



Julius Bär

INSIGHTS
OPPORTUNITÉS D'INVESTISSEMENT

NOVEMBRE 2018

SOMMAIRE

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

JULIUS BAER NEXT GENERATION THÈMES D'INVESTISSEMENT



ARISING ASIA



DIGITAL DISRUPTION



ENERGY TRANSITION



FEEDING THE WORLD



SHIFTING LIFESTYLES

Impressum

Date de publication

1^{er} novembre 2018

Cours de référence, clôture de la rédaction

26 octobre 2018, sauf indication contraire

ÉDITORIAL

Chère lectrice, cher lecteur,

« Manque d'amplitude du marché, présage de Hindenburg, bénéfiques records. » Jamais le contraste entre les craintes des investisseurs (des fondamentaux aux croyances pures et inversement, le tout dans un pessimisme noir) et l'évolution du marché (le Dow Jones atteignant un nouveau record historique) n'avait, dans mes souvenirs, été aussi marqué qu'en ce début d'octobre 2018. Les investisseurs cherchaient par tous les moyens une excuse pour ne pas s'engager. Pire, le repli du marché en milieu de mois a semblé confirmer les pires cauchemars des investisseurs. Ce comportement est typique d'une fin de cycle, mais ce n'est pas la fin du monde.

Le seul problème est que cette fin de cycle est susceptible de durer bien plus longtemps que notre patience (ou dans le pire des cas, notre solvabilité). Du point de vue cyclique, l'environnement actuel est similaire à celui de la fin des années 1990. À cette époque, les crises des marchés émergents, combinées au boom des marchés des actions américains, avaient fait perdurer la fin de cycle trois ou quatre ans de plus. Certes, l'histoire ne se répète pas forcément, mais il se pourrait bien que la période actuelle s'étire au moins jusqu'en 2020.

Cela dit, aussi importante que soit la question de savoir si le cycle se terminera l'an prochain ou en 2021, elle ne doit pas nous faire oublier le réel revirement qui est en train de se produire : en automne 2018, la tendance des taux d'intérêt de référence qui durait depuis 30 ans s'est inversée. Les taux des obligations d'État américaines de 10 à 30 ans ont renversé un mouvement baissier entamé au début de 1981. Les conséquences de ce revirement pourraient être bien plus prononcées que n'importe quel hoquet cyclique, car elles vont façonner l'univers de l'investissement ces prochaines années. Cette édition d'Insights vous donne des clés pour mieux appréhender l'impact d'un changement de paradigme dans l'investissement pour les mois, les trimestres, et surtout les années à venir.



Christian Gattiker
Head of Research & Investment Solutions

VUE D'ENSEMBLE

Perspective d'investissement : Page 6

- La principale tendance sur les marchés financiers mondiaux vient de s'inverser. Pour la première fois depuis 30 ans, les rendements des bons du Trésor américain à long terme sont repartis à la hausse.
- Si ce retournement se confirme, d'autres actifs suivront dans les mois et années qui viennent avec, comme résultante, des actions cycliques solides, des substituts obligataires léthargiques et des rendements des matières premières timides.

Analyse technique : Page 8

- Les obligations d'État ne permettent plus de diversifier le risque des actions, si bien que nous suggérons de les remplacer par des liquidités.
- Les actions surperforment les obligations gouvernementales sur tous les cycles, excepté les phases de déflation ; leurs perspectives restent donc largement positives.

Next Generation : Page 10

- Le tourisme asiatique est dopé par l'accroissement de la classe moyenne chinoise, l'augmentation du revenu disponible, la réduction des restrictions en termes de visas et l'amélioration des connexions aériennes.
- Étant donné que moins de 10 % de la population chinoise détient un passeport, l'univers du tourisme en Asie offre un potentiel de croissance immense.

Économie : Page 12

- La dynamique de croissance mondiale reste solide, mais les indicateurs avancés continuent de pointer vers un ralentissement de la cadence. La correction des monnaies des marchés émergents s'est interrompue, réduisant les risques de contagion.
- Les événements politiques en novembre vont maintenir les marchés en alerte. Aux États-Unis, les élections de mi-mandat se dérouleront sur le devant de la scène, tandis qu'en Europe, des solutions de dernière minute devraient résoudre les questions du budget italien et du Brexit.

Monnaies : Page 13

- Omniprésent en janvier, l'enthousiasme à l'égard de l'euro s'est dissipé, suggérant que la correction de la monnaie européenne arrive à son terme.

- Les relèvements potentiels des taux d'intérêt américains sont pour la plupart escomptés dans les cours, réduisant ainsi la pression sur l'euro et le soutien au dollar américain. L'Italie respecte en grande partie les règles des marchés financiers, mais demeure source d'inquiétudes.

Revenu fixe : Page 14

- La Réserve fédérale américaine reste déterminée à durcir sa politique monétaire, même après le récent recul du marché des actions. Cette position, associée à l'arrêt progressif du programme de rachats d'actifs de la Banque centrale européenne, induit des risques importants pour le marché obligataire, ce qui explique notre préférence pour les échéances courtes et moyennes.
- Les valorisations de la dette en monnaie forte des marchés émergents sont devenues plus attrayantes après la réévaluation intervenue plus tôt cette année. Le segment offre une bonne occasion de générer du revenu avec un risque de duration modéré.

Actions : Page 16

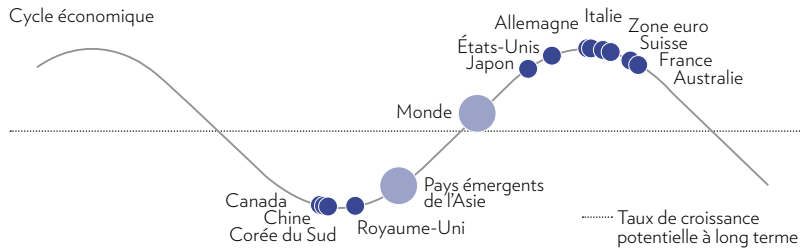
- La finance reste un secteur nettement sous-évalué à l'échelle mondiale, en termes absolus comme relatifs, et devrait profiter de l'environnement macro-économique actuel, notamment de la hausse des taux d'intérêt et des rendements.
- Nous anticipons une rotation générale des actions défensives onéreuses vers des valeurs de substance plus cycliques, notamment celles de la finance.

Matières premières : Page 18

- Si les matières premières ont regagné un peu du terrain perdu, elles n'affichent pas, selon nous, de potentiel haussier durable, dans un contexte difficile pour les marchés émergents et de désendettement en Chine. Toutefois, il existe certains segments attrayants.
- Les cours du pétrole ont repris des couleurs, grâce au sentiment toujours plus optimiste des marchés en prévision de l'embargo contre l'Iran, mais cette progression pourrait n'être qu'un feu de paille. Après la vague de ventes massives subie par les actions, l'or a retrouvé de son éclat, confirmant ainsi nos perspectives constructives à plus long terme.

VUE D'ENSEMBLE DES CYCLES ÉCONOMIQUES

Cycle économique



CROISSANCE (PIB réel an/an, %)

Moyenne	2017	2018E	2019E
États-Unis	2.2	2.9	2.8
Zone euro	2.5	2.0	1.5
Royaume-Uni	1.7	1.2	1.0
Suisse	1.7	3.1	1.5
Japon	1.7	1.1	1.1
Chine	6.9	6.6	6.2
Monde	3.7	3.8	3.6

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	2.5	2.3
Suisse	0.5	1.0	1.4
Japon	0.5	1.0	0.9
Chine	1.5	2.0	2.6
Monde	3.0	3.3	3.5

IPC = indice des prix à la consommation

INDICES D' ACTIONS (monnaie locale)

	Niveau	12M
SMI	8666	9200
Eurostoxx 50	3135	3700
S&P 500	2659	3100
Nikkei 225	21185	24850

MATIÈRES PREMIÈRES

	Prix	12M
Pétrole Brent (USD/baril)	77.1	65.0
Or (USD/once)	1233	1325
Maïs (Cts/boisseau)	368	400
Cuivre (USD/t)	6207	6000

MONNAIES

	Spot	3M	12M
EUR/CHF	1.14	1.12	1.18
USD/CHF	1.00	0.97	0.98
JPY/CHF	0.89	0.89	0.91
GBP/CHF	1.28	1.26	1.31
EUR/USD	1.13	1.15	1.20
EUR/GBP	0.89	0.89	0.90
USD/JPY	112.1	110.0	108.0
GBP/USD	1.28	1.29	1.33

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

EMPRUNT D'ÉTAT 10 ANS (% p. a.)

Fin d'exercice	2017	2018E	2019E
États-Unis	2.41	3.20	3.60
Allemagne	0.35	0.55	1.15
Royaume-Uni	1.26	1.55	2.15
Suisse	-0.15	0.05	0.50
Japon	0.04	0.10	0.10

PERSPECTIVE DES CATÉGORIES D'ACTIFS

Vue	Catégorie d'actifs et de risque	Privilégiez ...	Évitez ...
→	Liquidités		
→	Obligations	Conservateur Titres du Trésor américain indexés sur l'inflation (TIPS) Première qualité Instruments du marché monétaire en USD Opportuniste 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 Spéculatif Obligations asiatiques à haut rendement de durées inférieures ou égales à 3 ans ; obligations mexicaines et brésiliennes en monnaie locale	Obligations d'État des principaux pays européens Obligations non financières du segment investment grade élevé libellées en EUR Obligations du segment investment grade inférieur libellées en EUR Obligations à haut rendement de qualité inférieure et/ou de longue durée, Turquie
↑	Actions	Conservateur Moyen 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 Opportuniste Chine, Philippines	Consommation défensive, services aux collectivités ; actions de croissance des dividendes américaines Royaume-Uni ; consommation cyclique, immobilier Afrique du Sud, Inde, Russie
↓	Matières premières	Or, argent, gaz naturel	Minerais de fer
→	Changes	JPY, CHF, CAD, MXN, KRW	ZAR, BRL, TRY, HUF, CNY
	Next Generation	Thématique Commerce numérique, contenu numérique (jeux vidéo), cyber-sécurité, éducation mondiale, FinTech (paiements numériques), génomique 3.0, informatique dématérialisée et intelligence artificielle, « 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.

↑ vue positive → vue neutre ↓ vue négative

IDÉES D'INVESTISSEMENT : ACTIONS

Thème	Sociétés
Technologies de l'information : Surpondérer	Adobe Systems, Microsoft, salesforce.com
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

RENVERSEMENT DE TENDANCE

La principale tendance sur les marchés financiers mondiaux vient de s'inverser. Pour la première fois depuis 30 ans, les rendements des bons du Trésor américain à long terme sont repartis à la hausse. Si ce retournement se confirme, d'autres actifs suivront dans les mois et années qui viennent avec, comme résultante, des actions cycliques solides, des substituts obligataires léthargiques et des rendements des matières premières timides.

LE TERME DU MOIS :

Le taux de référence mondial

Le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans fait figure de référence mondiale en matière de coût de l'emprunt. S'il augmente, les entreprises devront payer plus cher pour émettre de la dette, ce qu'elles faisaient à bon prix jusqu'à présent. Il en ira de même pour les gouvernements étatiques et locaux, ce qui pourrait mettre en péril les investissements en infrastructures publiques. Les propriétaires immobiliers seront confrontés à des taux hypothécaires plus élevés (ou seront perdants en cas de refinancement à un coût inférieur). Les prêts pour financer une voiture ou la scolarité d'un étudiant pourraient aussi devenir plus onéreux.

Source : « If Treasuries Reach 3%, That Would Be Big. Here's Why », Bloomberg.com, 21 avril 2018, Julius Baer

Une actualité masquant le vrai changement de paradigme

L'actualité cet automne a été marquée par le risque de crise des marchés émergents ébranlant les marchés financiers mondiaux, puis s'est focalisée sur la géopolitique et les élections américaines de mi-mandat. Difficile pour les investisseurs de ne pas être distraits des vraies nouvelles cette automne, à savoir la remontée des taux d'intérêt. Récemment, la plus importante tendance sur les marchés financiers mondiaux (voir « Le terme du mois ») s'est inversée. Les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans ont rebondi au-delà des 3 %, tandis que le rendement des obligations à 30 ans atteignait 3,4 % début octobre. Ces deux mouvements constituent des signaux forts, du point de vue psychologique comme technique.

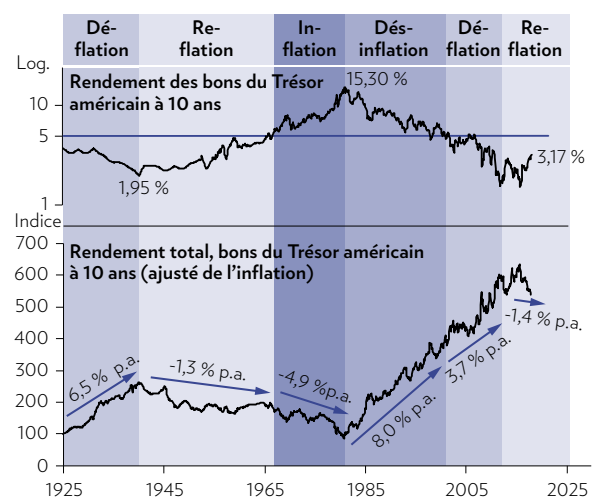
Changement de paradigme

La hausse des rendements indique un changement de paradigme renversant une tendance qui a duré pendant des décennies. Comme l'illustre le gra-

phique 1, cette tendance avait démarré au début des années 1980, sous l'administration Reagan, pour finir il y a quelques années, à la suite de la Grande crise financière et de celle de l'euro. Les taux sont passés de plus de 15 % à tout juste 1 % pour les échéances à 10 ans. La récente inversion de tendance indique que les taux devraient croître à partir de ce niveau. Mais les économistes manquent d'arguments pour expliquer une hausse structurelle. Jusqu'à présent, le vieillissement de la population, combiné à des technologies toujours plus avancées et à la mondialisation, freinait l'inflation et, partant, comprimait les taux à la baisse.

Les marchés obligataires émettent des signaux forts, du point de vue tant psychologique que technique.

Graphique 1 : Régime d'investissement – le vent tourne

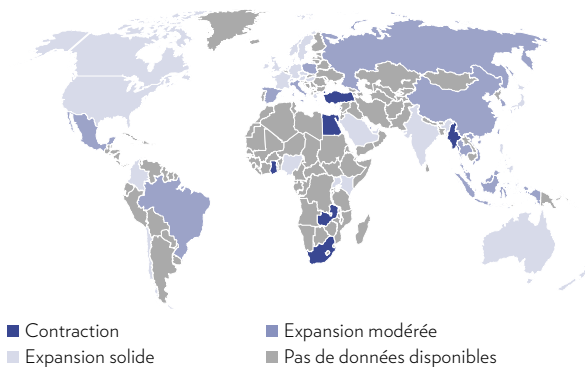


Log. = échelle logarithmique ; p. a. = par an

Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Il se pourrait bien que les mêmes facteurs soient responsables de l'inversion, à savoir le boom démographique par ricochet aux États-Unis, où les petits-enfants des « baby-boomers » affluent en grand nombre sur le marché du travail ; la technologie, qui fait grimper les prix, maintenant que les monopoles de la Silicon Valley sont en place ; et la mondialisation, qui pourrait engendrer des modèles plus protectionnistes. Tous ces facteurs induiraient une hausse des prix des biens et des services, ou en tout cas empêcheraient ces derniers de reculer plus.

Graphique 2 : Les indicateurs avancés annoncent des dynamiques de croissance de plus en plus divergentes



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

Tenir compte des années 1950

Rares sont ceux d'entre nous qui étaient en activité lors de la dernière hausse des taux, puisque le dernier cycle de relance structurelle date des années 1950. Bien entendu, aucun économiste sérieux n'oserait dire qu'il faut revenir à ces années-là. Pourtant, les similitudes sont frappantes, notamment aux États-Unis : de nouvelles technologies donnant accès à une multitude de nouveaux marchés, la nécessité de maîtriser la dette de l'État après des années de répression financière et des investissements majeurs en infrastructures. Conclusion pour les investisseurs : les actions cycliques et celles sensibles au rendement, notamment les valeurs des technologies de l'information, de la finance et de l'industrie, devraient le mieux se comporter, tandis que les substituts obligataires des secteurs de l'immobilier, des services aux collectivités et des télécommunications notamment pourraient pâtir de la situation. Dans l'univers obligataire, le désendettement pourrait tirer les rendements vers le bas, sans qu'ils glissent pour autant en territoire largement négatif. S'agissant des matières premières, elles n'enregistreraient probablement pas de boom, étant donné

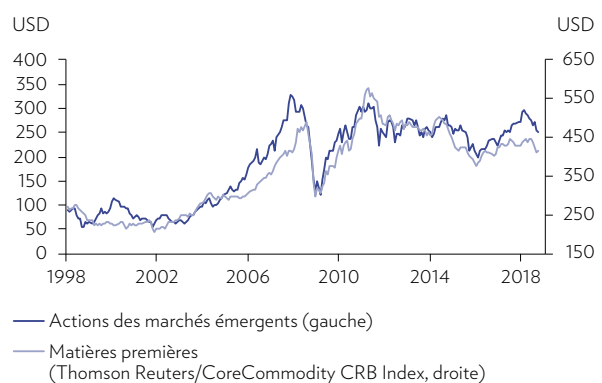
que l'économie ne tend pas à la surchauffe pendant les périodes de relance. Il est clair qu'il s'agit d'une musique d'avenir, mais les investisseurs feraient bien de prendre acte de ces observations, qui pourraient servir au-delà des aléas cycliques.

Gérer d'abord la crise des marchés émergents

Le casse-tête actuel est plutôt celui causé par les marchés émergents. En effet, la divergence de croissance entre les marchés émergents et les marchés matures est la plus marquée depuis la récession mondiale de début 2016 (voir graphique 2). Les actions des marchés émergents ont plongé à nouveau, parallèlement aux matières premières. La dernière vague de cette crise se retirant, nous suggérons de garder un solide ancrage sur les actions des marchés développés, en maintenant une duration courte sur les marchés obligataires respectifs ou en cherchant une protection contre l'inflation dans des instruments indexés sur l'inflation ou via une exposition à l'or. S'agissant des marchés émergents, étant donné que les niveaux actuels de rendement sont, à bien des endroits, confortables et plus sûrs que du côté des actions, nous percevons de meilleures opportunités dans l'univers obligataire. Dans ce contexte, nous avons récemment revu à la baisse les actions chinoises et indiennes.

Le dernier cycle de relance structurelle date des années 1950.

Graphique 3 : Les marchés émergents et les matières premières font les frais des retombées actuelles



Source : Datastream, Julius Baer

Christian Gattiker, CFA, CAIA

ANALYSE TECHNIQUE

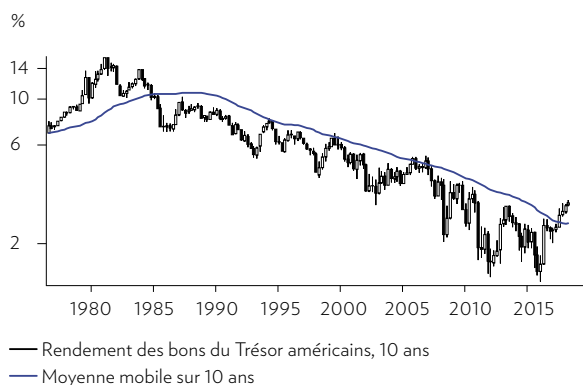
UN VENT DE CHANGEMENT

Alors que la hausse des rendements des bons du Trésor américain suscitait des craintes parmi les investisseurs, nous avons mené une analyse technique au plan historique pour comprendre l'impact de cette évolution. Étant donné que les obligations d'État ne permettent plus de diversifier le risque des actions, nous suggérons de remplacer celles-ci par des liquidités. Nous avons aussi constaté une surperformance des actions sur tous les cycles hormis les phases de déflation, ce qui indique que leurs perspectives restent largement favorables.

Tendance baissière générationnelle des rendements

La plus longue tendance générationnelle sur les marchés financiers aura probablement été celle des rendements des bons du Trésor à 10 ans, qui dure depuis septembre 1981. Pour diverses raisons, les investisseurs ont commencé à acheter des obligations d'État chaque fois que le rendement s'approchait de sa moyenne mobile sur 10 ans, entraînant alors le repli de ce dernier (voir graphique 1). Cependant, au cours des trois derniers trimestres, le rendement des bons du Trésor à 10 ans a terminé en hausse, avant de franchir le seuil psychologique important de 3 %. Si cette récente évolution a suscité des inquiétudes parmi les investisseurs, nous avons mené une analyse historique pour comprendre l'impact de la hausse des taux.

Graphique 1 : Rupture de la tendance à long terme des rendements des bons du Trésor à 10 ans



Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

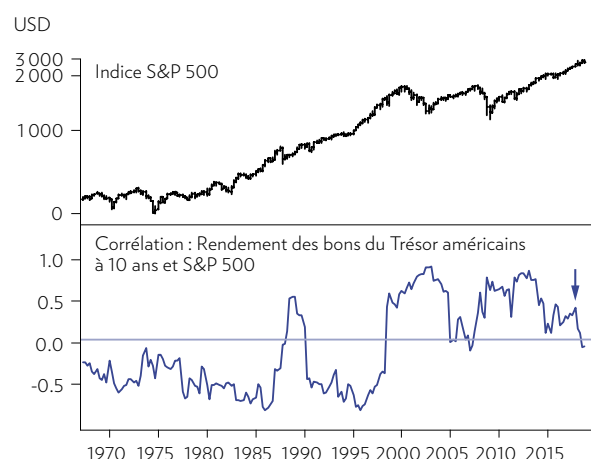
Diversification du risque des actions – repenser l'allocation des actifs

Depuis 1999, les actions américaines et les rendements des bons du Trésor à 10 ans enregistraient une corrélation positive, qui a induit l'idée que le risque des actions pouvait être équilibré en détenant une quantité proportionnelle d'obligations d'État. Ce

rapport s'est progressivement inversé depuis la fin de l'année dernière, pour entrer maintenant en territoire négatif (voir graphique 2). La récente évolution suggère que les obligations d'État ne sont plus l'outil idéal pour compenser un recul des marchés des actions. Plutôt que de tenter de diversifier le risque des actions par l'intermédiaire d'emprunts souverains, les investisseurs seront probablement mieux lotis en optant pour des liquidités. Nous encourageons donc les investisseurs à repenser leur allocation d'actifs conventionnelle.

Les obligations d'État américaines ne permettent plus de diversifier le risque des actions.

Graphique 2 : Rupture de la corrélation entre les actions américaines et les rendements obligataires

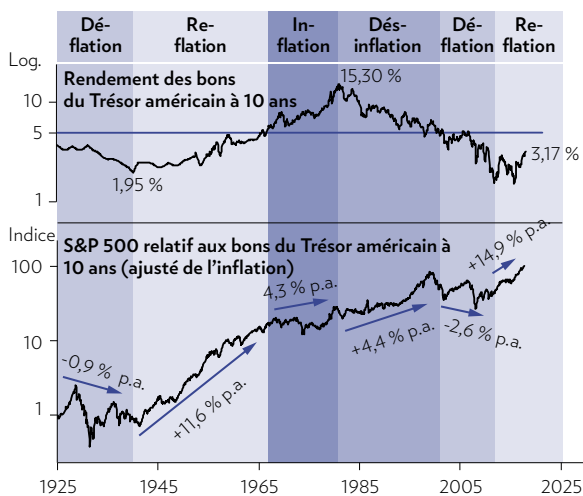


Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

À quel moment les taux d'intérêt sont-ils nuisibles ?

En utilisant l'évolution des rendements à 10 ans comme indicateur de la phase actuelle du cycle économique, nous arrivons à la conclusion que les marchés se trouvent toujours au début d'une phase de relance. Comme l'illustre le graphique 3, la hausse de l'inflation n'a commencé à affecter la performance du S&P 500 par rapport aux bons du Trésor américain que lorsque les taux étaient supérieurs à 5 %. Et malgré cela, les actions ont affiché une surperformance. Historiquement, les rendements du marché des actions les plus élevés ont été enregistrés durant des phases de relance, notamment entre 1941 et 1966 ainsi que durant le cycle actuel. Fait étonnant : le S&P 500 a surperformé les bons du Trésor à 10 ans sur toutes les périodes, excepté les phases déflationnistes. De ce point de vue, les perspectives des actions restent largement favorables.

Graphique 3 : Les taux d'intérêt ne nuisent à la performance des actions qu'au-dessus de 5 %.



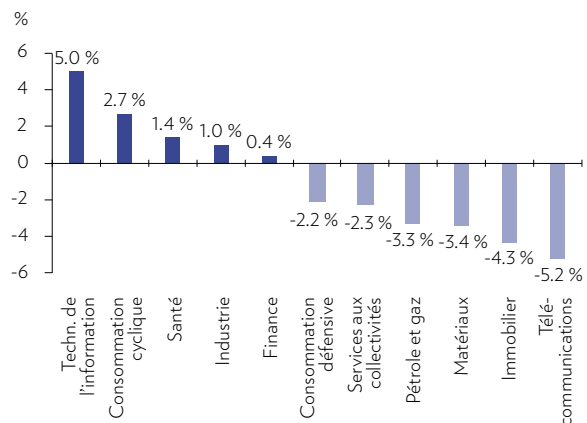
Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Rendements sectoriels durant les phases de relance

Les secteurs qui ont surperformé le S&P 500 au cours des derniers cycles de relance étaient avant tout les technologies de l'information, les biens de consommation cycliques et la santé, avec une surperformance respective de 5,0 %, 2,7 % et 1,4 %. Historiquement, les plus gros risques ont probablement été pris dans des actions perçues comme sûres en raison de leurs rendements des dividendes élevés. Ces titres ayant été utilisés comme substituts aux obligations, ils pourraient réagir de manière négative au cycle de relance actuel.

La plus forte surperformance des actions intervient durant les cycles de relance.

Graphique 4 : Rendements relatifs sectoriels annualisés



Classification : Julius Baer Financial Instruments

Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Alexis Chassagnade



NEXT GENERATION

TOURISME EN ASIE : ATTENTION AUX SURSAUTS À COURT TERME

Le tourisme asiatique est dopé par l'accroissement de la classe moyenne chinoise, l'augmentation du revenu disponible, la réduction des restrictions en termes de visas et l'amélioration des connexions aériennes. Étant donné que moins de 10 % de la population chinoise détient un passeport, l'univers du tourisme en Asie offre un potentiel de croissance immense.

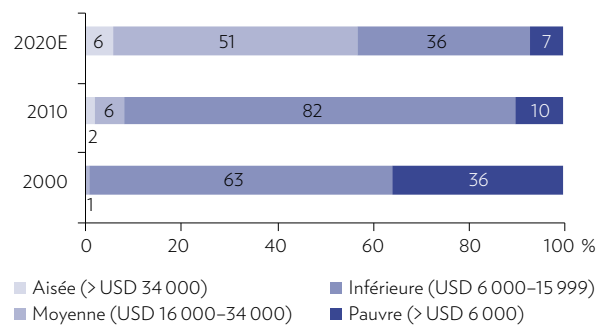


Le principal scénario pour le tourisme en Asie reste intact

En dépit des craintes du marché au sujet des indicateurs macroéconomiques de la Chine et de la faiblesse du yuan, le scénario de croissance structurelle du tourisme en Asie demeure inchangé, avant tout en raison de l'accélération du tourisme chinois à destination de l'étranger. Selon Bank of America Merrill Lynch, la Chine est devenue le principal vivier mondial de touristes se rendant à l'étranger. Cette évolution est surtout liée à la croissance de la classe moyenne chinoise et du revenu disponible (voir graphique 1), à la diminution des restrictions en matière de visas et à l'amélioration des connexions aériennes. En ajoutant le fait que moins de 10 % de la population chinoise détient un passeport, l'univers du tourisme en Asie offre un potentiel de croissance immense.

Graphique 1 : Croissance de la classe moyenne chinoise et du revenu disponible

Ventilation des ménages chinois par tranche de revenus (en %)



Remarque : CAGR 2000-2020E : 'Aisée' = +20,4 %, 'Moyenne' = +26,6 %, 'Inférieure' = +1,2 %, 'Pauvre' = -3,8 %; E = estimation

Source : McKinsey & Co., Julius Baer

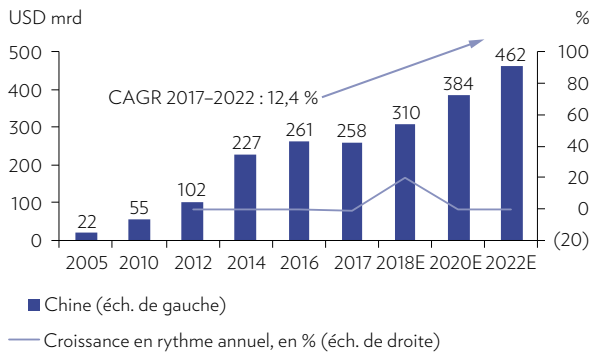
Étant donné que moins de 10 % de la population chinoise détient un passeport, le tourisme en Asie a de beaux jours devant lui.

Les touristes chinois sont les plus dépensiers du monde

Ces dernières années, les Chinois sont devenus les principaux demandeurs de tourisme mondial. Selon l'Organisation mondiale du tourisme des Nations Unies, en 2017, les cinq pays les plus dépensiers en matière de tourisme étaient la Chine (USD 258 milliards), les États-Unis (USD 135 milliards), l'Allemagne (USD 84 milliards), le Royaume-Uni (USD 63 milliards) et la France (USD 41 milliards). S'agissant de la Chine, le graphique 2 montre que le tourisme à l'étranger devrait représenter près

de USD 462 milliards d'ici 2022, soit un taux de croissance annuel composé (CAGR) de 12,4 % (USD 258 milliards en 2017). Ce montant avoisine les chiffres du produit intérieur brut de la Belgique.

Graphique 2 : Dépenses annuelles des touristes chinois à l'étranger, 2000 – 2022E



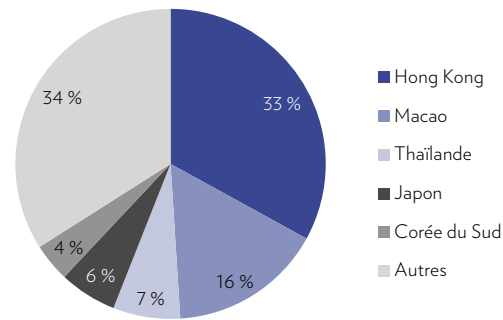
E = estimation

Source : CLSA, Organisation mondiale du tourisme, Julius Baer

Les touristes chinois se rendant à l'étranger devraient dépenser USD 462 milliards d'ici 2022, un montant similaire au PIB belge.

Le trafic sortant de la Chine vers la Thaïlande, la Corée du Sud et le Japon s'est remis du fléchissement enregistré l'année dernière, malgré la dépréciation du yuan par rapport aux devises de ces pays dans le contexte du différend commercial en cours. En juin 2018, le trafic vers la Corée du Sud s'est ainsi accru de 49 % en rythme annuel. Il faisait suite à un recul de 48 % à 4,8 millions en 2017 (comparaison annuelle), lié à l'embargo du gouvernement chinois sur les voyages organisés vers la Corée du Sud, après la décision de celle-ci de lancer le système de missiles Terminal High Altitude Area Defence malgré l'opposition de la Chine. La société de courtage en sécurité CLSA prévoit que Hong Kong et Macao resteront les deux premières destinations en 2018, suivies de la Thaïlande, du Japon et de la Corée du Sud (voir graphique 3).

Graphique 3 : Tourisme chinois vers l'étranger par destination en 2018E



E = estimation

Source : CLSA, Euromonitor, Julius Baer

Une approche segmentée de l'investissement dans le tourisme en Asie

Investir dans l'univers du Tourisme en Asie requiert une approche segmentée, étant donné que la dynamique de marché du secteur est largement affectée par :

- 1) le différend commercial en cours entre les États-Unis et la Chine ;
- 2) la rotation des préférences de voyage des touristes chinois ;
- 3) le projet à long terme du gouvernement chinois visant à développer son pôle médical national ;
- 4) la réglementation chinoise encourageant les dépenses domestiques, aux dépens de celles à l'étranger.

C'est pourquoi nous avons identifié huit segments clés soutenant l'univers du tourisme en Asie : 1) le tourisme médical, 2) les compagnies aériennes et les aéroports, 3) l'hôtellerie, 4) les agences de voyage en ligne, 5) le commerce de détail et hors taxes, 6) les biens de luxe, 7) les maisons de jeu à Macao, 8) les complexes et parcs à thème.

En résumé

Dans l'ensemble, nous privilégions les sociétés profitant du tourisme médical, les agences de voyage en ligne et le commerce hors taxes, ainsi que les complexes et les parcs à thèmes, et nous sommes légèrement optimistes sur les biens de luxe et les maisons de jeu à Macao. Par contre, nous sommes extrêmement prudents sur les compagnies aériennes, les aéroports et l'hôtellerie. Il est également important de noter qu'il existe des risques qui pourraient potentiellement affecter l'investissement dans l'univers du tourisme en Asie. Citons à ce titre : 1) le risque de change, 2) les questions de sécurité, 3) la rotation des préférences des Chinois, 4) les tensions politiques avec la Chine, 5) les risques réglementaires.

ÉCONOMIE

LA POLITIQUE DEVRAIT PRIMER EN NOVEMBRE

La dynamique de croissance mondiale reste solide, mais les indicateurs avancés continuent de pointer vers un ralentissement de la cadence. La correction des monnaies des marchés émergents s'est interrompue, réduisant les risques de contagion. Les événements politiques en novembre vont maintenir les marchés en alerte. Aux États-Unis, les élections de mi-mandat se dérouleront sur le devant de la scène, tandis qu'en Europe, des solutions de dernière minute devraient résoudre les questions du budget italien et du Brexit.

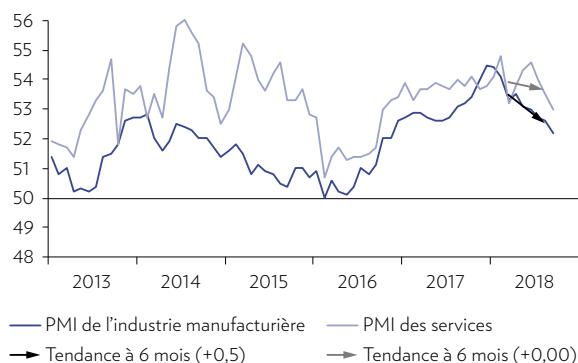
Ralentissement de l'activité toujours en vue

La dynamique de croissance mondiale reste solide, mais les indicateurs économiques avancés continuent de pointer vers un léger ralentissement de la cadence. Alors que les États-Unis conservent leur rôle de locomotive, la zone euro et le Japon affichent un rythme de croissance modéré. L'écart entre la robustesse des marchés développés et la faiblesse structurelle des marchés émergents reste marqué. L'érosion des monnaies face au dollar ayant ralenti sur les marchés émergents vulnérables, les risques de propagation de la crise ont diminué, offrant une bouffée d'oxygène à ces économies pour mener à bien les réformes nécessaires.

Malgré l'impact limité
des événements politiques,
la volatilité pourrait resurgir.

Graphique 1 : Indicateurs avancés

Indice des directeurs d'achats (PMI)



Les valeurs > 50 indiquent une expansion,
les valeurs < 50 une contraction économique

Source : Markit Economics, Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

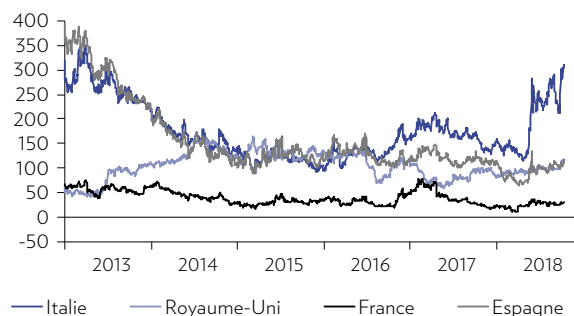
La politique à nouveau en point de mire

Le mois de novembre ne devrait pas être gris et ennuyeux, du moins sur les marchés financiers, au vu des événements politiques importants qui se dérouleront sur le devant de la scène. Si les Démocrates parviennent à reconquérir la Chambre des représentants lors des élections de mi-mandat, comme le suggèrent les sondages, il en résultera un Congrès divisé. Dans ce cas, le président Trump pourrait maintenir, voire intensifier le recours aux décrets, si la voie législative est bloquée. De plus, le différend commercial avec la Chine pourrait durer plus longtemps.

En Europe, les marchés ramèneront probablement l'Italie et ses rêves d'expansion financière à la réalité, conduisant à un compromis budgétaire plus pragmatique avec l'Union européenne. Enfin, le Brexit est dans une phase décisive : Il faudra trouver un accord avant le sommet en décembre, afin de laisser suffisamment de temps pour la ratification.

Graphique 2 : Budget italien – les marchés recadrent des espoirs fantaisistes

Écart des obligations d'États vs Bund allemand, points de base



Source : Datastream, Julius Baer

David Alexander Meier

MONNAIES

LA CORRECTION DE L'EURO TOUCHE À SON TERME

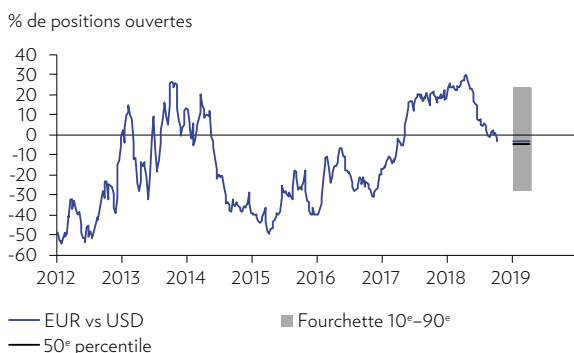
Les signes indiquant la fin de la correction de l'euro se multiplient. Les positions spéculatives positives se raréfient et les marchés escomptent de nouveaux relèvements des taux d'intérêt américains ces prochains trimestres. Les événements politiques en Europe, notamment en Italie, continuent d'inquiéter. Sur les marchés émergents, la correction des monnaies s'est interrompue, sur fond d'amélioration de la rémunération du risque d'investissement.

L'euphorie vis-à-vis de l'euro s'est évaporée

Dopé par les solides données économiques et une prime de risque plus faible liée à la situation en Europe, l'euro avait commencé l'année sur les chapeaux de roue pour atteindre une parité EUR/USD de 1,24. À cette époque, l'écart de taux d'intérêt n'apportait pas de soutien et l'exposition aux risques politiques en Italie était encore négligée. Une correction était inévitable ; celle-ci touche maintenant à sa fin. Nous avons revu à la hausse notre prévision à trois mois pour l'EUR/USD de 1,10 à 1,15.

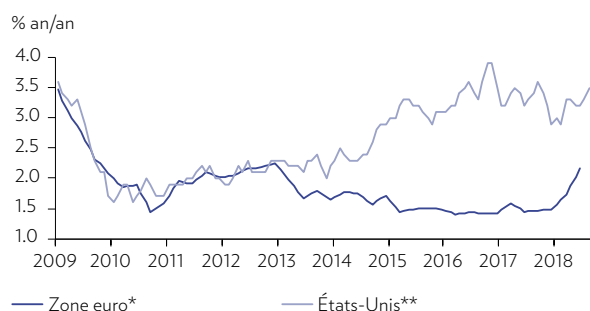
Les positions spéculatives suggèrent que l'euphorie vis-à-vis de l'euro s'est largement évanouie. Après trois relèvements des taux d'intérêt par la Réserve fédérale américaine cette année et dans l'attente de nouveaux tours de vis ces prochaines trimestres, le différentiel de taux attendu est sur le point de culminer. Le gouvernement populiste en Italie continue d'alimenter les craintes, mais les signes clairs indiquant que l'État réagit à la hausse des rendements obligataires suggèrent qu'il est prêt à respecter les règles des marchés financiers.

Graphique 1 : Les positions spéculatives positives sur l'euro ont disparu



Source : Commodity Futures Trading Commission, Julius Baer

Graphique 2 : La dynamique haussière des salaires s'accélère dans la zone euro



* Indicateur de salaires négociés

** Indice de suivi des salaires de la Réserve fédérale d'Atlanta

Source : Banque centrale européenne, Réserve fédérale d'Atlanta, Julius Baer

Le gouvernement populiste en Italie continue d'alimenter les craintes.

L'ensemble de ces facteurs réduit la pression baissière sur la paire EUR/USD, avec des chiffres de l'inflation allemande supérieurs aux attentes et une progression des salaires plus élevée dans la zone euro, soutenant ainsi la Banque centrale européenne dans son programme de réduction des achats d'actifs qui permet de maintenir les taux d'intérêt à bas niveau sur l'ensemble des échéances. Ces éléments vont soutenir l'euro au-delà d'un horizon à 3 mois et justifient notre prévision à 12 mois de 1,20 pour le couple EUR/USD. Sur de nombreux marchés émergents, la correction monétaire semble s'être interrompue, et les taux de change plus faibles, combinés à des taux d'intérêt plus élevés, offrent une rémunération plus attrayante pour les investissements dans des monnaies dont les fondamentaux sont encore délicats.

David Kohl

REVENU FIXE

LA DETTE EN MONNAIE FORTE DES MARCHÉS ÉMERGENTS EST ATTRAYANTE

La politique monétaire très hétérogène des principales banques centrales des pays développés pourrait induire, à terme, une plus forte volatilité sur les marchés obligataires. Nous continuons de privilégier les échéances courtes et moyennes. Nous avons relevé notre position sur la dette en monnaie forte des marchés émergents à Surpondérer, avant tout sur la base des valorisations. Les rendements absolus sont de nouveau à leurs niveaux de début 2016.

Les politiques des banques centrales divergent

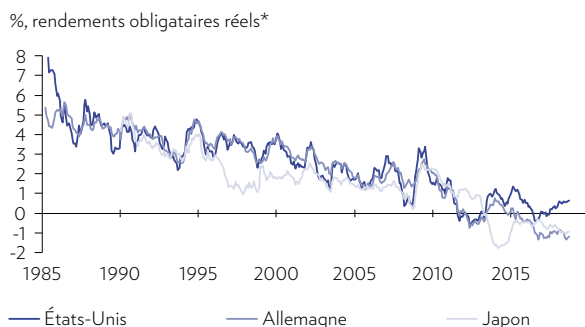
En près de trente ans, les rendements réels des obligations d'État américaines, japonaises et allemandes n'avaient jamais été aussi hétérogènes qu'actuellement. La Réserve fédérale américaine (Fed) est bien partie sur la voie de la normalisation des taux, tandis que la BCE et la Banque du Japon (BoJ) continuent d'appliquer leur programme de rachat d'actifs. Dans l'inter-
valle, la volatilité sur le marché obligataire est restée étonnamment faible, ce que nous considérons comme non durable. Nous nous attendons à ce que les banques centrales deviennent à l'avenir plus réactives aux données entrantes, qui réduisent leur capacité à fournir des prévisions claires. Alors que la visibilité diminue pour les investisseurs obligataires, la volatilité devrait augmenter à mesure que les rendements des obligations d'État seront plus exposés aux erreurs de communication des banques centrales. De plus, il convient de noter que l'Allemagne et le Japon sont des acheteurs nets d'obligations américaines. C'est pourquoi, si la BCE et la BoJ laissent leurs courbes se raidir, l'impact sur les bons du Trésor américain pourrait être considérable. La dette à long terme n'indemnise pas assez les investisseurs pour un tel risque.

La dette en monnaie forte des marchés émergents à nouveau attrayante

Nous avons récemment revu à la hausse la dette en monnaie forte des marchés émergents, de Neutre à Surpondérer. Cette décision se base avant tout sur les valorisations, car la rémunération du risque s'est améliorée à la suite de la réévaluation intervenue cette année. Les tensions commerciales et la hausse des rendements sans risque ont désarçonné les investisseurs, et les troubles en Argentine comme en Turquie n'ont pas contribué à dissiper ces inquiétudes. Cependant, les déséquilibres dans ces deux pays constituent une exception et non la règle : la plupart des économies émergentes ne souffrent pas d'une inflation excessivement élevée ou d'un lourd déficit de la balance commerciale.

Nous préférons les échéances courtes et moyennes, car la volatilité des taux d'intérêt devrait augmenter.

Graphique 1 : Les rendements obligataires réels allemands et américains divergent le plus



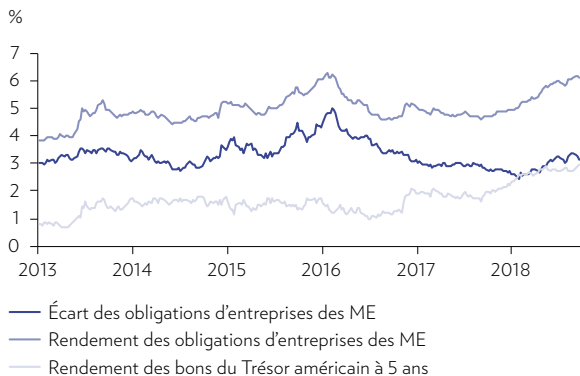
* rendements nominaux des obligations d'État à 10 ans moins les attentes d'inflation du consensus à un an

Source : Consensus Economics, Datastream, Julius Baer

De plus, la menace de hausse des taux d'intérêt sur les obligations d'entreprises des marchés émergents est réelle, mais l'impact ne doit pas être surestimé. Si l'on compare le coupon moyen avec le rendement moyen de la dette d'entreprises en monnaie forte des marchés émergents, il s'avère que le coût de refinancement de la dette arrivée à maturité n'est supérieur que de 50 points de base à ce que les entreprises payent déjà. En outre, les investisseurs ne devraient pas oublier qu'historiquement la hausse des cours des matières premières a soutenu la croissance des marchés émergents.

Enfin, nous observons que la combinaison d'écarts de crédit supérieurs à la moyenne et de rendements sans risque plus élevés a poussé les rendements absolus des marchés émergents à un niveau proche de leurs pics de début 2016, alors que les marchés émergents subissaient une pression bien plus forte qu'aujourd'hui.

Graphique 2 : Des rendements absolus des obligations d'entreprises des ME proches de leurs pics de 2016



Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Les cas tels que ceux
de l'Argentine ou de la Turquie
sont des exceptions.

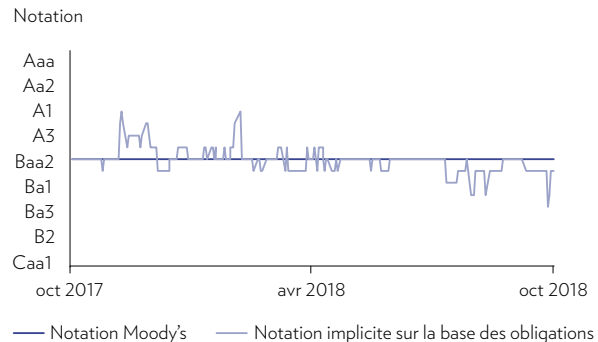
Compte tenu de sa durée moyenne relativement faible (4,6 ans) et de son rendement moyen attrayant (6,2 %), la dette d'entreprises des marchés émergents offre un bon moyen de générer du revenu avec une exposition modérée à l'incertitude vis-à-vis de l'évolution des taux sur les marchés développés.

Le risque de rétrogradation de l'Italie était escompté

Le gouvernement populiste italien doit réviser son projet de budget avant que la Commission européenne puisse l'approuver, mais le coût politique de la rétractation de ses promesses électorales reste élevé. Nous nous attendons donc à un nouvel affrontement, ce qui aura pour effet d'élargir à 350 points de base l'écart entre les obligations d'État italiennes à 10 ans et les Bunds allemands. L'engagement du gouvernement à l'égard de l'assainissement budgétaire et de la mise en œuvre des réformes est également remis en question par les agences de notation, mais nous nous attendons à ce que la notation de l'Italie reste dans la catégorie investissement. Des rétrogradations supplémentaires à un niveau inférieur

à « investment grade » pourraient exercer plus de pression sur les obligations d'État italiennes, dans la mesure où elles seraient exclues de plusieurs indices obligataires, ne pourraient plus servir de nantissement auprès de la BCE et seraient exclues du programme de rachat d'actifs.

Graphique 3 : Le marché avait escompté la rétrogradation de l'Italie

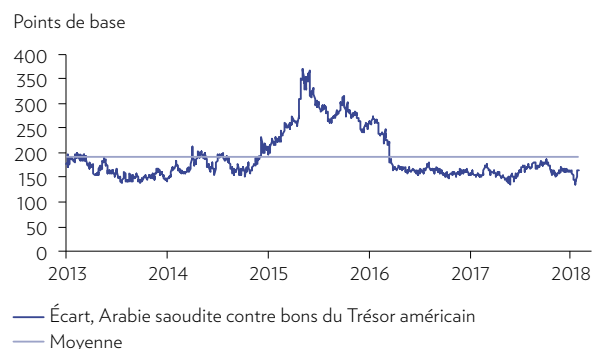


Source : Moody's, Julius Baer

Les tensions entre les États-Unis et l'Arabie saoudite sur le devant de la scène

Les tensions entre les États-Unis et l'Arabie saoudite sur le cas du journaliste saoudien Khashoggi ont focalisé toute l'attention. La Turquie est en point de mire, alors qu'elle gagne lentement les faveurs des États-Unis après avoir relâché le pasteur américain Brunson, tout en cherchant à s'asseoir comme puissance régionale au Moyen-Orient. À notre avis, l'escalade actuelle des tensions entre les États-Unis et l'Arabie saoudite ne devraient avoir qu'un impact à court terme avant qu'un compromis ne soit trouvé. La situation reste dominée par l'actualité, renforçant la volatilité, mais sans empêcher l'Arabie saoudite d'honorer sa dette.

Graphique 4 : Les écarts obligataires saoudiens restent faibles, en dépit des tensions avec les États-Unis



Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Eirini Tsekeridou, Alejandro Hardziej

ACTIONS

PERSPECTIVES RÉJOUISSANTES POUR LE SECTEUR FINANCIER

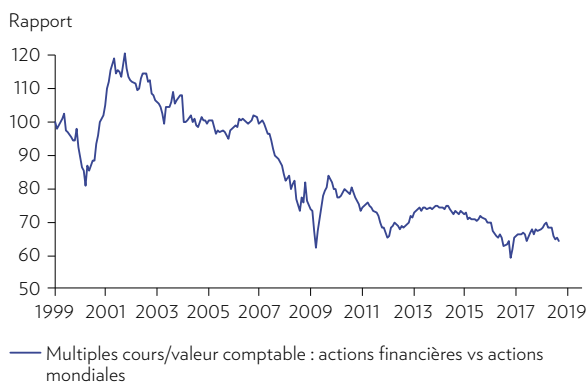
Les actions financières mondiales sont les principales bénéficiaires de la hausse des taux d'intérêt et des rendements. Dans ce contexte, une rotation générale du marché devrait intervenir, des actions défensives onéreuses vers des valeurs de substance plus cycliques. Les titres des banques et des assurances sont très bien positionnés pour tirer parti de cet environnement. À notre avis, ce secteur recèle un important potentiel haussier, en termes relatifs et absolus, sur les prochains 12 à 18 mois.

Les actions financières sont bien placées pour profiter de l'environnement actuel

Historiquement, la hausse des taux d'intérêt et des rendements profite aux valeurs de la finance. La sous-performance des actions financières mondiales durant le premier semestre s'explique essentiellement par le recul des indicateurs économiques avancés et des rendements obligataires. À l'avenir, ces obstacles pourraient se transformer en tremplins pour les titres financiers. Les rendements obligataires devraient progressivement remonter, dans la zone euro comme aux États-Unis, et en Europe, nous anticipons un rebond des indices des directeurs d'achat et d'autres indicateurs macroéconomiques. Dans ce contexte, nous nous attendons à une reprise de la croissance des bénéfices dans les secteurs des assurances et des banques, qui devrait générer une amélioration de la performance sectorielle relative en 2019.

Les actions financières mondiales sont l'un des principaux bénéficiaires de la hausse des rendements obligataires.

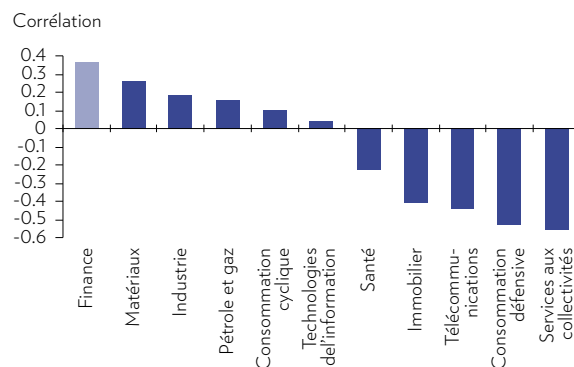
Graphique 1 : Le ratio cours/valeur comptable relatif des financières toujours proche de son niveau plancher



Source : Datastream, Julius Baer

Alors que les banques américaines ont déjà réagi favorablement à la hausse des rendements ces derniers mois, leurs homologues européennes se sont récemment découplées des rendements obligataires en raison du drame budgétaire italien. Nous pensons que les politiciens italiens finiront par s'accorder sur l'adoption d'une politique fiscale plus en ligne avec les règles de l'Union européenne, ce qui devrait servir de catalyseur pour les actions financières européennes, en particulier pour les banques de la zone euro. Les valorisations du secteur financier mondial restent largement attrayantes, avec des multiples cours/valeur comptable en valeur absolue et relative toujours proches de leur niveau plancher historique. À mesure que les rendements obligataires remonteront, une rotation devrait intervenir des secteurs défensifs onéreux tels que l'immobilier ou la consommation défensive vers des valeurs de substance plus cycliques. Les actions financières mondiales devraient très largement profiter de cette évolution. De ce fait, nous réitérons notre recommandation de Surpondérer pour les valeurs financières mondiales.

Graphique 2 : La finance est le secteur le plus étroitement corrélé aux rendements obligataires

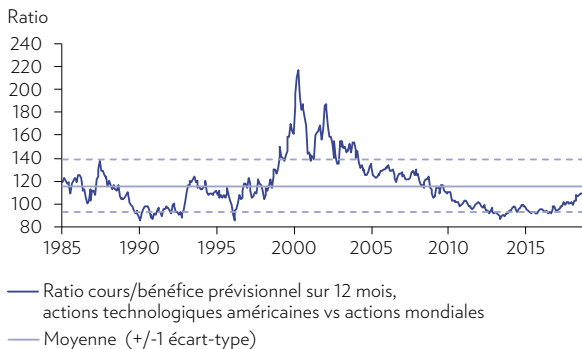


Classification : Julius Baer Financial Instruments

Source : Datastream, Julius Baer

Patrik Lang, CFA

TECHNOLOGIES DE L'INFORMATION : SURPONDÉRER



Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Recommandations de titres :

Adobe Systems (Buy, cours/cours cible : USD 252.92/295)

Microsoft (Buy, cours/cours cible : USD 108.30/118)

salesforce.com (Buy, cours/cours cible : USD 140.80/170)

À notre avis, la récente correction des actions mondiales des technologies de l'information est une opportunité d'achat pour s'exposer à ce secteur, qui affiche la croissance la plus rapide. Les titres technologiques devraient profiter de diverses opportunités de croissance structurelle, ainsi que de la reprise économique en cours. L'investissement dans la technologie progresse plus de deux fois plus vite que le produit intérieur brut, et ce secteur souffre encore de sous-investissement. En outre, les technologies de l'information sont le seul secteur à disposer de positions nettes en liquidités, tandis que les valorisations restent inférieures aux moyennes historiques. Nous continuons donc d'apprécier les actions technologiques et considérons la récente correction comme une opportunité d'achat.

Patrik Lang, CFA

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, Ferroviario, Legrand, Schneider Electric	China Everbright International, China State Construction International, CK Hutchison
Consommation cyclique	Sous-pondérer	Booking Holdings, Dollar General, Home Depot	Fielmann, Richemont	Sands China, Shenzhou 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, Merck KGaA	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	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	
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

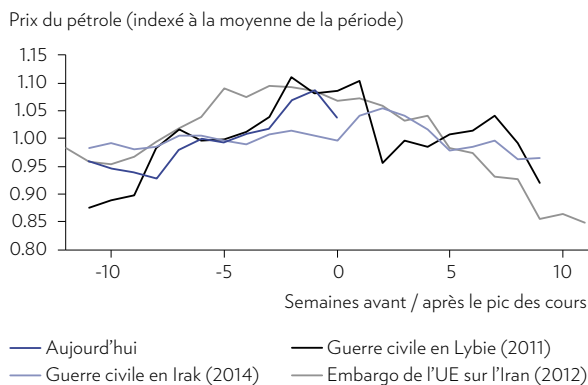
REPRISE PASSAGÈRE

Si les matières premières ont regagné un peu du terrain perdu, elles n'affichent pas, selon nous, de potentiel haussier durable, dans un contexte difficile pour les marchés émergents et de désendettement en Chine. Toutefois, il existe certains segments attrayants. Les cours du pétrole ont repris des couleurs, grâce au sentiment toujours plus optimiste des marchés en prévision de l'embargo contre l'Iran, mais cette progression pourrait n'être qu'un feu de paille. Après la vague vendeuse subie par les actions, l'or a retrouvé de son éclat, confirmant ainsi nos perspectives constructives à plus long terme.

L'énergie caracole en tête

Les marchés des matières premières se sont certes redressés à la suite des ventes massives de cet été, mais demeurent à un niveau inférieur à celui atteint plus tôt cette année. Le segment de l'énergie a fourni la plus forte contribution, les craintes de pénurie de l'offre ayant soutenu les cours du pétrole et du gaz, alors que les cours des métaux semblaient avoir atteint leur plancher. Dans un contexte difficile pour les marchés émergents et de désendettement en Chine, les matières premières ne présentent pas de potentiel haussier durable. Certains segments tels que le gaz naturel ou certains segments des métaux précieux se révèlent toujours attrayants.

Graphique 1 : Les cours du pétrole dépendent des événements géopolitiques



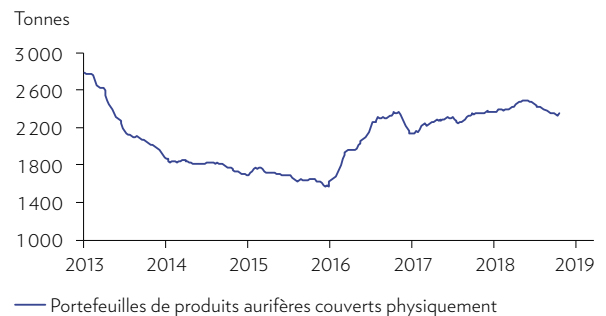
Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Le retour des paris haussiers sur le pétrole

Alors qu'un embargo pétrolier des États-Unis sur l'Iran se profile, des craintes de forte pénurie de l'offre commencent à se faire entendre. Cependant, la portée et la durée de ces restrictions vont largement dépendre de la Chine et de l'Inde, les principaux importateurs de pétrole iranien. Si le gouvernement américain semble intransigeant, les deux autres pays sont capables de choisir des alternatives commerciales. Les prix du pétrole ont dépassé USD 80 le baril, soutenus par un sentiment toujours plus haussier. Cette

évolution étant intervenue dans l'attente d'une amélioration des fondamentaux (et non en réaction à celle-ci), il est possible que les cours piquent à nouveau du nez ces prochains mois, comme ce fut le cas au cours d'autres événements géopolitiques au Moyen-Orient.

Graphique 2 : L'or ne séduit guère les investisseurs en quête de sécurité



Source : Commodity Futures Trading Commission, Julius Baer

L'or est toujours une valeur refuge

Les ventes massives sur les marchés d'actions le mois dernier ont redonné de l'éclat à l'or, qui a retrouvé son statut de valeur refuge. Néanmoins, la plupart des gains étaient dus à une couverture des positions short sur le marché à terme, les investisseurs recherchant la sécurité n'ayant guère acheté d'or. Ce sentiment très négatif ouvre la voie à de nouvelles couvertures de positions short, ce qui engendrera un nouveau potentiel haussier à court terme. À moyen ou long terme, l'or pourrait profiter d'un affaiblissement du dollar américain et d'un regain de la demande de valeurs refuges, une fois que les craintes concernant la croissance et l'inflation se seront propagées aux marchés financiers. Nous avons ici la confirmation du bien-fondé de nos perspectives constructives et réitérons notre recommandation d'ajout de l'or au portefeuille, en tant que stratégie « buy-and-hold ».

Carsten Menke, CFA

MENTIONS LÉGALES IMPORTANTES

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

MENTIONS LÉGALES

Auteurs :

Christian Gattiker, Head of Research & Investment Solutions, christian.gattiker@juliusbaer.com ¹⁾

Alexis Chassagnade, Technical Analysis, alexis.chassagnade@juliusbaer.com ¹⁾

Damien Ng, Next Generation Thematic Research, damien.ng@juliusbaer.com ¹⁾

David Alexander Meier, Macro Research, davidalexandermeier@juliusbaer.com ¹⁾

David Kohl, Head of Currency Research, david.kohl@juliusbaer.com ²⁾

Eirini Tsekeridou, Fixed Income Research, eirini.tsekeridou@juliusbaer.com ¹⁾

Alejandro Hardziej, Fixed Income Research, alejandro.hardziej@juliusbaer.com ¹⁾

Patrik Lang, Head of Equities Research, patrik.lang@juliusbaer.com ¹⁾

Carsten Menke, Commodity Research, carsten.menke@juliusbaer.com ¹⁾

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

ANNEXE

Attestation des analystes

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

Méthodologie

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

Structure

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

Information sur les cours

Sauf indication contraire, les informations sur les cours correspondent au cours du 26 octobre 2018.

Actions

Système de notation d'actions

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

Système de notation des segments de marché

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

Catégories de risque

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

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

Divulgaration d'informations

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 26/10/2018

Actions	Buy	46,1 %	Hold	57,7 %	Reduce	2,2 %
Émetteurs	Buy	50,0 %	Hold	47,0 %	Sell	3,0 %

Historique des recommandations sur les actions et les émetteurs

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

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

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

Système de notation d'émetteurs

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

Catégories de risque

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

Définition de la notation de crédit

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

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

Matières premières**Système de notation**

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

Recommandations d'investissement spécifiques aux matières premières

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

Monnaies

Système de notation

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

Analyse technique

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

Système de notation absolu

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

Système de notation relatif

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

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

AVIS JURIDIQUE IMPORTANT

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

INFORMATION IMPORTANTE CONCERNANT LA DIFFUSION

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Pays-Bas : Julius Baer (Netherlands) B.V., société agréée et réglementée par l'Autorité des marchés financiers des Pays-Bas (AFM) et habilitée (i) à recevoir et à transférer les ordres de ses clients et (ii) à fournir des conseils en matière d'investissement, distribue la présente publication auprès de ses clients. Bank Julius Baer 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, EMPORTÉS OU DISTRIBUÉS AUX ÉTATS-UNIS OU À UNE « US PERSON ».

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

© Groupe Julius Baer, 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

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.

11/2018 Publ. No. PU00106FR
© GROUPE JULIUS BAER, 2018

Signatory of:



myclimate 01-14-814357
neutral myclimate.org