



Julius Bär

INSIGHTS  
OPPORTUNITÉS D'INVESTISSEMENT

---

OCTOBRE 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**

2 octobre 2018

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

25 septembre 2018, sauf indication contraire

## ÉDITORIAL

Chère lectrice, cher lecteur,

Les politiciens peuvent se permettre de gesticuler en ce moment car l'économie se porte bien. Toute cette agitation pourrait bien profiter aux marchés financiers en cas de blocage politique, comme ce pourrait être le cas aux États-Unis, si lesdits politiciens se retrouvent pieds et poings liés. J'ai récemment fait part de cette idée lors d'une rencontre avec des clients importants et j'ai alors été interpellé par un conseiller senior qui m'a posé la question suivante : « Ne pensez-vous pas qu'il serait temps d'arrêter de tout mettre sur le dos des politiciens ? » Cette question m'a pris de court, d'autant plus que je fais partie de ceux qui pensent que les hommes et les femmes politiques ne doivent pas être considérés comme les seuls responsables des maux de ce monde. Je crois que les sociétés, tout du moins en démocratie, n'ont que les politiciens qu'elles méritent. Après tout, c'est bien nous, en tant qu'électeurs, qui les avons mis là où ils sont et les politiques menées ne sont au final que celles qui ont obtenu le plus de soutien. La même chose vaut pour les médias : je ne leur en veux pas pour le ton outrancier et alarmant qu'ils adoptent pour couvrir les différents événements. Il semblerait que ce soit vendeur ! Je pense plutôt qu'il est temps de grandir et de cesser de chercher des boucs émissaires pour tous les problèmes de nos sociétés.

Maintenant que nous avons supprimé les reproches de l'équation, qu'en est-il de la politique cet automne ? Les élections de mi-mandat se rapprochent aux États-Unis, l'Italie pourrait négocier de nouvelles conditions pour son déficit budgétaire et plusieurs questions géopolitiques sensibles pourraient revenir sur le devant de la scène. À quoi peut-on s'attendre pour cet automne 2018 qui s'annonce particulièrement chargé sur le plan politique ? Les événements à venir risquent-ils de freiner, voire de renverser les tendances économiques récentes ? Ce sont là autant de questions que nous abordons dans ce numéro d'Insights. Et pour en revenir à nos politiciens, même en cas de blocage, ils continueront à caresser leur public dans le sens du poil, au moins jusqu'à ce que la crise les en empêche. Pour les marchés financiers, ce n'est pas la fin, mais plutôt le début d'une phase plus calme à défaut d'être plus solide.



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

## VUE D'ENSEMBLE

### **Perspective d'investissement :** Page 6

- Malgré les risques de guerre commerciale, l'incertitude sur la politique économique s'est atténuée. Cela s'explique par le fait que les élections de mi-mandat aux États-Unis ont de fortes chances d'aboutir à un blocage.
- Historiquement, ce genre de situation a toujours eu un impact positif ou neutre sur les actifs risqués. Nous recommandons donc aux investisseurs de maintenir le cap et de conserver leurs positions.

### **Analyse technique :** Page 8

- Le comportement des investisseurs est davantage dicté par l'émotion qu'on ne pourrait le croire. L'un des principaux biais qui en découle est d'acheter des titres à la traîne.
- Pourtant, presque 90 années de données montrent que 95,4 % de l'ensemble des gains du marché d'actions ont été générés par les 20 % de titres les plus performants, et non par les derniers du peloton.

### **Next Generation :** Page 10

- Grâce à ses puissants moteurs de croissance structurelle alimentés par le passage des paiements en numéraire aux paiements numériques un peu partout dans le monde, le segment des paiements numériques constitue, selon nous, la meilleure opportunité d'investissement dans le secteur des FinTech.
- Les perspectives de croissance attrayantes stimulent la concurrence, avec de nouveaux entrants et de nouvelles technologies, tandis que la réglementation encourage la consolidation, créant de nouveaux perdants et gagnants.

### **Économie :** Page 12

- La croissance mondiale reste solide, mais les divergences cycliques se sont accentuées, l'appréciation du dollar et l'augmentation des taux d'intérêt américains pénalisant les marchés émergents structurellement faibles.
- Les élections de mi-mandat aux États-Unis approchant et, avec elles, la possibilité que les Républicains perdent la Chambre des représentants, Donald Trump tente de démontrer l'efficacité de son approche en intensifiant les tensions commerciales et en faisant pression pour que de nouveaux accords soient signés.

### **Monnaies :** Page 13

- La suprématie de l'économie américaine sur les autres économies étant toujours d'actualité, l'USD peut encore gagner du terrain.
- Les principales victimes de cette appréciation sont les devises cycliques et celles des pays émergents. À l'inverse, le JPY et le CAD devraient en bénéficier.

### **Revenu fixe :** Page 14

- La normalisation en cours de la politique monétaire américaine a permis de corriger les excès du marché obligataire, en particulier sur les marchés émergents. Cette évolution ne marque cependant pas le début d'une phase de rendements durablement plus élevés.
- La correction que le marché a subie a permis de ramener les valorisations à des niveaux plus raisonnables sur plusieurs segments. Compte tenu de ces valorisations attrayantes, nous avons décidé de relever la notation de la dette extérieure des marchés émergents.

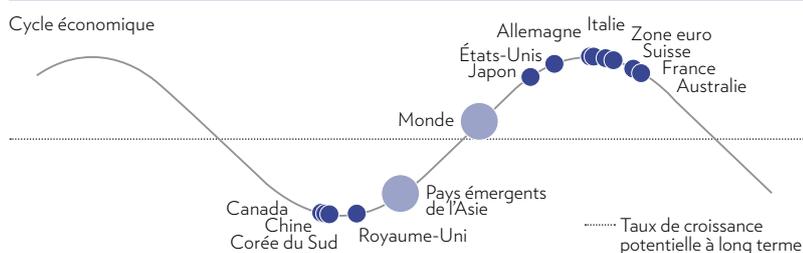
### **Actions :** Page 16

- Au cours des trois dernières années, les actions suisses ont largement sous-performé par rapport aux autres marchés développés du fait du caractère défensif du marché helvétique, mais les valorisations tant en termes absolus que relatifs sont désormais plus intéressantes.
- La dynamique bénéficiaire a récemment repris de la vigueur et les analystes ont commencé à revoir leurs prévisions de résultats à la hausse, limitant la baisse absolue et relative du marché suisse des actions.

### **Matières premières :** Page 18

- L'actualité des matières premières reste dominée par la politique commerciale et les difficultés des marchés émergents. Le recul subi par les prix des matières premières avant l'été n'est pas une simple pause dans une phase ascendante, mais bien une correction.
- Le marché pétrolier est soumis aux décisions politiques. Le ralentissement de la croissance de la demande permet de compenser en partie l'embar-go contre l'Iran. Par ailleurs, les ventes massives dont fait l'objet l'or offrent une belle opportunité d'achat pour les investisseurs patients.

## VUE D'ENSEMBLE DES CYCLES ÉCONOMIQUES



## MONNAIES

	Spot	3M	12M
EUR/CHF	1.14	1.12	1.18
USD/CHF	0.97	1.02	0.98
JPY/CHF	0.86	0.94	0.94
GBP/CHF	1.27	1.27	1.34
EUR/USD	1.18	1.10	1.20
EUR/GBP	0.89	0.88	0.88
USD/JPY	112.7	108.0	105.0
GBP/USD	1.32	1.25	1.36

## CROISSANCE (PIB réel an/an, %)

Moyenne	2017	2018E	2019E
États-Unis	2.2	2.9	2.8
Zone euro	2.5	2.1	1.7
Royaume-Uni	1.7	1.2	1.0
Suisse	1.7	3.1	1.5
Japon	1.7	0.9	1.1
Chine	6.9	6.5	6.2
Monde	3.7	3.9	3.7

PIB = produit intérieur brut

## INFLATION (IPC an/an, %)

Moyenne	2017	2018E	2019E
États-Unis	2.1	2.5	2.2
Zone euro	1.5	1.8	2.0
Royaume-Uni	2.7	2.4	2.0
Suisse	0.5	1.0	1.4
Japon	0.5	1.1	0.9
Chine	1.5	2.0	2.6
Monde	3.0	3.3	3.3

IPC = indice des prix à la consommation

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

Fin d'exercice	2017	2018E	2019E
États-Unis	1.50	2.50	3.50
Zone euro	0.00	0.00	0.25
Royaume-Uni	0.50	0.75	1.00
Suisse	-0.75	-0.75	-0.50
Japon	-0.10	-0.10	-0.10

E = estimation

## INDICES D'ACTIONS (monnaie locale)

	Niveau	12M
SMI	9022	9200
Eurostoxx 50	3420	3700
S&P 500	2916	3100
Nikkei 225	24034	24850

## MATIÈRES PREMIÈRES

	Prix	12M
Pétrole Brent (USD/baril)	82.3	65.0
Or (USD/once)	1201	1325
Mais (Cts/boisseau)	364	400
Cuivre (USD/t)	6315	6000

## EMPRUNT D'ÉTAT 10 ANS (% p. a.)

Fin d'exercice	2017	2018E	2019E
États-Unis	2.41	3.05	3.55
Allemagne	0.35	0.50	1.10
Royaume-Uni	1.26	1.50	2.15
Suisse	-0.15	0.05	0.45
Japon	0.04	0.10	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)	Obligations d'État des principaux pays européens
		<b>Première qualité</b> Instruments du marché monétaire en USD	Obligations non financières du segment investment grade élevé
		<b>Opportuniste</b> Obligations Baa à moyen terme avec un rendement supérieur à 4 % libellées en USD ; obligations d'entreprises à court terme de marchés émergents en devises fortes	Obligations du segment investment grade inférieur libellées en EUR
		<b>Spéculatif</b> Obligations asiatiques à haut rendement de durées inférieures ou égales à 3 ans ; obligations mexicaines et brésiliennes en monnaie locale	Obligations à haut rendement de qualité inférieure et/ou de longue durée
↑	<b>Actions</b>	<b>Conservateur</b>	Consommation défensive, services aux collectivités ; actions de croissance des dividendes américaines
		<b>Moyen</b> Chili, Corée du Sud, Japon, Mexique ; finance, industrie, pétrole et gaz, technologie de l'information ; petites capitalisations européennes et américaines ; actions à haut dividende européennes	Royaume-Uni ; consommation cyclique, immobilier
		<b>Opportuniste</b> Chine, Philippines, Viêt Nam	Afrique du Sud, Russie
↓	<b>Matières premières</b>	Or, argent	Minerai de fer
→	<b>Changes</b>	USD, JPY, CAD, MXN	EUR, NOK, HUF, PLN
	<b>Next Generation</b>	<b>Thématique</b> Commerce numérique, contenu numérique (jeux vidéo), cybersécurité, éducation mondiale, FinTech (paiements numériques), génomique 3.0, informatique dématérialisée et IA, « made in China 2025 », mobilité de l'avenir, santé numérique, tourisme en Asie, une Chine en bonne santé, une Chine plus propre	

**Brésil/Mexique/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
Japon : Surpondérer	Nintendo, Softbank, Sony Corporation
Actions préférées	Par secteur

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

Source : des tableaux et graphiques : Julius Baer

## ÉMETTEURS OBLIGATAIRES PRÉFÉRÉS

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

# PERSPECTIVE D'INVESTISSEMENT

## BLOCAGE EN PERSPECTIVE

**Malgré les risques de guerre commerciale, l'incertitude sur la politique économique s'est atténuée. Cela s'explique par le fait que les élections de mi-mandat aux États-Unis ont de fortes chances d'aboutir à un blocage. Historiquement, ce genre de situation a toujours eu un impact positif ou neutre sur les actifs risqués. Nous recommandons donc aux investisseurs de maintenir le cap et de conserver leurs positions.**

### LE TERME DU MOIS :

Blocage politique aux États-Unis

Les États-Unis sont confrontés à un blocage politique lorsqu'aucun parti ne contrôle à la fois la présidence et les deux chambres du Congrès. Certaines études ont montré que les situations de blocage politique étaient favorables aux marchés d'actions, le gouvernement ayant moins de latitude pour promulguer des lois susceptibles de nuire à la performance du marché. D'autres ont conclu que ces situations n'avaient aucun impact sur les rendements boursiers.

**Source :** D.P. Liston et H.G. Gong, « The impact of political variables on stock returns and investor sentiment », *Journal of Business and Political Sciences*, Vol. 26, No.1, Printemps 2014 ; Julius Baer

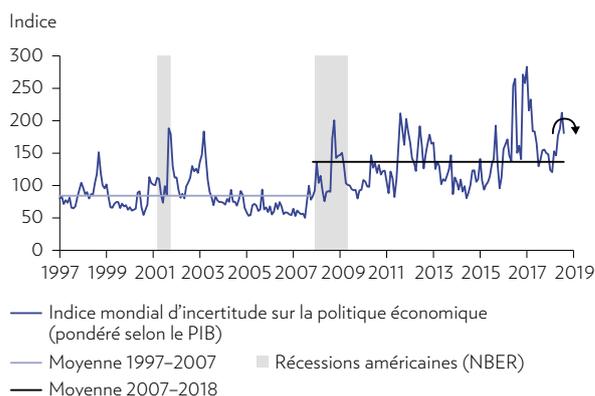
### Contre toute attente

L'été 2018 restera dans l'histoire comme une période de risque accru de guerre commerciale et d'incertitudes quant à la politique économique. Des hausses des tarifs douaniers ont ainsi été annoncées pratiquement toutes les semaines, si bien que les entreprises ne savaient plus sur quel pied danser au niveau de leurs projets d'investissement. L'incertitude a encore été exacerbée par l'évolution de la situation dans les pays émergents. En effet, outre l'incertitude liée à la question des droits de douane, les conséquences du resserrement de la politique monétaire américaine sur le dollar ont rendu encore plus difficile toute prévision pour les mois et trimestres à venir. Aussi, bien que les perspectives économiques restent globalement positives pour les marchés matures, le flou règne pour ce qui est du futur proche. Il en est résulté une envolée (voir graphique 1) de l'indice d'incertitude sur la politique économique, lequel reflète la fréquence de couverture de la notion par les médias.

La comparaison des niveaux moyens d'incertitude quant à la politique économique révèle une nette augmentation de cette dernière depuis la crise finan-

cière de 2007-2009. L'été 2018 se démarque même en comparaison des niveaux plus élevés devenus la « nouvelle normalité », ce qui rend encore plus étonnant le recul de l'indice constaté au cours des dernières semaines.

### Graphique 1 : L'incertitude sur la politique économique diminue après avoir atteint un pic



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

**Source :** Datastream, Julius Baer

**Contre toute attente, l'indice d'incertitude sur la politique économique recule après avoir atteint un pic.**

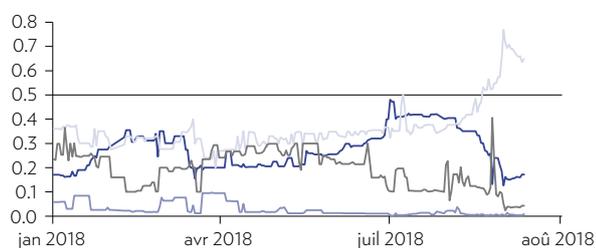
### Tout tourne autour de la politique

Le risque de guerre commerciale ne peut expliquer le retournement de l'indice car aucun signe d'atténuation des tensions ne s'est manifesté dans la première moitié du mois de septembre. Bien au contraire, de nouvelles augmentations des tarifs douaniers ont été annoncées par l'administration américaine, et les autorités chinoises ont immédiatement réagi. La raison du recul tient donc très certainement à l'évolution

des attentes quant aux résultats des élections de mi-mandat aux États-Unis. Le graphique 2 présente les probabilités de réalisation que les marchés accordent aux quatre scénarios possibles pour les élections du 6 novembre. Le scénario qui semble avoir pris le dessus est que les Démocrates reprennent la Chambre des représentants. Si tel est le cas, on se dirige vers une situation de blocage (voir « Le terme du mois »). Cela peut sembler inquiétant puisque Washington risque de se retrouver paralysé. L'histoire montre cependant que ce genre de situation a un effet favorable sur les marchés financiers – si effet il y a.

### Graphique 2 : Élections de mi-mandat : blocage en perspective

Prix = probabilité\*



- Les Républicains conservent la Chambre des représentants et le Sénat
- Les Républicains conservent la Chambre des représentants, les Démocrates remportent le Sénat
- Les Démocrates remportent la Chambre des représentants, Les Républicains conservent le Sénat
- Les Démocrates remportent la Chambre des représentants et le Sénat

\* Probabilité telle que reflétée par le prix pour une mise d'USD 1

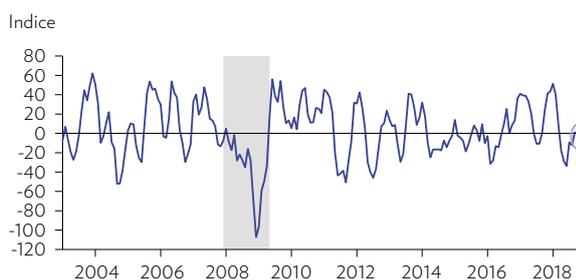
Source : Iowa Electronic Markets, Julius Baer

En d'autres termes, l'incertitude diminue lorsqu'il n'y a plus de majorité et que les choses s'éclaircissent, le scénario le plus probable devenant celui du maintien du statu quo.

### Stabilisation de l'indice de surprises économiques

Il semble que la perspective d'un blocage politique à Washington ait eu un impact positif sur le sentiment des investisseurs comme en témoigne l'indice de surprises économiques, qui n'est plus en territoire négatif. Les économistes et les investisseurs ont ajusté leurs prévisions quant au ralentissement de certains pans de l'économie mondiale, le risque de mauvaises nouvelles sur le front économique étant nettement moins fort qu'au premier semestre.

### Graphique 3 : L'indice de surprises économiques n'est plus en territoire négatif



— Indice Citigroup Global Economic Surprise (G10\*)

■ Récession américaine (NBER)

\* Allemagne, Belgique, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse

Source : Datastream, Julius Baer

L'indice de surprises économiques n'est plus en territoire négatif.

### Garder le cap : conserver ses positions

Dans ce contexte, nous nous attendons à un nouveau mois agité, avec des marchés financiers largement influencés par l'actualité en octobre, avant un retour au calme début novembre, après les élections de mi-mandat aux États-Unis. Aussi, tout recul dans les prochaines semaines doit-il être considéré comme une opportunité d'achat, surtout sur les marchés matures. Nous recommandons de conserver un biais cyclique au niveau sectoriel, en privilégiant notamment les secteurs de la finance, des technologies de l'information, du pétrole & du gaz et de l'industrie. Les petites capitalisations devraient bien se comporter dans le contexte actuel. Concernant les actifs des marchés émergents, les soubresauts actuels s'inscrivent, selon nous, dans un processus de renforcement qui s'annonce fastidieux et de plus grande envergure.

Christian Gattiker, CFA, CAIA

# ANALYSE TECHNIQUE

## ÉMOTION OU RAISON

**Le comportement des investisseurs est davantage dicté par l'émotion qu'on ne pourrait le croire. L'un des principaux biais qui en découle consiste à acheter des titres à la traîne. Pourtant, presque 90 années de données montrent que 95,4 % de l'ensemble des gains du marché d'actions ont été générés par les 20 % de titres les plus performants, et non par les derniers du peloton.**

### Un comportement dicté par l'émotion

Ma voiture a récemment dû subir son contrôle technique annuel et, pendant son immobilisation, j'ai loué un véhicule. Ma seule exigence concernant la voiture de location était qu'elle soit équipée d'une boîte de vitesse automatique. L'agence de location s'étant emmêlée les pinceaux, je me suis retrouvé avec une voiture de sport pour la journée. Conduire une telle voiture m'a amené à réfléchir au rôle de l'émotion (par opposition à la raison) dans notre comportement en tant qu'êtres humains/consommateurs. Pourquoi certains sont-ils prêts à consacrer des sommes conséquentes à l'achat, à l'entretien et à l'assurance d'une voiture connue pour donner lieu à davantage de contraventions pour excès de vitesse, et sur laquelle tous les passants se retournent tellement son moteur fait du bruit ? Il est vrai que si toutes les décisions des acteurs du marché étaient guidées par la rationalité, l'économie serait plutôt mal en point. L'expérience avec la voiture de sport m'a rappelé que les investisseurs se laissent probablement aussi guider par les émotions.

### Les investisseurs sont également guidés par l'émotion

La performance des hedge funds en est une parfaite illustration. Ainsi, leur rendement sur les cinq dernières années, tel que mesuré par l'indice Global Hedge Fund, a été plutôt médiocre, d'autant plus que l'indice a subi un recul comparable à celui d'un portefeuille traditionnel composé de 60 % d'actions et de 40 % d'obligations en 2008 et 2009. Les investisseurs n'hésitent pourtant pas à payer très cher malgré une sous-performance annuelle de 7 % depuis 2007 par rapport à un portefeuille équilibré constitué de 60 % d'actions et de 40 % d'obligations (voir graphique 1). La sous-performance est encore plus manifeste après 11 ans. Une stratégie misant sur 60 % d'actions et 40 % d'obligations aurait ainsi gagné 7 % par an, passant de 100 à 220 en points d'indice, alors qu'un hedge fund n'aurait pratiquement rien rapporté.

### Graphique 1 : Belle déception avec les stratégies complexes et onéreuses



Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

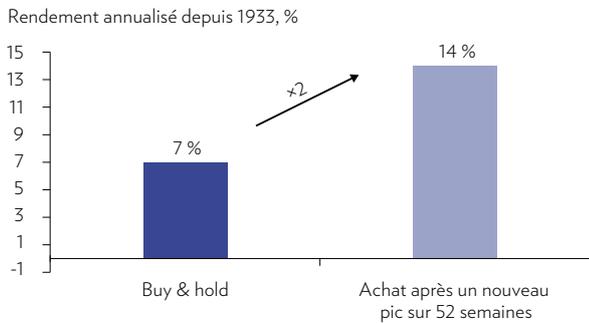
Cela peut paraître illogique, mais acheter le S&P 500 après son plus haut sur 52 semaines peut permettre de dégager un rendement annualisé intéressant.

### Acheter à la baisse ou à la hausse ?

En septembre, le S&P 500 a crevé un nouveau plafond sur 52 semaines après plus de six semaines en dessous de son pic précédent du mois de janvier. Comme on pouvait s'y attendre, les investisseurs ont accueilli cette hausse avec scepticisme et ont continué à bouder les actions américaines. Pourtant, les faits parlent d'eux-mêmes. En effet, et bien que cela puisse paraître illogique, acheter le S&P 500 après qu'il a atteint un nouveau pic sur 52 semaines aurait permis de dégager un rendement annualisé excédentaire de 7 points de pourcentage par rapport à une stratégie traditionnelle buy-and-hold. Un investisseur ayant acheté et conservé les titres du S&P 500 depuis 1933 aurait fait moins bien qu'un investisseur qui

aurait acheté l'indice après que celui-ci a atteint un nouveau pic sur 52 semaines et conservé ses titres pendant les 12 mois suivants (voir graphique 2).

### Graphique 2 : Acheter au plus haut sur 52 semaines est une stratégie payante

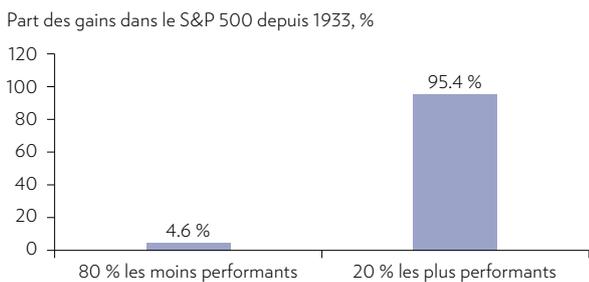


Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

### Miser sur les premiers ou les derniers du peloton ?

De même, nombre d'investisseurs se demandent s'il ne vaut pas mieux acheter les actions à la traîne plutôt que celles qui réalisent les meilleures performances. À ce niveau aussi, l'analyse historique apporte un éclairage intéressant. Les chiffres du S&P 500 sur près de 90 ans révèlent que 95,4 % des gains du marché d'actions sur la période sont attribuables aux 20 % de titres les plus performants, les 80 % restants n'ayant contribué qu'à hauteur de 4,6 % à la performance globale du marché (voir graphique 3).

### Graphique 3 : Le gagnant rafle la mise – les titres les plus performants sont à l'origine de l'essentiel des gains



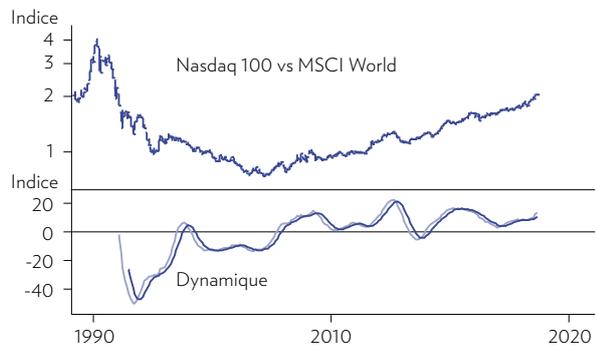
Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

### Surperformance du Nasdaq 100

La même chose vaut pour la situation actuelle. Pour s'en convaincre, il suffit de regarder le graphique 4 qui présente la performance relative du Nasdaq 100 par rapport aux titres à pondération équivalente de l'indice MSCI World (dividendes compris dans les deux cas). La conclusion ? La hausse du Nasdaq 100 est loin d'être terminée.

Nous continuons à miser sur le Nasdaq 100, il a encore de beaux jours devant lui.

### Graphique 4 : La hausse du Nasdaq 100 loin d'être terminée



Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Mensur Pocinci, MFTA



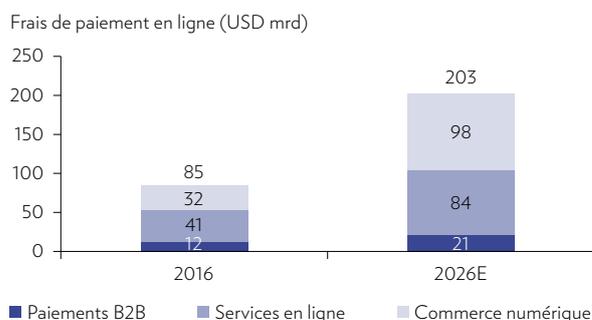
## NEXT GENERATION

### PAIEMENTS NUMÉRIQUES : LA MEILLEURE OPPORTUNITÉ DANS LES FINTECH

**Les solides moteurs de croissance structurelle et la dynamique sectorielle favorable font des paiements numériques l'opportunité d'investissement la plus attrayante dans le secteur des technologies financières (FinTech).**



**Graphique 1 : Les frais de paiement en ligne devraient atteindre USD 200 mrd**



E = estimations

Source : Goldman Sachs, Julius Baer

#### Forte croissance en perspective

Le secteur des paiements numériques se situe à l'intersection de la finance et des technologies de l'information (FinTech) et est tiré par de solides moteurs de croissance à long terme sur fond de numérisation croissante. Les paiements en ligne se développent dans le sillage du commerce électronique et, dans les points de vente, l'argent liquide laisse de plus en plus la place à d'autres moyens de paiement comme les cartes de débit et de crédit. Parallèlement, de nouveaux modes de paiement mobile ont vu le jour avec l'utilisation croissante des smartphones.

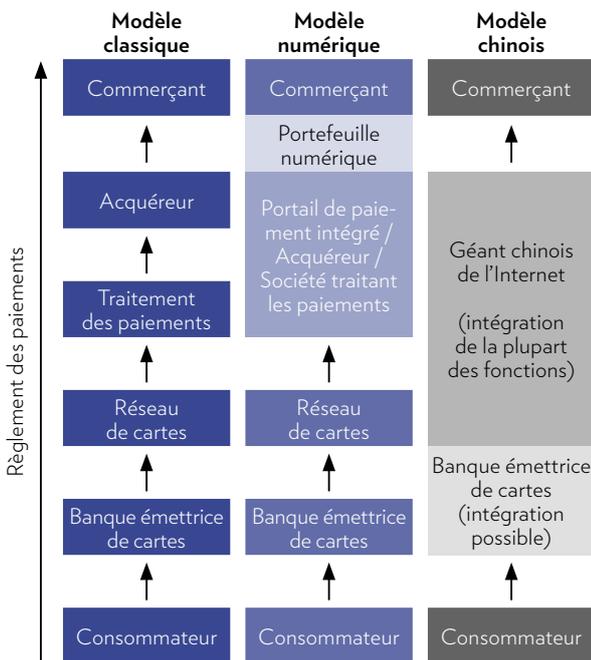
Nous tablons sur un taux de croissance annuel composé (CAGR) de l'ordre de 9,20 % d'ici 2026 pour les frais de paiement en ligne (voir graphique 1), une progression tirée par le développement du commerce électronique, mais aussi par l'utilisation croissante des technologies de paiement numérique pour les paiements entre entreprises (B2B) et les services en ligne (livraisons de produits alimentaires, réservations d'hôtels, jeux, rencontres en ligne, etc.).

Les belles perspectives  
de croissance attirent  
de nouveaux entrants dans  
l'écosystème des paiements.

#### De nouveaux entrants et une réglementation qui encourage le changement

Les belles perspectives de croissance attirent de nouveaux entrants dans l'écosystème des paiements avec le développement de technologies de rupture susceptibles de faire vaciller les opérateurs historiques. Le secteur se caractérise toutefois par de fortes barrières à l'entrée et de solides modèles économiques basés sur des plateformes et des réseaux. Par ailleurs, la réglementation favorable à l'innovation contribue à faire de la taille un critère plus important que jamais.

**Graphique 2 : De nouveaux modèles bouleversent le secteur des paiements**



**Remarque :** les modèles présentés ci-dessus sont des exemples simplifiés, les chaînes de valeur/écosystèmes réels pouvant être nettement plus complexes.

**Source :** Goldman Sachs, Julius Baer

### Orientation vers des solutions de paiement intégrées

La chaîne de valeur et l'écosystème des paiements sont nettement plus complexes aux États-Unis et en Europe. Il faut en effet compter avec de nombreux intermédiaires (voir graphique 2). Toutefois, avec l'évolution technologique et réglementaire, le secteur des paiements s'oriente de plus en plus vers un « modèle numérique », avec de larges pans de la chaîne de valeur captés par des sociétés intégrées proposant à la fois des portails et des services d'acquéreur et de traitement. Ces plateformes offrent les fonctions de base comme la gestion des opérations des commerçants et le traitement des paiements, mais elles peuvent aussi proposer des services à forte valeur ajoutée (analyse, crédit, etc.).

### La situation est différente en Chine

Comme pour bien d'autres secteurs, la situation est différente en Chine continentale. Au cours des dernières années, le pays est devenu l'un de ceux qui utilisent le moins la monnaie fiduciaire, les consommateurs tout comme les commerçants ayant largement recours aux paiements numériques pour les opérations quotidiennes. Les géants technologiques chinois ont su créer un écosystème de paiement unique et totalement intégré, permettant d'éliminer la plupart des intermédiaires. En réalité, ce « modèle chinois » a vu le jour parce que le pays ne disposait pas d'une infrastructure de paiement adéquate au début de l'ère Internet.

Des pans de plus en plus larges de l'écosystème des paiements sont captés par des sociétés intégrées.

### En résumé

Le secteur des paiements s'oriente vers un « modèle numérique », créant de nouveaux perdants et de nouveaux gagnants. Pour ce qui est des perdants, les acquéreurs liés à des banques et les banques émettant des cartes souffrent, selon nous, d'un handicap structurel majeur dans la mesure où leur activité est de plus en plus bousculée par des plateformes totalement intégrées, plus souples et maîtrisant mieux les technologies de paiement. Côté gagnants, les sociétés capables d'évoluer pour devenir des plateformes de paiement internationales totalement intégrées, proposant un ou deux services le long de la chaîne de valeur particulièrement complexe des paiements, et offrant des services porteurs de valeur ajoutée tant pour les consommateurs que pour les commerçants, devraient prendre le dessus.

Damien Ng et Alberto Perucchini, ACSI

# ÉCONOMIE

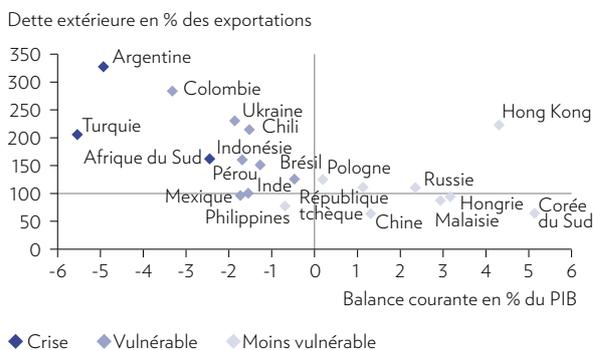
## LES TENSIONS SUR LES MARCHÉS ÉMERGENTS, SOURCES DE FRAGILITÉ

**La croissance mondiale reste solide, mais les divergences cycliques se sont accentuées, l'appréciation du dollar et l'augmentation des taux d'intérêt américains pénalisant les marchés émergents structurellement faibles. Les élections de mi-mandat aux États-Unis approchant et, avec elles, la possibilité que les Républicains perdent la Chambre des représentants, Donald Trump tente de démontrer l'efficacité de son approche en intensifiant les tensions commerciales et en faisant pression pour que de nouveaux accords soient signés.**

### Cycle solide, mais divergences croissantes

La croissance mondiale reste solide. L'économie américaine poursuit son expansion tandis que la croissance de la zone euro est en train de se stabiliser à des niveaux plus modestes. Toutefois, les divergences cycliques entre les pays développés et les marchés émergents structurellement faibles se sont accentuées. L'appréciation du dollar et la hausse des taux d'intérêt américains ont généré des tensions sur les marchés émergents qui voient les risques s'amplifier, avec en particulier un alourdissement de la dette externe libellée en dollar et des problèmes de financement sur fond de balances courantes déficitaires. Malgré la rapide dépréciation de leur monnaie, les économies de la plupart des pays émergents restent solides, limitant les risques de contagion. Il n'en demeure pas moins que les changements structurels qui seraient nécessaires pour permettre aux marchés émergents de revenir dans la course demandent du temps. Nous recommandons donc d'éviter un positionnement de long terme.

### Graphique 1 : Différents degrés de vulnérabilité pour les marchés émergents



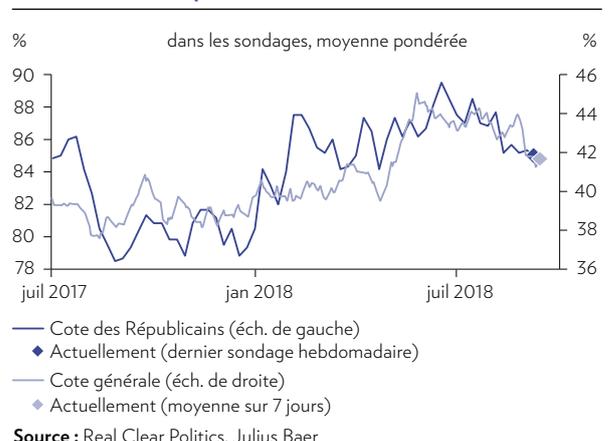
PIB = Produit intérieur brut

Source : Oxford Economics, Julius Baer

### Tensions commerciales dans la perspective des élections de mi-mandat aux États-Unis

Le président américain est confronté à une baisse de sa cote de popularité, le soutien dont il avait bénéficié suite aux diminutions d'impôts et aux tensions commerciales s'atténuant. Si l'on en croit les sondages, les Républicains pourraient perdre la Chambre des représentants au profit des Démocrates à l'issue du scrutin du 6 novembre, ce qui limiterait la marge de manœuvre de l'administration Trump sur le plan législatif. Par ailleurs, cette dernière veut prouver que sa stratégie offensive porte ses fruits en permettant de négocier de « meilleurs accords » avec les partenaires commerciaux des États-Unis. Dans ces conditions, le succès de la renégociation de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALÉNA) semble plus probable. Ainsi, les différends avec le Mexique ont été mis de côté et le Canada est revenu à la table des négociations plus disposé à faire des concessions. En revanche, avec la Chine, les tensions commerciales continuent de s'intensifier. Les autorités chinoises n'ont pas plié jusqu'à présent et il semble peu probable que Beijing fasse cadeau à Donald Trump d'un accord commercial avant les élections de mi-mandat.

### Graphique 2 : Cote de popularité du président américain – Trump condamné à réussir



David Alexander Meier

# MONNAIES

## HAUSSE DU DOLLAR SUR FOND DE SUPRÉMATIE DES ÉTATS-UNIS

**Le dollar américain (USD) reste soutenu par une économie américaine qui se porte nettement mieux que celles des autres pays et régions. L'avantage croissant dont bénéficie l'USD grâce à la hausse des taux d'intérêt qui fait suite à l'augmentation des salaires et de l'inflation n'est pas encore intégré dans les attentes du marché pour 2019. Les principales victimes de l'appréciation de l'USD sont les monnaies cycliques et celles des marchés émergents.**

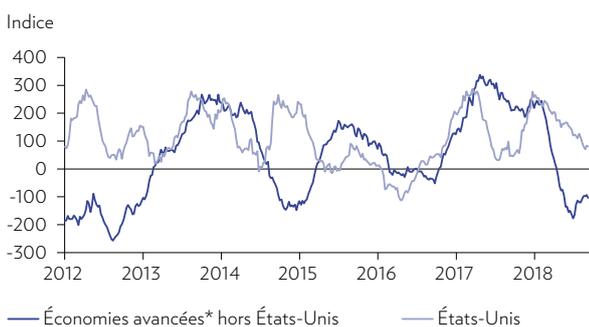
### L'économie américaine plus dynamique que les autres

D'un côté, l'USD étant cher, son potentiel de hausse est plus limité. Mais d'un autre côté, la suprématie de l'économie américaine par rapport aux autres économies devrait encore se renforcer, entraînant une nouvelle appréciation du billet vert. De plus, au regard des perspectives cycliques favorables, la Réserve fédérale américaine (Fed) est toujours la seule banque centrale qui relève ses taux, certes lentement mais sûrement, ce qui accroît l'avantage de taux pour l'USD. Le scepticisme quant à une nouvelle augmentation des taux de la Fed chaque trimestre en 2019 est actuellement le seul élément qui freine l'USD. Cependant, l'augmentation des salaires et de l'inflation devrait, selon nous, entraîner un relèvement des prévisions de hausse des taux américains l'an prochain.

de la solidité de l'USD. À l'inverse, l'augmentation de l'aversion au risque pourrait bénéficier au yen japonais. Le dollar canadien est notre devise cyclique préférée. Il devrait en effet profiter de la vigueur actuelle de l'USD étant donné la proximité du pays avec les États-Unis et sa politique économique et de taux d'intérêt favorable.

L'augmentation des salaires et de l'inflation devrait amener le marché à revoir à la hausse ses prévisions pour les taux américains l'an prochain.

### Graphique 1 : Les meilleurs chiffres de l'économie américaine soutiennent l'USD

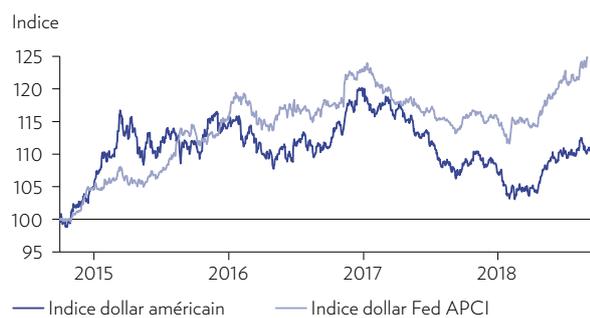


\* Australie, Canada, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni, Suède, Suisse, Zone euro

Source : Citi, Julius Baer

L'appréciation de l'USD a pour effet secondaire de générer des tensions sur les monnaies des marchés émergents, le service et la charge de la dette libellée en USD devenant plus lourds. L'aversion accrue au risque pèse également sur les monnaies cycliques comme le dollar australien, le dollar néo-zélandais, les devises scandinaves ou la livre britannique. Du fait de son caractère cyclique, l'euro pourrait aussi souffrir

### Graphique 2 : Les monnaies des pays émergents souffrent davantage de la vigueur de l'USD



Indice dollar américain : USD par rapport à un panier de monnaies (EUR, JPY, GBP, CAD, SEK, CHF)

APIC : autres partenaires commerciaux importants : MXN, CNY, TWD, KRW, SGD, HKD, MYR, BRL, THB, PHP, IND, INR, ILS, SAR, RUB, ARS, VES, CLP, COB

Source : Datastream, Réserve fédérale américaine, Julius Baer

David Kohl

# REVENU FIXE

## RÉÉVALUATION DES OBLIGATIONS ÉMERGENTES

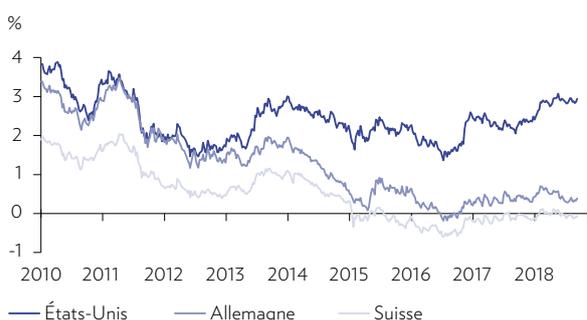
**La normalisation en cours de la politique monétaire américaine a permis de corriger les excès du marché obligataire en particulier sur les marchés émergents, ramenant les valorisations à des niveaux plus raisonnables sur plusieurs segments. Selon nous, l'évolution récente ne marque pas le début d'une phase de rendements durablement plus élevés. Compte tenu de ces valorisations attrayantes, nous avons décidé de relever la notation de la dette extérieure des marchés émergents.**

### D'une correction à l'autre

Le marché obligataire semble avoir bien du mal à quitter le confort que lui offraient une inflation durablement basse et une croissance et des taux d'intérêt tout aussi faibles. Cela prendra forcément du temps et se fera en plusieurs étapes. En 2016, les rendements des obligations souveraines ont dégringolé, le rendement des bons du Trésor américain à dix ans ayant touché un plus bas de 1,37 % en juillet de cette année-là. Les rendements des emprunts d'État allemands et suisses étaient encore plus faibles, à respectivement -0,2 % et -0,65 %.

## Une expulsion par étapes du paradis obligataire.

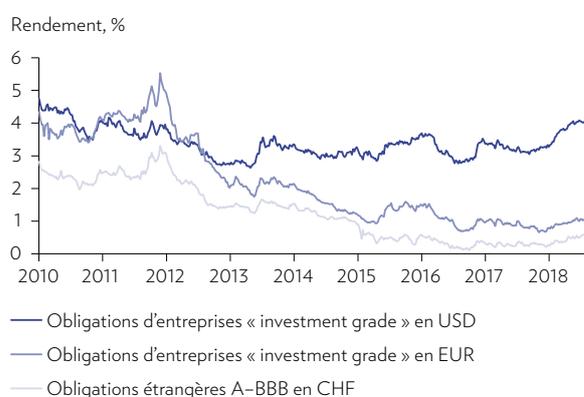
**Graphique 1 : 2016 – les rendements des emprunts d'État au plus bas**



Source : Datastream, Julius Baer

La correction a ensuite frappé les obligations d'entreprises notées « investment grade » dont les rendements n'ont commencé à se redresser que depuis le début de l'année 2018, comme le montre le graphique ci-après.

**Graphique 2 : les obligations d'entreprises suivent la même voie que les emprunts d'État avec un décalage**



Source : ICE Bank of America Merrill Lynch, SIX Swiss Exchange, Datastream, Julius Baer

### La correction des obligations émergentes est suffisante

Le segment des obligations des marchés émergents (ME) a subi une correction. Les écarts de crédit des obligations d'entreprises des ME en monnaies fortes ont commencé l'année proche d'un nouveau plancher record, mais sont revenus vers leur moyenne de long terme. La correction était plus prononcée en Turquie et en Argentine à cause de déséquilibres spécifiques qui ont largement été couverts par les médias. Toutefois, même si le peso argentin et la lire turque ont tous deux momentanément perdu la moitié de leur valeur par rapport au dollar américain, l'importance de ces deux pays sur le segment des ME ne doit pas être surestimée. En effet, leur poids combiné dans le très populaire indice J.P. Morgan de la dette souveraine des ME ne dépasse pas 4,1 %. L'indice composite a nettement moins reculé que ce que l'on pourrait penser à entendre les médias.

## Augmentation de la dette extérieure des ME à Surpondérer

Nous avons augmenté la notation de la dette extérieure des ME à Surpondérer. Certes, la Réserve fédérale américaine (Fed) va continuer à relever ses taux, mais l'avantage de rendement par rapport aux obligations d'État américaines nous semble suffisamment attrayant pour justifier cette décision. Et surtout, contrairement à d'autres, nous ne craignons pas de sorties massives de capitaux du marché obligataire émergent. Selon nous, dans leur quête de rendements plus élevés que ceux offerts par les « valeurs refuges », les investisseurs reconnaîtront à moyen terme le potentiel supérieur des rendements des obligations des ME à celui des emprunts d'État de référence.

La dette émergente en monnaie forte est devenue attrayante.

## Duration courte et TIPS pour les investisseurs en USD

On pourrait croire que, l'inflation ayant ralenti en août aux États-Unis, le marché obligataire américain va retrouver pour un temps le doux cocon des taux éternellement bas. Rien n'est moins sûr ! Tout d'abord, l'inflation fluctue de manière imprévisible, rendant impossible toute extrapolation à partir des chiffres mensuels. En outre, plusieurs éléments laissent présager une accélération de la croissance des salaires. Nous recommandons donc de rester sur la partie courte de la courbe des taux et de continuer à miser sur les emprunts du Trésor indexés sur l'inflation (TIPS) pour profiter d'une éventuelle hausse surprise de l'inflation. Par ailleurs, nous privilégions les obligations d'entreprises de durée moyenne du segment « investment grade » inférieur (Baa/BBB) qui offrent un rendement de 4 %. Ces titres nous semblent en effet plus attrayants que les obligations de catégorie spéculative assortis de rendements plus élevés.

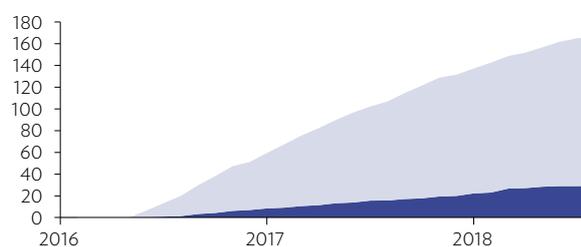
## Les obligations en euro toujours à un stade précoce de normalisation

Le potentiel de hausse des rendements des obligations en euro reste supérieur au risque de baisse, notamment avec la fin annoncée du généreux programme de rachat d'actifs de la Banque centrale européenne (BCE). Contrairement aux médias, nous

nous intéressons davantage à l'impact sur les obligations d'entreprises que sur les emprunts d'État. Si la BCE ne peut acheter que 33 % au maximum de l'encours d'une obligation d'État, elle peut aller jusqu'à 70 % pour une obligation senior de qualité « investment grade » émise par une entreprise non financière. Nous sommes bien conscients que la fin du programme de rachats d'obligations de la BCE aura des conséquences importantes sur le marché obligataire en euro.

## Graphique 3 : Les obligations d'entreprises en euro perdront leur principal acheteur, la BCE

Positions détenues par la BCE, EUR mrd



■ Achats sur le marché primaire  
■ Achats sur le marché secondaire

Source : Banque centrale européenne, Julius Baer

Nous avons longtemps soutenu que les obligations subordonnées des banques solides (c'est-à-dire les obligations convertibles contingentes ou « CoCo Bonds ») étaient le meilleur placement sur le marché en euro car ce segment avait échappé aux distorsions générées par les interventions de la BCE. Le fait que le prix des CoCo Bonds ne se soit pas envolé sous l'effet de la politique de la BCE signifie aussi que leur risque de baisse sera plus limité lorsque la BCE mettra fin à ses rachats d'actifs. Il ne faut cependant pas sous-estimer les risques inhérents à ces titres. Cet été, la BCE a obligé les banques italiennes à céder leurs créances douteuses, pointant ainsi une nouvelle fois la fragilité du marché italien et provoquant une correction. Le marché s'inquiète aussi du durcissement de la réglementation et de l'éligibilité de certains instruments. Par conséquent, nous avons revu notre position à l'égard des CoCo Bonds en début d'année, la ramenant à Neutre, une décision sur laquelle nous ne reviendrons pas dans l'immédiat malgré l'avantage de rendement que présentent ces titres.

Markus Allenspach

# ACTIONS

## OPINION SUR LES ACTIONS SUISSES RELEVÉE À NEUTRE

**Au cours des trois dernières années, les actions suisses ont largement sous-performé aussi bien par rapport au reste de l'Europe que des États-Unis du fait de l'absence de croissance structurelle des entreprises et du caractère relativement défensif du marché. Les valorisations sont désormais plus attrayantes et la croissance des bénéficiaires commence à reprendre des couleurs. Aussi avons-nous relevé notre opinion sur les actions suisses à Neutre. Nous ne sommes en revanche pas favorables à une notation Surpondérer car le marché suisse est très sensible aux taux d'intérêt.**

### Les actions suisses devraient mieux se comporter à l'avenir

Les actions suisses ont de nouveau cédé 4 % le mois dernier (contre -1 % pour le marché dans son ensemble), si bien que leur performance depuis le début de l'année est tombée à -6 % (contre +2 % pour le marché). Sur les trois dernières années, l'indice du marché suisse a sous-performé de plus de 30 % par rapport au marché dans son ensemble. La valorisation relative basée sur le ratio cours/bénéfice (C/B) est maintenant revenue à sa moyenne historique de long terme et le rendement des dividendes a atteint un nouveau record sur 50 ans par rapport aux autres marchés internationaux (3,4 % pour les actions suisses contre 2,4 % pour le reste du monde). De plus, la croissance des bénéficiaires est répartie et les prévisions haussières pour les actions suisses sont désormais plus importantes que pour le reste de l'Europe aussi bien pour 2018 que pour 2019 (pour 2019, le consensus table sur 11 % pour les valeurs suisses et 8 % pour les autres marchés d'actions européens). La croissance des bénéficiaires en Suisse est généralisée et tirée essentiellement par les grands noms de l'indice tant des secteurs de la finance que de la consommation défensive et de la santé. Dans ces conditions, le risque de baisse relative nous semble limité. Aussi avons-nous relevé notre opinion sur les actions suisses de Sous-pondérer à Neutre.

### Graphique 1 : C/B – retour à la moyenne historique



— C/B anticipé à 12 mois : Suisse vs autres marchés développés

Source : Datastream, Julius Baer

La principale crainte concernant les actions suisses reste la hausse des rendements obligataires. Nous préférons ne pas surpondérer le marché suisse car nous ne croyons pas à une surperformance des actions helvétiques tant que le cycle économique actuel se poursuivra. Et surtout, la Suisse est le marché européen des actions qui présente la plus forte corrélation négative avec le rendement du Bund allemand à dix ans. Or, nos économistes tablent sur une progression de ce dernier, qui devrait ainsi passer de son niveau actuel de 0,41 % à 1,35 % d'ici fin 2019. Un positionnement neutre sur les actions suisses nous semble donc plus justifié pour l'heure.

La croissance des bénéficiaires attendue pour 2018 et 2019 est plus forte pour la Suisse que pour l'Europe.

### Graphique 2 : Rendement relatif des dividendes – proche d'un nouveau record



— Rendement des dividendes : Suisse vs monde

Source : Datastream, Julius Baer

Patrik Lang, CFA

## ACTIONS JAPONAISES : SURPONDÉRATION TOUJOURS DE MISE



Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

### Recommandations de titres :

Nintendo (Buy, cours/cours cible : JPY 41 600/45 000)

Softbank (Buy, cours/cours cible : JPY 10 925/13 000)

Sony Corporation (Buy, cours/cours cible : JPY 6 658/6 600)

Au regard de la faiblesse des valorisations et de la stabilité de la croissance des bénéficiaires, le Japon est devenu un marché attrayant. D'un point de vue « bottom-up », une révision à la hausse des bénéfices nous semble de plus en plus probable dans la mesure où le yen est 5 % moins cher qu'en mars 2018, lorsque les entreprises avaient annoncé leurs résultats annuels et leurs prévisions. En outre, les investisseurs étrangers pourraient revenir sur le marché étant donné leur positionnement très léger. Les indices Topix et Nikkei 225 se négocient tous deux en-deçà d'un écart-type par rapport à leur ratio cours/bénéfice moyen sur cinq ans. En l'absence de catalyseur à court terme, nous recommandons de miser sur la sélection de titres pour générer une surperformance.

Kelly Chia

## ACTIONS PRÉFÉRÉES

	Notation des secteurs	Amérique du Nord	Europe	Reste du monde
Pétrole et gaz	Surpondérer	Chevron, Occidental Petroleum, Schlumberger, TransCanada Corporation	Eni, Royal Dutch Shell	
Matériaux	Neutre	Ecolab, PPG Industries	DSM	
Industrie	Surpondérer	CSX Corporation, Emerson Electric, Ingersoll-Rand	Assa Abloy, Ferroviol, Legrand, Schneider Electric	China Everbright International, China State Construction International, CK Hutchison
Consommation cyclique	Sous-pondérer	Booking Holdings, Home Depot	Fielmann, Richemont	Sands China, Shenzhen International, Sony Corporation
Consommation défensive	Sous-pondérer	Estée Lauder, Mondelez International, Sysco Corporation	Ahold Delhaize, Diageo, Reckitt Benckiser	Thai Beverage, Tingyi
Santé	Neutre	Abbott Laboratories, Boston Scientific, Cerner, Gilead Sciences, Thermo Fisher	AstraZeneca, Lonza Group	CSPC Pharmaceutical, Shanghai Fosun Pharmaceutical-H
Finance	Surpondérer	Bank of America, Charles Schwab Corporation, First Republic Bank, Morgan Stanley, S&P Global	Allianz, Danske Bank, Hannover Re, Helvetia	Commonwealth Bank of Australia, Hang Seng Bank, Ping An Insurance-H
Technologies de l'information	Surpondérer	Adobe Systems, Facebook, Microsoft, PayPal Holdings, salesforce.com, Visa	SAP	Alibaba, Baidu, Sunny Optical Technology, Tencent Holdings
Télécommunications	Neutre	T-Mobile	Orange	China Mobile
Services aux collectivités	Sous-pondérer	NextEra Energy	E.ON	Beijing Enterprises Water
Immobilier	Sous-pondérer	Simon Property	Unibail-Rodamco-Westfield	

Source : Julius Baer. Classification : Julius Baer Financial Instruments

# MATIÈRES PREMIÈRES

## EXCITATION SUR LE PLAN POLITIQUE, CALME SUR LES MARCHÉS

**L'actualité des matières premières reste dominée par la politique commerciale et les difficultés des marchés émergents. Le recul subi par les prix des matières premières avant l'été n'est pas une simple pause dans une phase ascendante, mais bien une correction qui marque un retour à des niveaux plus justifiés. Le marché pétrolier est soumis aux décisions politiques. Le ralentissement de la croissance de la demande permet de compenser en partie l'embargo contre l'Iran. Par ailleurs, les ventes massives dont fait l'objet l'or offrent une belle opportunité d'achat pour les investisseurs patients.**

### Tensions commerciales et difficultés des marchés émergents

L'actualité des matières premières reste dominée par les tensions commerciales et les problèmes des marchés émergents. Les inquiétudes portent à la fois sur le calme du marché et la persistance des pressions sur les prix, la remontée temporaire du pétrole à USD 80 le baril constituant une exception. La croissance mondiale reste solide avec toutefois deux signaux d'alerte : les indicateurs du climat économique se sont quelque peu contractés et le soutien des fondamentaux est moins fort, surtout pour les matières premières, du fait du processus de désendettement chinois et des difficultés des marchés émergents. Le recul enregistré avant l'été n'est pas une simple pause dans une phase ascendante, mais une véritable correction qui marque un retour à des niveaux plus justifiés au regard des fondamentaux.

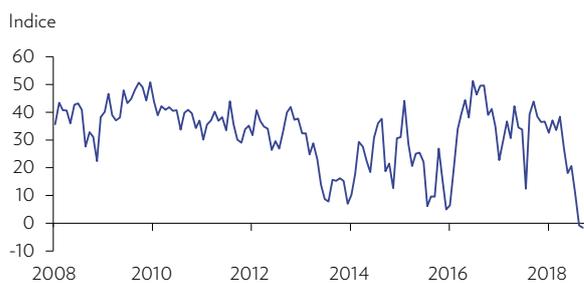
### Augmentation des prix des carburants et baisse des coûts de production

Les conséquences des difficultés des marchés émergents sont de deux ordres. D'une part, la faiblesse des monnaies, l'augmentation des taux d'intérêt et la moindre confiance des investisseurs étrangers ont des conséquences négatives sur le plan économique. Les marchés émergents tirent la demande pétrolière mondiale, mais les problèmes engendrés par l'augmentation des prix des carburants au niveau domestique devraient peser sur la croissance de la demande à l'avenir, ce qui devrait contribuer à atténuer l'impact de la baisse de l'offre due à l'embargo contre l'Iran. D'autre part, la faiblesse des monnaies émergentes a un impact sur la courbe des coûts des matières premières. C'est le cas pour les métaux notamment, dont l'offre marginale provient pour l'essentiel des pays émergents. Or la récente dépréciation de leurs devises se traduit automatiquement par une baisse des coûts de production exprimés en USD et, partant, par une baisse des prix. Le secteur de l'énergie européen est le seul qui semble avoir réussi à défier les lois de la gravité.

Après plusieurs années d'inefficacité, les prix des crédits carbone ont considérablement augmenté. Les changements sur le plan réglementaire offrent un soutien fondamental, mais des fonds spéculatifs étaient très probablement le moteur de la hausse. Les prix de l'électricité ont atteint de nouveaux records, compensant plus que largement l'augmentation des coûts du charbon et du carbone et offrant un véritable bol d'air à un secteur des services aux collectivités chancelant.

**Le sentiment semble plus négatif que jamais : se positionner dans la perspective d'un rebond de l'or.**

**Graphique 1 : Les investisseurs à terme courts sur l'or**



— Sentiment des traders non commerciaux sur le marché des futures

Source : Commodity Futures Trading Commission, Julius Baer

### Or : changement d'avis

Le statut de valeur refuge de l'or semble remis en cause, les prix diminuant malgré les incertitudes. Le sentiment sur le marché de l'or semble plus négatif que jamais. Dans ce contexte, nous avons changé d'avis et recommandons d'acheter de l'or dans une perspective de long terme. Le prix de l'argent sont aussi déprimés, offrant une opportunité d'achat à court terme pour les investisseurs friands de risques.

Norbert Rücker

# MENTIONS LÉGALES IMPORTANTES

La présente publication constitue de la recherche en investissements et a été élaborée par la Banque Julius Baer & Cie SA, Zurich, qui est un établissement agréé et réglementé par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). 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>

**David Alexander Meier, Macro Research**, davidalexandermeier@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>

**Kelly Chia, Equity Research**, kelly.chia@juliusbaer.com <sup>3)</sup>

**Norbert Rucker, Head of Macro and Commodity Research**, norbert.ruecker@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 Deutschland AG, qui est un établissement agréé et réglementé par l'Autorité fédérale allemande de surveillance du secteur financier (BaFin).
- 3) Cet analyste est employé par la Banque Julius Baer & Cie SA, Singapour, établissement agréé et réglementé par la Monetary Authority of Singapore.

## 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

Veillez 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 25 septembre 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 au cours des 9 à 12 prochains mois, sauf mention contraire.
Hold	Performance attendue conforme ( $\pm 5\%$ ) à celle du groupe sectoriel régional 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.

## Divulgence d'informations

**Groupe UBS** : Au cours des 12 derniers mois, Julius Baer et/ou ses filiales ont agi en qualité de chef de file ou de co-chef de file des instruments financiers de la société dans le cadre d'une offre publique.

### Fréquence d'actualisation des notations

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

### Répartition selon la notation à la date du 26/09/2018

Actions	Buy	47,0 %	Hold	51,0 %	Reduce	2,0 %
Émetteurs	Buy	49,1 %	Hold	47,2 %	Sell	3,7 %

### Historique des recommandations sur les actions et les émetteurs

Veillez 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**

Surpondérer	Le rendement prévu devrait surperformer l'ensemble du marché des titres à revenu fixe au cours des 3-6 prochains mois.
Neutre	Le rendement prévu est conforme à celui de l'ensemble du marché des titres à revenu fixe au cours des 3-6 prochains mois.
Souspondérer	Le rendement prévu devrait sous-performer l'ensemble du marché des titres à revenu fixe au cours des 3-6 prochains mois.

**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 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	CC	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	C		
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.	

**Recherche matières premières****Système de notation pour les matières premières**

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

**Recommandations d'investissement spécifiques aux matières premières**

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

## Analyse monétaire

### Système de notation

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

## Analyse technique

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

### Système de notation 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)

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

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

## AVIS JURIDIQUE IMPORTANT

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

sidentes » aux fins des Exchange Control Regulations and Rules des Bahamas.

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

**Luxembourg :** La présente publication est distribuée par Bank Julius Baer Europe 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 conséquence, le traitement fiscal établi dans les articles 334 à 336 de la loi sur les valeurs mobilières n'est pas applicable.

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

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

**Singapour :** La présente publication disponible auprès de la Bank Julius Baer & Co. Ltd., succursale de Singapour, est exclusivement destinée aux investisseurs accrédités. 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, EMPLOYÉS 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, 2018



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), Dubaï, Francfort, Genève, Hong Kong, Londres, Lugano, Luxembourg, Monaco, Montevideo, Moscou, Mumbai, Singapour et Tokyo.

10/2018 Publ. No. PU00106FR  
© GROUPE JULIUS BAER, 2018

Signatory of:



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