



Julius Bär

INSIGHTS

Opportunités d'investissement octobre 2019

SOMMAIRE

- 3** Éditorial
- 4** Vue d'ensemble
- 6** Perspective d'investissement
 - 8** Analyse technique
 - 10** Next Generation
 - 12** Économie
 - 13** Monnaies
 - 14** Revenu fixe
 - 16** Actions
 - 18** Matières premières
- 19** Mentions légales importantes

JULIUS BAER NEXT GENERATION THÈMES D'INVESTISSEMENT



ARISING ASIA



DIGITAL DISRUPTION



ENERGY TRANSITION



FEEDING THE WORLD



SHIFTING LIFESTYLES

Impressum

Date de publication

2 octobre 2019

Cours de référence, clôture de la rédaction

25 septembre 2019, sauf indication contraire

ÉDITORIAL

Chère lectrice, cher lecteur,

Selon la théorie du célèbre psychiatre et psychanalyste suisse Carl Gustav Jung, les rêves ont une fonction compensatoire permettant de maintenir l'équilibre psychique. Les millionnaires rêveraient ainsi de devenir pauvres et les sportifs du dimanche d'être des légendes dans leur discipline. Il n'y a donc rien d'étonnant à ce que j'aie rêvé que je rencontrais des investisseurs heureux et débordants d'enthousiasme cet été.

Et les investisseurs, de quoi leurs rêves sont-ils faits en ce moment ? Sans doute rêvent-ils précisément de ce qu'offre la situation actuelle : un marché d'actions qui s'enflamme sur fond de révolution technologique et une offre monétaire abondante, générant une richesse et une prospérité sans précédent dans l'histoire de l'humanité. C'est en tout cas ce dont ils devraient rêver si l'on en croit la théorie de déformation de la réalité en son contraire de Jung. En effet, les enquêtes révèlent que, pour les investisseurs, tout n'est que désolation cette année, avec des politiques monétaires non viables qui poussent inexorablement le prix des actifs vers un point de bascule et l'économie mondiale vers la récession. Mais qu'en est-il de la réalité ? Dans les faits, de nombreux marchés d'actions, y compris aux États-Unis et en Suisse, ont atteint de nouveaux records historiques cet été.

Dans ce numéro d'Insights, nous tenterons de réconcilier les univers parallèles dans lesquels naviguent actuellement les investisseurs et les marchés. Par ailleurs, il semble évident que le marché haussier expirera dans l'euphorie tout comme il est né dans le pessimisme il y a douze ans. Au regard du sentiment des investisseurs au cours de l'été, l'euphorie semble être à des années-lumière. Alors rêvons !



Christian Gattiker
Head of Research

VUE D'ENSEMBLE

Perspective d'investissement : Page 6

- Les tensions commerciales ont provoqué des ondes de choc au cours des derniers trimestres. À l'été 2019, le sentiment des investisseurs était une nouvelle fois au plus bas. Cela laisse présager une hausse des rendements dans les mois à venir, sur fond de chiffres de l'économie enfin à la hauteur des attentes et de rémunération très généreuse pour la prise de risque.
- Nous recommandons de rester investis et de profiter des distorsions pour prendre position.

Analyse technique : Page 8

- Les actions suisses et américaines sont sur une tendance haussière de long terme.
- Le marché américain des actions a surperformé par rapport aux autres marchés et les stratégies actives ont donné de meilleurs résultats que les approches passives.

Next Generation : Page 10

- Grâce au développement de la puissance de calcul, à l'abondance des données et aux financements publics de longue durée, une application à grande échelle de l'intelligence artificielle peut maintenant être envisagée.
- L'intelligence artificielle est une technologie d'application générale, autrement dit une technologie qui n'affectera pas seulement la sphère économique, mais aussi la société dans son ensemble.

Économie : Page 12

- La récession industrielle semble se rapprocher du creux de la vague et les craintes de propagation de la contraction à l'ensemble de l'économie se sont dissipées.
- Les espoirs du marché ont été comblés par la politique monétaire, avec des réductions de taux record. Une relance budgétaire de grande ampleur est, en revanche, peu probable.

Monnaies : Page 13

- Les perspectives pour le dollar américain varient selon l'horizon de placement des investisseurs. À court terme, le ralentissement cyclique l'emporte et soutient le billet vert qui bénéficie ainsi de son statut de monnaie refuge.
- Toutefois, avec le redressement de l'économie mondiale attendu dans les douze prochains mois et le maintien d'une politique accommodante de la part de la Réserve fédérale américaine, le dollar pourrait perdre son avantage de taux d'intérêt.

Revenu fixe : Page 14

- Les segments risqués du marché obligataire restent au centre de l'attention, les obligations « sûres » n'offrant pas le rendement que nous considérons comme un minimum.
- Nous surpondérons les obligations d'entreprises des marchés émergents de qualité investment grade, les obligations d'entreprises américaines du segment « crossover » ainsi que la dette subordonnée de certaines banques.

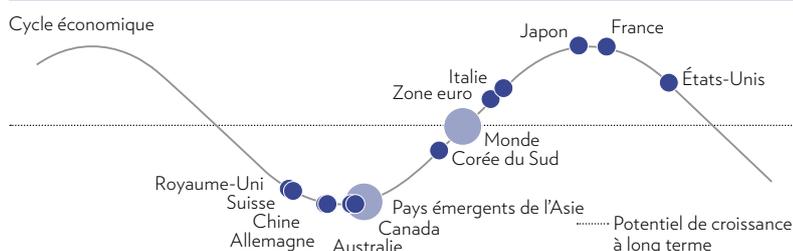
Actions : Page 16

- Les marchés d'actions flirtent avec des records historiques. Pourtant, de nombreux investisseurs passent à côté de la hausse cette année.
- Nous restons constructifs à l'égard des actions internationales, avec une préférence pour les actions de valeur laminées et certains titres cycliques, comme ceux des secteurs de l'industrie et des matériaux, qui offrent des valorisations attrayantes et profitent de l'augmentation des rendements obligataires.

Matières premières : Page 18

- La situation économique reste au cœur des préoccupations sur les marchés des matières premières. La contraction du secteur industriel se traduit par une pression sur les prix, l'or profite de son statut d'actif refuge et, pour le pétrole, tout tourne autour des questions géopolitiques.
- Nous tablons certes sur une pause plutôt que sur la fin du cycle économique, mais pensons néanmoins que les matières premières devraient marquer le pas étant donné la morosité des perspectives de croissance. Les tensions commerciales et l'assouplissement des politiques monétaires laissent présager une nouvelle hausse à court terme pour l'or.

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 | 1.1 |
| Royaume-Uni | 1.4 | 1.1 | 0.8 |
| Suisse | 2.8 | 0.7 | 0.7 |
| Japon | 0.8 | 0.8 | 0.3 |
| Chine | 6.6 | 6.1 | 5.7 |
| Monde | 3.7 | 3.1 | 2.5 |

PIB = produit intérieur brut

INFLATION (IPC an/an, %)

| Moyenne | 2018 | 2019E | 2020E |
|-------------|------|-------|-------|
| États-Unis | 2.4 | 1.8 | 2.3 |
| Zone euro | 1.8 | 1.3 | 1.7 |
| Royaume-Uni | 2.5 | 2.0 | 2.2 |
| Suisse | 0.9 | 0.5 | 0.9 |
| Japon | 1.0 | 0.7 | 0.8 |
| Chine | 1.9 | 2.4 | 2.5 |
| Monde | 5.1 | 3.8 | 4.1 |

IPC = indice des prix à la consommation

INDICES D'ACTIONS (monnaie locale)

| | Niveau | 12M |
|--------------|--------|-------|
| SMI | 9915 | 10300 |
| Eurostoxx 50 | 3513 | 3700 |
| S&P 500 | 2985 | 3200 |
| Nikkei 225 | 22020 | 22500 |

MATIÈRES PREMIÈRES

| | Prix | 12M |
|----------------------------|------|------|
| Pétrole Brent (USD/baril) | 62.2 | 55.0 |
| Or (USD/once) | 1504 | 1525 |
| Cuivre (USD/tonne) | 5757 | 6150 |
| Minerai de fer (USD/tonne) | 93 | 70 |

MONNAIES

| | Spot | 3M | 12M |
|---------|-------|-------|-------|
| EUR/CHF | 1.08 | 1.09 | 1.15 |
| USD/CHF | 0.99 | 0.99 | 1.00 |
| JPY/CHF | 0.92 | 0.92 | 0.95 |
| GBP/CHF | 1.22 | 1.22 | 1.34 |
| EUR/USD | 1.10 | 1.10 | 1.15 |
| EUR/GBP | 0.89 | 0.89 | 0.86 |
| USD/JPY | 107.4 | 108.0 | 105.0 |
| GBP/USD | 1.24 | 1.24 | 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 | -0.75 | -0.75 |
| Japon | -0.10 | -0.10 | -0.10 |

E = estimation

EMPRUNT D'ÉTAT 10 ANS (% p. a.)

| Fin d'exercice | 2018 | 2019E | 2020E |
|----------------|-------|-------|-------|
| États-Unis | 2.83 | 2.10 | 2.55 |
| Allemagne | 0.25 | -0.20 | 0.30 |
| Royaume-Uni | 1.27 | 0.90 | 1.30 |
| Suisse | -0.19 | -0.70 | -0.25 |
| 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 |
| | | Première qualité | Titres adossés à des créances hypothécaires américaines |
| | | Opportuniste | Obligations investment grade inférieur libellées en USD et EUR, obligations immobilières et de banques chinoises notées investment grade, obligations convertibles |
| | | Spéculatif | Obligations en monnaies fortes des marchés émergents, obligations américaines notées BB, obligations tier 1 de banques chinoises sélectionnées |
| ↑ | Actions | Conservateur | Santé |
| | | 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 |
| → | Matières premières | | Or, argent |
| → | Monnaies | | CAD, NOK, INR, IDR, BRL |
| | 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 |

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 de valeur | Honeywell, Royal Dutch Shell, UPM-Kymmene |
| 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, Yuexiu Property |

PERSPECTIVE D'INVESTISSEMENT

CAPITULATION DES INVESTISSEURS CET ÉTÉ

Les tensions commerciales ont provoqué des ondes de choc au cours des derniers trimestres. À l'été 2019, le sentiment des investisseurs était une nouvelle fois au plus bas. Cela laisse présager une hausse des rendements dans les mois à venir, sur fond de chiffres de l'économie enfin à la hauteur des attentes et de rémunération très généreuse pour la prise de risque. Nous recommandons de rester investis et de profiter des distorsions pour prendre position.

LE TERME DU MOIS :

Sentiment des investisseurs

Il s'agit de la disposition générale des investisseurs à l'égard d'un marché ou d'un actif donné. Le sentiment des investisseurs peut être évalué à partir de l'activité de négoce et de l'orientation des prix sur un marché particulier. Une hausse des prix reflète ainsi un sentiment positif. À noter cependant que le sentiment des investisseurs ne constitue pas toujours un indicateur fiable de l'évolution future des prix. Certains, que l'on appelle les investisseurs « contrariants », se positionnent à contre-courant du marché dans son ensemble.

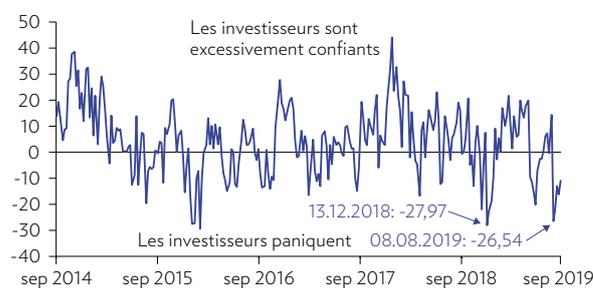
Source : Capital.com, Julius Baer

C'est le sentiment des investisseurs, et non le marché, qui s'est effondré

Le mois d'août 2019 a encore réservé une mauvaise surprise pour les investisseurs internationaux, avec une nouvelle accentuation des tensions commerciales. Le moment était particulièrement malvenu, août étant traditionnellement un mois calme en termes de volumes d'échange. Le nombre d'investisseurs présents sur le marché étant plus faible que d'habitude à cette époque de l'année, la détermination du juste prix peut se révéler compliquée. Le graphique 1, qui dépeint l'évolution du sentiment des investisseurs américains tel qu'il ressort des enquêtes, montre bien la panique qui a saisi les marchés début août. Pourtant, contre toute attente, les marchés d'actions n'ont pas autant plongé que fin 2018. À cette époque, le sentiment et les cours avaient dégringolé de concert. Cet été en revanche, l'effondrement du sentiment a été nettement plus prononcé que celui des cours. Certains indices boursiers, notamment aux États-Unis et en Suisse, n'ont même dévissé que de quelques points de pourcentage alors qu'ils étaient à des niveaux historiquement élevés. En fait, il semble bien que les investisseurs aient tout simplement capitulé.

Graphique 1 : Panique des investisseurs à l'été 2019

Différence entre le nombre d'opinions positives et négatives



— Enquête de l'Association américaine des investisseurs individuels

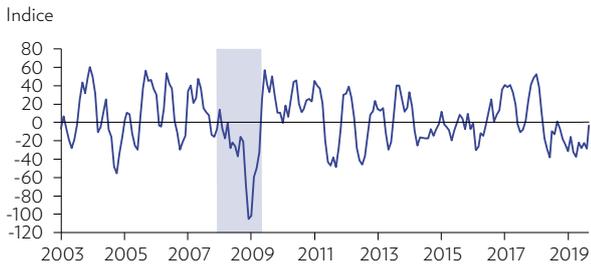
Source : Association américaine des investisseurs individuels, Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

L'effondrement du sentiment a été nettement plus prononcé que celui des cours.

Les banques centrales sont accommodantes, les attentes plus réalistes et les primes de risque généreuses

Comment expliquer la différence entre la panique de décembre 2018 et celle d'août 2019 ? Tout d'abord, les banques centrales ont été à la manœuvre au cours des huit derniers mois. Si elles ne sont guère intervenues l'an dernier, au cours des derniers mois, elles ont en revanche fourbi leurs armes pour faire face à une éventuelle crise, évitant ainsi les comportements susceptibles de mener à un krach boursier. Par ailleurs, les attentes sur le plan économique sont devenues plus raisonnables et, surtout, les chiffres de l'économie ont commencé à être à la hauteur des anticipations. Comme le montre le graphique 2, au cours des 18 derniers mois, les chiffres de l'économie mondiale ont été, le plus souvent, inférieurs aux attentes.

Graphique 2 : Les chiffres de l'économie à la hauteur d'attentes désormais plus modestes



■ Récessions américaines (NBER)
— Indice de surprises économiques de Citigroup (G10)

NBER = Bureau national américain de recherche économique

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

Source : Datastream, Julius Baer

Or, ce n'est plus le cas ces derniers temps, ce qui s'explique sans doute par des anticipations devenues plus réalistes et un contexte économique moins fragile qu'on le craignait. En outre, la prise de risque est récompensée par des primes généreuses. Même sur les marchés américains, plus chers, le rendement du dividende dépasse de nouveau celui des bons du Trésor (voir graphique 3), une configuration qui s'est, par le passé, révélée favorable aux marchés d'actions.

Miser sur les liquidités
est le meilleur moyen de perdre
de l'argent à long terme.

Graphique 3 : Les actions offrent un rendement plus élevé que les obligations



— Différence entre le rendement du dividende du S&P 500 et le rendement des bons à 10 ans du Trésor américain

— Différence entre le rendement du dividende du Stoxx 600 et le rendement du Bund allemand à 10 ans

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

Opportunités d'investissement au quatrième trimestre 2019

Le sentiment en berne depuis cet été laisse présager une reprise durable des prix des actifs risqués. En effet, les chiffres macroéconomiques sont enfin à la hauteur des attentes (plus modestes) et les actifs risqués, tels que les actions, sont assortis de belles primes. Nous sommes donc convaincus qu'il faut rester investis, les liquidités étant le meilleur moyen de perdre de l'argent à long terme.

Nos recommandations par classe d'actifs sont les suivantes :

Actions

Nous recommandons d'acheter des actions de valeur pour les opportunités tactiques qu'elles offrent, et de miser sur les actions de croissance en tant que placements structurels. Il convient de mettre l'accent sur les actions individuelles, la sélection de titres étant porteuse dans le contexte actuel.

Revenu fixe

Limiter l'exposition aux obligations longues de qualité car elles affichent des valorisations record et pourraient souffrir si, comme nous l'anticipons, l'inflation et la croissance mondiale se redressent. Nous préférons le segment plus risqué du « crossover » (obligations notées BBB et BB) qui présente un risque de liquidité plus faible tout en offrant un profil risque/rendement toujours attrayant.

Matières premières

Une exposition généralisée aux matières premières n'est pas nécessaire car rien ne laisse présager une hausse durable du marché. Même l'or, dont nous avons vanté les qualités de protection contre l'incertitude, pourrait marquer le pas dans les semaines à venir.

Marché des changes

Les interventions concertées de pratiquement toutes les banques centrales n'incitent pas à prendre des positions de change importantes à l'heure actuelle. La hausse du dollar américain devrait se prolonger, l'excédent de rendement étant toujours là, en particulier face aux monnaies européennes.

Christian Gattiker, CFA, CAIA

ANALYSE TECHNIQUE

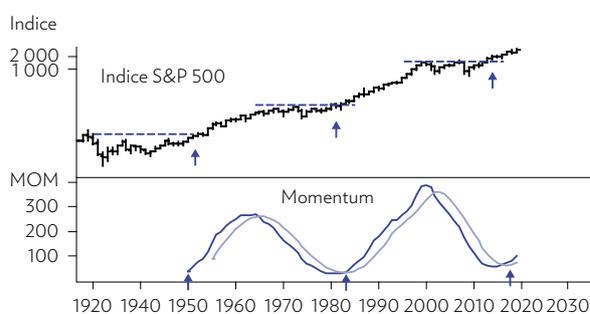
LES INVESTISSEURS « CONTRARIANTS » FACE AU MUR D'INQUIÉTUDES

Les actions suisses et américaines sont sur une tendance haussière de long terme. Le marché américain des actions a surperformé par rapport aux autres marchés et les stratégies actives ont donné de meilleurs résultats que les approches passives.

Les actions confrontées à un mur d'inquiétudes particulièrement haut

L'indice MSCI Monde a vu son rendement total progresser de 9,5 %, au cours de la décennie actuelle, qui se distingue ainsi par une performance supérieure à la moyenne. Le message n'est cependant pas passé auprès de la plupart des investisseurs et les ventes d'actions internationales ont atteint pas moins de USD 400 milliards depuis 2010. Cette année encore, bien que le S&P 500 soit proche d'un nouveau record historique, les investisseurs ont vendu pour USD 198 milliards d'actions internationales, et acheté pour USD 342 milliards d'obligations et USD 403 milliards de fonds du marché monétaire. L'explication est simple : comme le montre le graphique 1, le S&P 500 est encore dans la première phase d'un marché haussier de long terme. Et, comme toujours, les investisseurs ne savent pas identifier le début d'une tendance haussière longue. Ils continuent plutôt à extrapoler la performance du dernier marché haussier obligataire, qui a vu le rendement des bons à 10 ans du Trésor américain revenir de 15,8 % en 1980 à 1,43 % en 2019. Il faudra beaucoup de chance pour retrouver de tels rendements.

Graphique 1 : Le S&P 500 reste sur une tendance haussière de long terme



MOM = Momentum

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

Surperformance des actions américaines

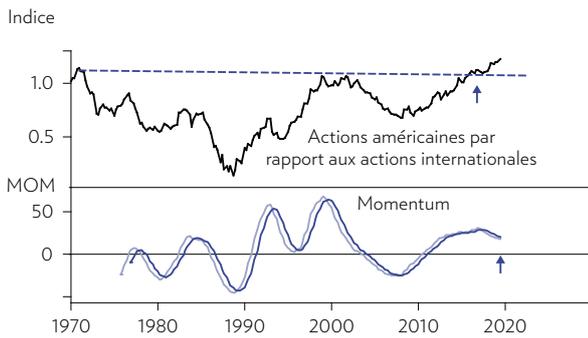
La nette surperformance des actions américaines au cours du marché haussier actuel déroute bien des investisseurs qui continuent à rester à l'écart de ces titres. Comme le montre le graphique 2, les actions américaines ont surperformé leurs homologues internationales de 110 % depuis 2008. Le graphique révèle aussi que les tendances haussières durent plus longtemps que ne l'anticipent la plupart des investisseurs.

Le S&P 500 et le SMI sont sur une tendance haussière longue.

Certains se souviennent peut-être qu'au début de l'année 2018, le ratio avait renoué avec son niveau du début des années 70. De nombreux investisseurs avaient alors estimé qu'une limite avait été atteinte et que le ratio actions américaines/actions internationales allait se maintenir dans une fourchette comparable à celle des 50 années précédentes. Or, contre toute attente, les actions américaines ont continué à surperformer, signant de nouveaux records historiques en termes relatifs. À l'aune de l'indicateur de momentum de long terme, nous tablons sur la poursuite de la surperformance des actions américaines par rapport aux actions internationales.

L'analyse technique peut être incohérente avec l'analyse fondamentale et aboutir à des conclusions différentes.

Graphique 2 : Surperformance des actions américaines



MOM = Momentum

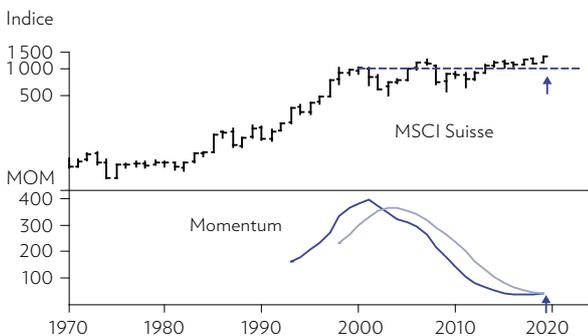
Remarque : la performance passée et les prévisions de performance ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Actions suisses

Le Swiss Market Index (SMI) a atteint un nouveau record historique en septembre. Malgré cela, et après deux marchés baissiers au cours des 20 dernières années, qui se sont tous deux soldés par un recul de 50 % des cours des actions, les investisseurs semblent avoir abandonné la classe d'actifs. À l'examen de l'évolution à long terme de l'indice MSCI Suisse, on ne peut s'empêcher de faire le parallèle avec le S&P 500 qui, en 2013, avait entamé une phase de hausse durable après avoir battu de nouveaux records. La même chose est sans doute en train de se produire en Suisse aujourd'hui. La faiblesse du sentiment est confirmée par l'allocation d'actifs des ménages suisses, qui détiennent plus de la moitié de leur épargne sous forme de liquidités. Dans le contexte actuel de taux d'intérêt négatifs, la perte de pouvoir d'achat est ainsi garantie. L'euphorie des investisseurs n'est donc pas actuellement un obstacle à une hausse durable des actions suisses.

Graphique 3 : Les actions suisses sur une trajectoire haussière de long terme



MOM = Momentum

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

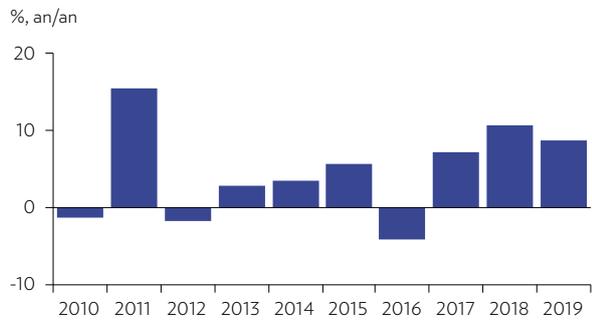
Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Investissement actif

Début septembre, les stratégies d'investissement passives, visant simplement à répliquer la performance d'un indice, avaient relégué au second plan les stratégies actives, autrement dit les approches où les investisseurs choisissent eux-mêmes les titres, les secteurs et les pays. L'abandon des stratégies actives est d'ailleurs l'une des tendances les plus marquantes de la dernière décennie. À ce niveau aussi, l'approche à contre-courant a porté ses fruits. Comme le montre le graphique 4, les actions en hausse ont affiché une surperformance annuelle de 5 % par rapport à l'action moyenne du MSCI Monde sur le marché haussier de long terme actuel. Nous recommandons donc de rester investis sur le marché américain des actions et de préférer les stratégies actives aux approches passives.

Les titres en hausse ont affiché une surperformance annuelle de 5 % par rapport à l'action moyenne.

Graphique 4 : Une décennie d'investissement actif



■ Rendement des actions en hausse versus rendement de l'action moyenne

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

Mensur Pocinci, MFTA



NEXT GENERATION INTELLIGENCE ARTIFICIELLE

Grâce au développement de la puissance de calcul, à l'abondance des données et aux financements publics de longue durée, une application à grande échelle de l'intelligence artificielle peut maintenant être envisagée. L'intelligence artificielle est une technologie d'application générale, autrement dit une technologie qui n'affectera pas seulement la sphère économique, mais aussi la société dans son ensemble.



L'IA est plus ancienne qu'on ne le pense

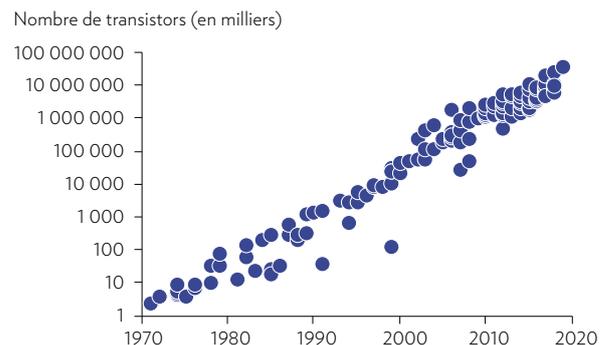
Aujourd'hui, tout le monde a entendu parler de l'intelligence artificielle (IA). Toutefois, l'IA ne s'est pas imposée progressivement dans la conscience collective à mesure des avancées technologiques. Son histoire a plutôt été ponctuée de phases d'engouement extrême et de forte désillusion depuis que le terme est apparu en 1956. La montée en puissance des modèles basés sur l'apprentissage profond depuis le début des années 2010 a marqué le début du printemps pour l'IA. Reste à savoir si ce printemps sera suivi de l'été ou d'un nouvel hiver.

Les trois moteurs de l'IA

Nous avons identifié trois grands moteurs susceptibles d'imposer les solutions existantes d'apprentissage profond et d'autres solutions d'IA, et ayant la capacité de générer une valeur significative grâce au déploiement futur de ces solutions dans le monde réel : les calculateurs, les données et les financements publics. Autant dire que nous ne pensons pas que l'IA entre dans une période hivernale.

Les calculateurs constituent le premier moteur. La plupart des fondements mathématiques sur lesquels reposent les algorithmes d'apprentissage profond sont assez anciens. Le premier algorithme d'apprentissage général ayant fonctionné remonte ainsi à 1965. La raison principale qui a fait que ces algorithmes sont restés dans l'ombre jusqu'à très récemment tient à l'insuffisance de la puissance de calcul. La création d'un modèle d'apprentissage profond requiert en effet une puissance de calcul très importante. Jusqu'à il y a peu de temps, il n'était pas possible de créer des modèles d'apprentissage profond basés sur de gros volumes de données en raison de complexités mathématiques. Des progrès impressionnants ont cependant été réalisés au niveau de la puissance de calcul et ce n'est sans doute pas terminé. Grâce à ces avancées, les unités de calcul devraient devenir moins énergivores et le prix par unité devrait diminuer, rendant ainsi les solutions d'apprentissage profond plus abordables. L'augmentation de la puissance de calcul permettra également un déploiement plus rapide des solutions d'apprentissage profond, dans la mesure où le temps nécessaire à la création d'un modèle sera réduit.

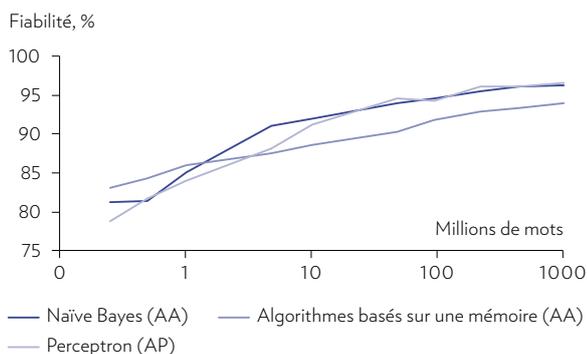
Graphique 1 : Forte croissance des capacités des unités de traitement



Source : Publications d'entreprises (Intel, Qualcomm, IBM, etc.), Julius Baer

La disponibilité des données est le deuxième moteur qui tire l'IA. Les algorithmes d'apprentissage automatique calibrés à partir de séries de données plus importantes et plus complètes donnent de meilleurs résultats. Le graphique 2 montre que la fiabilité des algorithmes augmente lorsqu'ils sont alimentés par des séries de données plus importantes. Avec les données disponibles, les solutions d'IA ne permettront certainement pas des analyses personnalisées. Une partie de ces données ne sera pas suffisamment structurée ou n'offrira pas de réelle plus-value (autrement dit pour les mêmes fonctions, une bande large plus importante sera nécessaire). Il n'en demeure pas moins que la croissance rapide des données permettra à de nombreuses solutions de gagner en efficacité et en fiabilité.

Graphique 2 : Plus de fiabilité avec des séries de données plus importantes

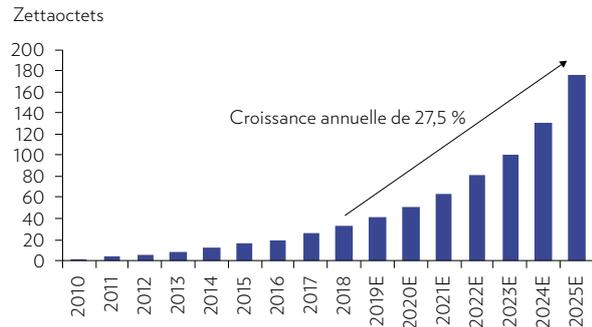


AA = apprentissage automatique ; AP = apprentissage profond

Source : Microsoft Research, Julius Baer

De nombreuses avancées technologiques ont été rendues possibles grâce aux financements publics, lesquels constituent, selon nous, le troisième moteur de croissance pour l'IA. Internet, les capteurs d'images numériques, les écrans tactiles et le système de géolocalisation (GPS) sont autant d'exemples de projets de recherche qui ont bénéficié d'un soutien direct des pouvoirs publics. L'IA devrait bénéficier du même soutien, toutes les grandes économies ayant adopté des programmes de financement à cet effet.

Graphique 3 : Les données devraient continuer à enregistrer une croissance exponentielle



E = estimation

Source : Étude IDC Data 2025, Julius Baer

Applications de l'IA

L'intelligence artificielle a l'avantage d'être une technologie d'application générale (TAG). Les TAG sont des technologies pouvant avoir un impact significatif non seulement sur la sphère économique, mais aussi sur l'ensemble de la structure d'une société. La machine à vapeur, l'électricité, l'imprimerie, le chemin de fer et Internet sont de bons exemples de TAG. L'IA, dans sa version basique (générer des analyses à partir de séries de données) ayant, par nature, un caractère généraliste, son champ d'application est particulièrement vaste. À cet égard, deux exemples peuvent être cités : 1) des expériences ont montré que l'IA pouvait détecter un cancer de la peau avec plus de fiabilité (95 %) qu'un dermatologue (86 %) ; 2) des expériences avec des drones utilisant des solutions d'IA de reconnaissance d'images sont actuellement menées au Botswana pour surveiller les parcs naturels et lutter contre le braconnage.

Qui sont les bénéficiaires ?

Nous sommes convaincus qu'à moyen et long termes, la majorité des secteurs bénéficieront de l'IA. Les entreprises les mieux placées pour profiter de cette évolution sont celles qui sont très orientées vers les natifs du numérique et celles dont la chaîne de valeur interne repose sur le traitement de données et la génération d'analyses.

Résumé des notations des actions

Adobe (Buy, cours/cours cible : USD 277.43/320)
 Alphabet (Buy, cours/cours cible : USD 1245.94/1400)
 Baidu (Buy, cours/cours cible : USD 102.80/140)
 Facebook (Buy, cours/cours cible : USD 182.80/240)
 Microsoft (Buy, cours/cours cible : USD 139.36/155)
 Salesforce (Buy, cours/cours cible : USD 152.99/180)
 SAP (Buy, cours/cours cible : EUR 106.70/125)

Alexander Ruchti, CFA, FRM

ÉCONOMIE

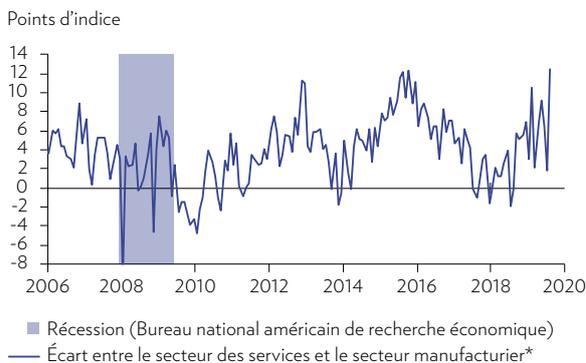
UNE PHASE DÉCISIVE POUR LES DÉCIDEURS POLITIQUES ?

La récession industrielle semble se rapprocher du creux de la vague, et les craintes de propagation de la contraction à l'ensemble de l'économie se sont dissipées. Les espoirs du marché ont été comblés par la politique monétaire, avec des réductions de taux record. Une relance budgétaire de grande ampleur est, en revanche, peu probable.

Bientôt le creux de la vague ?

Début septembre, les indicateurs avancés ont instillé un léger optimisme dans l'ambiance morose provoquée par l'escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. En effet, les indices des directeurs d'achat, stables dans la zone euro et en amélioration dans les pays émergents, notamment en Chine et chez ses voisins asiatiques, ont laissé penser que la récession du secteur manufacturier se rapprochait de son plancher. Cet optimisme a cependant été quelque peu refroidi par l'indice des directeurs d'achat américains qui est, quant à lui, passé en territoire négatif. Un nouveau repli n'est pas exclu si la contraction cyclique se prolonge au quatrième trimestre, mais l'espoir que le creux de la vague sera atteint cet hiver n'est pas irréaliste. En outre, les craintes de propagation de la récession du secteur industriel à l'ensemble de l'économie ont été atténuées par les indicateurs du secteur des services, qui se sont inscrits en hausse, en particulier aux États-Unis.

Graphique 1 : Pas de propagation du ralentissement industriel aux États-Unis



* Écart entre l'activité mesurée par l'indice ISM non manufacturier et l'indice ISM manufacturier

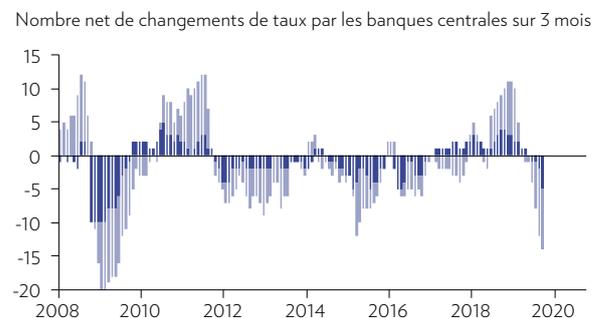
Source : Institute for Supply Management (ISM), Julius Baer

La politique monétaire a agi, mais toujours des hésitations du côté budgétaire

Les espoirs du marché reposent actuellement, pour l'essentiel, sur la capacité des décideurs politiques à

gérer la phase délicate de sortie du creux, et à stimuler la reprise de l'économie. Les autorités monétaires ont agi en septembre, avec des baisses de taux du côté de la Réserve fédérale américaine, de la Banque centrale européenne et de plusieurs banques centrales des pays émergents qui marquent le sommet de l'assouplissement monétaire pour l'instant. En revanche, ceux qui espèrent une relance budgétaire risquent d'être déçus. Aux États-Unis, le président Trump aura du mal à convaincre le Congrès d'adopter des mesures de relance budgétaire après avoir perdu sa majorité à la Chambre des représentants aux élections de mi-mandat de l'an dernier. En Europe, l'Allemagne se fait petit à petit à l'idée, mais est encore hésitante. En Chine, les efforts passés de désendettement devraient limiter l'impact des mesures de relance qui pourraient être annoncées à l'occasion des célébrations du 70^e anniversaire de la fondation de la République de Chine. De telles mesures pourraient en effet atténuer le ralentissement, mais ont peu de chances d'inverser la tendance.

Graphique 2 : Intervention des banques centrales – le nombre de réductions de taux a atteint un sommet



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

Source : Datastream, Julius Baer

David Alexander Meier

MONNAIES

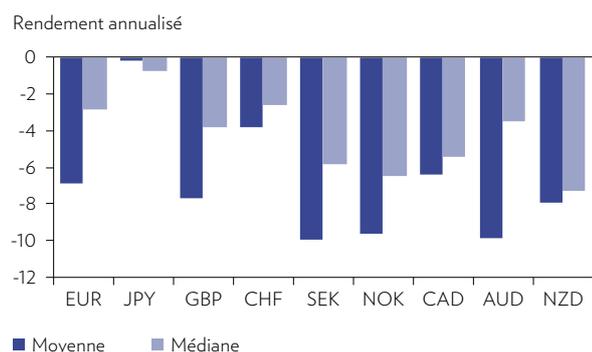
LE DOLLAR AMÉRICAIN TIRAILLÉ DANS PLUSIEURS DIRECTIONS

Les perspectives pour le dollar américain varient selon l'horizon de placement des investisseurs. À court terme, le ralentissement cyclique l'emporte et soutient le billet vert qui bénéficie ainsi de son statut de monnaie refuge. Toutefois, avec le redressement de l'économie mondiale attendu dans les douze prochains mois et le maintien d'une politique accommodante de la part de la Réserve fédérale américaine, le dollar pourrait perdre son avantage de taux d'intérêt.

Les perspectives pour le dollar dépendent de l'horizon de placement

Les perspectives pour le dollar américain varient selon l'horizon de placement des investisseurs. Les perspectives à court terme restent influencées par la persistance du ralentissement économique. La faiblesse de la croissance mondiale se traduit par une prolongation de la hausse du dollar, qui bénéficie en effet de son statut de monnaie refuge. Dans le contexte de ralentissement économique et d'inflation inférieure à la tendance, les principales monnaies ont, en moyenne, perdu du terrain face au billet vert. Les plus gros reculs ont été le fait du dollar australien et du dollar néo-zélandais, suivis de l'euro, d'autres monnaies européennes et du dollar canadien. Même le yen a tendance à se déprécier face au dollar américain dans la phase actuelle du cycle.

Graphique 1 : Les monnaies des pays du G10 se déprécient* lors que la croissance et l'inflation sont faibles



* face au dollar américain, sur la période 1984-2018

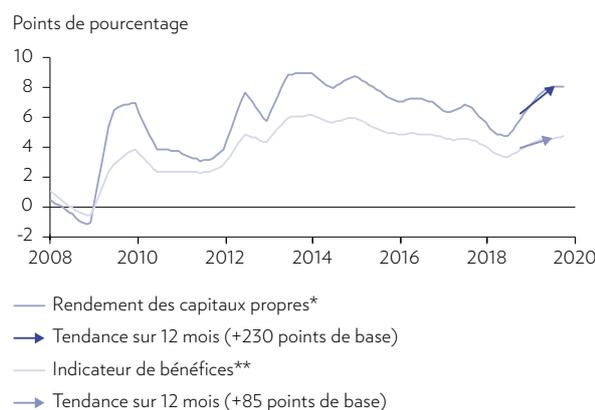
Source : Datastream, Julius Baer

Toutefois, les soutiens dont bénéficie le dollar américain pourraient s'atténuer dans les douze prochains mois. L'assouplissement en cours de la politique monétaire devrait en effet entraîner un redressement de l'activité économique. La Réserve fédérale américaine disposant de plus de marge de manœuvre que les autres banques centrales pour réduire les taux, l'avantage de taux d'intérêt dont profite le billet vert devrait continuer à s'amenuiser.

À plus long terme, soit au-delà de 2020, les perspectives pour le dollar restent cependant positives. En effet, la rentabilité et les bénéfices des entreprises américaines restent supérieurs à ceux de leurs homologues européennes. L'évolution des indicateurs de rentabilité et de rendement des capitaux propres incite à l'optimisme à l'égard du billet vert, dont la tendance structurelle ne devrait pas pouvoir être remise en cause par une éventuelle faiblesse dans les douze prochains mois.

Les perspectives pour le dollar américain varient selon l'horizon de placement des investisseurs.

Graphique 2 : Rentabilité des entreprises américaines sur une tendance haussière par rapport aux entreprises de la zone euro



* Ratio cours/valeur comptable du MSCI divisé par le ratio cours/bénéfice
 ** Bénéfices du MSCI divisés par le chiffre d'affaires

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

Source : MSCI, Julius Baer

David Kohl

REVENU FIXE

LES BANQUES CENTRALES CONTINUENT DE MENER LE BAL

Les segments risqués du marché obligataire restent au centre de l'attention, les obligations « sûres » n'offrant pas le rendement que nous considérons comme un minimum. Nous surpondérons les obligations d'entreprises des marchés émergents de qualité investment grade, les obligations d'entreprises américaines du segment « crossover » ainsi que la dette subordonnée de certaines banques.

Les obligations souveraines restent chères et volatiles

Les banques centrales restent le principal facteur d'influence sur le marché des emprunts d'État. Un tiers des bons du Trésor américain en circulation (USD 5 100 milliards) est déposé auprès de la Réserve fédérale américaine (Fed) ; il est soit la propriété de cette dernière, soit détenu pour le compte de banques centrales étrangères. La Banque du Japon a acquis plus de 40 % des emprunts d'État japonais depuis 2013, et la Banque centrale européenne (BCE) se rapproche de ce niveau avec les rachats illimités de papiers souverains annoncés. L'influence des banques centrales sur le marché obligataire a augmenté avec les rachats d'obligations. Le moindre changement au niveau de la politique monétaire ou du discours des banques centrales peut provoquer des variations importantes dans un sens ou dans l'autre. Le graphique compare le rendement annuel total des bons du Trésor américain de longue durée, des obligations d'entreprises notées BBB et de la dette de qualité spéculative (haut rendement américain). Les obligations d'entreprises BBB ont dégagé un rendement légèrement inférieur aux papiers de long terme du Trésor américain, mais des pertes maximales nettement moins importantes.

Graphique 1 : Le rendement des obligations BBB est moins volatil que celui des obligations longues du Trésor américain



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

Malgré ou à cause des gains importants dégagés depuis le début de l'année par les obligations longues du Trésor américain, nous continuons de préférer le risque de crédit au risque de duration. Nous privilégions toujours les obligations d'entreprises notées Baa/BBB, autrement dit les obligations de la fourchette basse des notations investment grade, ainsi que les obligations Ba/BB, soit la fourchette supérieure du haut rendement américain. Le segment « crossover » présente un écart de crédit raisonnable avec un risque de liquidité limité. La BCE continue de priver de revenus les investisseurs obligataires. À l'exception d'une période de dix mois cette année, la BCE n'a cessé de racheter des obligations souveraines des pays membres de la zone euro depuis 2015. Ces rachats ont largement contribué à la baisse des rendements obligataires et, partant, à la diminution du service de la dette des États membres.

Tableau 1 : Baisse des charges d'intérêt

| Zone euro (12 pays)* | 2014 | Projection pour 2019 |
|-------------------------------------|--------|----------------------|
| Taux d'intérêt moyen | 2,82 % | 2,06 % |
| Emprunts d'État (milliards d'EUR) | 9 481 | 10 080 |
| Charges d'intérêt (milliards d'EUR) | 260,6 | 205,7 |

* Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas et Portugal.

Source : Eurostat, Julius Baer

Les investisseurs obligataires européens passent à côté d'un cinquième de leurs coupons, et cela devrait continuer avec l'arrivée à échéance de la dette à plus haut rendement et les possibilités de refinancement à taux nul, voire négatif. La faiblesse des revenus des obligations restera une contrainte majeure pour les investisseurs européens qui devraient donc continuer à s'orienter vers des segments plus risqués du marché obligataire. En Europe, nous privilégions les obligations de la fourchette basse des notations investment grade. Le marché du haut rendement en euro est plus modeste que son homologue américain et souffre d'une concentration sur un nombre limité de secteurs, dont celui de l'automobile et de ses sous-

traitants. Au regard des problèmes structurels du secteur automobile et du risque d'augmentation des tarifs douaniers américains sur les voitures européennes, nous limitons notre exposition aux obligations à haut rendement en euro. Les investisseurs souhaitant un rendement élevé et prêts à en assumer les risques peuvent miser sur la dette subordonnée de certaines banques européennes. La BCE a souligné la faiblesse de la rentabilité du secteur bancaire en Europe, d'où l'attention particulière que nous accordons à la qualité des émetteurs. D'un autre côté, la BCE estime que le niveau de capitalisation des banques s'améliore, ce qui est un bon point pour ce segment.

Accent sur la qualité en Asie

Du point de vue des investisseurs obligataires, la Chine reste dans une situation délicate. Les autorités essaient de faire évoluer le pays du statut de producteur de masse de produits de consommation axé sur les exportations à celui de leader technologique. Parallèlement, elles souhaitent un désendettement des entreprises publiques et des gouvernements locaux. Par ailleurs, le conflit commercial a pesé sur les ressources budgétaires. Dans ces conditions, le soutien aux entreprises publiques en difficulté de la vieille économie risque d'être moins fort. Le marché a intégré que, dans la récente restructuration d'une banque d'entreprises de taille moyenne en Chine, les déposants avaient dû accepter une décote. Le graphique 2 compare les taux de défaillance sur 12 mois des émetteurs de papiers de qualité spéculative aux États-Unis et dans la zone Asie Pacifique (APAC). Les émetteurs de la région APAC affichent un taux de défaillance plus faible, mais des fluctuations sont possibles. Nous recommandons de se concentrer sur les banques chinoises publiques solides et sur les émetteurs de qualité dans le secteur immobilier. Par ailleurs, des distorsions ne peuvent être exclues sur le segment industriel.

Graphique 2 : Taux de défaillance dans la zone APAC



Source : Moody's, Julius Baer

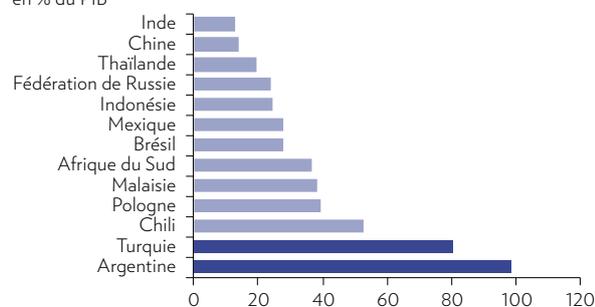
Les émetteurs de la zone APAC pourraient se retrouver sous pression dans le cas, toutefois peu probable, où la Chine interviendrait sur sa monnaie pour compenser l'impact de l'augmentation des tarifs douaniers américains sur les produits importés. Nous ne prévoyons pas de dévaluation importante du yuan, mais le risque existe et il pèsera sur la performance des marchés obligataires asiatiques hors Chine. Notre préférence dans la région va aux obligations d'entreprises en monnaies fortes.

Amérique latine

L'effondrement du peso argentin et la menace de restructuration de la dette du pays ont secoué la région. Nous pensons cependant que l'Argentine (Hold/Spéculatif) est un cas isolé car aucun autre pays ne présente un niveau comparable de dette en monnaies étrangères. Par ailleurs, même en Argentine, il est des entreprises émettrices disposant de suffisamment de fonds en monnaies fortes pour honorer le service de leur dette. Sur les marchés émergents, nous surpondérons les obligations d'entreprises en monnaies fortes et privilégions les émetteurs investment grade.

Graphique 3 : L'Argentine reste un cas isolé

Emprunts d'État et obligations d'entreprises en monnaies étrangères, en % du PIB



PIB = produit intérieur brut

Source : Institute of International Finance, Julius Baer

Markus Allenspach

ACTIONS

RESTER INVESTIS

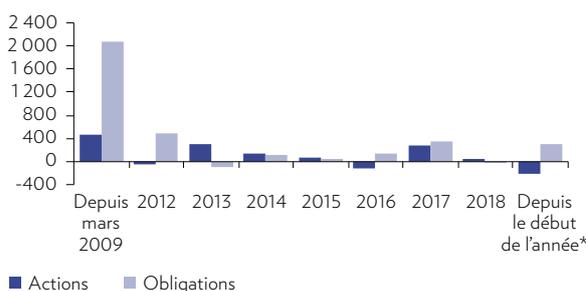
Les marchés d’actions flirtent avec des records. Pourtant, de nombreux investisseurs passent à côté de la hausse cette année. Nous restons constructifs à l’égard des actions internationales, avec une préférence pour les actions de valeur laminées et certains titres cycliques, comme ceux des secteurs de l’industrie et des matériaux, qui offrent des valorisations attrayantes et profitent de l’augmentation des rendements obligataires.

Jamais marché haussier n’aura été autant ignoré

Bien que les actions soient proches de records historiques, de nombreux investisseurs continuent à détenir d’importantes positions en liquidités, passant ainsi à côté de l’un des plus beaux marchés haussiers de l’histoire. La modestie des flux vers les fonds en actions par rapport à ceux vers les fonds obligataires témoigne également de cette désaffection à l’égard des actions. Ainsi, cette année, les fonds en actions ont affiché un taux de remboursement net des actifs sous gestion de 0,7 % bien que le MSCI Monde ait gagné 19 % depuis le début de l’année, ce qui reflète le pessimisme actuel des investisseurs. Au cours des dernières années, ce sont les entreprises qui ont le plus acheté d’actions, notamment aux États-Unis. Alors que les particuliers et les institutions ont été des vendeurs nets depuis le début de l’année, avec USD 197 milliards de remboursements par les fonds en actions internationales, les entreprises américaines ont, à elles seules, effectué pour USD 840 milliards de rachats d’actions, contribuant à soutenir la hausse récente du marché. Les chiffres concernant les flux au niveau des fonds doivent certes être considérés avec précaution car ils ne couvrent pas l’ensemble des flux vers les marchés d’actions et peuvent donc induire en erreur. Il n’en demeure pas moins que des sorties de fonds importantes ont toujours constitué un indicateur à contre-courant fort utile.

Graphique 1 : Flux vers les fonds en actions

Flux vers les fonds internationaux, USD milliards



* au 13.09.2019

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

La croissance des bénéfiques reste le principal moteur à long terme pour les actions. Or, nous tablons sur une accélération de cette croissance d’ici la fin de l’année sur fond d’amélioration des fondamentaux. En outre, la rémunération négligeable offerte par les valeurs refuge devrait pousser les investisseurs à revenir vers les actifs risqués, tels que les actions, qui sont assortis de belles primes de risque. Pour la première fois depuis 2016, les rendements du dividende de l’indice S&P 500 sont supérieurs au rendement des bons à 10 ans du Trésor américain, et une telle configuration s’est révélée être un indicateur d’achat fiable par le passé. Dans ces conditions, nous restons constructifs à l’égard des actions internationales, avec une préférence pour les actions de valeur laminées et certains titres cycliques, comme ceux des secteurs de l’industrie et des matériaux, qui offrent des valorisations attrayantes et profitent de l’augmentation des rendements obligataires.

Graphique 2 : Les primes de risque associées aux actions sont revenues à des niveaux supérieurs à la moyenne



Source : Datastream, Julius Baer

Mathieu Racheter, CAIA, et Patrik Lang, CFA

SURPONDÉRATION DES ACTIONS DE VALEUR

Ratio cours/bénéfices relatif anticipé à 12 mois



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

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

Recommandations de titres :

Honeywell (Buy, cours/cours cible : USD 166.93/192)

Royal Dutch Shell (Buy, cours/cours cible : EUR 26.40/33)

UPM-Kymmene (Buy, cours/cours cible : EUR 25.87/31)

Nous restons haussiers sur les actions en général, mais pensons que la prochaine phase de progression sera tirée surtout par les actions de valeur. C'est d'ailleurs déjà le cas depuis début septembre. La décote record qu'affichent ces actions par rapport aux actions de croissance est, selon nous, injustifiée. Les actions de valeur se retrouvent dans tous les secteurs et sous-secteurs, et nous tablons sur une surperformance généralisée de ces titres au niveau de tous les secteurs. Pour profiter de la hausse du segment des actions de valeur, la sélection de titres est donc plus importante que la concentration sur un secteur ou un autre.

Patrik Lang, CFA

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 | ABN Amro, 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

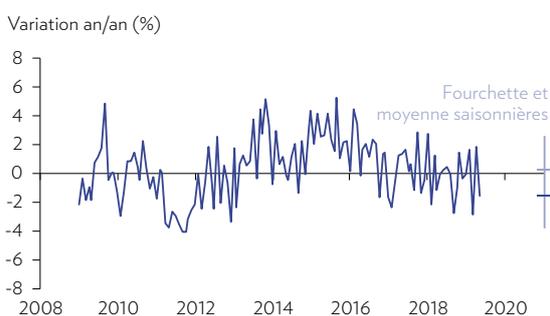
LE RALENTISSEMENT PLOMBE LE MORAL ET LES PRIX

La situation économique reste au cœur des préoccupations sur les marchés des matières premières. La contraction du secteur industriel se traduit par une pression sur les prix, l'or profite de son statut d'actif refuge et, pour le pétrole, tout tourne autour des questions géopolitiques. Nous tablons certes sur une pause plutôt que sur la fin du cycle économique, mais pensons néanmoins que les matières premières devraient marquer le pas étant donné la morosité des perspectives de croissance. Les tensions commerciales et l'assouplissement des politiques monétaires laissent présager une nouvelle hausse à court terme pour l'or.

Les craintes relatives à la croissance dominent

La situation économique reste au cœur des préoccupations et les marchés financiers se demandent s'il s'agit d'un ralentissement ou d'une récession, autrement dit d'une pause dans le cycle ou de la fin du cycle économique. Les prix des matières premières se comportent comme prévu : les métaux cycliques sont sous pression et les actifs refuge comme l'or sont en forme. Bien qu'il ne s'agisse que d'une pause dans le cycle, ne serait-ce que du fait de l'orientation des banques centrales vers des politiques très accommodantes, nous pensons que les taux de croissance resteront faibles au moins jusqu'en 2020. De plus, il est peu probable que la Chine annonce des mesures de relance généralisées ciblant la vieille économie (c'est-à-dire les infrastructures). Le pays devrait continuer à privilégier le soutien à la consommation, les autorités restant attentives au surendettement. Les fondamentaux restent peu favorables aux matières premières. Aussi renouvelons-nous notre opinion Neutre sur la classe d'actifs.

Graphique 1 : Demande d'essence aux États-Unis



Source : Energy Information Administration, Julius Baer

Pétrole : La situation économique pèse

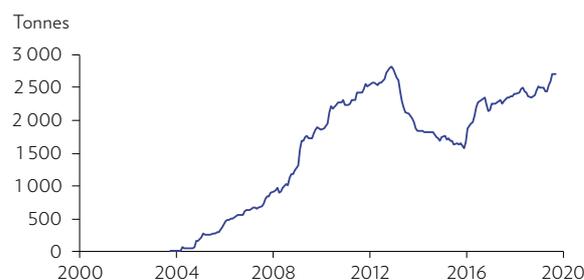
Les attaques contre les installations pétrolières saoudiennes ont provoqué un choc sur le marché pétrolier et ramené sur le devant de la scène l'incertitude géopolitique. L'abondance des stocks et des capacités disponibles permet de compenser la baisse de la production saoudienne, et les flux pétroliers reprennent

vite. Les attaques ont entraîné une hausse des prix, mais nous ne pensons pas que la prime de risque perdure. Les pays producteurs augmentent leur production lorsque les prix sont suffisamment attractifs. Au cours des derniers mois, il est apparu que l'offre devenait excédentaire dès que le prix du baril dépassait les 60 dollars, et que ce mécanisme était indépendant des primes de risque. La demande pour le pétrole américain et européen stagne. Les marchés du travail sont au meilleur de leur forme, tandis que le secteur du fret donne des signes de ralentissement. Les estimations du consensus pour la croissance de la demande mondiale de pétrole sont revenues à près d'un million de barils par jour pour 2019. La situation économique est plus importante pour les perspectives à long terme du pétrole que les attaques contre les installations saoudiennes.

Or : Potentiel à court terme

La demande pour les actifs refuge reste solide. En effet, les doutes quant aux perspectives économiques et les tensions commerciales renforcent l'incertitude. L'or devrait profiter de l'assouplissement des politiques monétaires des banques centrales occidentales. Le sentiment reste à l'optimisme. Nous tablons sur une nouvelle hausse de l'or à court terme.

Graphique 2 : Les positions sur l'or* proches de leur record



* Fonds adossés à de l'or physique

Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Norbert Rucker

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⁾
Alexander Ruchti, Equity Strategy Research, alexander.ruchti@juliusbaer.com ¹⁾
David Alexander Meier, Economic Research, davidalexander.meier@juliusbaer.com ¹⁾
David Kohl, Head of Currency Research, david.kohl@juliusbaer.com ²⁾
Markus Allenspach, Head of Fixed Income Research, markus.allenspach@juliusbaer.com ¹⁾
Patrik Lang, Head of Equity & Strategy Research, patrik.lang@juliusbaer.com ¹⁾
Mathieu Racheter, Equity Strategy Research, mathieu.racheter@juliusbaer.com ¹⁾
Norbert Rücker, Head of Economics & Next Generation Research, norbert.ruecker@juliusbaer.com ¹⁾

- 1) Cet analyste est employé par la Banque Julius Baer & Cie SA, Zurich, qui est un établissement agréé et réglementé par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).
- 2) Cet analyste est employé par la Bank Julius Bär Europe AG, qui est un établissement agréé et réglementé par l'Autorité fédérale allemande de surveillance du secteur financier (BaFin).

ANNEXE

Attestation des analystes

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

Méthodologie

Veuillez consulter le lien suivant pour des informations complémentaires sur la méthode de recherche utilisée par les analystes de Julius Baer (disponible en anglais seulement) : www.juliusbaer.com/research-methodology

Structure

Les références faites dans la présente publication à Julius Baer incluent ses filiales et sociétés affiliées. Pour des informations complémentaires sur notre structure, veuillez consulter le lien suivant : www.juliusbaer.com/structure

Information sur les cours

Sauf indication contraire, les informations sur les cours correspondent au cours du 25 septembre 2019.

Actions

Système de notation d'actions

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

Système de notation des segments de marché

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

Catégories de risque

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

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

Divulgaration d'informations

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

Fréquence d'actualisation des notations

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

Répartition selon la notation à la date du 26/09/2019

| | Buy | 40.4% | Hold | 55.7% | Reduce | 3.9% |
|----------|-----|-------|------|-------|--------|------|
| Equities | | | | | | |
| Issuers | Buy | 45% | Hold | 52.3% | 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 spéculatifs présentant un risque de crédit élevé. |
| | B2 | B | B | |
| | B3 | B- | B- | |
| | Caa1 | CCC+ | CCC+ | Les obligations réputées de mauvaise qualité et présentant un risque de crédit très élevé. |
| | Caa2 | CCC | CCC | |
| | Caa3 | CCC- | CCC- | |
| | Ca | CC | CC | Les obligations hautement spéculatives pour lesquels une défaillance est probable, voire imminente, avec une certaine probabilité de recouvrer le principal et les intérêts. |
| | C | C | | |
| 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 ($\pm 5\%$) 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 ($\pm 5\%$) 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 négociation 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 négociation 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 (DFSA). Julius Baer (Middle East) Ltd. est dûment agréée et soumise au contrôle de la DFSA.

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

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

Hong Kong, région administrative spéciale (RAS) de la République populaire de Chine :

La présente publication est distribuée à Hong Kong par et pour le compte de, et est attribuable à, la Banque Julius Baer & Cie SA, succursale de Hong Kong, qui est titulaire d'une licence bancaire complète octroyée par l'autorité monétaire de Hong Kong en vertu de la Banking Ordinance (chapitre 155 de la législation de Hong Kong RAS). La Banque est aussi agréée en vertu de la Securities and Futures Ordinance (SFO) (chapitre 571 de la législation de Hong Kong RAS) pour exercer des activités réglementées de type 1 (négoce de titres), de type 4 (conseils en matière de titres) et de type 9 (gestion de fortune) sous le numéro Central Entity AUR302. Le présent document ne saurait être émis, diffusé ou distribué à Hong Kong à des personnes autres que les « investisseurs professionnels » définis dans la SFO. Le contenu de cette publication n'a pas été validé par la Securities and Futures Commission ni par aucune autre autorité de régulation. Toute mention de Hong Kong dans ce document/cette publication fait référence à la région administrative spéciale de la République populaire de Chine. 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 publication 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 quelconques titres ou autres instruments financiers, ceux-ci relèvent à l'identique de la dispense dite de « placement privé » (« oferta privada ») conformément à la Section 2 de la Loi n° 18 627 et ne sont ni ne seront enregistrés auprès de la Surintendance des services financiers de la banque centrale d'Uruguay en vue d'être proposés au public en Uruguay. Dans le cas de fonds à capital fixe ou de fonds de private equity, les titres correspondants ne sont pas des fonds d'investissement régis par la Loi uruguayenne n° 16 774 du 27 septembre 1996, telle qu'amendée. Si vous résidez en Uruguay, vous déclarez que vous comprenez parfaitement l'anglais, langue dans laquelle ce document et tous les documents y faisant référence sont rédigés et vous n'avez besoin qu'aucun document quel qu'il soit vous soit fourni en espagnol ou dans une autre langue.

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

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

© Groupe Julius Baer, 2019

GROUPE JULIUS BAER

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

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

10/2019 Publ. No. PU00106FR
© GROUPE JULIUS BAER, 2019

Founding Signatory of:



UNEP
FINANCE
INITIATIVE

PRINCIPLES FOR
RESPONSIBLE
BANKING



01-14-814357
myclimate.org

