



Julius Bär

INSIGHTS  
OPPORTUNITÉS D'INVESTISSEMENT

---

JUIN 2018

# SOMMAIRE

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

---

## JULIUS BAER NEXT GENERATION THÈMES D'INVESTISSEMENT

---



**ARISING ASIA**



**DIGITAL DISRUPTION**



**ENERGY TRANSITION**



**FEEDING THE WORLD**



**SHIFTING LIFESTYLES**

---

### **Impressum**

#### **Date de publication**

1 juin 2018

#### **Cours de référence, clôture de la rédaction**

28 mai 2018, sauf indication contraire

---

## ÉDITORIAL

Chère lectrice, cher lecteur,

Selon une de mes citations préférées d'Ernest Hemingway, nous ne devenons pas plus sages avec l'âge mais plus prudents. J'ai passé une étape charnière à cet égard alors que, jeune économiste, je pensais qu'il était facile de déjouer les marchés des changes. Une liquidité élevée et des contreparties constituées d'organisations à but non lucratif avec des poches très profondes (à savoir les banques centrales) ne devaient pas poser de problèmes.

Or, les études académiques sont quasi-unanimes pour dire que les marchés des changes comptent parmi les plus efficaces au monde. Les investisseurs tentent cependant toujours de les déjouer, ce qui explique peut-être cette efficacité. Chaque investisseur essaie d'anticiper les taux de change en s'appuyant sur les informations dont il dispose et le cours intègre au final une myriade de données.

Les marchés des changes peuvent cependant aussi réserver des surprises, comme à la fin du printemps 2018 lorsque le billet vert a commencé à donner des signes de vigueur. La plupart des investisseurs s'étaient en effet prudemment positionnés en vue du scénario contraire. Dans la présente édition d'Insights, nous nous intéressons à l'art d'évaluer les monnaies et étudions les possibles répercussions d'une nouvelle appréciation du dollar sur les autres classes d'actifs.



**Christian Gattiker**  
Head of Research & Investment Solutions

## VUE D'ENSEMBLE

### Perspective d'investissement : Page 6

- Après plus de deux ans de sous-performance, le billet vert prépare son come-back pour l'été. Les rendements sont supérieurs au yen et à l'euro alors que les investisseurs sont excessivement pessimistes. Cela pourrait rééquilibrer le commerce mondial, mais aussi pénaliser les marchés émergents par le biais de reflux de capitaux.
- Il convient de rester prudent à l'égard des obligations à haut risque et de s'en tenir aux vainqueurs des marchés des actions.

### Analyse technique : Page 8

- Que dit le marché ? Aussi bien sur le front des actions que sur celui du revenu fixe, les titres plus risqués battent à nouveau les moins risqués.
- Le brut WTI est appelé à poursuivre sa surperformance face aux actions pétrolières américaines.

### Next Generation : Page 10

- Dans les économies développées, particulièrement aux États-Unis, le coût de la santé devient prohibitif à mesure que l'espérance de vie et les maladies chroniques augmentent. La dynamique du secteur de la santé change donc puisque les payeurs cherchent à gagner en pouvoir de négociation face aux fournisseurs et aux producteurs.
- Trois grandes tendances, toutes liées à la santé numérique, orienteront cette guerre sur les coûts : 1) l'adoption de soins axés sur la valeur, 2) la pénétration croissante de solutions « télématiques » de santé numérique et 3) la consumentisation croissante de la mutualisation des risques.

### Économie : Page 12

- Le cycle économique reste solide et nous nous attendons à une poursuite, certes plus lente, de la reprise au second semestre 2018. Les obstacles politiques maintiendront néanmoins une incertitude élevée, empêchant les marchés d'intégrer pleinement la solidité du contexte.
- La hausse de l'inflation incitera les banques centrales à réduire encore leurs politiques accommodantes et pourrait provoquer une envolée des rendements des bons du Trésor américain à long terme cette année.

### Monnaies : Page 13

- Conjuguée à la faiblesse de l'euro, la vigueur du billet vert contribue à redistribuer la croissance en durcissant les conditions monétaires outre-Atlantique et en les assouplissant dans la zone euro.
- Les répercussions de l'appréciation du dollar sur les marchés émergents sont moins évidentes que pour la plupart des économies avancées. Un dollar plus fort alourdit la charge pour certaines économies émergentes présentant un niveau élevé d'endettement extérieur en monnaie forte.

### Revenu fixe : Page 14

- Tandis que les rendements obligataires aux États-Unis progressent au même rythme que l'inflation et les taux des fonds fédéraux, ils restent tributaires des politiques monétaires ultra-accommodantes en Europe et au Japon.
- Les écarts de crédit de la dette souveraine des marchés émergents libellée en dollar ont renoué plus rapidement que prévu avec leurs moyennes historiques tandis que la correction est en cours en ce qui concerne la dette en monnaie locale et les emprunts d'entreprise.

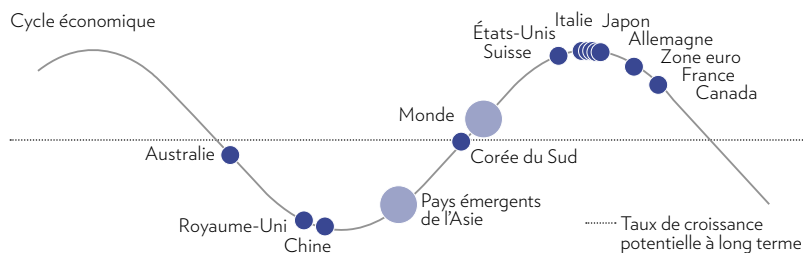
### Actions : Page 16

- En dépit d'une forte dynamique bénéficiaire, les actions du secteur du pétrole et du gaz restent fortement sous-évaluées par rapport à leur propre historique ainsi que par rapport au prix du pétrole et de l'ensemble du marché mondial des actions.
- Historiquement, le secteur du pétrole et du gaz bat les autres secteurs lorsque les indices mondiaux des directeurs d'achat reculent et que les rendements des bons du Trésor à 10 ans progressent.

### Matières premières : Page 18

- Soutenues par les problèmes d'approvisionnement et les risques politiques conjugués à une économie mondiale forte, les matières premières se sont envolées vers de nouveaux sommets. Les marchés sont confrontés à une véritable tempête avec des risques tant à la hausse qu'à la baisse.
- Le niveau de bruit et d'incertitude est le plus fort sur le marché du pétrole. Nous estimons cependant que le risque de réelle rupture d'approvisionnement est faible. L'or s'échange toujours en « mode monnaie » plutôt qu'en « mode matière première ».

## VUE D'ENSEMBLE DES CYCLES ÉCONOMIQUES



## CROISSANCE (PIB réel an/an, %)

| Moyenne     | 2017 | 2018E | 2019E |
|-------------|------|-------|-------|
| États-Unis  | 2.3  | 2.7   | 1.7   |
| Zone euro   | 2.5  | 2.2   | 1.5   |
| Royaume-Uni | 1.8  | 1.2   | 1.0   |
| Suisse      | 1.1  | 2.3   | 1.3   |
| Japon       | 1.7  | 1.1   | 1.1   |
| Chine       | 6.9  | 6.4   | 6.0   |
| Monde       | 3.7  | 3.9   | 3.4   |

PIB = produit intérieur brut

## INFLATION (IPC an/an, %)

| Moyenne     | 2017 | 2018E | 2019E |
|-------------|------|-------|-------|
| États-Unis  | 2.1  | 2.7   | 1.9   |
| Zone euro   | 1.5  | 1.6   | 1.7   |
| Royaume-Uni | 2.7  | 2.3   | 1.8   |
| Suisse      | 0.5  | 1.0   | 1.4   |
| Japon       | 0.5  | 1.0   | 0.5   |
| Chine       | 1.5  | 1.9   | 2.2   |
| Monde       | 3.0  | 3.2   | 3.0   |

IPC = indice des prix à la consommation

## INDICES D' ACTIONS (monnaie locale)

|              | Niveau | 12M   |
|--------------|--------|-------|
| SMI          | 8775   | 9000  |
| Eurostoxx 50 | 3483   | 4000  |
| S&P 500      | 2721   | 2900  |
| Nikkei 225   | 22481  | 24850 |

## MATIÈRES PREMIÈRES

|                           | Prix | 12M  |
|---------------------------|------|------|
| Pétrole Brent (USD/baril) | 76.4 | 65.0 |
| Or (USD/once)             | 1298 | 1325 |
| Maïs (Cts/boisseau)       | 406  | 400  |
| Cuivre (USD/t)            | 6865 | 6000 |

## MONNAIES

|         | Spot  | 3M    | 12M   |
|---------|-------|-------|-------|
| EUR/CHF | 1.16  | 1.20  | 1.22  |
| USD/CHF | 0.99  | 1.04  | 0.96  |
| JPY/CHF | 0.91  | 0.97  | 0.94  |
| GBP/CHF | 1.32  | 1.38  | 1.39  |
| EUR/USD | 1.16  | 1.15  | 1.27  |
| EUR/GBP | 0.87  | 0.87  | 0.88  |
| USD/JPY | 109.4 | 108.0 | 102.0 |
| GBP/USD | 1.33  | 1.32  | 1.44  |

## TAUX DES BANQUES CENTRALES (% p. a.)

| Fin d'exercice | 2017  | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|
| États-Unis     | 1.50  | 2.50  | 2.25  |
| Zone euro      | 0.00  | 0.00  | 0.25  |
| Royaume-Uni    | 0.50  | 0.75  | 1.00  |
| Suisse         | -0.75 | -0.75 | -0.25 |
| Japon          | -0.10 | -0.10 | -0.10 |

E = estimation

## EMPRUNT D'ÉTAT 10 ANS (% p. a.)

| Fin d'exercice | 2017  | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|
| États-Unis     | 2.41  | 3.20  | 2.95  |
| Allemagne      | 0.35  | 0.80  | 1.25  |
| Royaume-Uni    | 1.26  | 1.80  | 2.05  |
| Suisse         | -0.15 | 0.25  | 0.55  |
| Japon          | 0.04  | 0.20  | 0.10  |

## PERSPECTIVE DES CATÉGORIES D'ACTIFS

| Vue | Catégorie d'actifs et de risque | Privilégiez ...                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | Évitez ...                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-----|---------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| →   | <b>Liquidités</b>               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| →   | <b>Obligations</b>              | <b>Conservateur</b> Titres du Trésor américain indexés sur l'inflation (TIPS)<br><b>Première qualité</b> Instruments du marché monétaire en USD<br><b>Opportuniste</b><br><b>Spéculatif</b> Obligations à courte durée des émetteurs riches en liquidités des marchés émergents                                                                          | Obligations d'État des pays européens principaux<br>Obligations non-financières de qualité élevée libellées en EUR<br>Obligations du segment investment grade inférieur libellées en EUR<br>Obligations à haut rendement de qualité inférieure et/ou à longue durée ; Turquie |
| ↑   | <b>Actions</b>                  | <b>Conservateur</b><br><b>Moyen</b> Chili, Corée du Sud, Japon, Malaisie, zone euro ; finance, industrie, pétrole et gaz, technologie de l'information ; petites capitalisations européennes et américaines ; actions à haut dividende européennes<br><b>Opportuniste</b> Brésil, Chine, Inde, Philippines, Viêt Nam                                     | Consommation défensive, services aux collectivités, télécommunications ; actions de croissance des dividendes américaines<br>Royaume-Uni, Suisse ; consommation cyclique ; immobilier<br>Russie, Turquie<br>Cuivre, minerai de fer                                            |
| ↓   | <b>Matières premières</b>       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| →   | <b>Changes</b>                  | JPY, CAD, CNH, INR, BRL                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | EUR, CHF, AUD, GBP, ZAR                                                                                                                                                                                                                                                       |
|     | <b>Next Generation</b>          | <b>Thématique</b> Commerce numérique, contenu numérique, cybersécurité, éducation mondiale, FinTech (paiements numériques), génomique 3.0, informatique dématérialisée et intelligence artificielle, « made in China 2025 », mobilité de l'avenir, santé des animaux, santé numérique, tourisme en Asie, une Chine en bonne santé, une Chine plus propre |                                                                                                                                                                                                                                                                               |

**Brésil/Philippines** : pour les résidents locaux, des investissements sur le marché local sont soumis à des restrictions légales. **Corée du Sud** : pour les résidents locaux, des investissements sur le marché local sont soumis à des restrictions légales. La même consigne peut également s'appliquer aux résidents étrangers. **Viêt Nam** : Julius Baer ne présente aucune offre sur les marchés locaux.

↑ vue positive → vue neutre ↓ vue négative

## IDÉES D'INVESTISSEMENT : ACTIONS

| Thème                         | Sociétés                           |
|-------------------------------|------------------------------------|
| Technologies de l'information | Alphabet Inc., Facebook, Microsoft |
| 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, First Abu Dhabi Bank, Koweït, Qatar, Qatar National Bank, Rabobank, Siemens, Toyota Motor, UBS Group |
| Opportuniste        | Barry Callebaut, Cielo, Crédit Agricole, CRH, Equate Petrochemical, Espagne, Kinder Morgan, Orange, The Commercial Bank                       |
| Spéculatif          | Arcor, Banco Bradesco, Banco do Brasil, CNH Industrial, Levi Strauss, Pampa Energia, Smurfit Kappa, YPF                                       |

# PERSPECTIVE D'INVESTISSEMENT

## LE BILLET VERT FAIT SON COME-BACK

**Après plus de deux ans de sous-performance, le billet vert prépare son come-back pour l'été. Les rendements sont supérieurs au yen et à l'euro alors que les investisseurs sont excessivement pessimistes. Cela pourrait rééquilibrer le commerce mondial, mais aussi pénaliser les marchés émergents par le biais de reflux de capitaux. Il convient de rester prudent à l'égard des obligations à haut risque et de s'en tenir aux vainqueurs des marchés des actions.**

### LE TERME DU MOIS :

Le billet vert

Le « billet vert » (« greenback » en anglais) est la désignation informelle du dollar américain et fait référence à la couleur des billets de banque. Au milieu du XIX<sup>e</sup> siècle, le terme « greenback » avait une connotation négative. À cette époque, le congrès continental n'avait pas de pouvoir de taxation. Le billet vert n'était donc adossé à aucune sûreté financière et les banques rechignaient à remettre la valeur pleine du dollar aux clients.

Source : Investopedia.com, Julius Baer

### Au-delà des grands titres

La principale difficulté pour un investisseur est de distinguer le signal du bruit, c'est-à-dire faire la différence entre ce qui aura une réelle incidence sur l'évolution des cours et les informations purement passagères. 2018 sera particulièrement difficile à cet égard compte tenu du bruit assourdissant autour du dollar américain, qui reste pourtant la monnaie de réserve mondiale. Il sera d'autant plus compliqué de rester concentré sur les événements vraiment importants que les États-Unis seront à nouveau en période électorale. D'une part, le pays affiche une économie plus solide que ces dix dernières années et bat la plupart de ses partenaires commerciaux, ce qui devrait soutenir le dollar. D'autre part, ce dernier devrait pâtir de la rhétorique de guerre commerciale et du tapage politique qui font toujours plus les grands titres. Il est temps de trancher.

**Graphique 1 : Dollar pondéré du commerce – le rebond est attendu depuis longtemps**



Source : Datastream, Julius Baer

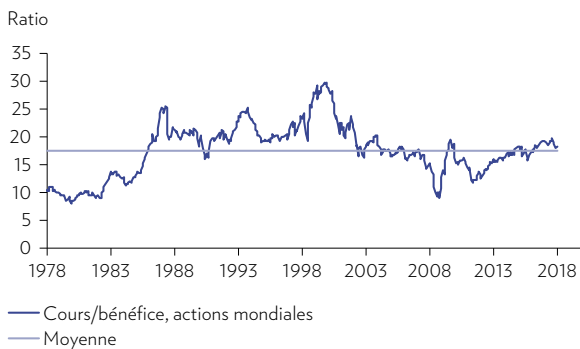
## Les États-Unis sont à nouveau en période électorale.

### Un certain rattrapage est nécessaire

Avant de commencer, il est utile de jeter un coup d'œil aux valorisations et au positionnement des investisseurs. En termes de valorisation, le billet vert affiche un avantage de taux impressionnant. Actuellement de 2 % et plus face à l'euro et au yen, il devrait encore progresser ces prochaines semaines. Les investisseurs restent néanmoins extrêmement négatifs face à la monnaie. Mesuré à l'aune de la couverture de l'exposition au dollar, le pessimisme est à son plus haut niveau depuis quatre ans. Nous pensons donc que les valorisations et le positionnement des investisseurs intègrent déjà en grande partie les préoccupations des investisseurs. Sauf véritable escalade des négociations commerciales au-delà des escarmouches habituelles, le dollar semble prêt pour un rebond cet été. L'appréciation du billet vert pourrait

favoriser un rééquilibrage mondial de la croissance puisque les exportateurs mondiaux profiteraient d'une monnaie américaine plus forte. Elle se solderait cependant aussi par des sorties de capitaux, notamment au détriment des pays émergents. Nous décelons des risques pour les économies qui dépendent du dollar, telles que la Turquie, le Mexique et l'Afrique du Sud, notamment en ce qui concerne leurs monnaies et obligations en monnaie locale.

### Graphique 2 : Marchés mondiaux des actions – valorisations conformes aux moyennes



Source : Datastream, Julius Baer

Il est difficile de trouver  
des valorisations excessives sur  
les marchés des actions.

### Éviter les obligations risquées et onéreuses et s'en tenir aux vainqueurs des marchés des actions

Après avoir rétrogradé les obligations américaines à haut rendement il y a quelques mois, nous sommes devenus encore plus prudents à l'égard d'un autre segment risqué du marché obligataire, à savoir les obligations en monnaie locale des marchés émergents. Nous conseillons aux investisseurs qui cherchent la sécurité des obligations de rester exposés aux liquidités en dollar américain et aux obligations américaines liées à l'inflation, qui devraient mieux résister en cas de hausse de l'inflation. En ce qui concerne le marché des actions, nous ne voyons aucune valorisation excessive pour l'instant (voir graphique 2). Dans une perspective sectorielle, nous préférons toujours les actions de croissance dans l'informatique – les vainqueurs du présent cycle – et les titres liés au cycle de croissance mondial tels que le pétrole et le gaz, la finance et l'industrie.

Le cas de l'or est intéressant. On pourrait le penser relativement sensible aux risques politiques mondiaux et aux menaces de pressions inflationnistes. C'est du moins le comportement auquel il nous a habitué aussi longtemps que remontent les données financières. Or, le graphique 3 ne révèle aucune tendance claire à long terme. Encore un exemple d'excès de bruit et de manque de réels signaux sur le marché. Même si nous cherchons à reprendre certaines positions sur l'or afin de protéger les portefeuilles contre les incertitudes économiques en 2019 et au-delà, nous n'anticipons pas son retour pour l'été 2018. Depuis le début de l'année, le métal jaune se négocie comme une monnaie et reflète l'image du billet vert.

### Graphique 3 : L'or stagne pour l'instant



Source : Datastream, Julius Baer

Christian Gattiker, CFA, CAIA

# ANALYSE TECHNIQUE

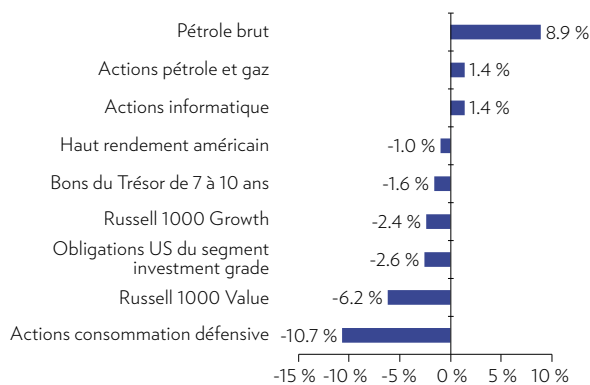
## SIGNAUX DU MARCHÉ

**Que dit le marché ? Aussi bien sur le front des actions que sur celui du revenu fixe, les titres plus risqués battent à nouveau les moins risqués.**

### Signaux du marché

L'indice S&P 500 s'échange toujours en dessous de son point culminant de janvier. Il est donc intéressant d'étudier la performance des principales classes d'actifs depuis cette date et de vérifier si les tendances sont durables. Les marchés des actions et le revenu fixe affichent un modèle similaire avec une sous-performance des segments défensifs en faveur des plus risqués. Le graphique 1 révèle que les bons du Trésor américain et les obligations de première qualité ont sous-performé les obligations à haut rendement. De la même manière, les actions de la consommation défensive sont restées en retrait de celles de l'informatique. Dans ce contexte, les titres de croissance ont logiquement battu ceux de substance. Mais combien de temps ces tendances peuvent-elles se maintenir ?

**Graphique 1 : Rendements depuis le 26 janvier 2018**



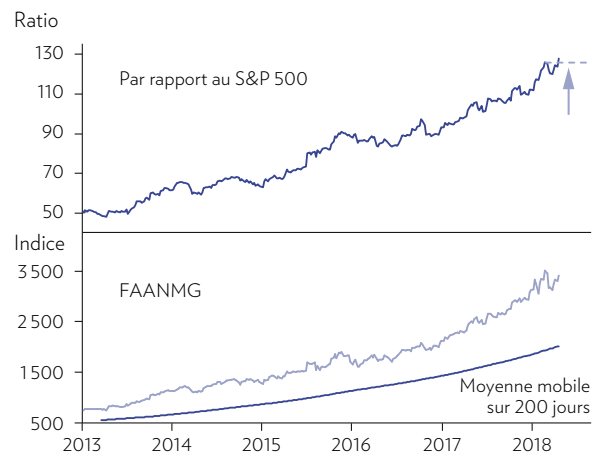
Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

### Actions de croissance/informatique

Les titres américains de croissance, notamment dans l'informatique, affichent une surperformance impressionnante. Le graphique 2 révèle que les actions Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Microsoft et Google (FAANMG) ouvrent la voie. Elles ne sont pas seulement parvenues à battre collectivement un nouveau record en termes relatifs, elles ont aussi évité de tester leur moyenne mobile sur 200 jours. Nous détenons actuellement les six titres dans notre portefeuille type mondial, ce qui explique notamment sa performance de 15 % depuis le début de l'année. Suite à la correction du mois de janvier, ces titres sont susceptibles d'atteindre de nouveaux records, devant l'indice S&P 500, et de renforcer encore leur statut de leader.

### Les FAANMG conservent leur statut de leader.

**Graphique 2 : La surperformance des FAANMG est impressionnante**



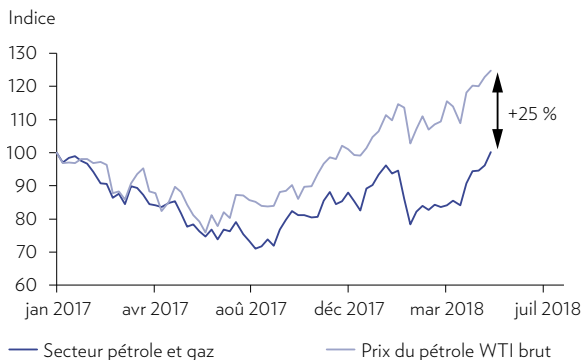
Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

### Actions pétrolières vs. brut WTI

L'importante divergence entre le cours des actions pétrolières américaines et le prix du brut West Texas Intermediate (WTI) sous-jacent ces deux dernières années compte parmi les grands mystères des marchés financiers. Depuis janvier 2017, les actions pétrolières ont gagné 6 % tandis que le brut WTI s'est envolé de 25 %. Nous prédisons depuis longtemps le maintien d'une tendance baissière durable des actions pétrolières puisque la correction de 2016 n'a jamais provoqué de véritable débâcle. Selon nous, les fonds de private equity ont retardé la liquidation des titres liés au pétrole et au gaz en pariant sur une reprise. Le brut WTI physique fait au contraire l'objet d'une tendance persistante à la vente par les investisseurs privés. Historiquement, une forte surperformance du brut WTI est généralement suivie de gains supplémentaires sur le pétrole physique et d'un leadership renforcé face aux actions pétrolières.

Le brut WTI bat les actions pétrolières.

**Graphique 3 : Brut WTI vs. actions américaines liées au pétrole et gaz**



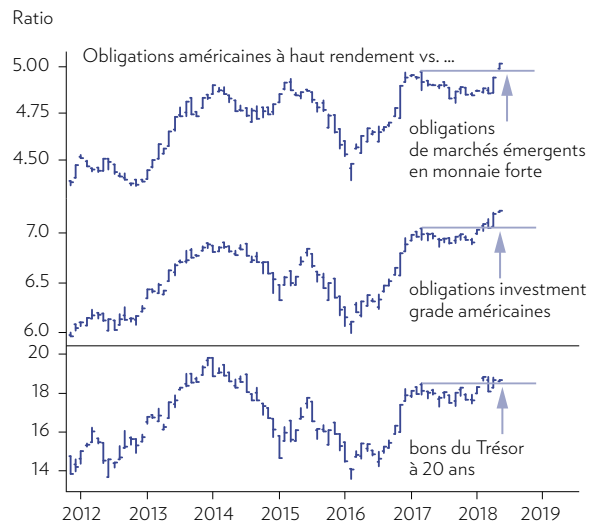
Le graphique représente seulement les 15 derniers mois pour souligner les faits marquants.

Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

### Surperformance du haut rendement américain

Comme sur le marché des actions, on observe une sous-performance des secteurs défensifs sur le marché du revenu fixe. Depuis le début de l'année, les obligations « investment grade » américaines de première qualité ont perdu 2,7 % alors que les obligations américaines à haut rendement ont reculé de 1 % seulement. Là encore, la question est de savoir s'il s'agit du début d'une nouvelle tendance ou d'un écart passager par rapport à l'ancienne. À en croire le graphique 4, il s'agirait plutôt de la première option, les obligations américaines à haut rendement battant tous les autres grands segments du marché du revenu fixe. Pour les prochains 3-6 mois, nous recommandons ce segment au détriment de tous les autres.

**Graphique 4 : Haut rendement américain vs. tous les autres segments obligataires**



Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Mensur Pocinci, MFTA



## NEXT GENERATION

### SANTÉ NUMÉRIQUE : PAYER POUR GAGNER

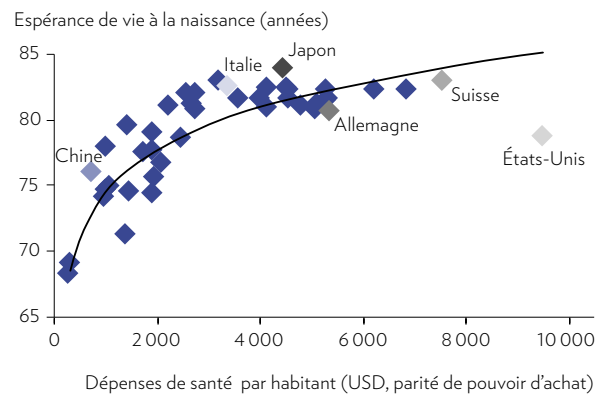
**Toutes les stratégies déployées par les acteurs du secteur pour rendre la santé plus abordable reposent sur le numérique.**



#### Le défi d'une santé abordable

Toutes les économies avancées enregistrent une augmentation intenable des dépenses de santé, mais aux États-Unis, les coûts sont nettement supérieurs à la tendance alors que les résultats sont inférieurs aux attentes. Cela s'explique par la dynamique historique du secteur aux États-Unis, avec un grand pouvoir de fixation des prix pour les fournisseurs et producteurs, au détriment des payeurs. Au-delà de cette particularité américaine, les économies avancées sont appelées à vivre une hausse des coûts de la santé du fait du vieillissement de la population conjugué à sa sédentarisation et à l'augmentation des maladies chroniques qui en découle.

**Graphique 1 : Malgré le coût de la santé aux États-Unis, les résultats sont inférieurs à la tendance**



**Remarque :** Données de 2015 ou année la plus proche disponible

**Source :** Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), Julius Baer

**Toutes les économies avancées, les États-Unis en tête, sont confrontées à une hausse des coûts de la santé.**

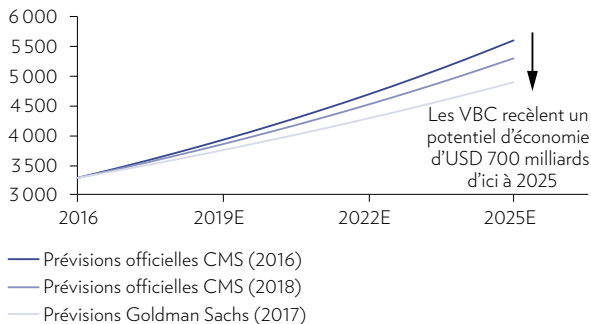
#### Trois grandes tendances de la santé numérique

En réponse au défi du coût, l'équilibre des forces change dans la chaîne de valeur de la santé aux États-Unis. Les payeurs cherchent en effet toujours plus à renforcer leur pouvoir de négociation face aux fournisseurs et producteurs. Il est à noter que toutes les stratégies déployées par les payeurs et autres acteurs du secteur pour rendre la santé plus abordable reposent sur le numérique.

Trois tendances clés définiront l'avenir du secteur : 1) l'adoption de soins axés sur la valeur, 2) l'adoption de solutions « télématiques » de santé numérique réduisant les coûts (de la télémédecine à la santé mobile) et 3) la consommation croissante de l'offre de santé et de mutualisation des risques.

## Graphique 2 : Les soins axés sur la valeur aideront à maîtriser les dépenses de santé américaines

Prévisions de dépenses de santé US (USD milliards)



VBC = value-based care (soins axés sur la valeur) ; E = estimation

**Remarque :** Pour la période 2016-2025E, Goldman Sachs prévoit une croissance des dépenses de santé américaines avec des soins axés sur la valeur proche de la croissance nominale du produit intérieur brut américain

**Source :** Centres de services Medicare & Medicaid (CMS), Goldman Sachs, Julius Baer

Les modèles de remboursement en fonction de la valeur dépendent énormément des données puisque le payeur doit pouvoir mesurer les résultats des soins pour déterminer dans quelle mesure ils étaient efficaces et si le fournisseur doit être rémunéré ou pénalisé. Les soins axés sur la valeur permettront aux payeurs et aux patients d'appliquer une approche de qualité/prix dans les soins de santé et de reporter une plus grande part du risque financier sur les fournisseurs et producteurs.

Toutes les solutions télématiques de santé numérique représentent des canaux alternatifs plus avantageux pour dispenser des soins. Elles incluent notamment des technologies telles que la télémédecine, c'est-à-dire les consultations à distance. Enfin, une évolution importante dans l'offre de soins, notamment aux États-Unis, est la multiplication de plans de santé à franchise élevée, qui reportent davantage de risque financier sur le patient final et le consommateur.

## Se positionner pour profiter de la santé numérique et des soins axés sur la valeur

Les fournisseurs d'informatique médicale – côté fournisseur – et les établissements de santé – côté payeur – devraient être les premiers bénéficiaires de l'essor du numérique visant à assurer un système de santé abordable. Certaines sociétés de technologies médicales (medtech) disposant de portefeuilles largement diversifiés et innovants d'équipements médicaux devraient aussi bien tirer leur épingle du jeu avec les futurs contrats axés sur la valeur. Nous conseillons par contre aux investisseurs d'éviter les prestataires de santé qui luttent avec les changements de modèle d'affaires et les hausses des dépenses informatiques, ainsi que les laboratoires pharmaceutiques, qui subiront parallèlement les expirations de brevets, les futurs contrats axés sur la valeur et les réglementations sur le contrôle des coûts.

Préférer l'informatique médicale, les établissements de santé et les payeurs aux États-Unis ainsi que certaines sociétés de medtech.

## En résumé

Dans la lutte pour rendre la santé abordable, nous préférons les fournisseurs d'informatique médicale tels que Cerner Corp. (Hold, cours/cours cible : USD 59,94/65), qui propose des outils numériques pour économiser des coûts et tenir les promesses de soins axés sur la valeur. Nous apprécions aussi les payeurs américains, notamment les grands établissements de santé diversifiés tels que UnitedHealth Group Inc. (Hold, cours/cours cible : USD 244,95/240) et Anthem Inc. (Buy, cours/cours cible : USD 232,39/261), qui devraient profiter d'un plus grand pouvoir de négociation à l'avenir. Il convient d'être sélectif dans la technologie médicale et de se concentrer sur la diversification et l'innovation des portefeuilles d'équipements et d'éviter les prestataires de santé et les laboratoires pharmaceutiques classiques.

Alberto Perucchini, ACSI,  
Fabiano Vallesi, Damien Ng

# ÉCONOMIE

## TOUJOURS ROBUSTE MALGRÉ LES EMBUCHES POLITIQUES

**Les indicateurs avancés reculent mais restent solides. Ils reflètent ainsi le stade avancé du cycle économique courant et laissent prévoir la poursuite, certes plus lente, de la reprise économique mondiale au second semestre 2018. Les obstacles posés par la politique et les banques centrales font planer de nombreuses incertitudes qui empêcheront les marchés d'intégrer pleinement la solidité du contexte. La hausse de l'inflation alimentera une normalisation des taux plus forte et généralisée et pourrait provoquer une envolée des rendements des bons du Trésor américain à long terme cette année.**

### La phase avancée du cycle de croissance

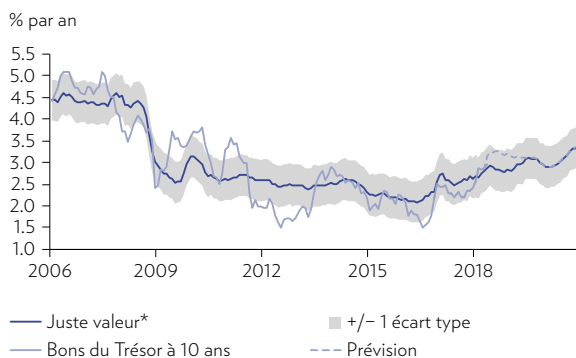
Dans la plupart des économies, les indicateurs avancés continuent de culminer mais plaident toujours, à leurs niveaux actuels, en faveur d'une croissance mondiale robuste au second trimestre 2018. La croissance mondiale pourrait néanmoins ralentir quelque peu au second semestre de l'année du fait du refroidissement attendu en Chine et d'une croissance plus modérée en Europe, tandis que les États-Unis continueront de mener le cycle économique. La croissance toujours robuste aux États-Unis, la tolérance présumée de la Réserve fédérale américaine (Fed) envers une légère poussée inflationniste et la hausse des prix du pétrole justifient notre révision à la hausse des perspectives de rendement à 10 ans outre-Atlantique.

La croissance mondiale restera robuste au second trimestre 2018 mais les incertitudes augmentent.

### Incertitudes politiques en hausse

Un certain nombre d'obstacles politiques pèsent sur le moral, notamment le protectionnisme croissant qui menace le commerce et la diminution constante des mesures de politique monétaire accommodante. Nous pensons que les deux vont se poursuivre. Conjuguées aux baisses d'impôts, les mesures protectionnistes ont contribué à faire remonter le taux de popularité de Donald Trump. Un règlement rapide des disputes commerciales avec la Chine ou une renégociation de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALÉNA) ne comptent donc pas parmi les priorités à l'approche des élections de mi-mandat. La persistance de la reprise se traduit aussi par une hausse des taux d'inflation vers les objectifs de la plupart des banques centrales. De nouveaux tours de vis monétaires sont donc attendus en juin aux États-Unis et plus tard dans d'autres économies développées. La Banque centrale européenne se joindra bientôt au mouvement en mettant probablement un terme aux rachats d'actifs en septembre pour commencer à relever ses taux directeurs début 2019.

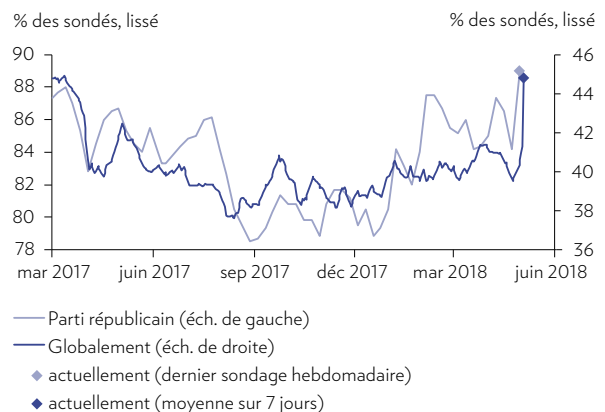
**Graphique 1 : Le rendement du Trésor américain à 10 ans dépassera la juste valeur**



\* Calculations modèle basées sur l'inflation, l'activité économique et les taux directeurs

Source : Datastream, Julius Baer

**Graphique 2 : Le taux de popularité de Donald Trump se redresse**



Source : Différents instituts de sondage, Julius Baer

Susan Joho

# MONNAIES

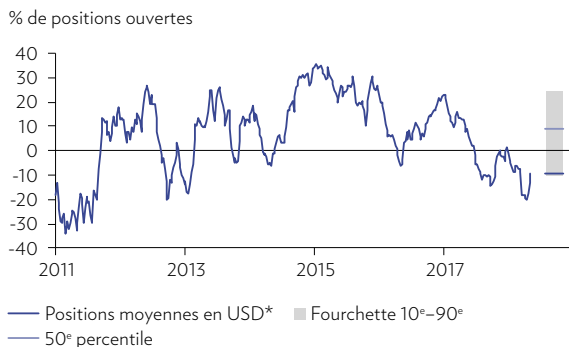
## UN DOLLAR PLUS FORT IMPLIQUE CERTAINS RISQUES

**Un dollar plus fort présente de nombreux avantages puisque la croissance est redistribuée des États-Unis vers l'Europe, où la dynamique de croissance s'essouffle le plus ces derniers temps. Il est cependant aussi synonyme de difficultés pour les économies émergentes qui présentent un fort endettement en dollar, notamment lorsque les réserves de change sont faibles. Tous les marchés émergents ne sont pas pareillement vulnérables. Le risque est concentré en Turquie, au Mexique et en Afrique du Sud tandis que l'Asie émergente bénéficie d'un contexte plutôt solide.**

### L'appréciation du dollar pèse sur les marchés émergents

Conjuguée à la faiblesse de l'euro, la vigueur du billet vert contribue à redistribuer la croissance en durcissant les conditions outre-Atlantique et en les assouplissant dans la zone euro. Il s'agit là d'une évolution favorable dans le contexte courant de ralentissement de la croissance européenne puisqu'elle devrait équilibrer la croissance et donc la renforcer à l'échelle mondiale. La même chose vaut pour le Japon et le Royaume-Uni, dont les monnaies cèdent du terrain face au billet vert. Ce dernier reste impopulaire, mais il devrait évoluer à la hausse à court terme, soutenu par un avantage de taux toujours plus important.

#### Graphique 1 : Le dollar américain reste impopulaire



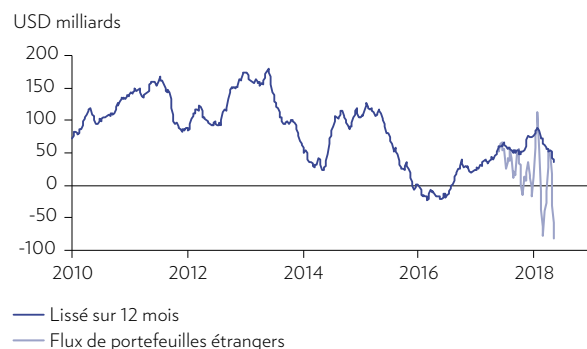
\* USD face à JPY, EUR, CHF, GBP, CAD, AUD, NZD, MXN

Source : Commodity Futures Trading Commission, Julius Baer

Les répercussions de l'appréciation du dollar sur les marchés émergents sont moins évidentes que pour la plupart des économies avancées. D'une part, la faiblesse de la monnaie facilite les conditions financières puisque les exportations deviennent plus compétitives. De l'autre part, un dollar plus fort alourdit cependant aussi la charge pour certaines économies émer-

gentes présentant un niveau élevé d'endettement extérieur en monnaie forte. La Turquie est particulièrement concernée, mais l'Afrique du Sud, le Mexique, l'Argentine, le Chili et la Colombie ont tous de la dette en monnaie forte et sont donc plus vulnérables à une dépréciation de leur monnaie. D'autres pays, tels que le Brésil, sont plus vulnérables dans le secteur privé, tandis que la dette gouvernementale est essentiellement libellée en monnaie locale. Étant donné que tous les marchés émergents ne présentent pas la même vulnérabilité à une appréciation du dollar, un effondrement généralisé des monnaies des marchés émergents est peu probable, même si le billet vert continue de s'apprécier. Nous restons néanmoins prudents face à la lire turque et au peso mexicain, malgré leur valorisation toujours plus attrayante. Nous re-  
nonçons aussi à adopter une perspective positive envers le rand sud-africain compte tenu de sa vulnérabilité à une appréciation du dollar.

#### Graphique 2 : Flux de portefeuilles étrangers vers les marchés émergents



Source : The Institute of International Finance, Julius Baer

David Kohl

# REVENU FIXE

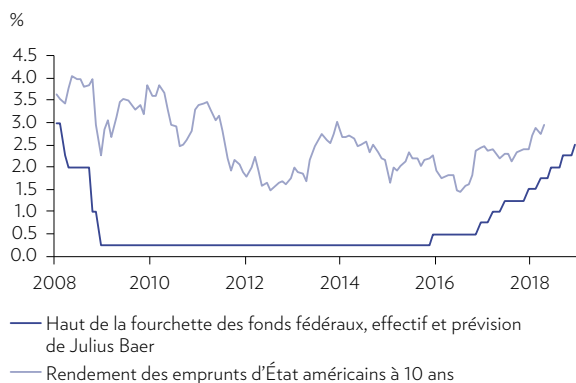
## UNE TRANSITION LONGUE ET DOULOUREUSE

**Les rendements obligataires aux États-Unis progressent au même rythme que l'inflation et les taux des fonds fédéraux tandis qu'ils restent tributaires des politiques monétaires ultra-accommodantes en Europe et au Japon. Les perspectives de hausse des taux américains ont permis aux écarts de crédit de la dette souveraine des marchés émergents libellée en dollar de renouer avec leurs moyennes historiques. La correction est encore en cours en ce qui concerne la dette en monnaie locale et les emprunts d'entreprise.**

### Les rendements obligataires américains progressent avec les taux directeurs

Les perspectives des taux de la Réserve fédérale américaine (Fed) et les besoins de refinancement du gouvernement sont les sujets dominants sur le marché obligataire américain. Dans le contexte de consommation privée solide, d'augmentation des investissements et de hausse des pressions inflationnistes, nos économistes maintiennent leurs prévisions de trois nouveaux tours de vis monétaires cette année avec une fourchette cible pour les fonds fédéraux entre 2,25 % et 2,5 %. Historiquement, l'évolution des rendements obligataires est calquée sur celle des taux directeurs.

**Graphique 1 : Les rendements obligataires américains suivent la hausse des taux des fonds fédéraux**



Source : Datastream, Julius Baer

La perspective d'une forte augmentation des besoins de refinancement du gouvernement américain accentuera la pression haussière sur les rendements obligataires. Le Bureau du budget du Congrès américain évalue le déficit de recettes pour l'exercice en cours à USD 804 milliards, contre USD 665 milliards l'exercice précédent. Cette hausse du déficit arrive au moment où la Fed réduit ses positions en titres du Trésor américain. Nous estimons que l'offre nette

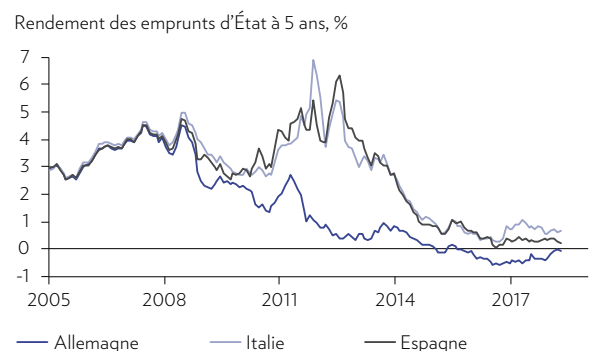
d'obligations gouvernementales disponible au public doublera cette année pour passer le seuil d'USD 1000 milliards.

La hausse des taux du marché monétaire et des rendements des bons du Trésor freinera les flux de fonds vers les segments plus risqués du marché obligataire. La normalisation de la politique de la Fed augmente en outre le coût de refinancement pour le secteur des entreprises. Cette évolution frappera en particulier les sociétés dites « zombie », à savoir, des émetteurs privés qui dépendent continuellement d'un financement étranger pour couvrir leurs déficits de liquidités. Nous maintiendrons donc notre avis négatif à l'égard des obligations américaines à haut rendement aussi longtemps que leur rendement restera en dessous de la moyenne à long terme de 8,9 %.

### Le marché obligataire européen joue selon ses propres règles

Contrairement à la Fed, la Banque centrale européenne (BCE) reste fidèle à sa politique monétaire ultra-accommodante, qui se traduit par un taux de dépôt négatif, un financement quasiment illimité des banques et des rachats massifs d'obligations tous les mois.

**Graphique 2 : La BCE fait converger les rendements à un bas niveau**



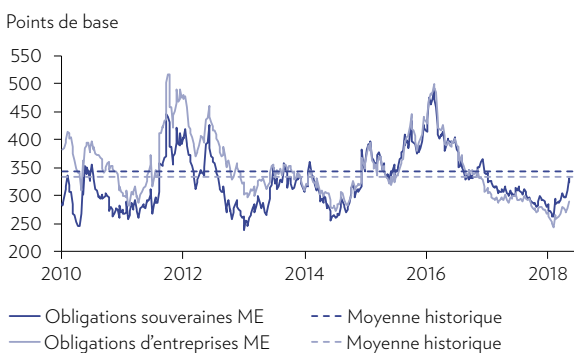
Source : Datastream, Julius Baer

Les rachats massifs d'obligations gouvernementales ont provoqué différentes distorsions sur le marché obligataire. D'une part, la BCE s'en tient strictement aux ratios de capital lorsqu'elle rachète des obligations. Elle rachète ainsi nettement plus de dette publique allemande qu'italienne alors même que le secteur public allemand est excédentaire et que l'Italie souffre d'un déficit chronique. La dette allemande est donc assortie d'une prime de pénurie qui a fait chuter les rendements à des niveaux intenable à long terme. Nous préférons donc des substituts obligataires tels que des investissements immobiliers et des actions à haut dividende aux obligations libellées en euro. Notre préférence pour les actions au détriment des obligations vaut aussi pour la dette subordonnée de banques européennes solides. Nous avons ramené notre recommandation à Neutre le mois passé étant donné que le rendement sur dividende attendu a convergé vers le niveau de rendement de la dette subordonnée.

### Toujours Neutre sur les marchés émergents en monnaie forte

La forte croissance mondiale, les prix élevés des matières premières et le faible endettement indiquent que les fondamentaux en faveur des émetteurs de dette des marchés émergents (ME) en monnaie forte restent intacts. Nous maintenons cependant notre recommandation Neutre en prévision de nouveaux remous dans le contexte de hausse des taux fédéraux. Cela dit, les écarts de crédit se rapprochent de leurs moyennes historiques, que nous considérons comme raisonnables. Pendant le processus d'ajustement, nous préférons toujours les durations plus courtes.

### Graphique 3 : Rebond des écarts de crédit de la dette des ME en monnaie forte



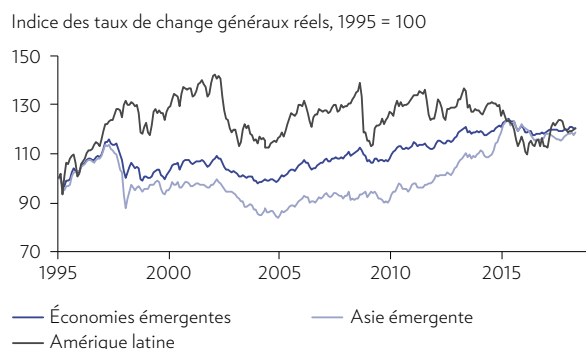
Source : J.P. Morgan, Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

### Garder des réserves sur la dette des ME en monnaie locale

Les difficultés sur le marché argentin des obligations en monnaie locale rappellent l'importance des taux de change réels sur le long terme. Une hausse de l'indice de taux de change réel signifie que l'inflation domestique augmente plus rapidement que ce que la monnaie se déprécie et que l'économie nationale souffre d'une perte de compétitivité. Le graphique 4 représente les indices J.P. Morgan des taux de change généraux effectifs réels. Historiquement, chaque forte appréciation d'une monnaie d'Amérique latine est suivie d'une correction. Notre positionnement envers la dette des ME en monnaie locale était Neutre un certain temps du fait de la valorisation « raisonnable » dans nos modèles. La rétrogradation à Sous-ponderer début mai ne se justifiait pas par les perspectives d'un important potentiel baissier à l'avenir, mais par le fait que nous encourageons nos clients à être très sélectifs dans cet environnement où le marché peut subir des fluctuations fortes et brutales. Nous attendons en d'autres termes une sous-évaluation plus marquée des marchés avant d'y retourner.

### La BCE a provoqué une nouvelle convergence des rendements des emprunts gouvernementaux à un niveau artificiellement bas.

### Graphique 4 : Les indices des taux de change généraux réels ne comportent pas de bulle



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

Markus Allenspach

# ACTIONS

## SURPONDÉRATION DU SECTEUR MONDIAL DU PÉTROLE ET DU GAZ

**Nous considérons qu'il est encore temps d'acheter des actions liées au pétrole et au gaz. Les valorisations restent très attrayantes, tant en termes absolus que par rapport au cours du pétrole et au marché des actions général. La dynamique bénéficiaire reste forte dans le secteur du pétrole et du gaz, qui est le seul dans les pays développés à afficher un historique positif en périodes de hausse des rendements obligataires et de recul des indices des directeurs d'achat.**

### Nous restons haussiers sur les actions liées au pétrole et au gaz

Historiquement, les rendements excédentaires du secteur du pétrole et du gaz par rapport au marché général affichaient une forte corrélation avec la hausse des cours du brut. Depuis début 2017, la performance du secteur mondial du pétrole et du gaz est toutefois nettement découplée des prix au comptant et à terme du pétrole. Ce découplage s'explique principalement par le frein que constituent les craintes de voir la demande culminer. Ce point ne sera cependant pas atteint au cours des 15 années à venir, selon nous, et la demande ne devrait reculer que progressivement ensuite. De plus, presque toutes les grandes compagnies pétrolières ont commencé à se diversifier vers d'autres segments affichant une croissance structurelle telle que le gaz. Celui-ci représente déjà plus de 40 % de l'exploration totale des grandes compagnies pétrolières et nous nous attendons à voir ce chiffre franchir le seuil des 50 % au cours des dix prochaines années. Le secteur devrait donc être en mesure de surmonter le fait que la demande culmine.

Les valorisations restent très attrayantes. Sur la base du ratio cours/valeur comptable, le secteur s'échange toujours proche de son plus bas niveau tandis que le rendement sur dividende atteint des sommets par rapport au reste du marché. Le secteur du pétrole et du gaz est un des rares à avoir affiché une surperformance par le passé lorsque les indices des directeurs d'achat ont chuté et les rendements obligataires augmenté. Dans l'ensemble, nous pensons que les actions mondiales liées au pétrole et au gaz devraient continuer à bénéficier du contexte macroéconomique actuel et nous conservons notre recommandation Surpondérer.

Le secteur du pétrole et du gaz sort généralement vainqueur lorsque la dynamique macroéconomique s'essouffle et que les rendements augmentent.

**Graphique 1 : Découplage entre actions du pétrole et du gaz et prix du pétrole**



— Performance, secteur pétrole et gaz vs. actions mondiales (éch. de gauche)  
— Brent USD/baril (éch. de droite)

Source : Datastream, Julius Baer

**Graphique 2 : Les valorisations relatives restent proches de leurs plus bas niveaux historiques**

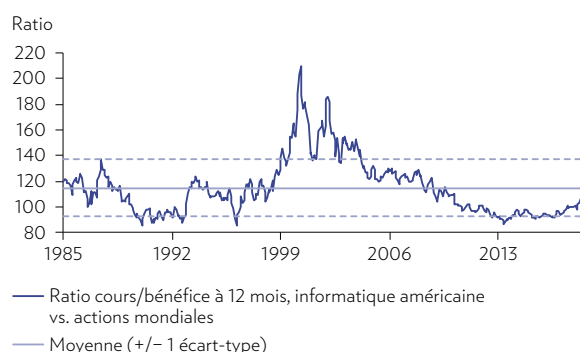


— Cours/valeur comptable secteur pétrole et gaz vs. actions mondiales  
— Moyenne (+/- 1 écart-type)

Source : Datastream, Julius Baer

Patrik Lang, CFA

## TECHNOLOGIES DE L'INFORMATION



Source : Datastream, Julius Baer

### Recommandations de titres :

Alphabet Inc. (Buy, cours/cours cible : USD 1,084.08/1,140)

Facebook (Buy, cours/cours cible : USD 184.92/220)

Microsoft (Buy, cours/cours cible : USD 98.36/104)

La technologie de l'information reste le secteur qui affiche la plus forte croissance dans les pays développés avec une croissance du chiffre d'affaires de 14 % contre 7 % pour le marché global. Nous pensons que l'informatique continuera de croître plus rapidement que le marché global puisque les investissements dans la technologie représentent actuellement le double de la croissance du produit intérieur brut (PIB) et qu'on observe toujours un sous-investissement (0,3 % du PIB par rapport au pic de 1,5 % du PIB américain). L'informatique est en outre le seul secteur à disposer de positions nettes en liquidités tandis que les valorisations restent inférieures aux moyennes historiques. Nous continuons donc d'apprécier les actions de l'informatique et considérons la récente correction comme une opportunité d'achat pour s'exposer à ce secteur en plein essor.

Patrik Lang, CFA

## ACTIONS PRÉFÉRÉES

|                               | Notation des secteurs | Amérique du Nord                                                                             | Europe                                                      | Reste du monde                                                                                            |
|-------------------------------|-----------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Pétrole et gaz                | Surpondérer           | Chevron, Marathon Oil Corporation, Schlumberger, TransCanada Corporation                     | Eni, Royal Dutch Shell                                      | Kunlun Energy                                                                                             |
| Matériaux                     | Neutre                | Ecolab, PPG Industries                                                                       | DSM                                                         |                                                                                                           |
| Industrie                     | Surpondérer           | CSX Corporation, Fortive                                                                     | Assa Abloy, Ferrovia, Legrand, Schneider Electric           | China Everbright International, China State Construction International, CK Hutchison, Mitsubishi Electric |
| Consommation cyclique         | Souspondérer          | Booking Holdings, Home Depot                                                                 | Richemont, Vivendi                                          | Brilliance, Shenzhou International, Sony Corporation                                                      |
| Consommation défensive        | Souspondérer          | Mondelez International, Sysco Corporation                                                    | Ahold Delhaize, Diageo                                      |                                                                                                           |
| Santé                         | Neutre                | Anthem, Boston Scientific Corporation, Danaher, Johnson & Johnson, Thermo Fisher Scientific  | AstraZeneca, BB Biotech, Lonza Group, MorphoSys             | CSPC Pharmaceutical, Shanghai Fosun Pharmaceutical-H                                                      |
| Finance                       | Surpondérer           | Bank of America, Charles Schwab Corporation, First Republic Bank, Morgan Stanley, S&P Global | Allianz, Hannover Re, Helvetia, Société Générale, Unicredit | DBS Group, Hang Seng Bank, Ping An Insurance-H                                                            |
| Technologies de l'information | Surpondérer           | Adobe Systems, Applied Materials, Facebook, Microsoft, Visa                                  | ASML, SAP                                                   | Alibaba, Baidu, Sunny Optical Technology, Tencent Holdings                                                |
| Télécommunications            | Souspondérer          | T-Mobile                                                                                     | Orange                                                      | China Mobile                                                                                              |
| Services aux collectivités    | Souspondérer          | NextEra Energy                                                                               | E.ON, Enel                                                  | Beijing Enterprises Water                                                                                 |
| Immobilier                    | Souspondérer          | Simon Property                                                                               | Unibail-Rodamco                                             |                                                                                                           |

Source : Julius Baer. Classification : Julius Baer Financial Instruments

# MATIÈRES PREMIÈRES

## VÉRITABLE TEMPÊTE

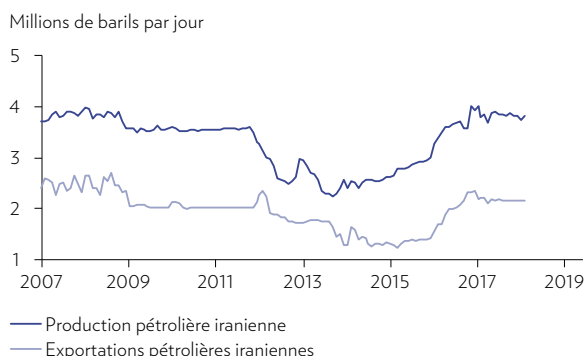
**Soutenues par les problèmes d'approvisionnement et les risques politiques conjugués à une économie mondiale forte, les matières premières se sont envolées vers de nouveaux sommets. Les marchés sont confrontés à une véritable tempête avec des risques tant à la hausse qu'à la baisse. Le niveau de bruit et d'incertitude est le plus fort sur le marché du pétrole. Nous estimons cependant que le risque de réelle rupture d'approvisionnement est faible. L'or s'échange toujours en « mode monnaie » plutôt qu'en « mode matière première ».**

### Peut-on faire encore mieux ?

Une véritable tempête s'est abattue sur les marchés des matières premières. Récemment, les prix se sont envolés vers de nouveaux sommets, les problèmes d'approvisionnement et les risques politiques venant s'ajouter à une économie mondiale forte. Le bruit et les incertitudes ainsi provoqués continuent de brouiller les perspectives car certains des vecteurs sont éphémères et recèlent des risques tant haussiers que baissiers. Tandis que les matières premières devraient subir les pressions d'un dollar plus fort ces prochains mois, les risques sur l'approvisionnement et la géopolitique pourraient influencer les prix dans un sens comme dans l'autre, ce qui justifie de conserver inchangée la position Neutre sur cette classe d'actifs.

### Les incertitudes restent élevées.

**Graphique 1 : L'embargo européen sur le pétrole a freiné les exportations iraniennes en 2013**



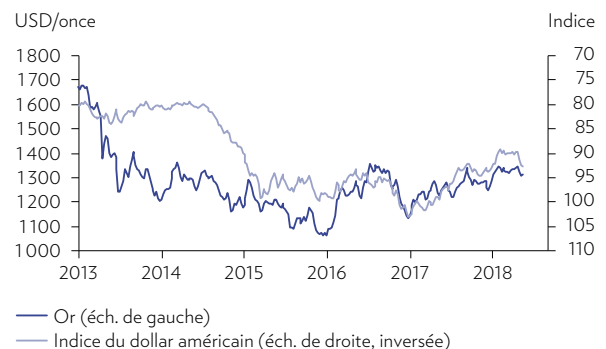
Source : Joint Organisations Data Initiative, US Energy Information Administration, Julius Baer

### Aucun problème sérieux d'approvisionnement en pétrole

Suite au retrait des États-Unis de l'accord sur le nucléaire iranien, le niveau de bruit et d'incertitude

atteint des niveaux record sur le marché du pétrole. L'Iran ne s'étant rendu coupable d'aucune violation, l'Europe restera probablement dans l'accord avec la Russie et la Chine. Il est improbable qu'elle réintroduise l'embargo pétrolier et les sanctions sur les assurances maritimes qui avaient bloqué les exportations de pétrole iranien de 2013 à 2016. Quoi qu'il en soit, l'Arabie saoudite s'est déjà engagée à compenser la pénurie de pétrole engendrée par les sanctions contre l'Iran. Nous pensons que le moral du marché est le principal élément influençant le prix du pétrole et considérons que le risque de véritables problèmes d'approvisionnement est faible. Nous maintenons notre position Neutre.

**Graphique 2 : L'or continue de suivre le dollar américain**



Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

### L'or s'échange toujours en « mode monnaie »

Compte tenu du niveau élevé d'incertitude sur les marchés financiers, l'absence de demande d'or en tant que valeur refuge est surprenante. Le métal jaune continue en effet de suivre le dollar de près et le marché évolue davantage en « mode monnaie » qu'en « mode matière première ». Nous restons prudents face à l'or, compte tenu de nos prévisions de hausse des taux d'intérêt américains et de rebond du dollar. Nous anticipons une baisse du cours sous la barre d'USD 1300 par once ces prochains mois.

Carsten Menke, CFA

# MENTIONS LÉGALES IMPORTANTES

La présente publication constitue de la recherche en investissements et a été élaborée par la Banque Julius Baer & Cie SA, Zurich, qui est un établissement agréé et réglementé par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). 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 & Investment Solutions**, christian.gattiker@juliusbaer.com <sup>1)</sup>

**Mensur Pocinci, Head of Technical Analysis**, mensur.pocinci@juliusbaer.com <sup>1)</sup>

**Damien Ng, Next Generation Thematic Research**, damien.ng@juliusbaer.com <sup>1)</sup>

**Alberto Perucchini, Next Generation Thematic Research**, alberto.perucchini@juliusbaer.com <sup>1)</sup>

**Fabiano Vallesi, Head of Next Generation Thematic Research**, fabiano.vallesi@juliusbaer.com <sup>1)</sup>

**Susan Joho, Macro Research**, susan.joho@juliusbaer.com <sup>1)</sup>

**David Kohl, Head of Currency Research**, david.kohl@juliusbaer.com <sup>2)</sup>

**Markus Allenspach, Head of Fixed Income Research**, markus.allenspach@juliusbaer.com <sup>1)</sup>

**Patrik Lang, Head of Equities Research**, patrik.lang@juliusbaer.com <sup>1)</sup>

**Carsten Menke, Commodity Research**, carsten.menke@juliusbaer.com <sup>1)</sup>

- 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](http://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](http://www.juliusbaer.com/structure)

### Information sur les cours

Sauf indication contraire, les informations sur les cours correspondent au cours du 28 mai 2018.

## Recherche financière actions

### Système de notation pour la recherche financière des actions mondiales (notation de l'action)

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

### Recherche financière stratégique

Les pays, secteurs et styles de placement sont notés « surpondérer », « neutre » ou « sous-pondérer ». Ces notations reposent sur nos prévisions de performance relative par rapport aux indices de référence régionaux et mondiaux.

|               |                                                                                                                                                        |
|---------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 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. |

Les investissements en actions 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

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

### Fréquence d'actualisation des notations

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

### Répartition selon la notation à la date du 28/05/2018

| Actions   | Buy | 30,9 % | Hold | 64,8 % | Reduce | 4,3 % |
|-----------|-----|--------|------|--------|--------|-------|
| Émetteurs | Buy | 48,0 % | Hold | 47,2 % | Sell   | 4,8 % |

### 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](http://www.juliusbaer.com/recommendation-history)

## Recherche fixed income

### Système de notation pour la recherche fixed income

|      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Buy  | Dans cette catégorie de risque, l'émetteur est vivement recommandé en raison de sa situation financière et commerciale (bilan, compte de résultat et flux de trésorerie rassurants et position privilégiée au sein du secteur). Les instruments de dette de l'émetteur sont considérés attrayants d'un point de vue risque / rendement. |
| Hold | Conserver la position eu égard aux fondamentaux de crédit stables et / ou aux caractéristiques de rendement attendu conformes à la moyenne de l'échantillon d'entreprises comparables.                                                                                                                                                  |
| Sell | La notation est ramenée à Sell en cas de dégradation significative des données fondamentales de l'émetteur par rapport aux autres entreprises du secteur. L'investissement n'est plus justifié d'un point de vue risque / rendement pour la catégorie concernée.                                                                        |

### Notation des segments de marché

|               |                                                                                             |
|---------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| Intéressant   | Segments qui devraient offrir un rendement supérieur à la moyenne des dix dernières années. |
| Neutre        | Segments qui devraient offrir un rendement conforme à la moyenne des dix dernières années.  |
| Inintéressant | Segments qui devraient offrir un rendement inférieur à la moyenne des dix dernières années. |

### Catégories de risque pour la recherche fixed income

|              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|--------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Conservateur | Cette catégorie englobe 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 de cycle économique.                                                                                                                                                                          |
| Qualité      | Cette catégorie englobe les émetteurs du secteur privé qui n'auront sans doute aucun mal à assurer le service de leur dette et à la rembourser sur un horizon de cinq ans. Ils devraient conserver leur notation investment grade en cas de cycle économique normal.                                                                                                                                                                                                      |
| Opportuniste | Cette catégorie englobe les émetteurs du secteur privé 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 dans le scénario de crédit actuel mais sont susceptibles de voir leur notation dégradée, auquel cas leurs titres peuvent être vendus.                                                                                                  |
| Spéculatif   | Cette catégorie englobe les émetteurs spéculatifs en Europe et aux États-Unis, ainsi que les émetteurs locaux des marchés émergents. Les émetteurs assureront probablement le service et le remboursement de leur dette dans le scénario de crédit actuel. Les investisseurs doivent garder à l'esprit que 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 de Moody's ([www.moody.com](http://www.moody.com)).

|                      | Moody's | Standard & Poor's | Fitch/Ratings | Définition de la notation de crédit                                                                                                                                                                       |
|----------------------|---------|-------------------|---------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Investment-grade     | Aaa     | AAA               | AAA           | Les obligations notées Aaa ont la réputation d'offrir les meilleurs gages de qualité, avec un risque de crédit minime.                                                                                    |
|                      | Aa1     | AA+               | AA+           | Les obligations notées Aa sont réputées de très bonne qualité et présentent un risque de crédit très faible.                                                                                              |
|                      | Aa2     | AA                | AA            |                                                                                                                                                                                                           |
|                      | Aa3     | AA-               | AA-           |                                                                                                                                                                                                           |
|                      | A1      | A+                | A+            | Les obligations notées A sont réputées d'une qualité moyenne à haute et présentent un faible risque de crédit.                                                                                            |
|                      | A2      | A                 | A             |                                                                                                                                                                                                           |
|                      | A3      | A-                | A-            |                                                                                                                                                                                                           |
|                      | Baa1    | BBB+              | BBB+          | Les obligations notées Baa présentent un risque de crédit modéré. Elles sont réputées d'une qualité moyenne et, en tant que telles, peuvent présenter des caractéristiques spéculatives.                  |
|                      | Baa2    | BBB               | BBB           |                                                                                                                                                                                                           |
|                      | Baa3    | BBB-              | BBB-          |                                                                                                                                                                                                           |
| Non-investment-grade | Ba1     | BB+               | BB+           | Les obligations notées sont réputées comme ayant des éléments spéculatifs et présentent un risque de substantiel.                                                                                         |
|                      | Ba2     | BB                | BB            |                                                                                                                                                                                                           |
|                      | Ba3     | BB-               | BB-           |                                                                                                                                                                                                           |
|                      | B1      | B+                | B+            | Les obligations notées B sont réputées être des placements spéculatifs présentent un risque de crédit élevé.                                                                                              |
|                      | B2      | B                 | B             |                                                                                                                                                                                                           |
|                      | B3      | B-                | B-            |                                                                                                                                                                                                           |
|                      | Caa1    | CCC+              | CCC+          | Les obligations notées Caa sont réputées de mauvaise qualité et présentent un risque de crédit très élevé.                                                                                                |
|                      | Caa2    | CCC               | CCC           |                                                                                                                                                                                                           |
|                      | Caa3    | CCC-              | CCC-          |                                                                                                                                                                                                           |
|                      | Ca      | CC<br>C           | CC<br>C       | Les obligations notées Ca sont des placements hautement spéculatifs pour lesquels une défaillance est probable, voire imminente, avec une certaine probabilité de recouvrer le principal et les intérêts. |
|                      | C       | D                 | D             | Les obligations notées C sont jugées les plus médiocres et font l'objet d'une défaillance. Les possibilités de recouvrer le principal ou les intérêts sont pratiquement nulles.                           |

### 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 pour l'analyse technique globale (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 pour l'analyse technique globale (relatif)**

|             |                                                                                                                                           |
|-------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Overweight  | 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.   |
| Neutral     | Performance attendue conforme à celle de l'indice de référence ( $\pm 5$ %) au cours des 3 à 12 mois à venir, sauf indication contraire.  |
| Underweight | Sous-performance attendue d'au moins 5 % par rapport à l'indice de référence au cours des 3 à 12 mois à venir, sauf indication contraire. |

**Pour obtenir des informations sur les recommandations d'actions issues de l'analyse technique au cours des 12 derniers mois, veuillez consulter le document disponible à l'adresse :**

<http://www.juliusbaer.com/tech-analysis-recom-history>

**AVIS JURIDIQUE IMPORTANT**

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

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

Dans la mesure où les **obligations contingentes convertibles (Contingent convertible bonds, également appelés « CoCo Bonds »)** sont mentionnées dans la présente publication, veuillez tenir compte du fait que l'autorité allemande de réglementation des valeurs mobilières (BaFin, Autorité fédérale de supervision financière) ne considère pas les CoCoBonds comme étant des opportunités d'investissement convenant aux clients privés à cause de leur structure de produit complexe, de l'utilisation visée, du fait qu'elles sont difficiles à évaluer et à cause du conflit d'intérêts que cela pourrait susciter du côté de la banque. Les clients privés qui souhaitent acheter des CoCo Bonds de leur propre initiative doivent se montrer prudents et tenir compte des caractéristiques spécifiques inhérentes aux CoCo Bonds et des risques qu'une telle décision implique. Conformément au Product Intervention (Contingent Convertible Instruments and Mutual Society Shares) Instrument 2015 énoncé par la U.K. Financial Conduct Authority (FCA), ce/ces produit(s) ne doit(vent) pas être acheté(s) aux particuliers domiciliés au sein de l'Espace économique européen (EEE), autrement dit les pays membres de l'UE plus le Liechtenstein, la Norvège et l'Islande, sauf si l'une des conditions suivantes est remplie : disposer d'un revenu annuel d'au moins GBP 100 000 (ou équivalent) ou d'un patrimoine net (hors biens immobiliers, assurance et autres prestations) d'au moins GBP 250 000 (ou équivalent).

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

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

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

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

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

**Chili :** Cette publication a été produite par la Banque Julius Baer & Cie SA, Zurich et s'adresse uniquement au destinataire prévu. Les instruments financiers mentionnés dans cette publication ne sont pas enregistrés auprès ni ne sont sous la supervision du Registro de Valores Extranjeros (registre étranger de valeurs mobilières) tenu par la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile (commission chilienne des titres et assurances ou « SVS »). Si de tels titres sont proposés au Chili, ils seront proposés et vendus uniquement en conformité avec la règle générale 336 de la SVS (une exception aux exigences d'enregistrement au registre étranger de valeurs mobilières) ou dans des circonstances qui ne constituent pas une offre publique de titres au Chili au sens de l'article 4 de la loi chilienne régissant le marché des valeurs mobilières, loi n° 18.045.

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

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

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

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

**Les Bahamas :** La présente publication a été distribuée par Julius Baer Bank & Trust (Bahamas) Ltd., une entité agréée par la Banque centrale des Bahamas et également réglementée par le 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 est destinée exclusivement aux personnes qui sont désignées ou considérées comme « non-résidentes » aux fins des Exchange Control Regulations et règles des Bahamas.

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

**Luxembourg :** La présente publication est distribuée par Bank Julius Baer Luxembourg S.A., établissement autorisé et réglementé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 283, route d'Arlon, L-1150 Luxembourg. Cette publication n'a pas été autorisée ni examinée par la CSSF et ne sera pas déposée auprès de la CSSF.

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

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

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

**République d'Irlande :** Julius Baer International Limited, succursale d'Irlande, est un établissement agréé et réglementé par la Financial Conduct Authority (FCA) au Royaume-Uni et réglementé par la Banque centrale d'Irlande (BCI) pour les règles de conduite et distribue la présente publication à ses clients et clients potentiels. Certains des services mentionnés dans cette publication et disponibles aux clients de la succursale d'Irlande pourront être fournis par des entités Julius Baer basées dans d'autres juridictions de l'Union européenne. Les règles édictées par la FCA et/ou la BCI pour la protection des particuliers ne s'appliquent pas à de tels services et l'ombudsman des services financiers 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. 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.

**Singapour :** La présente publication disponible auprès de la Bank Julius Baer & Co. Ltd., succursale de Singapour, est exclusivement destinée aux investisseurs accrédités. Etant donné que la succursale de Singapour de la Bank Julius Baer & Co. Ltd., bénéficie d'une dérogation (unit exemption) en vertu de la section 100(2) du Financial Advisers Act, chap. 110 de Singapour (FAA), la présente publication est exemptée de nombre d'exigences imposées par le FAA, entre autres de l'obligation de communiquer tout intérêt dans l'acquisition ou la cession de quelques titres ou instruments financiers auxquels il est fait référence dans la publication. Des détails complémentaires sur ces exemptions sont disponibles sur demande. La présente publication n'a été ni examinée ni approuvée par l'Autorité monétaire de Singapour (MAS). Tout document ou matériel en lien avec l'offre ou la vente, ou l'invitation à la souscription ou à l'achat, de titres ou parts de fonds d'investissements (par exemple organismes de placement collectifs) ne doit pas être transmis ou distribué, et de tels titres ou parts de fonds d'investissement ne doivent pas être proposés ou vendus, ou faire l'objet d'une invitation à une souscription ou un achat, ni directement ni indirectement, à des personnes domiciliées à Singapour autres que (i) un investisseur institutionnel conformément à la section 274 ou 304, selon le cas, du Securities and Futures Act, chap. 289 de Singapour (SFA), (ii) à une personne adéquate (ce qui inclut un investisseur accrédité) ou à toute personne conformément à la section 275(1A) ou 305(2), selon le cas, et en conformité avec les conditions, spécifiées à la section 275 ou 305 du SFA, selon le cas, ou (iii) conformément aux conditions de toute autre disposition applicable du SFA. En particulier, pour les fonds d'investissement qui ne sont ni autorisés ni reconnus par le MAS, des unités dans de tels fonds ne sauraient être proposés à la clientèle de détail ; tout matériel écrit émis pour des personnes comme mentionné ci-dessus en lien avec une offre, n'est pas un prospectus comme défini dans le SFA et, par conséquent, la responsabilité statutaire en vertu du SFA en lien avec le contenu de prospectus ne s'applique pas et les investisseurs doivent réfléchir minutieusement à l'opportunité de l'investissement pour eux. Pour toute demande concernant La présente publication, veuillez contacter un représentant de la Bank Julius Baer & Co. Ltd., succursale de Singapour. Banque Julius Baer & Cie SA a son siège en Suisse à responsabilité limitée.

**Suisse :** La présente publication est distribuée par la Banque Julius Baer & Cie SA, Zurich, qui est un établissement agréé et réglementé par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).

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

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

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



GROUPE JULIUS BAER

Siège principal  
Bahnhofstrasse 36  
Case postale  
8010 Zurich  
Suisse

Téléphone +41 (0) 58 888 1111

Fax +41 (0) 58 888 5517

[www.juliusbaer.com](http://www.juliusbaer.com)

Le Groupe Julius Baer est présent  
sur plus de 50 sites dans le monde entier,  
y compris Zurich (siège principal),  
Dubai, Francfort, Genève, Hong Kong,  
Londres, Lugano, Luxembourg,  
Monaco, Montevideo, Moscou, Mumbai,  
Singapour et Tokyo.

06/2018 Publ. No. PU00106FR  
© GROUPE JULIUS BAER, 2018

Signatory of:



**myclimate** 01-14-814357  
neutral myclimate.org