



Julius Bär

INSIGHTS

Opportunités d'investissement septembre 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

3 septembre 2019

Cours de référence, clôture de la rédaction

27 août 2019, sauf indication contraire

ÉDITORIAL

Chère lectrice, cher lecteur,

Même avec la meilleure volonté du monde, il est certaines choses auxquelles il est impossible de s'habituer. Pour certains, ce sont les crisements de la craie sur le tableau noir, pour d'autres les grains de sable dans les draps. Pour les investisseurs internationaux de 2019, c'est l'agitation politique constante qui fait la une des médias depuis bien trop longtemps. La fin du supplice est-elle pour bientôt ? Au regard de ce qui s'est passé cet été, cela semble peu probable. Le supplice devrait se prolonger : une phase d'escalade sera suivie d'une désescalade, avant qu'une nouvelle série d'escalade ne fasse monter les tensions d'un cran. Bien pire, vu comment les choses se sont déroulées au cours des 18 derniers mois, même si un accord est conclu, plus personne ne croira qu'il puisse durer, sans être remis en cause par un simple tweet.

Alors est-ce le moment d'abandonner le navire et de quitter les marchés financiers ? Dans ce numéro d'Insights, nous expliquerons pourquoi une telle réaction est, selon nous, injustifiée. Il y a en effet de bonnes raisons de rester investi. Cependant, malgré tous les arguments rationnels que l'on pourra avancer, force est de constater qu'il y a un sentiment de malaise dont il sera difficile de se défaire dans l'immédiat. Comment les investisseurs peuvent-ils gérer cette situation ? L'une des solutions consiste à s'habituer à « ne pas s'habituer » à l'agitation liée à la guerre commerciale. Au lecteur qui penserait que je plaisante en disant cela, je suggérerais de voir le verre à moitié plein : la guerre commerciale et la réponse qu'y apporte la politique monétaire devraient entraîner une prolongation du cycle économique actuel et offrir, de temps à autre, de bons points d'entrée à ceux qui avaient précédemment laissé passer leur chance.



Christian Gattiker
Head of Research

VUE D'ENSEMBLE

Perspective d'investissement : Page 6

- Les développements de l'été 2019 ont montré que les tensions commerciales et géopolitiques étaient là pour durer. L'économie mondiale en a fait les frais et est entrée dans une récession industrielle.
- Face à cette situation, les banques centrales se sont donné pour mission de lutter contre la récession, ce qui devrait soutenir aussi bien les économies que les marchés dans les mois à venir.

Analyse technique : Page 8

- Les investisseurs pourraient sous-estimer les risques liés à la détention d'actions individuelles. Détenir des actions dans une perspective de long terme ne garantit pas, en soi, des rendements intéressants.
- Les investisseurs doivent aussi faire preuve de flexibilité, savoir limiter les pertes et laisser les bénéfices s'accumuler.

Next Generation : Page 10

- L'énergie propre est arrivée à un stade où elle peut s'imposer, les technologies éoliennes et solaires devenant plus compétitives. La prochaine phase est celle de la stabilité et de la prévisibilité, essentielles à la santé financière des entreprises du secteur.
- La croissance n'est pas tant liée à la construction qu'à la possession de centrales électriques. La taille est essentielle et la consolidation devrait permettre l'émergence de grands acteurs de l'énergie propre. Les incertitudes économiques nous incitent à la neutralité sur le thème dans son ensemble.

Économie : Page 12

- La montée des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine entraîne une contraction du secteur manufacturier exposé aux échanges internationaux, augmente les risques de déflation et suscite des craintes de récession généralisée.
- Dans ce contexte, les banques centrales ont, un peu partout dans le monde, commencé à revenir à des politiques monétaires expansionnistes visant à atténuer le creux actuel de fin de cycle et les risques de récession.

Monnaies : Page 13

- L'affaiblissement du yuan chinois a accru le risque d'escalade du conflit entre les États-Unis et la Chine au-delà des considérations commerciales. Des interventions monétaires de la part des États-Unis et un éventuel blocage des transactions financières dans les juridictions américaines pèseraient sur les monnaies cycliques et celles des marchés émergents.
- Cependant, il n'existe guère de preuves que la Chine cherche à déprécier sa monnaie ; l'objectif est plutôt de limiter sa volatilité.

Revenu fixe : Page 14

- Nous continuons de préférer le risque de crédit au risque de duration. Les investisseurs doivent préserver une marge de manœuvre et éviter les extrêmes tant au niveau du risque de crédit que du risque de duration.
- Nous mettons l'accent sur les obligations d'entreprises investment grade inférieur des marchés matures et émergents ainsi que sur le haut rendement américain noté Ba/BB.

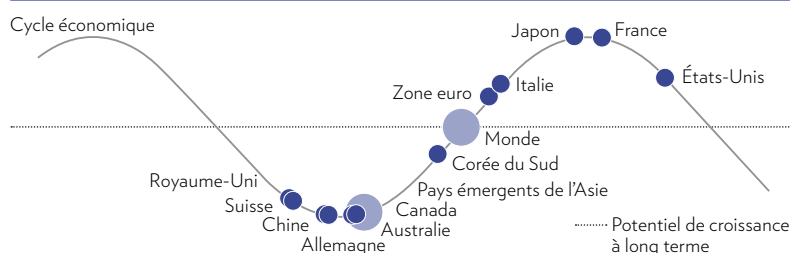
Actions : Page 16

- La baisse des rendements obligataires et la faiblesse des indices des directeurs d'achat ont pesé sur la performance des actions de valeur. Celles-ci affichent une décote record par rapport aux valeurs de croissance, et il faudra, selon nous, un choc majeur pour provoquer une nouvelle correction.
- Nous tablons sur une normalisation du sentiment des consommateurs, qui reste morose, et un retour en grâce des actions de valeur.

Matières premières : Page 18

- Les craintes relatives à la croissance mondiale sont au cœur des préoccupations sur les marchés des matières premières. La demande devrait rester modeste même si la politique offensive d'assouplissement monétaire devrait dissiper les craintes des investisseurs.
- Les stocks de pétrole sont toujours à des niveaux élevés, la production de pétrole de schiste continuant de progresser allègrement, d'où le maintien de notre opinion neutre sur le secteur. La hausse de l'or est soutenue, les anticipations étant à une nouvelle accentuation des tensions commerciales.

VUE D'ENSEMBLE DES CYCLES ÉCONOMIQUES



CROISSANCE (PIB réel an/an, %)

Moyenne	2018	2019E	2020E
États-Unis	2.9	2.2	1.1
Zone euro	1.9	1.1	1.2
Royaume-Uni	1.4	1.1	0.8
Suisse	2.5	1.2	0.7
Japon	0.8	1.1	0.3
Chine	6.6	6.1	5.7
Monde	3.7	3.1	2.4

PIB = produit intérieur brut

INFLATION (IPC an/an, %)

Moyenne	2018	2019E	2020E
États-Unis	2.4	1.7	2.2
Zone euro	1.8	1.3	1.7
Royaume-Uni	2.5	2.0	2.1
Suisse	0.9	0.5	0.9
Japon	1.0	0.7	0.7
Chine	1.9	2.2	2.5
Monde	5.1	3.8	4.1

IPC = indice des prix à la consommation

INDICES D' ACTIONS (monnaie locale)

	Niveau	12M
SMI	9786	10300
Eurostoxx 50	3370	3700
S&P 500	2869	3200
Nikkei 225	20456	22500

MATIÈRES PREMIÈRES

	Prix	12M
Pétrole Brent (USD/baril)	58.8	55.0
Or (USD/once)	1543	1525
Cuivre (USD/tonne)	5662	6150
Minerai de fer (USD/tonne)	92	70

MONNAIES

	Spot	3M	12M
EUR/CHF	1.09	1.09	1.15
USD/CHF	0.98	0.96	1.00
JPY/CHF	0.93	0.92	0.95
GBP/CHF	1.20	1.18	1.34
EUR/USD	1.11	1.13	1.15
EUR/GBP	0.90	0.92	0.86
USD/JPY	105.8	105.0	105.0
GBP/USD	1.23	1.23	1.34

TAUX DES BANQUES CENTRALES (% p. a.)

Fin d'exercice	2018	2019E	2020E
États-Unis	2.50	1.75	1.75
Zone euro	0.00	0.00	0.00
Royaume-Uni	0.75	0.75	1.00
Suisse	-0.75	-1.00	-1.00
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	2.10	2.55
Allemagne	0.25	-0.20	0.30
Royaume-Uni	1.27	0.80	1.25
Suisse	-0.19	-0.60	-0.20
Japon	0.04	-0.15	-0.15

PERSPECTIVE DES CATÉGORIES D'ACTIFS

Vue	Catégorie d'actifs et de risque	Privilégiez ...	Évitez ...
→	Liquidités		
→	Obligations	Conservateur Titres émis par les agences gouvernementales des États-Unis adossés à des créances hypothécaires	Emprunts d'État de longue durée
		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	
↑	Actions	Conservateur Santé	Consommation défensive, services aux collectivités ; actions américaines de croissance des dividendes
		Moyen Communication, industrie, matériaux, pétrole et gaz, technologies de l'information ; actions de valeur globales, actions de croissance américaines, petites capitalisations européennes ; actions européennes à haut dividende ; Chili	
		Opportuniste Brésil, Chine, Indonésie, Philippines, Vietnam	Turquie
→	Matières premières	Or, argent	Gaz naturel européen
→	Monnaies	CAD, NOK, RUB, IDR, INR	AUD, NZD, SGD, KRW, ZAR
	Next Generation	Thématique Éducation mondiale, génomique, informatique dématérialisée et intelligence artificielle, jeux vidéo, longévité, obésité globale, paiements numériques, santé numérique, tourisme en Asie, une Chine en bonne santé	Nouvelle route de la soie, « Made in China 2025 »

Vietnam : Julius Baer n'offre aucun service sur les marchés locaux. **Brésil, Philippines** : Pour les résidents locaux, 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
Surpondérer les actions chinoises	Alibaba, Ping An Insurance, Tencent
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, JBS, Minerva, Smurfit Kappa, Yanlord Land, YPF, Yuexiu Property

PERSPECTIVE D'INVESTISSEMENT

LES BANQUES CENTRALES À LA RESCOURSSE

Les développements de l'été 2019 ont montré que les tensions commerciales et géopolitiques étaient là pour durer. L'économie mondiale en a fait les frais et est entrée dans une récession industrielle. Face à cette situation, les banques centrales ont engagé des politiques de lutte contre la récession, qui devraient soutenir aussi bien les économies que les marchés dans les mois à venir.

LE TERME DU MOIS :

Assouplissement monétaire

Une politique d'assouplissement monétaire consiste, pour une banque centrale, à diminuer les taux d'intérêt et les ratios de dépôt pour faciliter l'accès au crédit. L'emprunt étant alors plus accessible pour les entreprises, il en découle une augmentation des investissements et un développement de l'activité. La politique d'assouplissement monétaire a généralement pour résultat immédiat de doper le cours des actions.

Source : Dictionnaire financier Farlex (2009), Julius Baer

Le supplice continue

En septembre 2019, cela fera environ 18 mois qu'un conflit commercial ouvert oppose les États-Unis et la Chine. L'incertitude politique s'est envolée lors de la phase d'escalade des tensions en 2018 (voir graphique 1). Après avoir atteint un sommet à la fin de l'année 2018, elle s'est quelque peu atténuée, avec l'espoir de conclusion d'un accord. Cet espoir s'est ensuite évaporé début mai 2019, avant de renaître après le sommet du G20 de fin juin. Toutefois, début août, les tensions sont de nouveau montées d'un cran.

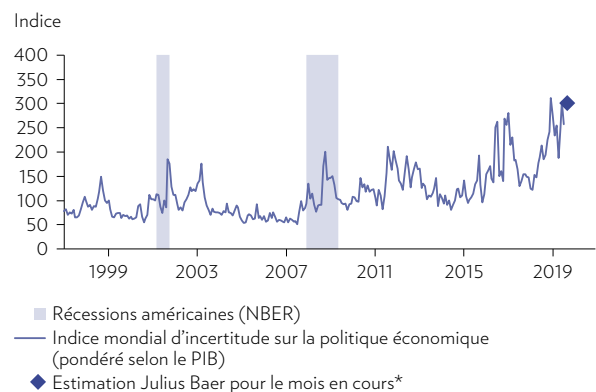
Du point de vue des investisseurs, les conclusions à l'issue de ces 18 derniers mois sont assez simples : a) le scénario le plus probable est désormais celui d'une véritable guerre commerciale ; b) même si un accord est conclu, la probabilité d'une trêve durable est plutôt faible ; et c) le mal est déjà fait sur le plan économique.

L'économie mondiale, victime collatérale

La première victime des guerres commerciales est toujours l'économie et, en l'occurrence, c'est aujourd'hui l'industrie qui trinque. Depuis l'escalade des tensions à la fin de l'année dernière, l'économie mondiale n'a cessé de s'affaiblir. À l'été 2019, les signes de récession industrielle se sont multipliés. Les indices des direc-

teurs d'achat du secteur manufacturier commencent à signaler une contraction partout dans le monde. En d'autres termes, l'activité industrielle est en train de s'essouffler. Sur les marchés financiers, cette spirale baissière se reflète dans les actifs sensibles au cycle. Les investisseurs internationaux ont ainsi procédé à des ventes massives, faisant dégringoler les valeurs bancaires ainsi que les actions des secteurs de l'industrie et des matériaux.

Graphique 1 : L'incertitude politique devrait persister



* sur la base de l'indice quotidien d'incertitude sur la politique économique américaine

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

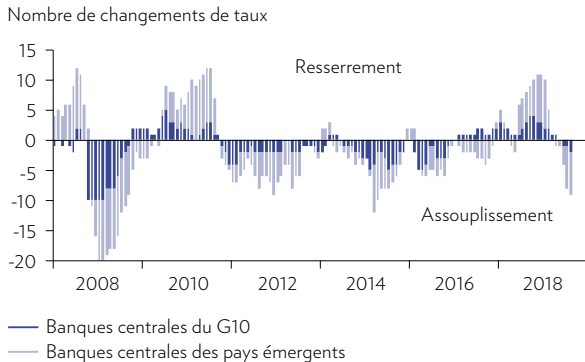
Source : Datastream, Julius Baer

Les consommateurs et les banques centrales sauvent la mise

Cela veut-il dire que tout va mal ? Non. Lorsqu'ils auront intégré qu'un retour à la paix sur le plan commercial était exclu dans l'immédiat, les investisseurs commenceront à apprécier à leur juste valeur les facteurs de soutien qui existent bel et bien. Le premier est que les consommateurs ont, jusqu'à présent, sauvé la mise. Dans de nombreux pays, la récession industrielle aurait débouché sur une récession généralisée s'il n'y avait pas le fait que la consommation est si robuste actuellement. Bien évidemment, la consommation pourrait ne plus jouer à un moment donné, surtout si des licenciements massifs venaient ébranler

la confiance des ménages. Les banques centrales se sont donc donné pour mission de lutter contre la récession (voir graphique 2). Que ce soit dans les pays développés ou dans ceux en développement, après avoir donné un tour de vis fin 2018, les banques centrales ont commencé à assouplir leur politique.

Graphique 2 : Réaction des banques centrales – du durcissement à l'assouplissement



* G10 = Belgique, Canada, France, Allemagne, Italie, Japon, Pays-Bas, Suède, Suisse, Royaume-Uni et États-Unis.

Source : Datastream, Julius Baer

Cela suffira-t-il ?

En effet, reste à voir si l'assouplissement monétaire sera efficace cette fois-ci. Il devrait, selon nous, contribuer à stabiliser les marchés financiers, puis l'économie réelle. Toutefois, étant donné les niveaux actuels des taux d'intérêt et de l'endettement, l'impact de la politique monétaire risque d'être limité. Il ne faut donc sans doute rien attendre de plus qu'une stabilisation. Par ailleurs, les appels en faveur d'une hausse des dépenses budgétaires se sont multipliés récemment. Les États-Unis et la Chine ont d'ailleurs déjà commencé à appliquer des mesures budgétaires, et la Chine pourrait encore augmenter ses dépenses publiques. Pas plus tard que cet été, les parlementaires américains ont approuvé un accord sur le budget prévoyant une augmentation des dépenses et autorisant le gouvernement à contracter de nouveaux emprunts, ouvrant ainsi la voie à une hausse des dépenses publiques aux États-Unis aussi. En Europe, l'orientation en matière de dépenses budgétaires est moins claire et reste imprévisible. Toutefois, les succès électoraux récents de partis favorables à des réductions fiscales laissent penser que l'Europe va, elle aussi, vers une augmentation des dépenses budgétaires.

Les investisseurs doivent garder le cap

Dans le contexte actuel, nous invitons à nouveau les investisseurs à garder le cap. À moins de signes sérieux d'essoufflement de la consommation mondiale, nous pensons que la croissance économique a encore de beaux jours devant elle. Les ménages étant nettement moins endettés que lors des pics cycliques précédents (voir graphique 3), le risque de bulle semble limité. Pour les investisseurs axés sur le court terme, les prochaines semaines peuvent même offrir quelques beaux points d'entrée.

Nos recommandations pour les différentes classes d'actifs sont les suivantes :

Revenu fixe

- Obligations d'entreprises investment grade inférieur, le segment plus liquide au sein de la dette spéculative américaine et certaines obligations des marchés émergents.

Actions

- Santé, communications et technologies de l'information ; Chine et Brésil¹ pour les marchés émergents.

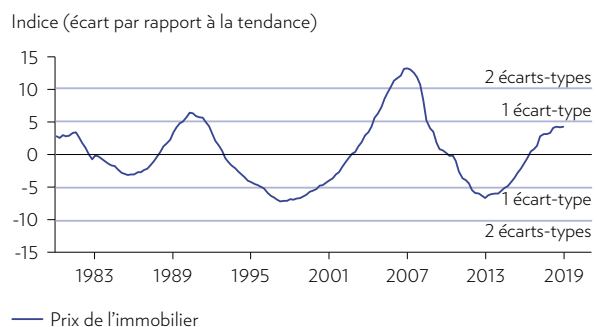
Matières premières

- L'or qui, malgré sa récente envolée, fait office de couverture face aux risques politiques.

Monnaies

- Faire preuve de sélectivité pour les monnaies de portage.

Graphique 3 : Prix de l'immobilier – moins excessifs que lors des cycles précédents



Source : Indice des prix immobiliers de la Réserve fédérale de Dallas ; Julius Baer

Christian Gattiker, CFA, CAIA

¹ Pour les résidents locaux, les investissements sur le marché domestique sont soumis à des restrictions légales.

ANALYSE TECHNIQUE

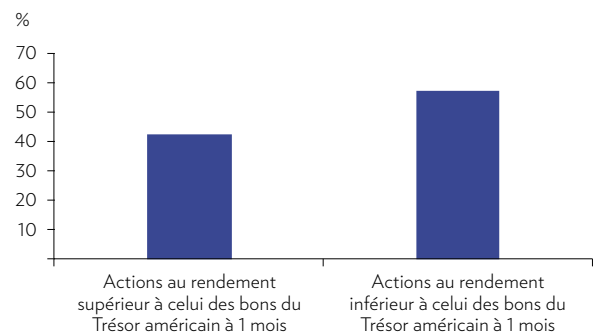
L'ACTION MOYENNE EST RISQUÉE, TRÈS RISQUÉE

Les investisseurs pourraient sous-estimer les risques liés à la détention d'actions individuelles. Détenir des actions dans une perspective de long terme ne garantit pas, en soi, des rendements intéressants. Les investisseurs doivent aussi faire preuve de flexibilité, limiter les pertes et laisser les bénéfices s'accumuler.

L'action moyenne représente un « risque sans rendement »

Il est généralement conseillé aux investisseurs d'acheter des actions dans une perspective de long terme. Toutefois, le marché des actions n'est pas statique et les entreprises vont et viennent. Il est par conséquent important pour les investisseurs de bien faire la différence entre l'investissement dans un indice tel que le S&P 500, et l'investissement dans des actions individuelles. Les indices sont dynamiques par nature ; leur composition évolue avec l'ajout de nouvelles entreprises et le retrait d'autres dont l'importance (en termes de capitalisation boursière par exemple) a diminué. À l'inverse, un portefeuille de placement composé d'actions individuelles ne subit des changements que si l'investisseur vend les titres. Autrement dit, la composition du portefeuille n'évolue que si l'investisseur le décide. Par conséquent, dans une perspective de long terme, il convient d'examiner le rendement à long terme des actions individuelles et pas seulement celui des indices. Une étude récente s'est justement penchée sur le rendement des actions américaines au cours de la période 1926–2015. Cette étude a révélé que plus de la moitié des actions cotées sur le marché américain au cours de la période sous revue a dégagé un rendement inférieur à celui des bons du Trésor américain à 1 mois (voir graphique 1). L'action moyenne américaine semble donc être un « risque sans rendement ».

Graphique 1 : De 1926 à 2015, l'action américaine moyenne a sous-performé par rapport aux bons du Trésor américain à 1 mois



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

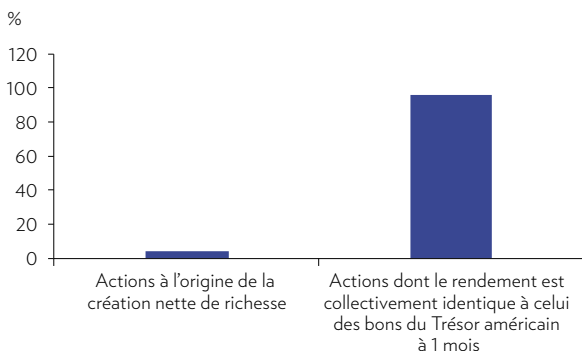
Source : H. Bessembinder (2018). « Do stocks outperform Treasury bills? », *Journal of Financial Economics*, volume 129, pp. 440–457 ; Julius Baer

L'action américaine moyenne est un « risque sans rendement ».

Le gagnant rafle la mise

L'étude susmentionnée a également montré que la performance globale du marché américain au cours de la période 1926–2015 a été générée, pour l'essentiel, par un groupe limité d'actions. Plus précisément, la création nette de richesse du marché des actions américain au cours de ces 90 années est attribuable à 4 % seulement de l'ensemble des actions cotées aux États-Unis. Les 96 % restants ont collectivement dégagé un rendement similaire à celui des bons du Trésor américain à 1 mois. Les investisseurs ayant misé sur ces papiers n'ont donc pas été rétribués pour la volatilité et les risques accrus associés aux actions.

Graphique 2 : L'essentiel de la performance du marché des actions américain au cours de la période 1926–2015 est attribuable à un petit nombre de titres



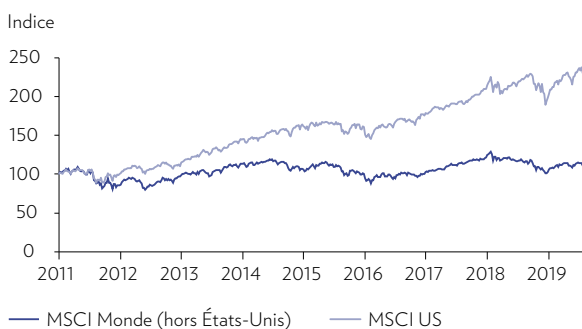
Remarque : La performance passée et les prévisions de performance ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

Source : H. Bessembinder (2018), « Do stocks outperform Treasury bills? », *Journal of Financial Economics*, volume 129, pp. 440–457 ; Julius Baer

Actions hors États-Unis

On pourrait considérer que les conclusions de cette étude portant sur 90 ans n'ont d'intérêt que d'un point de vue académique. Elles semblent pourtant confirmées par l'examen des données de performance régionale au cours des huit dernières années. Comme le montre le graphique 3, qui compare les taux de rendement en dollars américains des actions cotées aux États-Unis et en dehors des États-Unis, ces dernières ont plutôt stagné, avec un rendement total limité à 8 %, alors que les actions américaines ont gagné pas moins de 131 %. Il s'agit là d'une preuve supplémentaire que le fait de conserver des actions sur une longue durée ne garantit nullement des rendements intéressants. Les investisseurs doivent aussi faire preuve de flexibilité, savoir limiter les pertes et laisser les bénéfices s'accumuler.

Graphique 3 : Huit années de rendements nuls pour les actions en dehors des États-Unis



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

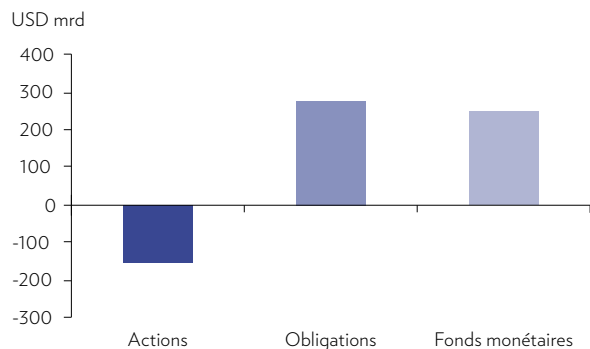
Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Effrayer, vendre, laisser grimper puis recommencer

Les actions américaines ont été confrontées à un véritable mur d'inquiétudes au cours des dix dernières années, et 2019 ne fait pas exception à cet égard. Les tensions commerciales et les craintes de récession sont actuellement au cœur des préoccupations des investisseurs, et la sévère correction subie par le marché au quatrième trimestre 2018 est encore dans tous les esprits. Sans surprise, la moindre inquiétude a suscité des ventes en 2019, les investisseurs interprétant chaque correction de court terme comme le début d'une longue phase de baisse. Comme le montre le graphique 4, les investisseurs ont vendu des actions à un rythme effréné et investi près du double de ce que ces ventes leur ont rapporté dans des obligations et des fonds monétaires. Nous recommandons de rester fidèles aux actions, en privilégiant les valeurs américaines.

Le S&P 500 toujours confronté à un véritable mur d'inquiétudes – restez investis !

Graphique 4 : Les investisseurs continuent de vendre des actions américaines en 2019



Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Mensur Pocinci, MFTA



NEXT GENERATION

ÉNERGIE PROPRE

L'énergie propre est arrivée à un stade où elle peut s'imposer, les technologies éoliennes et solaires devenant plus compétitives. La prochaine phase est celle de la stabilité et de la prévisibilité, essentielles à la santé financière des entreprises du secteur. La croissance n'est pas tant liée à la construction qu'à la possession de centrales électriques. La taille est essentielle et la consolidation devrait permettre l'émergence de grands acteurs de l'énergie propre. Les incertitudes économiques nous incitent à la neutralité sur le thème dans son ensemble.



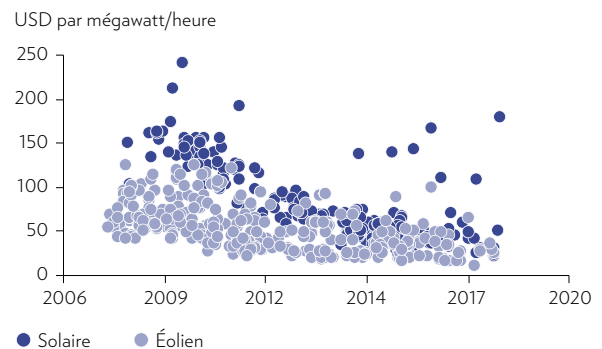
L'âge de la majorité

Le marché mondial de l'énergie est en pleine évolution structurelle, avec le passage de l'énergie fossile à l'énergie propre. Les technologies éoliennes et solaires sont désormais compétitives sans l'aide des subventions publiques, ce qui change la donne pour le secteur de l'énergie. Dans le très ensoleillé Sud-Ouest des États-Unis, les installations de production et de stockage d'énergie solaire commencent à afficher des coûts plus intéressants que les centrales au gaz naturel. Pour sa part, le Royaume-Uni a, pour la première fois depuis le début de l'ère industrielle, vécu une semaine entière sans production d'électricité issue du charbon. En mer du Nord, des parcs éoliens offshore, qui permettront d'alimenter, sans subvention aucune, le réseau électrique allemand à partir de la prochaine décennie, sont actuellement en cours de construction. Le solaire et l'éolien représentent aujourd'hui les deux tiers environ des nouvelles capacités de production d'électricité dans le monde, et cette part ne peut qu'augmenter. Le secteur est actuellement en pleine transition.

Enchères, contrats d'achat d'énergie et progrès technologiques

Les coûts ont diminué plus vite que prévu au cours de la dernière décennie. Les avancées technologiques ont permis des gains de productivité tandis que la production à plus grande échelle a entraîné une baisse des coûts. Le marché est dominé par de grands acteurs et le professionnalisme s'impose de plus en plus. Les aides financières constituent un catalyseur supplémentaire encourageant l'adoption d'une énergie propre. Au cours des dernières années, l'orientation vers des mécanismes davantage basés sur le marché, tels que les enchères et les contrats d'achat d'énergie (PPA), a également contribué à réduire les coûts. Grâce à ces mécanismes, les services publics, les municipalités et les entreprises peuvent s'approvisionner directement auprès des producteurs et choisir ainsi les offres les plus intéressantes. En d'autres termes, en exerçant une pression constante sur les coûts, les forces du marché ont rendu l'énergie propre beaucoup plus compétitive. Les centrales à charbon ont aujourd'hui du mal à concurrencer l'éolien, le solaire et le gaz naturel.

Graphique 1 : Prix de l'énergie propre aux États-Unis dans le cadre des PPA



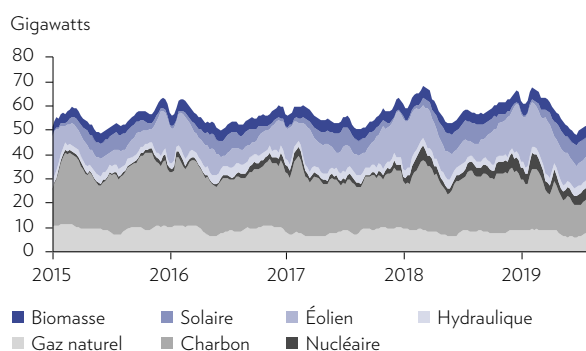
Source : Bloomberg New Energy Finance, Julius Baer

Perspectives : des dents de scie au plateau

À mesure qu'il gagne en maturité, le marché de l'énergie propre devrait rompre avec la tendance passée caractérisée par une forte croissance, une évolution en dents de scie et des politiques publiques aléatoires. Il devrait ainsi naviguer dans des eaux plus calmes à l'avenir, avec des modèles économiques bien établis, et une croissance plus lente mais plus stable. La baisse des coûts n'est plus essentielle à la survie du secteur, mais les gains de productivité liés aux avancées technologiques vont se poursuivre et accentuer l'avantage de coûts par rapport aux centrales utilisant de l'énergie fossile.

De nouveaux moteurs ont émergé durant cette transition fondamentale qui va redessiner le marché et le secteur de l'énergie dans les années à venir. La stagnation de la demande d'électricité dans les pays occidentaux et le ralentissement de la croissance en Chine limitent les besoins de nouvelles centrales. Par conséquent, le rythme d'abandon des anciennes centrales électriques constitue un élément clé pour ce qui est des perspectives du secteur de l'énergie propre. Un abandon rapide s'accompagnerait de difficultés financières pour les entreprises propriétaires des centrales thermiques traditionnelles, qui sont souvent étroitement liées aux États. La transition vers l'énergie propre risque donc d'être freinée par des politiques visant à atténuer les frictions économiques qu'elle engendre. L'abandon du charbon en Allemagne constitue un bon exemple à cet égard. Les taux d'installation de l'éolien et du solaire devraient, selon nos estimations, atteindre un plateau d'ici 2025, avec probablement un recul entre-temps du fait de l'évolution de l'économie mondiale. Fondamentalement, la croissance ne dépend pas tant de la construction que de la possession de centrales à énergie propre.

Graphique 2 : Production d'électricité (nette) de l'Allemagne



Source : Entso-e, Julius Baer

Émergence de grands acteurs de l'énergie propre

Les segments des équipements solaires et éoliens du secteur de l'énergie propre sont cycliques par nature. L'histoire montre que la situation a tendance à se calmer à mesure que le marché gagne en maturité. Le potentiel de croissance en volume semble limité dans la mesure où les taux d'installation annuels devraient atteindre un plateau. En revanche, le ralentissement de la baisse des prix devrait soutenir les marges et, donc, les cash-flows. En outre, la confiance devrait globalement s'améliorer et les coûts de financement diminuer.

Prévisions pour le marché de l'énergie propre

Solaire / Éolien / Combinés	2018	2025
Nouvelles capacités (gigawatts)	108/52	121/55
Base installée (gigawatts)	540/580	1360/960
Production (térawatts-heures)	610/1240	1535/2050
Équipements solaires (USD mrd)	140	135
Équipements éoliens (USD mrd)	108	115
Production d'énergie propre (USD mrd)	93	170

Source : Bloomberg New Energy Finance, rapports des sociétés, Julius Baer

C'est le segment de la production du secteur de l'énergie propre qui devrait tirer la croissance, la base d'actifs ne cessant de s'étendre. Toutefois, la concurrence s'intensifie. De plus, les marges sont sous pression avec le développement des systèmes d'enchères et des contrats d'achat d'énergie. Par ailleurs, les acteurs traditionnels des services aux collectivités, et même les grandes compagnies pétrolières, s'intéressent de plus en plus au secteur. Certains analystes estiment que la consolidation en cours va aboutir à l'émergence de « grands acteurs de l'énergie propre », une opinion que nous partageons entièrement. Les incertitudes économiques incitent à la neutralité sur ce thème. Pour de plus amples informations, veuillez consulter notre Research Focus « [Clean energy: Coming of age](#) », publié le 1^{er} juillet 2019.

Norbert Rücker

ÉCONOMIE

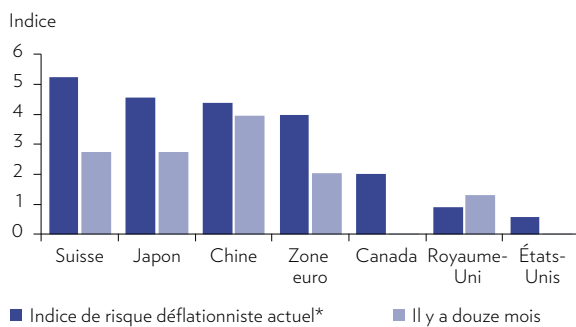
RÉACTION DES POLITIQUES FACE À L'ESCALADE DES TENSIONS

La montée des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine entraîne une contraction du secteur manufacturier exposé aux échanges internationaux, augmente les risques de déflation et suscite des craintes de récession généralisée. Dans ce contexte, les banques centrales ont, un peu partout dans le monde, commencé à revenir à des politiques monétaires expansionnistes visant à atténuer le creux actuel de fin de cycle et les risques de récession.

La Fed est sous pression pour prendre des mesures plus offensives que de simples baisses des taux préventives

Les dernières hausses de taxes sur les exportations chinoises vers les États-Unis ont augmenté le risque de voir les tensions actuelles dégénérer en véritable guerre commerciale internationale. Le secteur manufacturier exposé aux échanges internationaux continue de pâtir du conflit commercial et, si l'on en croit les enquêtes réalisées auprès des directeurs d'achat, la production industrielle serait en baisse dans les deux tiers des pays. Les risques de déflation augmentent, tout comme les risques de contagion de la récession aux secteurs, toujours solides, des services axés sur les marchés domestiques.

Graphique 1 : Les risques de déflation sont de retour partout



* Inflation de base et inflation globale, anticipations en matière d'inflation et de croissance, taux de change, masse monétaire, marché des actions, écart de production et croissance potentielle.

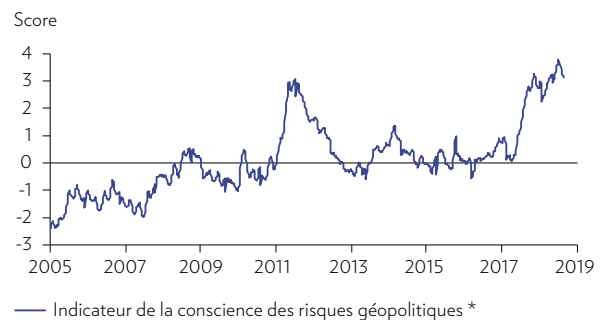
Remarque : Le Canada et les États-Unis ne présentaient pratiquement aucun risque visible de déflation il y a 12 mois.

Source : Datastream, Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Face à cette situation, les principales banques centrales ont commencé à abaisser leurs taux. La Réserve fédérale américaine (Fed) a ainsi réduit son taux cible de 25 points de base le 31 juillet. Toutefois, les craintes du marché quant à une guerre commerciale généralisée continuent d'alimenter la pression en faveur d'une réponse plus offensive de la part de la Fed. Nous pensons donc que cette dernière devrait de nouveau pas-

ser à l'action le 18 septembre, en réduisant ses taux de 50 points de base pour les ramener dans une fourchette de 1,50 % à 1,75 %, de manière à normaliser la courbe des taux, prolonger le cycle et contrebalancer un éventuel durcissement des conditions financières. Grâce aux baisses des taux de la Fed, et à celles que devraient mettre en œuvre prochainement d'autres grandes banques centrales, le risque de récession mondiale dans les prochains trimestres devrait nettement s'atténuer.

Graphique 2 : Niveau élevé de risques géopolitiques



* Présence de risques géopolitiques dans les rapports des courtiers, les bulletins de nouvelles et sur Twitter.

Source : BlackRock Investment Institute, Julius Baer

Contexte politique : pas de résolution du conflit en vue

Il semble très peu probable que le conflit commercial sino-américain soit réglé dans les prochains mois. Au Royaume-Uni, le Premier ministre Boris Johnson risque de devoir faire face à une perte de confiance et à de nouvelles élections, le pays n'étant pas prêt pour un Brexit dur (sans accord). En Italie, l'instabilité gouvernementale et les différends budgétaires avec l'Union européenne devraient persister. Tous ces éléments devraient peser lourdement dans les décisions des autorités monétaires.

Janwillem Acket

MONNAIES

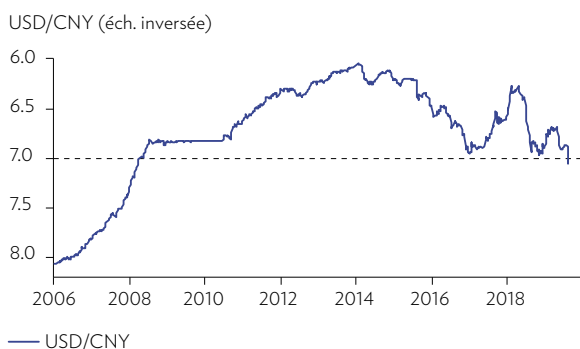
CE N'EST PAS UNE GUERRE DES MONNAIES

L'affaiblissement du yuan chinois après le franchissement de la barrière psychologique des CNY 7 pour USD 1 a accru le risque d'escalade du conflit entre les États-Unis et la Chine au-delà des considérations commerciales. Des interventions monétaires de la part des États-Unis et un éventuel blocage des transactions financières dans les juridictions américaines pèseraient sur les monnaies cycliques et celles des marchés émergents. Cependant, il n'existe guère de preuves que la Chine cherche à déprécier sa monnaie ; l'objectif est plutôt de limiter sa volatilité.

La Chine cherche la stabilité, et non l'affaiblissement de sa monnaie

La dépréciation du yuan et le franchissement de la barrière psychologique des CNY 7 pour USD 1 qui en a résulté, ont provoqué l'ire des États-Unis. L'administration Trump a ainsi rapidement accusé la Chine de manipuler sa monnaie. Pourtant, rien ne laisse penser, selon nous, que les développements actuels annoncent le début d'une guerre des monnaies, autrement dit des dévaluations compétitives.

Graphique 1 : Le CNY a franchi une barrière psychologique



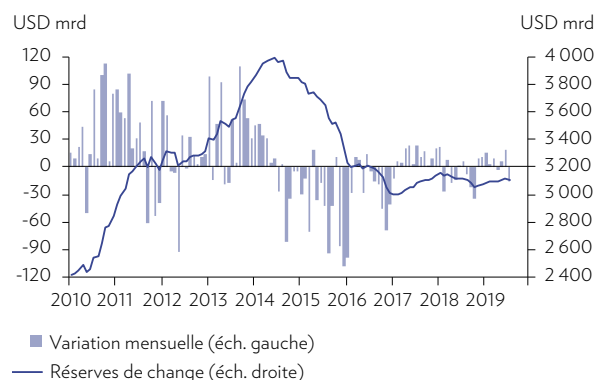
Source : Datastream, Julius Baer

Les dévaluations délibérées peuvent se faire par le biais d'achats de montants importants de devises étrangères, ou par le biais d'une politique monétaire extrêmement souple. Dans tous les cas, il en résulte une augmentation importante des réserves de change ou une hausse de l'inflation. Or, rien de tel n'est visible en Chine. En effet, les réserves de change du pays sont stables. Elles ont même récemment baissé sur une base mensuelle. En outre, la dépréciation du CNY semble limitée par rapport à celle d'autres monnaies. Depuis que les tensions commerciales sont devenues problématiques, soit en mars 2018, la couronne suédoise a ainsi perdu plus de 15 %, le dollar australien 12 % et la livre sterling 14 %. Le CNY s'est certes déprécié de 10 % face à l'USD, mais l'euro a perdu tout autant. Les chances pour la Chine de compenser les

tarifs douaniers punitifs imposés par les États-Unis sont faibles. L'affaiblissement du CNY est tout simplement insuffisant pour contrebalancer la hausse de 25 % des droits de douane. Certes, la Chine manipule sa monnaie, mais l'objectif premier de cette manipulation est de réduire la volatilité, et non de remporter le conflit commercial qui l'oppose aux États-Unis.

Bien que les développements actuels ne marquent pas, selon nous, le début d'une guerre des monnaies, le simple fait que les États-Unis puissent intervenir sur leur monnaie ou bloquer des transactions financières dans les juridictions de leur ressort accroît l'aversion au risque, et pénalise donc les monnaies des pays émergents. Cela pèse également sur les monnaies très cycliques comme le dollar australien (AUD) ou le dollar néo-zélandais (NZD). La dépréciation du CNY est une raison supplémentaire de faire preuve de prudence à l'égard de l'AUD, du NZD et de la plupart des monnaies émergentes.

Graphique 2 : Les réserves de change chinoises ne présentent pas de tendance pouvant être associée à la dépréciation du CNY



Source : Datastream, Julius Baer

David Kohl

REVENU FIXE

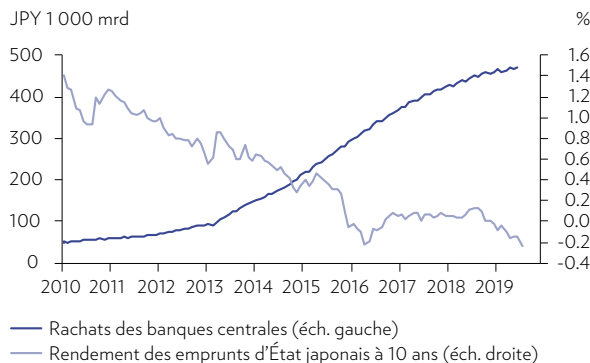
PRÉSERVER UNE MARGE DE MANŒUVRE

Nous continuons de préférer le risque de crédit au risque de duration. Les investisseurs doivent préserver une marge de manœuvre et éviter les extrêmes tant au niveau du risque de crédit que du risque de duration. Nous mettons l'accent sur les obligations d'entreprises investment grade inférieur des marchés matures et émergents ainsi que sur le haut rendement américain noté Ba/BB.

Le marché obligataire renvoie des signes de récession pour le moins ambigus

La couverture médiatique du marché obligataire se concentre actuellement sur l'inversion de la courbe des taux aux États-Unis, considérée comme un signe avant-coureur de récession. Nous ne sommes pas tout à fait d'accord là-dessus. En effet, la croissance mondiale n'est pas la seule à peser sur les rendements des emprunts d'État. Les rachats massifs, passés et à venir, d'emprunts souverains par les banques centrales ont également un impact. Le cas de la Banque du Japon est assez parlant à cet égard. Bien que le rendement des emprunts d'État à 10 ans soit passé en-deçà de l'objectif de -0,2 % qu'elle a elle-même fixé, la Banque du Japon continue en effet à mener une politique d'assouplissement « quantitatif et qualitatif » et à acheter des obligations. Dans la zone euro, le président de la Banque centrale européenne (BCE) Mario Draghi a, plus tôt dans l'année, évoqué un nouveau programme de rachats d'actifs de grande envergure lorsque la courbe des taux allemands s'est en grande partie retrouvée en territoire négatif.

Graphique 1 : Les rachats de la Banque du Japon plombent les rendements obligataires



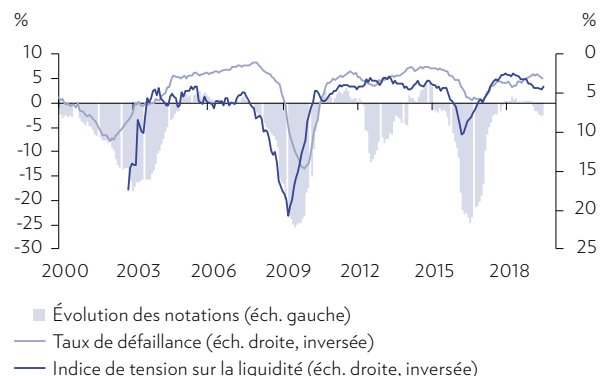
Remarque : La performance passée et les prévisions de performance ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Depuis, ce sont tous les emprunts d'État allemands qui affichent des rendements négatifs, et on parle encore des rachats d'actifs de la BCE. Les signaux émanant de la courbe des taux doivent donc être interprétés avec prudence.

Les obligations d'entreprises, moins exposées aux biais introduits par les banques centrales, renvoient un message différent. Le graphique 2 présente l'évolution des notations, autrement dit la différence entre les relèvements et les rétrogradations des notations obligataires de l'agence Moody's. Les notations dérivent clairement en territoire négatif au début des récessions ou lors des périodes de tensions sur les marchés du crédit. Or la situation actuelle est pratiquement à l'équilibre. L'indice des tensions sur la liquidité de Moody's, qui mesure la part des émetteurs de qualité spéculative présentant de sérieux problèmes de liquidités à court terme, va également dans ce sens. Cet indice est un indicateur clé dans le secteur du crédit et, à son niveau actuel de 4,1 %, il reste inférieur à la moyenne de long terme. La même configuration se retrouve au niveau des taux de défaillance des obligations américaines de qualité spéculative, avec un taux de 3 % contre une moyenne de long terme de 4,3 %.

Graphique 2 : Aucun signal de tensions alarmant sur les marchés américains du crédit



Source : Moody's, Julius Baer

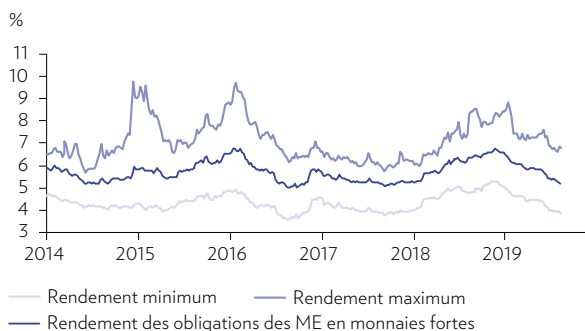
Préférence pour le segment « crossover »

Étant donné le nombre important de facteurs de risque, on ne peut cependant se fier uniquement aux signaux positifs renvoyés par les marchés du crédit. Les emprunts d'État peuvent tout aussi bien évoluer à la baisse qu'à la hausse. Les investisseurs ont donc tout intérêt à se garder une marge de manœuvre. Il s'agit notamment d'éviter les risques extrêmes au niveau du crédit et des durations. Nous privilégions donc les obligations à court et moyen termes du segment Ba/BB à Baa/BBB, dit segment « crossover ». Les obligations de ce segment présentent un risque de défaillance plus faible que les obligations notées B ou moins en cas de fléchissement de la croissance économique. En outre, en cas de retournement des rendements des emprunts d'État, elles subiraient une correction moins prononcée que les obligations longues de haute qualité.

Obligations des marchés émergents : une sélectivité accrue s'impose

Les obligations des marchés émergents (ME) ont affiché une belle performance depuis le début de l'année, avec une évolution parallèle des rendements en Afrique, en Asie, en Amérique latine, en Europe de l'Est et au Moyen-Orient (voir graphique 3).

Graphique 3 : Évolution parallèle des rendements des obligations 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

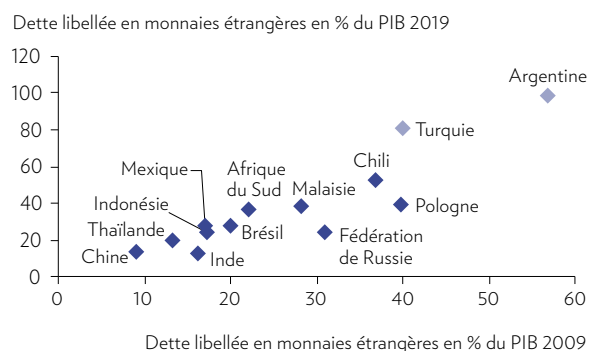
Les obligations des ME ont bénéficié de facteurs exogènes, à savoir les perspectives de baisse des taux des fonds fédéraux et la diminution des rendements des emprunts d'État américains. Les investisseurs sont restés imperméables aux craintes de récession mondiale et d'effondrement du commerce mondial, et ont continué à transférer leurs fonds vers la dette des ME à rendement plus élevé de manière indifférenciée. Selon nous, les facteurs de soutien externes

dont ont bénéficié les obligations émergentes sont désormais largement intégrés dans les prix. En outre, les obligations des exportateurs de matières premières ont profité des perspectives de relance en Chine et de hausse de la demande pour les matières premières. Avec la détérioration du sentiment, la concentration sur des facteurs plus spécifiques ne peut désormais être exclue. La forte réaction du marché face à la situation politique en Argentine (Hold/Speculative) mi-août peut être considérée comme un premier pas dans ce sens.

Le malaise croissant des marchés financiers incite à une différenciation accrue entre les emprunteurs des ME.

Conformément à notre stratégie sur les marchés matures, nous recommandons également une légère diminution de l'exposition au risque sur les ME. Nous conseillons notamment de se tourner vers la dette investment grade (Baa3/BBB- et supérieure). Les investisseurs renoncent ainsi à l'excédent de rendement offert par la dette spéculative des ME, mais profitent encore d'un surcroît de rendement par rapport à la dette de même qualité des émetteurs des marchés matures. La dette investment grade devrait rester plus liquide et moins volatile que la dette spéculative dans les périodes de volatilité accrue.

Graphique 4 : Différences importantes entre les emprunteurs des marchés émergents



PIB = produit intérieur brut

Source : Institut de la finance internationale, Julius Baer

Markus Allenspach

ACTIONS

LES ACTIONS DE VALEUR OFFRENT DE BELLES OPPORTUNITÉS D'ACHAT

La baisse des rendements obligataires et la faiblesse des indices des directeurs d'achat ont pesé sur la performance des actions de valeur. Celles-ci affichent désormais une décote record par rapport aux valeurs de croissance, et il faudra, selon nous, un choc majeur pour provoquer une nouvelle correction. Nous tablons sur une normalisation du sentiment des consommateurs, qui reste morose, et à un retour vers les actions de valeur.

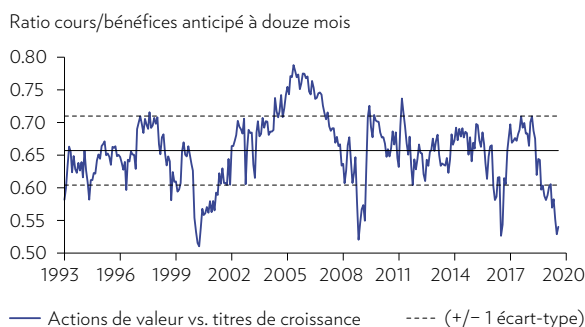
Relèvement des actions de valeur à Surpondérer

Au cours des douze derniers mois, nous avons fait preuve de prudence à l'égard des actions de valeur internationales, mais avons maintenant décidé de les relever à Surpondérer. Après avoir largement sous-performé, ces actions donnent actuellement quelques signes de stabilisation. Sur la base du ratio cours/bénéfices prévisionnel, elles affichent une décote pratiquement record. Selon nous, la sous-performance des actions de valeur est le pendant de la baisse des rendements obligataires et du moral en berne des investisseurs. À moins d'un choc géopolitique ou d'une récession mondiale de grande ampleur, une nouvelle sous-performance de ce segment semble peu probable dans un avenir proche. Nous tablons donc plutôt sur une normalisation. Nos économistes prévoient une hausse du rendement des bons du Trésor américain à dix ans à 2,6 % dans les douze prochains mois et un redressement des indices des directeurs d'achat (PMI) vers la fin de l'année. Or, les actions de valeur dégagent généralement une forte surperformance lors des périodes de hausse des rendements et d'amélioration des indices PMI.

En termes sectoriels, les actions de valeur sont sur-exposées au secteur financier et à celui du pétrole et du gaz. À l'inverse, elles sont sous-exposées à la consommation cyclique et aux technologies de l'information. Nous préférons cependant ne pas donner de recommandations sectorielles spécifiques concernant les actions de valeur. Cette catégorie de titres se retrouve dans tous les secteurs et nous tablons sur une surperformance généralisée plutôt que sur des mouvements importants au niveau d'un secteur en particulier. Au final, nous maintenons notre notation Surpondérer sur les actions du secteur des technologies de l'information et les valeurs de croissance américaines. Côté styles, nous pensons que les actions assimilables à des obligations devraient souffrir à l'avenir.

Des rendements obligataires en hausse associés à une amélioration de l'activité constituent un terreau idéal pour les actions de valeur.

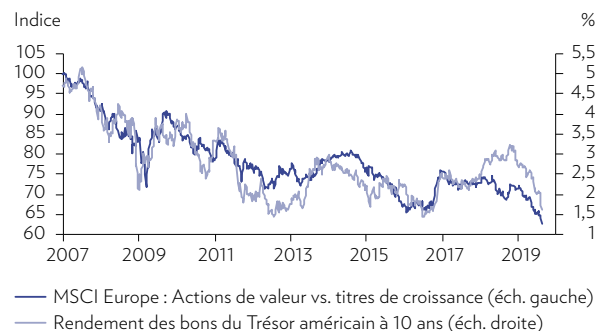
Graphique 1 : La décote des actions de valeur à des niveaux record



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

Source : Datastream, Julius Baer

Graphique 2 : Surperformance des actions de valeur lorsque les rendements obligataires augmentent

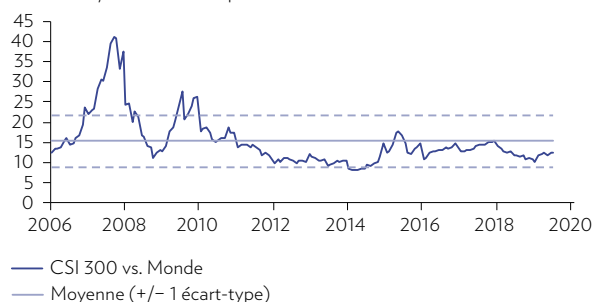


Remarque : La performance passée et les prévisions de performance ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

Source : Datastream, Julius Baer

SURPONDÉRER LES ACTIONS CHINOISES

Ratio cours/bénéfices anticipé à douze mois



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

Recommandations de titres :

Alibaba (Buy, cours/cours cible : USD 166.20/205)

Ping An Insurance (Buy, cours/cours cible : HKD 90.20/105)

Tencent (Buy, cours/cours cible : HKD 326.20/405)

Les actions chinoises présentent toujours des valorisations attrayantes et des perspectives de croissance à long terme prometteuses, avec un ratio cours/bénéfices de Shiller laissant augurer une hausse de la rentabilité pour l'actionnaire au cours de la prochaine décennie. Les chiffres de l'économie chinoise restent certes en berne, mais les autorités devraient introduire des mesures de relance supplémentaires pour soutenir la croissance et le marché des actions. Le fait que les actions chinoises deviennent une classe d'actifs de référence est également un argument en leur faveur dans une perspective de long terme. Aussi maintenons-nous notre surpondération stratégique des actions chinoises.

Mathieu Racheter, CAIA

ACTIONS PRÉFÉRÉES

Secteur	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, Eiffage, Schneider Electric	
Consommation cyclique	Neutre	Dollar General, Home Depot	LVMH	Alibaba, Sands China, Shenzhou International, Sony Corporation
Consommation défensive	Sous-pondérer	Coca Cola, Estée Lauder	Diageo, Nestlé	
Santé	Surpondérer	Abbott Labs, Boston Scientific, Medtronic, Merck & Co., Thermo Fisher	AstraZeneca, Sanofi, UCB	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	Surpondérer	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		Mobimo Holding AG	Keppel DC REIT

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

MATIÈRES PREMIÈRES

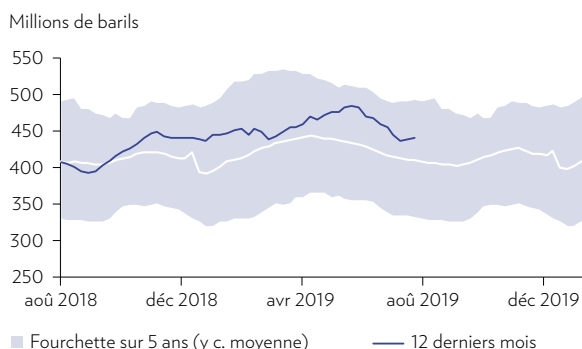
INQUIÉTUDES QUANT À LA CROISSANCE

Les craintes relatives à la croissance mondiale sont au cœur des préoccupations sur les marchés des matières premières. La demande devrait rester modeste même si la politique offensive d'assouplissement monétaire devrait dissiper les craintes des investisseurs. Les stocks de pétrole sont toujours à des niveaux élevés, la production de pétrole de schiste continuant de progresser allègrement, d'où le maintien de notre opinion neutre sur le secteur. La hausse de l'or est soutenue, les anticipations étant à une nouvelle accentuation des tensions commerciales sino-américaines.

Le sentiment reste au pessimisme

Suite à la nouvelle escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, les inquiétudes quant à la croissance mondiale sont de nouveau au cœur des préoccupations sur les marchés des matières premières. Les matières premières les plus exposées au ralentissement de la croissance mondiale, telles que le pétrole et les métaux industriels, sont restées sous pression et continuent de pâtir de la dégradation du sentiment du marché. Si les mauvaises nouvelles semblent, pour l'essentiel, déjà intégrées dans les cours, les fondamentaux ne laissent présager aucune hausse, la plupart des marchés étant toujours bien approvisionnés. La demande devrait rester modeste même si la politique offensive d'assouplissement monétaire devrait dissiper les craintes des investisseurs et prolonger le cycle économique. La croissance mondiale risque toutefois de ne pas être suffisante pour avoir un impact significatif sur la demande de matières premières.

Graphique 1 : Aux États-Unis, les stocks de pétrole brut sont à un niveau élevé



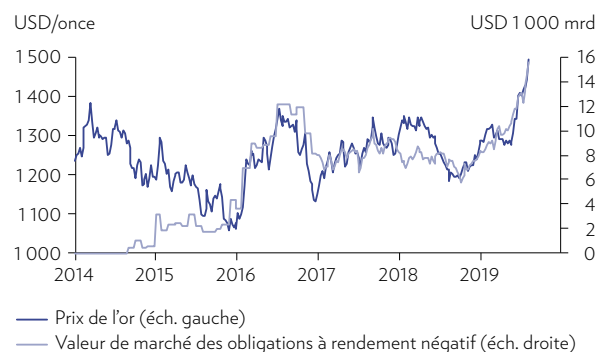
Source : Energy Information Administration, Julius Baer

Pétrole : les craintes concernant l'offre se sont atténuées

Sur le marché pétrolier, l'attention se focalise désormais sur la demande. Des indicateurs très suivis, tels que la consommation d'essence et de diesel aux

États-Unis, sont revenus à des niveaux inférieurs à ceux de l'an passé, en raison de gains d'efficacité pour l'essence et du ralentissement de la croissance pour le diesel. Par ailleurs, les stocks de pétrole restent élevés aux États-Unis. La production de pétrole de schiste est en effet toujours en forte progression, compensant ainsi la baisse de production des autres pays pétroliers. Dans ces conditions, nous maintenons notre notation Neutre sur le secteur.

Graphique 2 : L'or suit la même tendance que les obligations à rendement négatif



Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Or : en forte hausse

L'accroissement de l'aversion au risque et les anticipations d'assouplissement marqué de la politique monétaire ont encore alimenté la hausse de l'or. Le sentiment a certes clairement viré à l'optimisme dernièrement, mais il devrait, selon nous, encore s'améliorer. En outre, le risque de prises de bénéfices est limité, surtout parce que les fondamentaux restent favorables. Les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine devraient encore s'accroître, dopant la demande pour les valeurs refuges comme l'or et offrant encore un potentiel haussier à court terme. Nous confirmons notre notation Constructive.

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⁾
Norbert Rücker, Head of Economics & Next Generation Research, norbert.ruecker@juliusbaer.com ¹⁾
Janwillem Acket, Chief Economist, janwillem.acket@juliusbaer.com ¹⁾
David Kohl, Head of Currency Research, david.kohl@juliusbaer.com ²⁾
Markus Allenspach, Head of Fixed Income Research, markus.allenspach@juliusbaer.com ¹⁾
Patrik Lang, Head of Equities Research, patrik.lang@juliusbaer.com ¹⁾
Mathieu Racheter, Equity Strategy Research, mathieu.racheter@juliusbaer.com ¹⁾
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 27 août 2019.

Actions

Système de notation d'actions

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

Système de notation des segments de marché

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

Catégories de risque

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

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

Divulgaration d'informations

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

Fréquence d'actualisation des notations

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

Répartition selon la notation à la date du 28/08/2019

Actions	Buy	40.0%	Hold	55.9%	Reduce	4.1%
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 où sur une combinaison des deux (par ex. transactions couplées), et sont publiées régulièrement.

Monnaies**Système de notation**

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

Analyse technique

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

Système de notation absolu

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

Système de notation relatif

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

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

AVIS JURIDIQUE IMPORTANT

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

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

Dans la mesure où les **obligations contingentes convertibles (Contingent convertible bonds, également appelés « CoCo Bonds »)** sont mentionnées dans la présente publication, veuillez tenir compte du fait que l'autorité allemande de

réglementation des valeurs mobilières (BaFin, Autorité fédérale de supervision financière) ne considère pas les CoCoBonds comme étant des opportunités d'investissement 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 (DFSFA). Julius Baer (Middle East) Ltd. est dûment agréée et soumise au contrôle de la DFSFA.

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

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

Hong Kong : La présente publication est distribuée à 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.

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 quelques 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.

09/2019 Publ. No. PU00106FR
© GROUPE JULIUS BAER, 2019

Signatory of:

