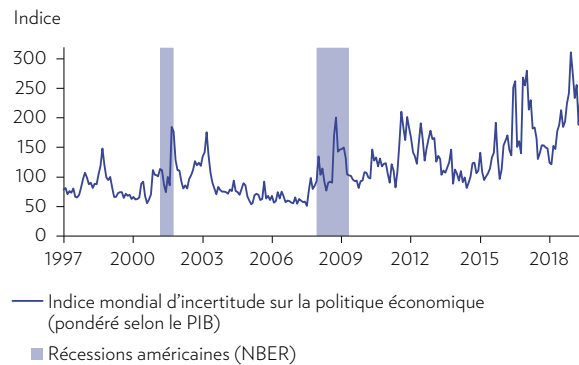
#2 Guerre technologique : la bataille pour la suprématie technologique est essentielle et un simple accord commercial ne suffira pas à y mettre fin. Elle recouvre des querelles sur des sujets aussi variés que la propriété intellectuelle ou l'accès au marché entre les États-Unis et la Chine, ou encore des questions relatives à la réglementation et à la fiscalité des grandes entreprises en Europe et ailleurs.

#3 Liquidité restreinte : c'est le sujet qui a le plus préoccupé les marchés financiers au cours des derniers mois. Alors que les risques pesant sur la croissance et le sentiment du marché se sont accentués, les banques centrales, en particulier la Réserve fédérale américaine, ont réduit leur offre de monnaie (voir graphique 1 et la section « Le terme du mois »).

Une augmentation de la liquidité en dollars pourrait quelque peu soulager les actifs risqués.

Il apparaît donc que, contrairement à ce que laissent penser les médias, ce ne sont pas tant les risques liés aux tensions commerciales qui sont à l'origine des montagnes russes que subissent les marchés depuis le quatrième trimestre 2018, que des problèmes plus profonds. Les blocages politiques et la concurrence dans le domaine technologique étant appelés à perdurer, l'espoir se focalise actuellement sur l'assouplissement des politiques monétaires. Les banques centrales tant en Asie qu'en Europe ont fait part de leur intention de s'orienter vers des politiques plus accommodantes et, en juin, les autorités monétaires américaines leur ont emboîté le pas. Cela devrait quelque peu apaiser les craintes qui ont hanté les marchés au cours des derniers mois.

Graphique 2 : L'incertitude politique à un niveau record



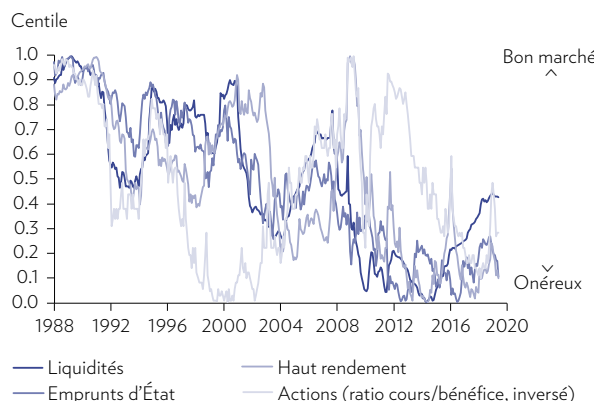
NBER = Bureau national américain de recherche économique
PIB = produit intérieur brut

Source : Datastream, Julius Baer

Rester investis

Parmi les principaux sujets de préoccupation des investisseurs, deux sont appelés à perdurer : l'interférence sans précédent de la politique avec les marchés (voir graphique 2) et l'absence de signaux de valorisation clairs (voir graphique 3). L'augmentation de la liquidité en dollars au cours de l'été pourrait cependant offrir un certain répit aux actifs risqués, jusqu'à ce que le sentiment du marché s'améliore bien sûr. En attendant, nous recommandons aux investisseurs de conserver leurs positions dans le cadre de leur allocation à long terme. À moins d'une poussée d'exubérance ou d'un choc externe majeur qui ébranlerait les fondations du marché (tous deux imprévisibles par nature), le meilleur moyen pour les investisseurs de faire face aux impondérables est de rester investis.

Graphique 3 : Pas de signal clair du côté des valorisations



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

Source : Datastream; Julius Baer

Christian Gattiker, CFA, CAIA

ANALYSE TECHNIQUE

NOUVEAU MOIS, MAIS TOUJOURS LES MÊMES QUESTIONS

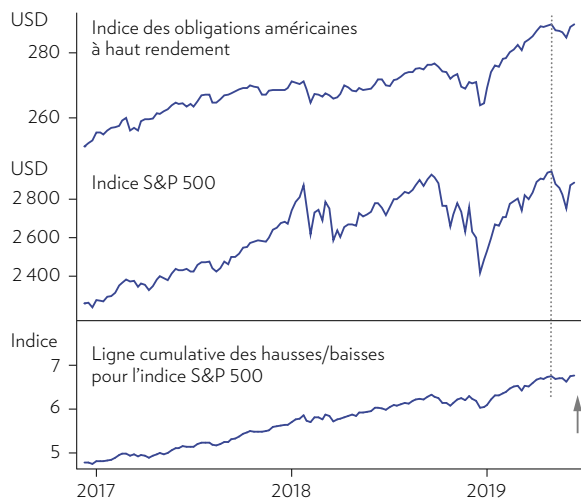
Le marché haussier des actions américaines reste intact, la volatilité et la détérioration du sentiment constatées récemment n'étant que des pauses permettant au marché de recharger ses batteries.

Simple correction ou marché durablement baissier ?

Les nerfs des investisseurs ont de nouveau été mis à rude épreuve en mai, les actions internationales ayant cédé plus de 5 % et certains marchés (dont la Chine) près de 15 % par rapport aux sommets d'avril. Échaudés par la correction de l'an dernier, les investisseurs se demandent maintenant si le récent repli est une simple correction sur un marché toujours bien orienté ou s'il annonce un marché durablement baissier. Avant de tenter de répondre à cette question, il convient de revenir sur le pic d'avril.

sommet. Dans ces conditions, une simple correction sur un marché qui reste orienté à la hausse semble plus probable qu'un début de baisse durable. Le graphique 1 montre également que la ligne cumulative des hausses/baisses de l'indice S&P 500 (cette ligne, qui correspond à la différence entre le nombre cumulé de titres en hausse et le nombre de titres en baisse au sein de l'indice, est un indicateur de l'amplitude du marché) se situe à un niveau record. Les cours devraient donc suivre, et l'indice S&P 500 pourrait atteindre de nouveaux sommets au deuxième semestre de l'année.

Graphique 1 : Forte hausse des actions américaines



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

Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Comme le montre le graphique 1, le marché américain des actions était alors en pleine forme, avec des indicateurs d'amplitude et de tendance du marché du crédit au beau fixe. Il semble donc que le marché a simplement marqué le pas après avoir atteint un

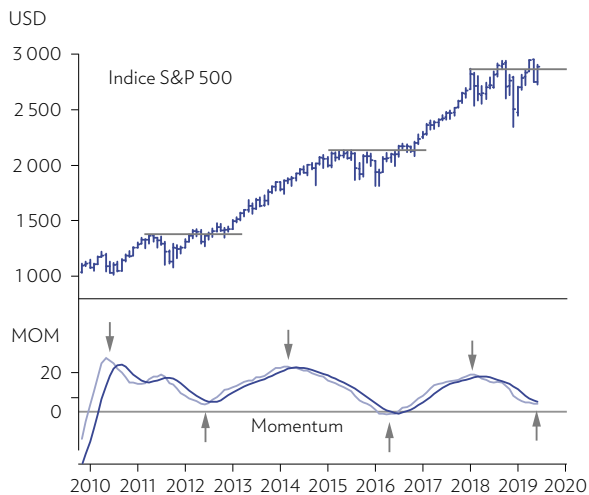
Les indicateurs du marché américain restent solides, témoignant d'un marché globalement orienté à la hausse.

Comment les marchés haussiers rechargent-ils leurs batteries ?

Bien évidemment, tous les investisseurs aimeraient savoir faire la distinction entre une correction sur un marché qui reste orienté à la hausse et le début d'un marché durablement baissier. Sur un marché haussier, les surachats et l'enthousiasme des investisseurs sont freinés par la stagnation des cours, et lorsque la prudence redevient de mise, le marché reprend sa progression. Le temps que les investisseurs renouent avec plus de prudence, ils ont généralement accumulé d'importantes liquidités et sont prêts à investir à nouveau. Le graphique 2 présente la performance de l'indice S&P 500 depuis 2009 ainsi que l'indicateur de momentum à moyen terme de l'indice. Comme le montre le graphique, chaque fois que l'indicateur de

momentum a atteint un sommet au cours de la période, l'indice S&P 500 a davantage stagné que baissé et, lorsque les investisseurs ont fait preuve d'une trop grande prudence et qu'il n'y a plus eu de vendeurs, la tendance haussière a repris.

Graphique 2 : Depuis 2009, l'indice S&P 500 a toujours gagné du terrain après que l'indicateur de momentum a touché un niveau plancher



MOM = momentum

Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

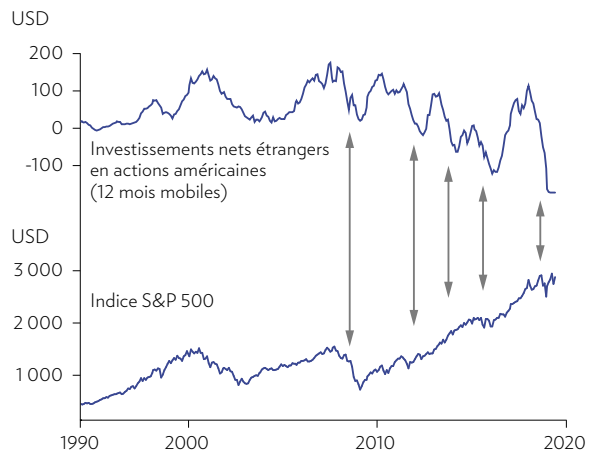
La hausse de long terme des actions américaines mérite, selon nous, le bénéfice du doute.

Surmonter les inquiétudes

Le leadership des actions américaines sur le marché haussier actuel s'explique par plusieurs raisons, dont l'apparente disgrâce dont souffre la classe d'actifs et le doute quant à la poursuite de la tendance actuelle. L'un des moyens de mesurer cette défiance est de comparer la performance de l'indice S&P 500 avec le flux net d'investissements étrangers dans les actions américaines. Comme le montre le graphique 3, les flux sortants d'investissements étrangers flirtent avec des niveaux record. Or ces flux ont, par le passé, constitué d'excellents signaux à contre-courant (ce fut par exemple le cas en 2000 et 2007 avec les pics de flux entrants). Il apparaît donc que ce qui pourrait être considéré comme un signe de baisse annonce au contraire une hausse. La défiance des investisseurs

à l'égard de la hausse actuelle du marché laisse donc penser que les actions américaines pourraient bien commencer à avoir raison du « mur d'inquiétudes ».

Graphique 3 : L'analyse historique révèle que des flux sortants record sont un signal positif

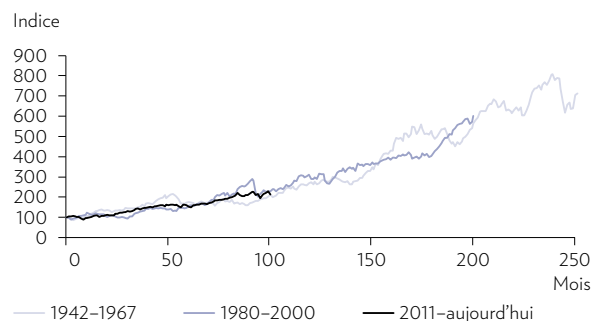


Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Tous les signaux pointent vers une hausse de longue durée des actions américaines

Étant donné la surperformance des actions américaines depuis plusieurs années, on peut se demander si la plupart des investisseurs ne sont pas tout simplement en train de passer à côté d'une tendance haussière de longue durée. Au regard du graphique 4, qui compare la phase initiale de plusieurs phases haussières longues du S&P 500 et la performance actuelle de l'indice, force est de constater que, d'un point de vue technique, la hausse séculaire des actions américaines mérite le bénéfice du doute.

Graphique 4 : L'indice S&P 500 reste sur une tendance haussière de long terme



Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Mensur Pocinci

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



NEXT GENERATION

OBÉSITÉ GLOBALE

L'obésité est l'un des problèmes majeurs du monde actuel. Le nombre de personnes en surpoids a plus que doublé depuis 1980. La hausse continue des taux d'obésité et la prise de conscience des problèmes de santé que cela entraîne sont sources d'opportunités d'investissement.



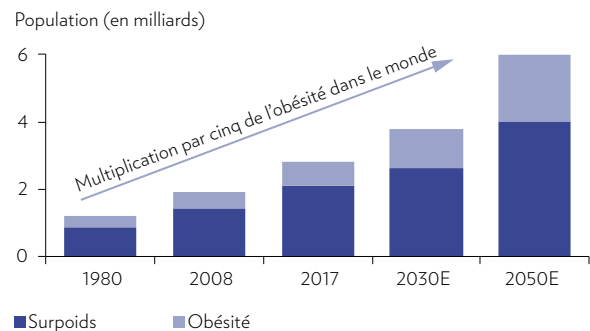
L'obésité, un défi mondial

Le Forum économique mondial considère le surpoids et l'obésité comme l'un des trois défis majeurs de notre époque, les deux autres étant la sous-alimentation et le changement climatique. Selon l'Organisation mondiale de la santé (OMS), le surpoids correspond à un indice de masse corporelle (IMC) supérieur ou égal à 25 et l'obésité à un IMC supérieur ou égal à 30. Le surpoids et l'obésité s'accompagnent de problèmes de santé pour les individus concernés et de défis socio-économiques pour les gouvernements et les entreprises.

Mode de vie et génétique

Il est communément admis que les problèmes de surpoids sont dus à la fois à une trop grande consommation de nourriture et à une insuffisance d'exercice physique. Le mode de vie de plus en plus sédentaire, l'offre croissante d'aliments transformés ainsi que l'anxiété et le stress qui émaillent le quotidien aggravent encore les choses. L'obésité a également des causes génétiques. Selon une étude de la Harvard Medical School, plus de 400 gènes interviennent dans le surpoids et l'obésité.

Graphique 1 : Nombre de personnes obèses au niveau mondial (1980-2050)



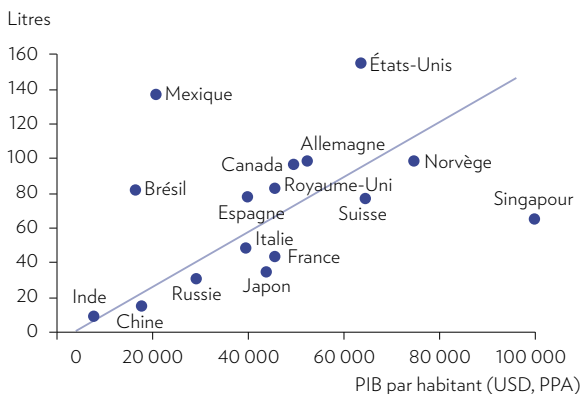
E = estimation

Source : Organisation de coopération et de développement économiques, Organisation mondiale de la santé, Julius Baer

L'obésité est considérée comme l'un des trois défis majeurs de notre époque, les deux autres étant la sous-alimentation et le changement climatique.

Où la prévalence de l'obésité est-elle la plus élevée ?

On associe généralement l'obésité aux États-Unis à la prédilection des Américains pour la restauration rapide, les boissons sucrées et la viande. Effectivement, selon les estimations du Centre américain des statistiques sanitaires, un tiers des Américains consomme quotidiennement du « prêt à manger ». Toutefois, en termes absolus, ce sont les pays émergents qui comptent le plus de personnes obèses. Ainsi, en Chine, bien que l'obésité ne touche que 5 % de la population, le nombre de personnes obèses s'élève à 70 millions, soit plus que la population française dans son ensemble.

Graphique 2 : Consommation de boissons gazeuses vs. PIB par habitant au niveau mondial (2018)

PIB = produit intérieur brut ; PPA = parité de pouvoir d'achat

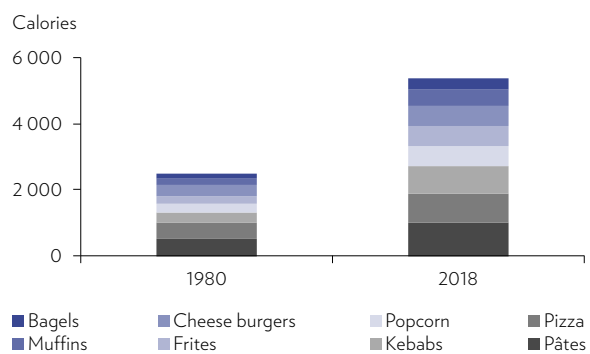
Source : Euromonitor, Fonds monétaire international, Julius Baer

À 70 millions, le nombre de personnes souffrant d'obésité en Chine est plus élevé que la population française dans son ensemble.

Une approche d'investissement segmentée

L'obésité génère des problèmes sanitaires et socio-économiques, mais aussi des opportunités d'investissement. Nous avons ainsi identifié cinq segments clés qui devraient bénéficier de la lutte contre l'obésité globale.

- **Santé** : traitements des maladies liées à l'obésité, telles que les maladies cardiovasculaires, le diabète et les troubles rénaux.
- **Alimentation et boissons** : demande croissante pour des aliments plus sains.
- **Bien-être** : intérêt accru pour le tourisme de bien-être et les compléments alimentaires sur fond de prise de conscience de l'importance d'un mode de vie sain.
- **Articles de sport** : les vêtements et chaussures de sport sont deux domaines particulièrement bien placés pour profiter de la mise en avant de l'activité physique dans le cadre de la lutte contre l'obésité.
- **L'informatique vestimentaire (wearables)** : technologie novatrice permettant de suivre l'évolution de la condition physique.

Graphique 3 : Les portions alimentaires ont augmenté aux États-Unis

Source : The National Heart, Lung and Blood Institute, Julius Baer

Conclusion

L'obésité globale s'accompagne d'un certain nombre d'opportunités d'investissement de long terme, d'autant plus que les taux d'obésité ne cessent de progresser, tout comme la prise de conscience des problèmes de santé que cela génère. Les investisseurs doivent cependant être conscients des risques de volatilité à court terme du marché du fait des tensions commerciales actuelles entre les États-Unis et la Chine et des craintes de ralentissement économique à très court terme. Du côté des entreprises, les principaux bénéficiaires devraient être les fournisseurs de traitements des maladies liées à l'obésité, les fabricants de produits alimentaires et de boissons qui sauront répondre à la demande des consommateurs pour des produits alimentaires plus sains, ainsi que les entreprises des secteurs du tourisme de bien-être, des articles de sport et de l'informatique vestimentaire.

Damien Ng, PhD

Résumé des notations des actions

Abbott Laboratories : Buy, cours/cours cible : USD 84.24/90.50
 Adidas : Buy, cours/cours cible : EUR 263.20/280
 AstraZeneca : Buy, cours/cours cible : GBp 6 442/6 800
 Danone : Buy, cours/cours cible : EUR 75.28/79
 Sanofi : Buy, cours/cours cible : EUR 77.05/88

ÉCONOMIE

LE RALENTISSEMENT CYCLIQUE SE POURSUIT DANS LE SILLAGE DES TENSIONS COMMERCIALES

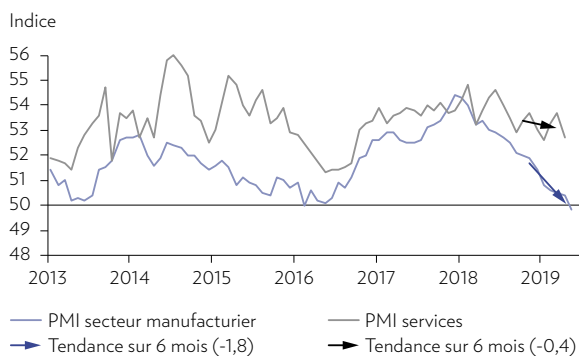
La récente escalade dans le conflit commercial sino-américain va retarder la sortie de l'économie mondiale de son creux cyclique actuel. La probabilité que la situation dégénère en véritable guerre commerciale est, selon nous, de 40 %. La probabilité de récession de l'économie américaine a, quant à elle, été relevée à 35 %. Nous nous attendons à ce que la Réserve fédérale américaine annonce une baisse des taux en juillet pour éviter une correction du marché financier en raison du conflit commercial.

Le conflit commercial retarde la reprise de l'économie globale

Le cycle de l'économie mondiale a de nouveau marqué le pas en mai sur fond de regain de tensions dans le conflit commercial sino-américain. Cette décélération a déjà touché l'Europe, l'Amérique du Nord et les marchés émergents, et ce n'est pas encore fini : l'économie de la zone euro continue de ralentir, la stabilisation reste fragile en Chine et l'activité s'essouffle aux États-Unis. Si le secteur des services résiste encore dans de nombreux pays, tout pointe vers un affaiblissement de la demande domestique. Le ralentissement de l'économie mondiale devrait perdurer. Les tensions commerciales se sont en effet de nouveau intensifiées, compromettant les chances de reprise mondiale au deuxième semestre 2019.

La récente escalade dans le conflit commercial sino-américain renforce la probabilité d'une baisse des taux d'intérêt par la Fed.

Graphique 1 : Le ralentissement cyclique n'est pas fini

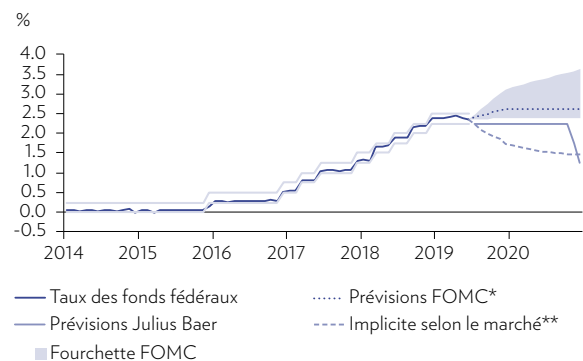


PMI = Indice des directeurs d'achat

Source : J.P. Morgan, Julius Baer

Le différend commercial entre les États-Unis et la Chine continue de monopoliser l'attention. Avec l'escalade des tensions en mai, nous avons relevé la probabilité que la situation dégénère en véritable guerre commerciale (avec un relèvement des droits de douane sur tous les groupes de produits, des sanctions et des boycotts) à 40 %. Le conflit commercial n'aura sans doute pas d'impact direct majeur sur la croissance économique avant 2020, date à partir de laquelle l'ajustement des chaînes d'approvisionnement devrait commencer à peser sur la productivité.

Graphique 2 : Probable réduction des taux par la Fed pour rassurer les marchés



* médiane des « points » du FOMC (Federal Open Market Committee)

** sur la base de la courbe des swaps d'indices au jour le jour

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

La récente escalade dans le conflit commercial sino-américain rend plus probable une baisse des taux d'intérêt américains. Une correction des marchés financiers, en conséquence directe du conflit commercial, se traduirait par un net durcissement des conditions financières. Face à ce risque, la Réserve fédérale américaine (Fed) devrait, selon nous, annoncer une baisse des taux pour éviter une correction du marché financier en raison du conflit commercial. À moins d'un net regain des tensions, d'autres baisses des taux semblent exclues.

Sophie Altermatt, PhD

MONNAIES

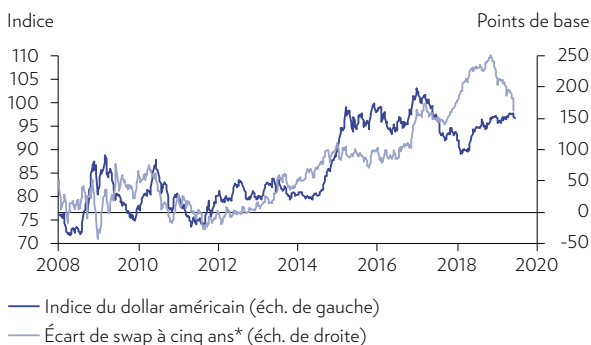
AFFAIBLISSEMENT DES FONDAMENTAUX QUI AVAIENT SOUTENU LE DOLLAR

Les éléments qui avaient contribué à la vigueur de l'USD, à savoir la supériorité de la croissance américaine et le différentiel de taux favorable aux États-Unis, jouent moins qu'auparavant. L'essoufflement actuel de la croissance et l'aversion accrue au risque ont cependant permis au billet vert de rester attrayant face aux monnaies très risquées. Les monnaies refuge autres que l'USD sont pénalisées par des taux d'intérêt négatifs. Le CAD, la GBP, la SEK et la NOK constituent des alternatives intéressantes du fait de leur exposition moyenne au risque et de leur faible sensibilité au conflit commercial.

Fin de la suprématie de l'économie américaine

Après 18 mois de bons chiffres de l'économie américaine qui ont valu à l'indice du dollar américain (USD) une progression de près de 5 %, les fondamentaux qui tiraient le billet vert s'essoufflent. L'USD a, en outre, été soutenu par un avantage de taux croissant qui lui a permis d'être la monnaie offrant le rendement le plus élevé dans les économies avancées. Ce différentiel de taux favorable a atteint un sommet l'an dernier mais, jusqu'à récemment, il restait suffisamment important pour continuer à doper l'USD. La récente dégringolade du rendement des bons du Trésor américain a cependant réduit l'écart avec les taux allemands, japonais et britanniques. L'avantage de taux, qui constituait le deuxième pilier sur lequel reposait la vigueur de l'USD, est donc également en train de disparaître. Dans les prochains mois, l'USD devrait toutefois profiter de l'orientation vers les monnaies refuge du fait du regain d'aversion au risque sur fond de tensions commerciales sino-américaines et de maintien prolongé de l'économie mondiale dans le creux de la vague.

Graphique 1 : Atténuation de l'avantage de taux dont bénéficiait l'USD



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

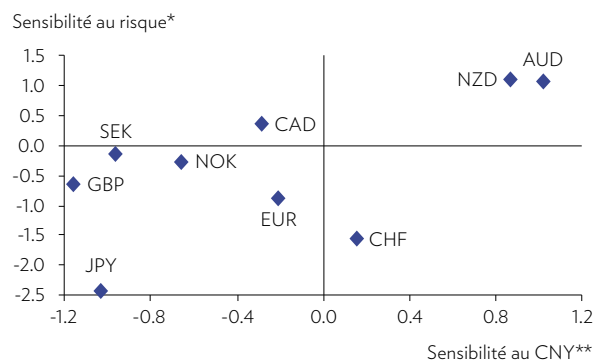
Remarque : la performance passée et les prévisions de performance ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs. Le rendement peut être plus ou moins important selon les fluctuations de change.

Source : Datastream, Julius Baer

Alternatives aux monnaies refuge

L'USD est une monnaie refuge qui, contrairement au franc suisse (CHF) et au yen japonais (JPY), n'est pas pénalisée par des taux d'intérêt négatifs. Les alternatives aux monnaies refuge sont le dollar canadien (CAD), la livre sterling (GBP), la couronne suédoise (SEK) et la couronne norvégienne (NOK), qui ont le mérite d'offrir une exposition moyenne au risque et une sensibilité moindre au conflit commercial entre les États-Unis et la Chine, telle que mesurée par le yuan chinois (CNY) pondéré des échanges. La forte exposition du dollar australien (AUD) et du dollar néo-zélandais (NZD) au risque en général et au conflit commercial en particulier rend ces deux devises peu attrayantes pour le moment. L'euro (EUR) reste, quant à lui, déprimé, pénalisé par une dynamique économique à la traîne et le sentiment que la Banque centrale européenne n'a pas encore adopté suffisamment de mesures de relance.

Graphique 2 : Le CAD, la GBP, la SEK et la NOK sont au juste milieu



* Z-score pour le bêta du S&P 500

** Z-score pour le bêta du CNY pondéré des échanges

Source : Datastream, Julius Baer

David Kohl

REVENU FIXE

PAS D'ALTERNATIVE AU RISQUE DE CRÉDIT

Les banques centrales continuent de mener une politique de taux bas, voire de baisse des taux. La répression financière amène les investisseurs à s'exposer davantage au risque de crédit ou au risque de change pour préserver la valeur de leurs placements. Nous restons surexposés aux obligations américaines à haut rendement et à la dette des marchés émergents. Les obligations convertibles nous semblent également porteuses.

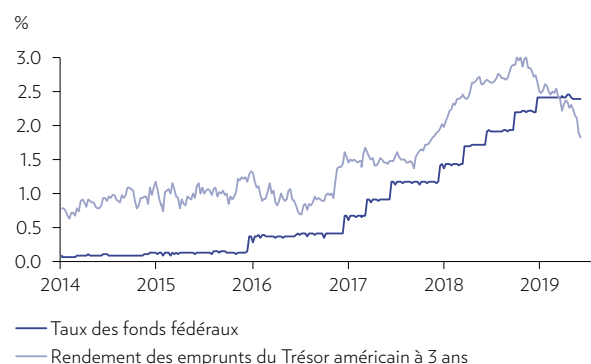
Les taux bas : à la fois malédiction et bénédiction pour les obligations

Comme le faisait remarquer le gourou des placements obligataires Paul McCulley il y a quelques décennies, « Lorsque les taux d'intérêt sont en train de baisser, c'est le paradis pour les investisseurs obligataires. Mais dès qu'ils sont bas, c'est l'enfer ». Ce ne sont pas les investisseurs internationaux actuels qui le contrediront. Ils doivent en effet accepter des durées de 20, voire 30 ans, en Allemagne et en Suisse pour obtenir des rendements positifs sur les emprunts d'État. Même en Espagne, le rendement des obligations souveraines n'est positif qu'à partir des échéances à 5 ans. Il n'y a que dans l'Italie en crise que la courbe des taux passe en territoire positif dès 12 mois. Soutenu par le durcissement agressif de la politique monétaire, le marché américain fait exception, mais même là, le rendement des bons du Trésor américain à 3 ans est passé de plus de 3 % à l'automne 2018 à 1,9 % à la mi-juin 2019. Deux facteurs interconnectés pèsent sur les rendements obligataires un peu partout dans le monde : les anticipations en matière d'inflation, déjà modestes, continuent d'être revues à la baisse, et les banques centrales réagissent par des mesures de relance monétaire.

Les anticipations inflationnistes continuent d'être revues à la baisse

Le marché obligataire ignore purement et simplement la diminution des taux de chômage au niveau mondial et ses anticipations reposent sur une hypothèse d'inflation éternellement basse. Le point mort d'inflation à dix ans (autrement dit le taux d'inflation où le rendement des emprunts d'État conventionnels équivaut à celui des emprunts d'État indexés sur l'inflation [TIPS]) est tombé à 1,7 %. En d'autres termes, le marché obligataire s'attend à ce que la Fed manque son objectif d'inflation de 2 % au cours de la prochaine décennie.

Graphique 1 : Baisse des rendements des emprunts d'État américains



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

Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Nous avons profité d'un redressement temporaire des TIPS en mars pour passer de Surpondérer à Neutre sur ce segment. Bien que les anticipations d'inflation aient été revues à la baisse depuis, nous maintenons notre opinion neutre. En l'absence d'élément catalyseur susceptible de doper les anticipations d'inflation, rien ne justifierait actuellement d'accroître l'exposition à ce segment.

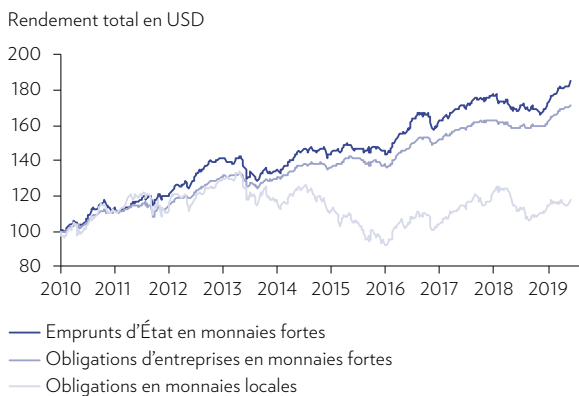
Trop tard pour passer aux durées longues

Nous avons stratégiquement recommandé une exposition au risque de crédit plutôt qu'au risque de durée puisque nous tablions sur une reprise de la croissance et de l'inflation. Avec le recul, il apparaît que ce positionnement nous a permis de bénéficier de la belle performance du haut rendement américain et de la dette émergente. En revanche, nous n'avons pas profité de la baisse des rendements des obligations à long terme. Cependant, nous ne pensons pas qu'il soit judicieux de s'exposer aux obligations de durée longue aux bas niveaux de rendements actuels, même si nous nous attendons à une baisse des taux de la Fed face au ralentissement de la croissance.

Les obligations des marchés émergents sont soutenues par les perspectives en matière de taux

Certains segments bénéficient des anticipations de baisse des taux et des déplacements de capitaux qu'elles impliquent. Les flux devraient s'orienter vers les obligations émergentes qui ont toujours dégagé les rendements les plus élevés dans les périodes de stabilité ou de diminution des taux d'intérêt américains. Jusqu'à présent, notre recommandation de surexposition à la dette émergente se limitait aux obligations en monnaies fortes, les papiers en monnaies locales ayant, historiquement, affiché des rendements plus faibles et une volatilité plus forte. Cependant, les obligations en monnaies locales pourraient devenir intéressantes si les anticipations quant à l'évolution de la politique de la Fed se matérialisent. Étant donné la volatilité de ce segment, les investisseurs doivent faire preuve de sélectivité et limiter leur exposition en conséquence.

Graphique 2 : Rendement total de la dette des marchés émergents



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

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

Maintien de la surpondération du haut rendement américain

Comme indiqué ci-dessus, nous préférons le risque de crédit au risque de duration. Outre la dette des marchés émergents, nous privilégions le haut rendement américain. Nous avons porté notre recommandation pour ce segment à Neutre au mois de janvier, puis à Surpondérer en mars. Nous maintenons cette dernière recommandation. L'avantage moyen en termes de rendement des obligations à haut rendement américaines par rapport aux bons du Trésor américain est toujours de 3,8 %, ce qui est largement suffisant pour couvrir le risque de défaillance.

Les obligations convertibles* relevées à Surpondérer

Les fondamentaux sont au rendez-vous pour permettre une prolongation de la hausse actuelle des marchés financiers internationaux. Nous tablons sur une croissance mondiale à peine en dessous de sa tendance de long terme et sur de solides marges bénéficiaires pour les entreprises. En revanche, les facteurs de risque nous semblent très nombreux, qu'il s'agisse du conflit commercial toujours en cours entre les États-Unis et la Chine, du Brexit, de l'endettement élevé des entreprises et des États et du changement climatique. Beaucoup d'investisseurs évitent actuellement les instruments du marché monétaire porteurs de rendements faibles, mais souhaitent néanmoins limiter le risque baissier. Dans ces conditions, les obligations convertibles nous semblent être une alternative intéressante. La dette convertible est un instrument approprié dans un monde caractérisé par des fondamentaux porteurs à long terme et des facteurs de risque bien réels. Comme le montre le graphique 3, au cours des cinq dernières années, les obligations convertibles ont affiché des rendements supérieurs à ceux des placements obligataires classiques, tout en affichant des replis moins prononcés que les actions. Nous avons donc relevé les obligations convertibles à Surpondérer.

Graphique 3 : Les obligations convertibles – entre actions et obligations



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

Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Markus Allenspach

* Les obligations convertibles sont considérées comme des produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (PRIIPS). Elles ne peuvent être vendues aux résidents de l'Espace économique européen que si elles sont accompagnées d'un document d'information (KID).

ACTIONS

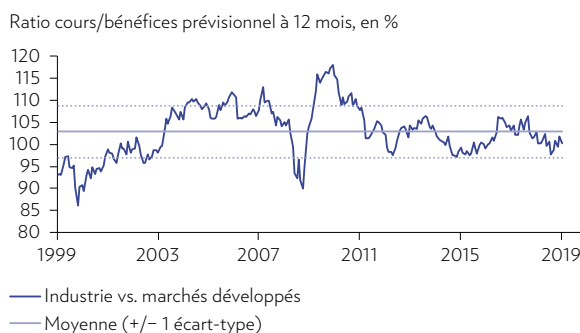
L'INDUSTRIE EST L'UN DE NOS SECTEURS PRÉFÉRÉS

L'industrie est l'un des rares secteurs à bénéficier de facteurs à la fois cycliques et structurels. En effet, en fin de cycle, les investissements dans de nouvelles infrastructures et capacités de production augmentent. Le secteur est également porté par des tendances structurelles comme les investissements dans la robotique et les logiciels industriels. Ces belles perspectives de croissance ne sont pas encore totalement intégrées dans les valorisations.

Le secteur industriel reste attrayant

Nous continuons de considérer l'industrie comme l'un des secteurs les plus attrayants dans les économies avancées. Les perspectives tant structurelles que cycliques restent, selon nous, favorables pour le secteur et nous tablons sur une poursuite de la croissance tirée par les investissements. Le secteur industriel se comporte généralement bien dans les dernières phases des cycles, lorsque le taux de chômage se rapproche de son plancher précédent et que le taux d'utilisation des capacités de production augmente vers ses niveaux les plus élevés. C'est le moment où les entreprises envisagent d'investir dans de nouvelles capacités de production et de remplacer les installations existantes. L'analyse historique montre que, lorsque la croissance du produit intérieur brut dépasse largement la croissance potentielle, les dépenses d'investissement accélèrent, mais avec un certain décalage. C'est pourquoi les valeurs industrielles ont tendance à surperformer lorsque le cycle est plus avancé.

Graphique 1 : Valorisations relatives inférieures aux moyennes de long terme



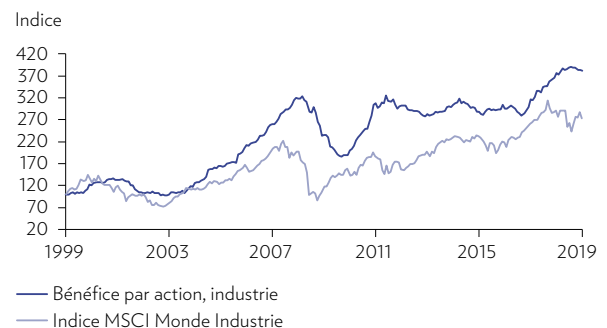
Remarque : la performance passée et les prévisions de performance ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

Source : Datastream, Julius Baer

L'industrie est, selon nous, tirée non seulement par le cycle, mais aussi par certaines tendances de long terme spécifiques au secteur, telles que l'automatisation (logiciels industriels ou robotique par exemple), qui devraient doper la croissance bien au-delà du cycle économique actuel. Le taux de pénétration de la robotique est très faible tant en Europe qu'aux États-Unis où le potentiel de croissance structurelle nous paraît important dans plusieurs secteurs et marchés. Tout cela devrait doper les cours des valeurs du secteur. L'industrie est, selon nous, l'un des rares secteurs soutenus par des facteurs à la fois cycliques et structurels.

L'industrie est un secteur qui bénéficie d'une croissance tirée par l'investissement et d'une hausse des rendements en fin de cycle.

Graphique 2 : Croissance des bénéfices nettement supérieure à la performance sectorielle



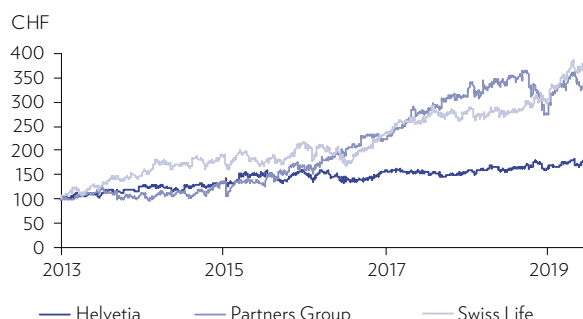
Remarque : la performance passée et les prévisions de performance ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

Source : Datastream, Julius Baer

Patrik Lang, CFA

CONCENTRATION SUR CERTAINES VALEURS FINANCIÈRES SUISSES

Certaines financières suisses dégagent des résultats impressionnants



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

Source : Datastream, Julius Baer

Recommandations de titres :

Helvetia (Buy, cours/cours cible : CHF 122.90/136)

Partners Group (Buy, cours/cours cible : CHF 748.40/900)

Swiss Life (Buy, cours/cours cible : CHF 481/505)

Les financières suisses restent sous pression en raison principalement d'un contexte de taux d'intérêt peu favorable. Certaines sociétés financières ont cependant trouvé le moyen de compenser ce handicap. C'est notamment le cas des compagnies d'assurance non-vie et de certaines sociétés de niche. Nous continuons de recommander d'éviter les grandes banques tributaires des taux d'intérêt et de privilégier les entreprises mieux armées pour faire face aux conditions de taux actuelles.

Peter Casanova, CFA et Roger Degen

ACTIONS PRÉFÉRÉES

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

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

MATIÈRES PREMIÈRES

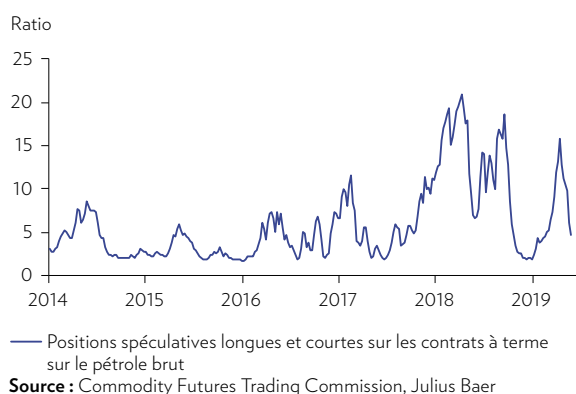
INQUIÉTUDES SUR LA CROISSANCE

Les prix des matières premières cycliques ont continué à diminuer sur fond d'inquiétudes quant à l'essoufflement de la croissance mondiale. Une normalisation du sentiment du marché pourrait certes se traduire par une hausse, mais celle-ci risque d'être limitée. La fragilité de la situation du côté de l'offre ne bénéficie pas aux prix du pétrole tandis que l'accentuation des tensions commerciales fait craindre une baisse de la demande chinoise de métaux. Nous restons neutres aussi bien sur le pétrole que sur les métaux industriels.

Détérioration du sentiment

Alors qu'elles avaient évolué dans le sillage des actions pendant l'essentiel de l'année, les matières premières ne se sont pas redressées récemment. Les prix des matières premières cycliques telles que le pétrole brut et les métaux industriels continuent de baisser sur fond d'inquiétudes quant à la croissance mondiale en général et à la croissance chinoise en particulier. Cela dit, cette baisse des prix semble due à une dégradation du sentiment du marché, passé de l'optimisme au pessimisme, plutôt qu'à une détérioration de l'équilibre fondamental entre l'offre et la demande. En d'autres termes, les prix des matières premières reflètent actuellement une croissance mondiale plus faible. Une normalisation du sentiment du marché pourrait certes entraîner une hausse, mais celle-ci risque d'être limitée même si la croissance s'améliore.

Graphique 1 : Détérioration du sentiment sur le marché pétrolier

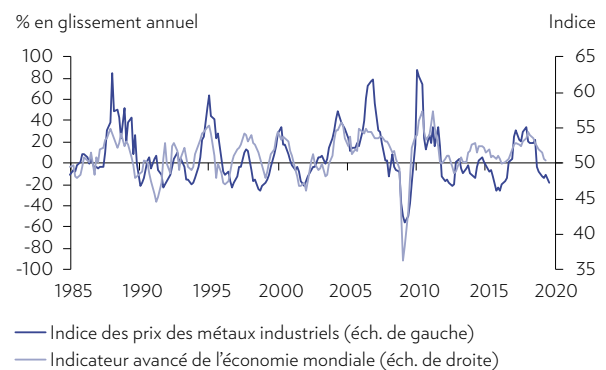


Pétrole : une offre largement suffisante

La situation précaire du côté de l'offre sur le marché pétrolier n'a aucune influence en ce moment, ni les troubles politiques au Venezuela, ni les tensions au Moyen-Orient ne se traduisant par une pression haussière sur les prix. Ce sont les craintes de baisse de la demande qui pèsent sur le sentiment, alors

que la hausse de la production d'hydrocarbures de schiste et les stocks de pétrole américain, supérieurs à la moyenne, laissent penser que l'offre est largement suffisante. Nous maintenons notre opinion neutre.

Graphique 2 : Le ralentissement de la croissance pèse sur les métaux industriels



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

Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Métaux industriels : crainte d'une récession à double creux en Chine

Les métaux industriels ont souffert de l'escalade des tensions commerciales sino-américaines. L'évolution vers des embargos et des boycotts augmente le risque de rupture des chaînes d'approvisionnement, suscitant des craintes de récession à double creux en Chine et de baisse de la demande pour les métaux. Ces inquiétudes étant déjà intégrées dans les cours, nous maintenons notre opinion neutre sur les métaux industriels. Le minerai de fer échappe à la morosité générale puisqu'il bénéficie d'une offre restreinte, d'une forte demande et d'un sentiment positif. Selon nous, la question n'est pas tant de savoir si les prix vont se retourner, mais plutôt quand ils vont se retourner.

Carsten Menke, CFA

MENTIONS LÉGALES IMPORTANTES

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

MENTIONS LÉGALES

Auteurs :

Christian Gattiker, Head of Research, christian.gattiker@juliusbaer.com ¹⁾
Mensur Pocinci, Head of Technical Analysis, mensur.pocinci@juliusbaer.com ¹⁾
Damien Ng, Next Generation Research, damien.ng@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⁾
Peter Casanova, Single Title Equity Research, peter.casanova@juliusbaer.com ¹⁾
Roger Degen, Single Title Equity Research, roger.degen@juliusbaer.com ¹⁾
Carsten Menke, Head of Next Generation Research, carsten.menke@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 juin 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, Swiss Life Holding : 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 26/06/2019

Actions	Buy	39.4%	Hold	56.3%	Reduce	4.3%
Émetteurs	Buy	47.7%	Hold	49.6%	Sell	2.7%

Historique des recommandations sur les actions et les émetteurs

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

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

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

Système de notation d'émetteurs

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

Catégories de risque

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

Définition de la notation de crédit

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

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

Matières premières**Système de notation**

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

Recommandations d'investissement spécifiques aux matières premières

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

Monnaies

Système de notation

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

Analyse technique

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

Système de notation absolu

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

Système de notation relatif

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

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

AVIS JURIDIQUE IMPORTANT

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

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

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

vestissement convenant aux clients privés à cause de leur structure de produit complexe, de l'utilisation visée, du fait qu'elles sont difficiles à évaluer et à cause du conflit d'intérêts que cela pourrait susciter du côté de la banque. Les clients privés qui souhaitent acheter des CoCo Bonds de leur propre initiative doivent se montrer prudents et tenir compte des caractéristiques spécifiques inhérentes aux CoCo Bonds et des risques qu'une telle décision implique. Conformément au Product Intervention (Contingent Convertible Instruments and Mutual Society Shares) Instrument 2015 énoncé par la U.K. Financial Conduct Authority (FCA), ce/ces produit(s) ne doit(vent) pas être acheté(s) aux particuliers domiciliés au sein de l'Espace économique européen (EEE), autrement dit les pays membres de l'UE plus le Liechtenstein, la Norvège et l'Islande, sauf si l'une des conditions suivantes est remplie : disposer d'un revenu annuel d'au moins GBP 100 000 (ou équivalent) ou d'un patrimoine net (hors biens immobiliers, assurance et autres prestations) d'au moins GBP 250 000 (ou équivalent).

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

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

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

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

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

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

INFORMATION IMPORTANTE CONCERNANT LA DIFFUSION

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

© Groupe Julius Baer, 2019

GROUPE JULIUS BAER

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

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

07/2019 Publ. No. PU00106FR
© GROUPE JULIUS BAER, 2019

Signatory of:

