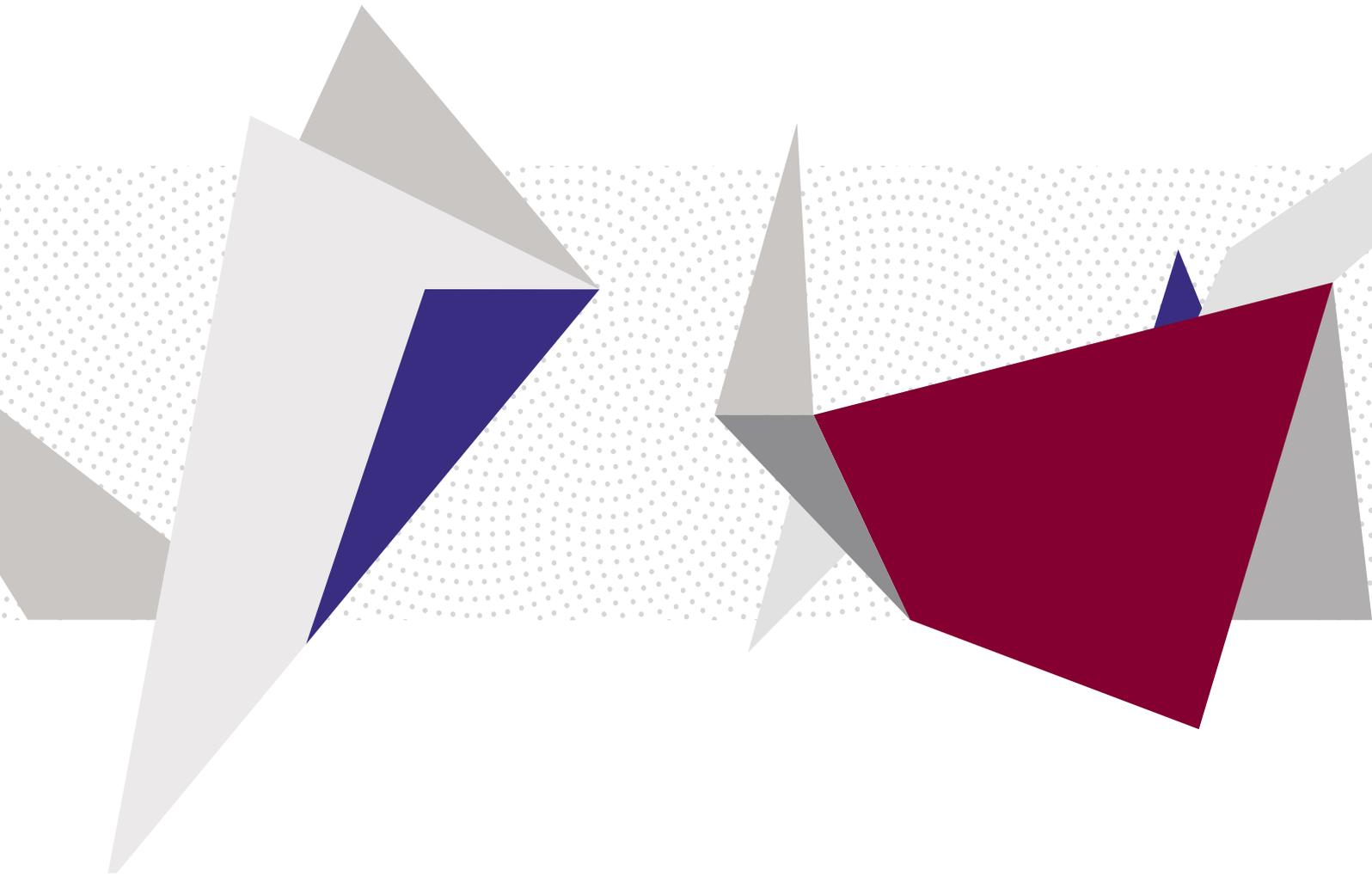


Julius Bär

RESEARCH VIEWPOINTS

À PROPOS DE LA SUISSE

T2 2019



SOMMAIRE

Différent et opposé au sens commun

Pilier n°1 : Le franc suisse, la monnaie la plus forte au monde, s'est avéré un atout unique

Pilier n°2 : La Suisse connaît un blocage politique permanent

Pilier n°3 : Décentralisation de l'administration

Pilier n°4 : Une politique étrangère qui ne fait pas de vagues

Pilier n°5 : L'apprentissage

Défis et menaces

Grandir à force de résistance

La preuve par l'investissement

PUBLICATION TRIMESTRIELLE DE JULIUS BAER RESEARCH

Une approche holistique du private banking ne s'intéresse pas seulement aux chiffres, mais aussi aux points de vue. Les points de vue nous aident à organiser nos idées. Nous pouvons également essayer d'adopter un point de vue différent du nôtre. C'est dans cet état d'esprit que notre Head of Research, Christian Gattiker, vous présente des points de vue sur des thèmes plus larges affectant la gestion de fortune dans la présente publication trimestrielle.



Christian Gattiker, CFA, CAIA
Head of Research

À PROPOS DE LA SUISSE

UNE CHANSON ALPINE DE GLACE ET DE FEU

Le modèle économique suisse est parfois moqué, souvent admiré et régulièrement envié. Cependant, rares sont ceux qui le comprennent. Il repose sur cinq piliers essentiels qui en font un triomphe pragmatique sur le chaos et le désordre : 1) le franc suisse, la monnaie la plus forte au monde, qui s'est avéré un argument de vente unique ; 2) le blocage politique permanent ; 3) une administration décentralisée ; 4) une politique étrangère qui ne fait pas de vagues ; 5) et le système d'enseignement, qui fait la part belle à l'apprentissage. Au fil des décennies, ce modèle a été éprouvé dans les situations d'urgence de petite et grande ampleur, et il sera probablement réexaminé à l'avenir. Cependant, le résultat est une économie très ouverte et « antifrangible », qui a fait – et continuera probablement de faire – prospérer les fortunes privées.

Il existe, sans doute, des sujets plus importants dans le monde que la Suisse qui méritent réflexion. Après tout, la Suisse est un tout petit pays qui n'héberge que 0,11 % de la population mondiale. Toutefois, il représente 0,4 % du produit intérieur brut (PIB) mondial et possède 1,1 % de la fortune privée mondiale (soit 4 fois et 10 fois plus que la moyenne mondiale, respectivement). Ses exploits se retrouvent également dans d'autres classements mondiaux : la Suisse est le sixième pays le plus heureux du monde (rapport mondial sur le bonheur des Nations Unies, édition 2019), le deuxième pays le plus riche en termes de PIB par habitant (Fonds monétaire international, 2017) et le pays le plus compétitif au monde (rapport sur la compétitivité 2017–2018 du Forum économique mondial). Même si ces classements peuvent varier

selon la source, la méthodologie et l'année où les études sont menées, la constance avec laquelle la Suisse figure aux premières places dans les classements est assez frappante. Par conséquent, il convient de s'intéresser aux « ingrédients secrets » de la réussite de ce petit pays.

DIFFÉRENT ET OPPOSÉ AU SENS COMMUN

En tant que Suisse et économiste de formation, j'ai commencé très tôt à comparer le modèle économique de la Suisse à celui des autres pays. J'ai été frappé d'emblée par le fait que de nombreuses caractéristiques du modèle économique suisse sont non

seulement différentes, mais aussi bien souvent diamétralement opposées à ce que le « sens commun » voudrait. Qu'il s'agisse de la monnaie, de la politique, de l'administration, de la politique étrangère ou de l'éducation, l'exemple suisse recèle quelques trésors cachés qui méritent d'être explorés. Cette analyse intéressera, sans doute, les ressortissants étrangers qui peuvent apprécier les avantages qu'il y a à sortir des sentiers battus du bon sens, mais aussi les lecteurs suisses qui, pour la plupart, ne réalisent pas à quel point leur système est spécial tant ils y sont habitués. Alors, penchons-nous sur les cinq piliers de la réussite du modèle économique suisse.

PILIER N°1 : LE FRANC SUISSE, LA MONNAIE LA PLUS FORTE AU MONDE, S'EST AVÉRÉ UN ATOUT UNIQUE

De l'avis général, lorsqu'une économie est en difficulté, sa banque centrale doit affaiblir la monnaie. Les exportations font alors un bond, la croissance s'accélère et les salaires finissent par suivre. Cette logique est assez intuitive, mais elle ne repose sur aucun élément empirique. L'expérience récente de la zone euro est un contre-exemple notable qui souligne les limites du modèle exportateur reposant sur une monnaie sous-évaluée. L'euro a beau être sous-évalué depuis cinq ans, l'économie européenne ne semble pas avoir profité durablement de la relance orchestrée par la Banque centrale européenne. Il en va de même pour le Japon, où le même remède est employé quasi constamment depuis 25 ans. Certains économistes ont très vite souligné les limites de cette approche du « chacun pour soi » qui ne fonctionne pas à l'échelle de l'économie mondiale. Si tous les pays font la même chose, leur avantage compétitif relatif s'évapore et une course à la dévaluation compétitive s'engage alors. Cependant, les exemples de la zone euro et du Japon sont particulièrement notables à cet égard, car tous les pays du monde n'ont pas dévalué leurs monnaies simultanément. Et pourtant, les effets positifs de cette politique ont été, au mieux, temporaire dans la zone euro et au Japon.

Cela nous ramène à la Suisse, qui illustre ce qui se passe lorsqu'un pays adopte la démarche opposée. L'histoire du franc suisse montre qu'il est la monnaie la plus stable au monde. Pour mesurer sa stabilité, on peut prendre comme repère son pouvoir d'achat dont le graphique 1 retrace l'évolution sur le long terme. Le pouvoir d'achat de CHF 100 en 1974 correspond au pouvoir d'achat de CHF 40 aujourd'hui. En d'autres termes, la hausse des prix des biens et des services en Suisse a grignoté 60 % de son pouvoir d'achat. Cette érosion est assez substantielle. Cependant, si on la compare à l'érosion constatée pour d'autres monnaies, le franc s'avère extrêmement solide. En effet, le dollar américain a perdu plus de 80 % de son pouvoir d'achat sur la même période, et certaines monnaies 95 % voire plus. Dans leur ensemble, les monnaies de tous les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) ont connu une érosion d'environ 90 %.

Malgré la relance à court terme du secteur exportateur et la croissance économique qui s'ensuit, il semble que la perte de pouvoir d'achat soit impossible à compenser. Voilà pourquoi une monnaie forte, contrairement aux idées reçues, est le principal atout d'une économie sur le long terme. Dans le cas de la Suisse, il s'agissait d'un argument de vente unique, indépendamment de la période examinée (pour laquelle nous disposons de données). Une monnaie forte est ce dont on a besoin pour préserver la richesse du chaos dans le monde qui nous entoure.

PILIER N°2 : LA SUISSE CONNAÎT UN BLOCAGE POLITIQUE PERMANENT

Lorsque j'étais étudiant en économie, j'ai suivi des cours de sciences politiques comparées dans le cadre d'un module d'enseignement accessoire. Je me souviens très bien du jour où notre professeur nous a dit que, d'un point de vue comparatif, la Suisse était un régime de parti unique. Comment cela ? Comme Cuba et la Corée du Nord ? Nous étions totalement per-

plexes. Lorsque je lui ai demandé pourquoi, sa réponse a été aussi brève qu'intrigante : « Parce qu'en tant que citoyen suisse, vous ne pouvez pas voter pour le départ du gouvernement en place. » Il y a effectivement un fond de vérité dans cette affirmation. Petite précision pour ceux qui ne sont pas familiers du système politique suisse : il existe évidemment plusieurs partis. Néanmoins, comme la Suisse a un système de représentation à la proportionnelle, l'alternance politique n'est pas aussi simple qu'au Royaume-Uni ou aux États-Unis, par exemple. De plus, la Suisse a un système de référendum, qui permet aux citoyens de se prononcer sur un large éventail de sujets comme l'immigration ou le fait de savoir si les vaches doivent garder leurs cornes (ce n'est pas une plaisanterie : cette question a été soumise à référendum en 2018). Cela signifie que les électeurs ont (toujours) le dernier mot. D'ailleurs, cette possibilité oblige les partis à faire des compromis sur chaque motion déposée, sous peine de la voir rejetée. À cet égard, le mot « blocage » n'est pas usurpé. L'importance pour le système dans son ensemble est le suivant : le système bloqué est extrêmement lent et entièrement tourné vers le compromis. Par ailleurs, il n'encourage pas les virages à 180 degrés. Une situation comme celle observée aux États-Unis, lorsque Donald Trump est

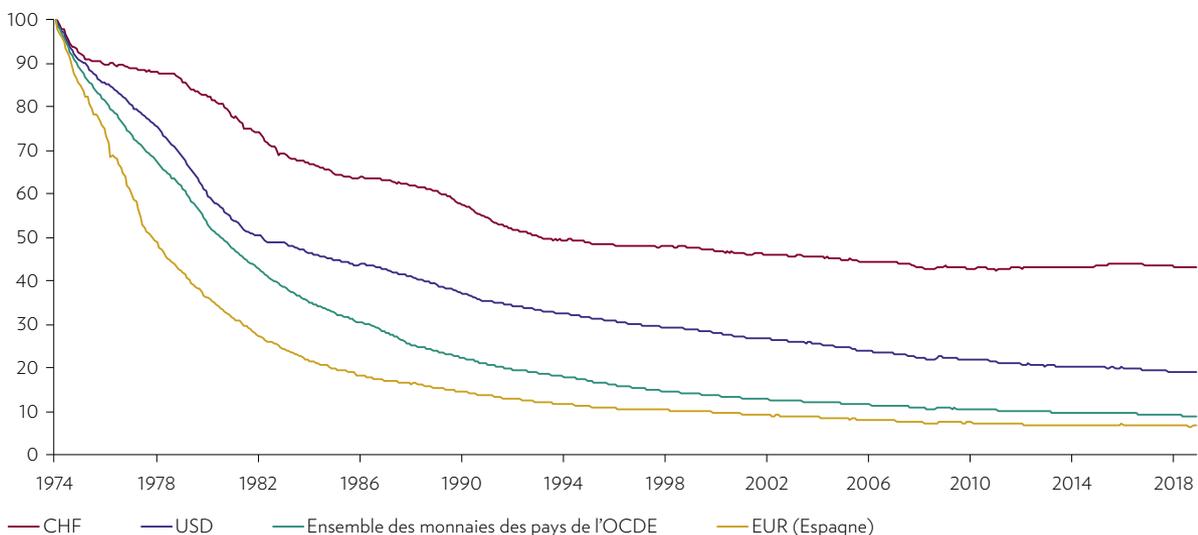
parvenu à révoquer lors des six premiers mois d'importantes mesures prises par l'administration Obama, serait impensable en Suisse. Vu sous l'angle constructif : le système politique suisse est extrêmement fiable, stable et prévisible pour tous les acteurs économiques. Du moins, par rapport aux autres pays du monde.

PILIER N°3 : DÉCENTRALISATION DE L'ADMINISTRATION

Dans son livre-révélation « Antifragile » (lire les notes « Lectures complémentaires » à la fin pour plus de précisions), Nassim Nicholas Taleb affirme en gros que les Suisses sont les gens les plus heureux au monde, car ils n'ont pas de gouvernement central. Voilà qui ne ravirait guère notre gouvernement central – car nous en avons un. (Toutefois, l'existence d'un gouvernement central aux compétences élargies est une évolution assez récente ; il a vu le jour après la Seconde Guerre mondiale dans le prolongement de « l'impôt de guerre » qui visait à créer un organe central chargé de défendre la population contre la guerre qui faisait rage à l'étranger.) Mais il y a du vrai dans l'observation de Taleb, qui prend la forme d'une devise centenaire

Graphique 1 : Le franc suisse défie la gravité

Pouvoir d'achat de 100 unités d'une monnaie donnée au fil du temps



Source : Datastream, Julius Baer

que les Suisses appliquent pour administrer leur société : résoudre tout ce qui est possible à l'échelon le plus bas de l'exécutif et déléguer uniquement ce qui ne peut être résolu qu'au niveau central. On pourrait appeler cela une « approche décentralisée de l'administration » ou le « principe de subsidiarité ». Indépendamment de l'appellation choisie, elle est devenue une forme d'administration publique assez efficace, comme en témoigne le niveau de la dépense publique : cette dernière représente 33 % du produit intérieur brut, bien inférieure à celle de 46 % dans la zone euro.

PILIER N°4 : UNE POLITIQUE ÉTRANGÈRE QUI NE FAIT PAS DE VAGUES

Ce domaine est un champ de mines pour de nombreux responsables politiques suisses. La Suisse se veut un pays fort et indépendant sur la scène mondiale. Cela n'est pas surprenant dans la mesure où la Suisse était considérée comme une superpuissance avant 1515. Par la suite, l'avènement de nouvelles technologies militaires, comme les canons, a mis un terme à la suprématie des troupes suisses sur les champs de bataille médiévaux. Malheureusement, tout le monde en dehors de la Suisse a oublié que ce pays était autrefois une superpuissance, ce qui est compréhensible. Voilà pourquoi la politique étrangère de la Suisse consiste à ne pas faire de vagues (chut... ne le dites pas à mes concitoyens). Cela est néanmoins pragmatique, car les Suisses font de la nécessité une vertu. Invité par un cercle de réflexion à Zurich, j'ai récemment participé à une table ronde en compagnie de personnalités très en vue. Tous les participants se félicitaient que « nous autres, les Suisses, ne menons pas de guerres commerciales ». J'ai contribué au débat en formulant l'observation suivante : Nous, les Suisses, nous ne menons pas de guerres commerciales pour la simple raison que nous ne pouvons pas le faire : notre pays est trop petit pour imposer ses conditions à ses grands voisins, encore moins depuis qu'ils ont uni leurs forces. Cependant, l'agilité qui caractérise la politique étrangère de la Suisse a empêché le pays de commettre de grosses erreurs vis-à-vis de ses partenaires étrangers.

PILIER N°5 : L'APPRENTISSAGE

En 2018, l'un des freins à la croissance dans de nombreuses économies occidentales était la pénurie de main d'œuvre qualifiée. En Suisse, deux grandes entreprises suisses ont lancé un avertissement sur résultats, invoquant ce problème dans les pays étrangers. Le fabricant d'équipement sanitaires Geberit ne parvenait pas à trouver suffisamment de plombiers pour installer ses produits en Allemagne. L'équipementier automobile Autoneum a fait un « copier-coller » de ses usines européennes très automatisées pour le marché américain. Hélas, il s'est avéré qu'il n'y avait pas d'ouvriers capables de faire fonctionner les machines aux États-Unis. En Suisse, le marché de l'emploi se distingue par le système dual de formation professionnelle, qui combine des apprentissages avec l'enseignement en classe dans une école professionnelle publique. Seuls 20 % des adolescents choisissent la voie universitaire. Et pourtant, grâce à ce système d'apprentissage en alternance, la Suisse dispose d'une main d'œuvre hautement qualifiée et bien formée qui, en plus de diplômes de l'enseignement supérieur acquiert des compétences grâce à l'apprentissage. D'ailleurs, après l'investiture de son père en 2017, Ivanka Trump s'est rendue en Suisse pour étudier l'approche suisse. Nous n'avons pas eu d'échos de cette visite, ce qui est amusant dans la mesure où Donald Trump doit sa célébrité télévisuelle à sa participation à une émission de télé-réalité intitulée « The Apprentice ». Pour une raison que j'ignore, il n'a pas développé cette idée utile en dehors du petit écran. C'est bien dommage.

DÉFIS ET MENACES

Avant que vous pensiez que j'ai suivi de trop près la dernière campagne présidentielle aux États-Unis et que je souhaite créer mon propre mouvement « La Suisse d'abord », je vous invite à réfléchir à ce qui suit. Évidemment, le système suisse n'a pas été imaginé sur un tableau noir il y a quelques décennies. Il est le fruit des enseignements tirés de nombreuses années de crise et de la pression que ces crises ont exercé sur les systèmes économique et politique d'une petite économie ouverte comme la nôtre. Ces pres-

sions existent encore aujourd'hui et continueront de hanter les nuits des chefs d'entreprises et des responsables politiques suisses.

Aujourd'hui, le principal défi pour la Suisse réside dans l'immense pression à laquelle elle est soumise pour confirmer son soutien au projet de l'Union européenne. Sur le front économique, elle connaît également des problèmes structurels comme l'endettement extrêmement élevé des ménages (cf. graphique 2). Certes, cela tombe sous le sens ; habituellement, une dette importante est perçue comme quelque chose de négatif. Toutefois, si l'on regarde le podium des pays dans le graphique 2, il y a de quoi se demander si cela n'est pas une bonne chose en réalité. Je pourrais continuer à énumérer d'autres défis, comme le bilan hypertrophié de la Banque nationale suisse, qui résulte des interventions de cette dernière destinées à combattre la vigueur extrême du franc. Personne ne sait s'il y aura un retour de flammes à un moment donné.

GRANDIR À FORCE DE RÉSISTANCE

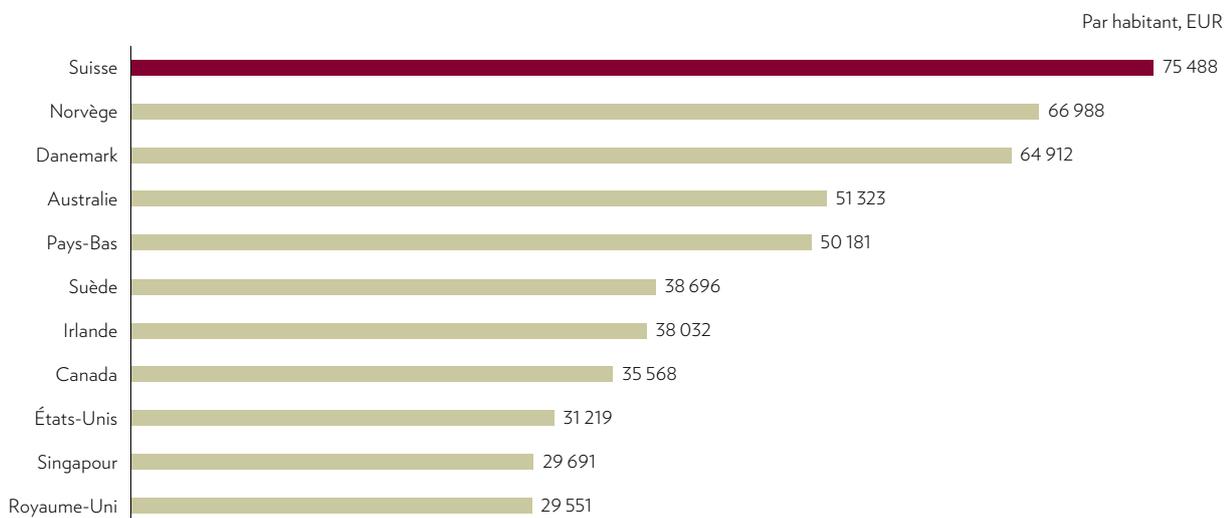
On peut argumenter que la Suisse a fait face à ces défis et à ces menaces d'une manière ou d'une autre tout au long de son histoire. Et ce sont ces défis et

ces menaces qui ont rendu le système plus fort, plus résilient et, pour reprendre les termes de M. Taleb, plus « antifrangible ». Autrement dit, les Suisses ont créé un système qui prospère grâce au chaos, au désordre et à la volatilité. Ces sources de tension sont susceptibles de changer à l'avenir mais il est peu probable qu'elles disparaissent et la logique voudrait qu'elles produisent les mêmes effets.

LA PREUVE PAR L'INVESTISSEMENT

La croissance à force de résistance se vérifie également au niveau de l'investissement. Dans la mesure où les investisseurs suisses possèdent la monnaie la plus forte au monde, ils doivent calculer leur performance à l'étranger en francs suisses. Fait étonnant, comme le montre le graphique 3, les actifs financiers suisses ont surperformé ceux des autres pays à taux de change constants malgré l'appréciation du franc de 2 % par an en moyenne par rapport à d'autres monnaies sur les 40 dernières années. La raison semble assez simple : les entreprises suisses ont constamment dû s'adapter, et pas seulement lorsque cela allait mal, pour rester compétitives. Le résultat se passe de commentaires et met en évidence une allocation optimale du capital, du moins par rapport aux pays

Graphique 2 : Dette des ménages par habitant (2013)



Source : Allianz, Julius Baer

avec un régime de change plus souple. Avant d'essayer de le mettre en pratique chez eux, ce qui peut prendre des décennies, les investisseurs internationaux pourraient être tentés de prendre un raccourci. Étant donné les résultats enviables de la Suisse, ils pourraient envisager d'investir une part nettement plus importante de leur fortune dans des actifs libellés en francs suisses. En revanche, les investisseurs basés en Suisse peuvent miser sur les entreprises cotées dans leur pays pour surfer sur la vague de la croissance mondiale. Au premier abord, cela ne semble guère attirant, mais bénéficier de la monnaie la plus forte au monde est un atout qui fait toute la différence. Il est peut-être temps d'ajouter quelques actifs « antifragsiles » à votre portefeuille.

LECTURES COMPLÉMENTAIRES

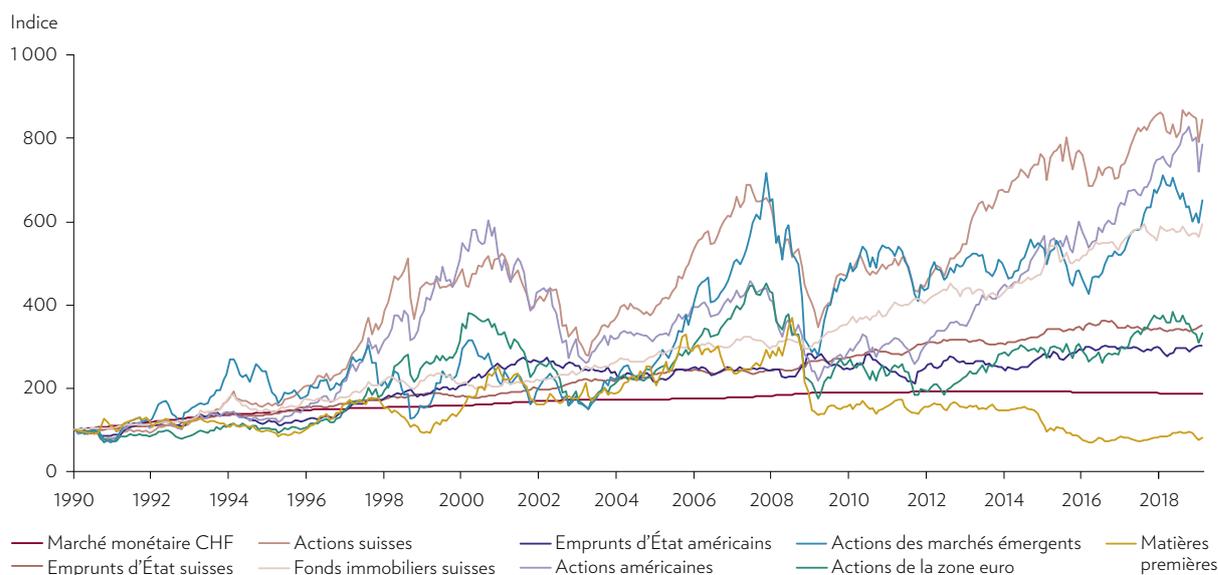
Baltensperger, Ernst (2012). « Der Schweizer Franken – eine Erfolgsgeschichte », NZZ Libro.

Baltensperger, Ernst et Kugler, Peter (2017). « Swiss Monetary History since the Early 19th Century », Cambridge University Press.

Taleb, Nassim Nicholas (2013). « Antifragile : Les bienfaits du désordre », Les Belles Lettres.

Tanner, Jakob (2015). « Geschichte der Schweiz im 20. Jahrhundert », C.H. Beck.

Graphique 3 : La nécessité d'utiliser la même monnaie pour comparer des rendements*



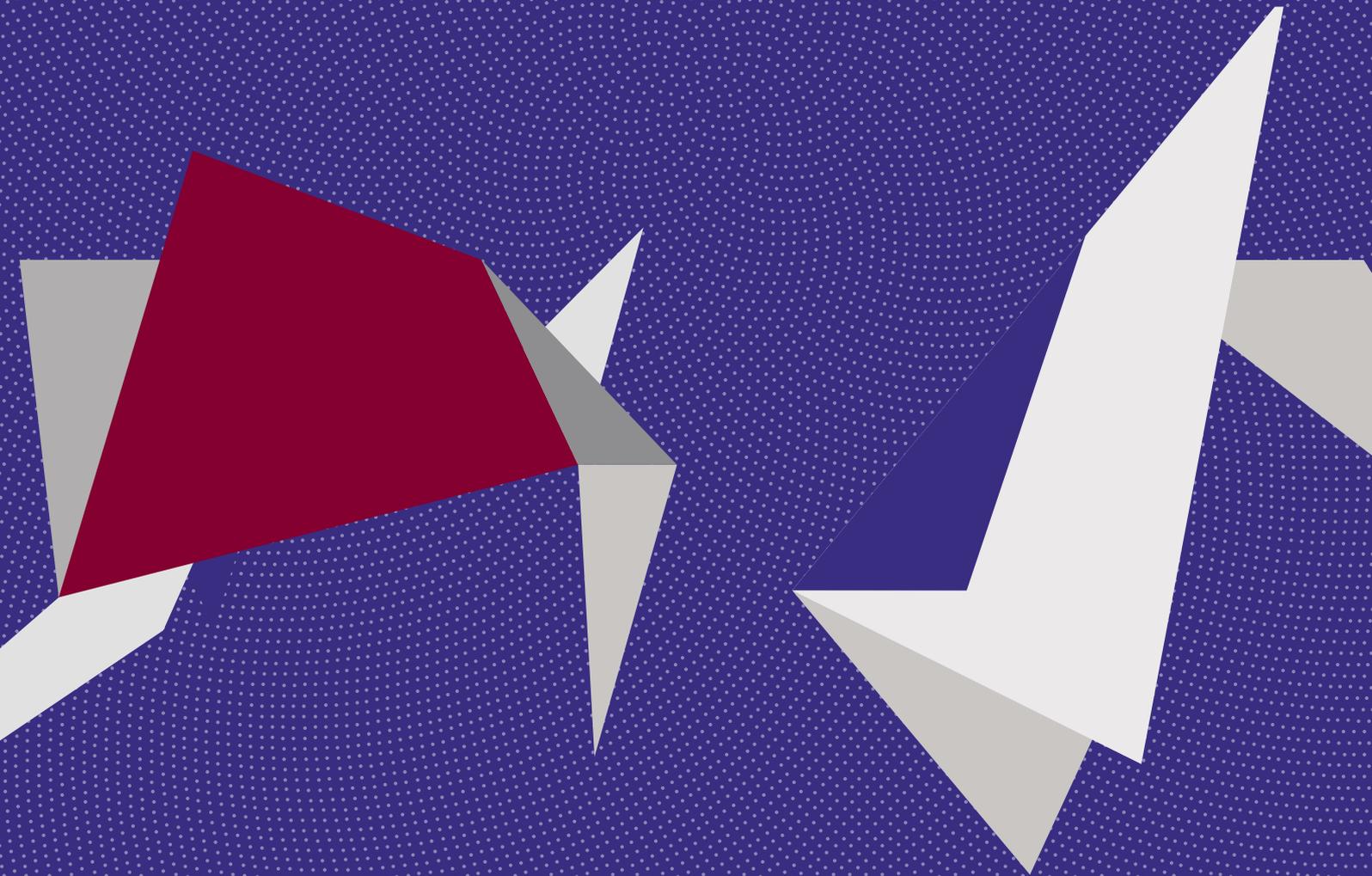
*rendement des classes d'actifs en CHF (indexé à 100 au 31/12/1989)

La performance passée ne saurait servir d'indicateur fiable quant aux résultats futurs. De même, les prévisions de rendement ne saurait servir d'indicateur fiable de la performance future.

Source : Datastream, Julius Baer



De nombreuses caractéristiques du modèle économique suisse sont non seulement différentes, mais aussi bien souvent diamétralement opposées à ce que le « sens commun » voudrait.



MENTIONS LÉGALES IMPORTANTES

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

MENTIONS LÉGALES

Auteurs : **Christian Gattiker, Head of Research**, christian.gattiker@juliusbaer.com¹⁾

- 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).

ANNEXE

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

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 lu 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.

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. **Conflits d'intérêts :** 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 confirmeront 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 financière (BaFin), distribue cette publication auprès de ses clients. 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 :** La présente publication est destinée exclusivement aux destinataires auxquels elle s'adresse. **Dubai International Financial Centre :** La présente publication a été distribuée par Julius Baer (Middle East) Ltd. 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 du DFSA. Julius Baer (Middle East) Ltd. est dûment agréée et soumise au contrôle de la DFSA. **Émirats arabes unis :** La présente publication n'est ni approuvée ni licenciée par la Banque centrale des EAU, par l'Autorité des matières premières et des titres des EAU ou par quelque autre autorité des EAU. Elle est strictement privée et confidentielle et est remise, à leur demande, à un nombre limité d'investisseurs privés et institutionnels sophistiqués. Elle ne doit pas être fournie ni servir de référence à un tiers. **Espagne :** Julius Baer Agencia de Valores, S.A.U. et Julius Baer Gestión S.G.I.I.C, S.A., établissements agréés et réglementés par la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), distribuent à leur clients des analyses. **Guernesey :** La présente publication est distribuée par Banque Julius Baer & Cie SA, succursale de Guernesey, qui est titulaire d'une licence à Guernesey pour fournir des services bancaires et d'investissement et est régulée par la Guernesey Financial Services Commission. **Hong Kong :** 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. **Japon** : Cette publication ne doit être distribuée qu'avec les clauses de non-responsabilité et les formalités appropriées par une entité 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. Elle est strictement privée et confidentielle et est remise, à leur demande, à un nombre limité d'investisseurs privés et institutionnels. Elle ne doit pas être fournie ni servir de référence à un tiers. Les informations qu'elle contient sont valables au jour de la date référencée, et Julius Baer (Lebanon) S.A.L. ne saurait être tenue responsable de la mise à jour régulière desdites informations. Les cotations et valeurs communiquées ici le sont à titre indicatif exclusivement, et ne font aucunement référence à des niveaux de négoce. **Luxembourg** : Cette publication est distribuée par Bank Julius Baer Europe S.A., une société anonyme constituée en vertu du droit luxembourgeois, sise au 25, rue Edward Steichen, L-2540 Luxembourg, immatriculée au Registre de Commerce et des Sociétés de Luxembourg (RCSL) sous le numéro B 8495, et agréée et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 283, route d'Arlon, L-1150 Luxembourg. Cette publication n'a pas été autorisée ni examinée par la CSSF et ne sera pas déposée auprès de la CSSF. **Monaco** : La Banque Julius Baer (Monaco) S.A.M., établissement agréé par le Ministère d'Etat 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 réglementée par la Banque centrale d'Irlande (BCI) pour les règles de conduite. Bank Julius Baer Europe S.A. est une société anonyme de droit luxembourgeois, sise au 25, rue Edward Steichen, L-2540 Luxembourg, et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (RCSL) sous le numéro B 8495. Bank Julius Baer Europe S.A., succursale d'Irlande, distribue cette publication à ses clients. Certains des services mentionnés dans cette publication, qui sont disponibles aux clients de la succursale irlandaise, pourront être fournis par des entités Julius Baer basées hors du Grand-Duché de Luxembourg ou de la République d'Irlande. Dans ces cas, les règles édictées par la CSSF et la BCI pour la protection des particuliers ne s'appliquent pas à de tels services, et l'ombudsman irlandais des services financiers et des pensions ne pourra pas résoudre les plaintes en rapport avec de tels services. **Royaume de Bahreïn** : Julius Baer (Bahrain) B.S.C.(c), société d'investissements agréée et réglementée par la Banque centrale de Bahreïn (Central Bank of Bahrain, CBB), distribue à ses clients investisseurs accrédités cette publication. Veuillez noter que Julius Baer (Bahrain) B.S.C.(c) n'offre ses produits ou services qu'aux clients compétents et des clients investisseurs accrédités conformément à la définition du règlement de la CBB qui contient des réglementations, des directives et des règles conformes aux pouvoirs réglementaires de la CBB aux termes de la loi CBB. Cette publication n'est pas destinée à servir de référence aux particuliers et ne doit pas leur être distribuée. La CBB ne garantit pas la précision des déclarations et des informations contenues dans cette publication et n'est pas responsable vis-à-vis de quiconque de tout dommage ou perte résultant du fait qu'une personne se réfère à une déclaration ou information contenue dans cette publication. **Royaume-Uni** : Julius Baer International Limited, un établissement agréé et réglementé par la Financial Conduct Authority (FCA), distribue la présente publication à ses clients et clients potentiels. Lorsqu'elle est communiquée au Royaume-Uni, cette publication est classifiée comme « financial promotion » qui a été émise et agréée à la distribution au Royaume-Uni par Julius Baer International Limited Certains des services mentionnés dans cette publication peuvent

être fournis par des membres du Groupe Julius Baer hors du Royaume-Uni. Les règles édictées par la FCA aux fins de protection des particuliers ne s'appliquent pas aux services fournis par des membres du Groupe Julius Baer hors du Royaume-Uni, et le Financial Services Compensation Scheme n'est pas applicable. Julius Baer International Limited ne fournit pas de conseil juridique ou fiscal. Si des informations sont fournies sur un traitement fiscal particulier, cela ne signifie pas qu'elles s'appliquent à la situation personnelle du client, et de telles informations peuvent changer à l'avenir. Il est recommandé aux clients d'obtenir un conseil fiscal indépendant sur leur situation personnelle auprès d'un conseiller fiscal avant de prendre une décision d'investissement. Julius Baer International Limited fournit des services de conseil sur une gamme limitée de produits d'investissement (conseil restreint). **Singapour** : 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 la 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 la 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 (MSCI ESG Research est produit par Institutional Shareholder Services, Inc. (ISS) ou ses sociétés affiliées). Les émetteurs mentionnés ou figurant dans tout document produit par MSCI ESG Research peuvent être des clients de ou affiliés à un client de MSCI Inc. (MSCI), ISS, ou une autre filiale de MSCI, y compris ISS Corporate Services, Inc., qui fournit les outils et les services aux émetteurs). La reproduction et la distribution de telles informations, sous quelque forme que ce soit, est interdite, sauf accord écrit du tiers concerné. Les tiers ayant fourni des informations reprises dans le présent document ne garantissent pas l'exactitude, le caractère complet, le fait qu'elles soient correctes en raison du moment, ou la disponibilité des informations en question et de toute information, y compris les notations, et ne sont pas responsables d'éventuelles erreurs ou omissions (par négligence ou autrement), quelle qu'en soit la cause, ou des résultats obtenus suite à l'utilisation de ces informations. Les tiers ayant fourni des informations ne donnent aucune garantie, explicite ou implicite, en particulier, mais pas seulement, quant à la possibilité de commercialisation ou de conformité à une destination ou à un usage particulier, des informations en question. Les tiers ayant fourni des informations ne sont pas responsables des dommages directs, indirects, accessoires, exemplaires, compensatoires, punitifs, spéciaux ou consécutifs, ni des coûts, dépenses, frais et honoraires légaux, des pertes (y compris le manque à gagner – revenus ou bénéfices – et d'éventuels coûts d'opportunité) en relation avec toute utilisation du contenu de l'une quelconque de ces informations, y compris les notations. Les notations constituent des opinions et non des déclarations quant à des faits, des recommandations à l'achat, à la détention ou à la vente de valeurs mobilières. Elles ne constituent pas une indication quant à la valeur de marché de valeurs mobilières aux fins d'investissement, et ne peuvent pas être considérées comme des conseils d'investissement.

© Groupe Julius Baer, 2019

GROUPE JULIUS BAER

Siège principal
Bahnhofstrasse 36
Case postale
8010 Zurich
Suisse
Téléphone +41 (0) 58 888 1111
Fax +41 (0) 58 888 1122
www.juliusbaer.com

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

4/2019 Publ. No. PU00303FR
© GROUPE JULIUS BAER, 2019

Signatory of:

