



Julius Bär

INSIGHTS

Opportunités d'investissement Mars 2019

SOMMAIRE

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

JULIUS BAER NEXT GENERATION THÈMES D'INVESTISSEMENT



ARISING ASIA



DIGITAL DISRUPTION



ENERGY TRANSITION



FEEDING THE WORLD



SHIFTING LIFESTYLES

Impressum

Date de publication

5 mars 2019

Cours de référence, clôture de la rédaction

25 février 2019, sauf indication contraire

ÉDITORIAL

Chère lectrice, cher lecteur,

Pour certains, les marchés financiers s'apparentent à un conte pour enfants ou à un casino. Personnellement, et cela n'a sans doute rien de surprenant, j'ai passé l'essentiel de ma carrière à essayer, avec plus ou moins de succès, de convaincre les investisseurs que la fiction et le jeu n'avaient rien à voir là-dedans. D'ailleurs, en finance, il n'est jamais fait référence aux dix contes les plus populaires (selon un classement effectué par un site Internet international consacré à la parentalité), qu'il s'agisse de Cendrillon, de Raiponce, d'Hansel et Gretel ou du Roi Grenouille, même si la transposition de ces contes aux marchés financiers pourrait donner lieu à des interprétations intéressantes.

« Boucle d'or et les trois ours » fait cependant exception, le conte étant régulièrement évoqué concernant les marchés financiers (la première mention remontant à 1992). Si, à l'origine, ce conte est une histoire de bouillie d'avoine mangée « ni trop chaude, ni trop froide », les économistes en ont fait une métaphore de l'état d'une économie. Ainsi, des « conditions idéales » sur les marchés financiers correspondent à un scénario dit « Boucle d'or » (ou « Goldilocks »).

2019 a renoué avec un tel scénario après la dégringolade qu'ont subie les marchés fin 2018. En effet, la plupart des banques centrales s'abstenant désormais de toute nouvelle mesure de resserrement de leur politique monétaire après la confusion d'il y a quelques mois, c'est de nouveau une situation « Boucle d'or » qui prévaut. Dans la présente édition d'Insights, nous nous demanderons combien de temps une telle situation peut durer et quelles en sont les implications pour les investisseurs. Ce qui est d'ores et déjà certain, c'est que ces « conditions idéales » dureront moins longtemps que les cent ans de sommeil de la Belle au bois dormant.



Christian Gattiker
Head of Research

VUE D'ENSEMBLE

Perspective d'investissement : Page 6

- Face aux fortes incertitudes actuelles, les banques centrales ont opté pour le statu quo. L'économie mondiale ne devrait donc pas connaître de surchauffe dans l'immédiat et la croissance ne devrait pas être menacée par le resserrement des politiques monétaires : toutes les conditions sont ainsi réunies pour un scénario « Boucle d'or ».
- Cette situation devrait, selon nous, perdurer au moins jusqu'à l'été 2019. Les investisseurs ont donc tout intérêt à rester investis ou à renforcer leur exposition au risque de crédit et aux actions.

Analyse technique : Page 8

- Après avoir fortement dévissé au quatrième trimestre 2018, les marchés des actions ont bien commencé l'année 2019. Les investisseurs ont néanmoins réduit leur exposition au risque en vendant des actions au profit des obligations et des fonds du marché monétaire.
- Cette orientation ne nous semble pas des plus avisées, les actions américaines et suisses étant appelées à continuer leur tendance haussière de long terme.

Next Generation : Page 10

- Les créateurs et distributeurs historiques de contenus vidéo commencent à réagir face au risque de monopole de Netflix, mais le développement de leurs propres plateformes de streaming conduira inévitablement à une cannibalisation de leurs sources de revenus traditionnelles.
- Les propriétaires de contenu traditionnels en particulier lancent de plus en plus d'initiatives concurrentielles qui devraient empêcher Netflix d'atteindre le seuil de rentabilité. Toutefois, à ce stade, il est difficile de dire qui l'emportera, si tant est qu'il y ait un vainqueur.

Économie : Page 12

- Le ralentissement de l'économie mondiale est plus marqué et touche désormais les économies européennes dépendantes des exportations. En Chine, les autorités réagissent en mettant en place des mesures de relance. Les États-Unis continuent de se distinguer par une croissance plus solide.
- Un relèvement des taux d'intérêt américains au cours de l'année n'est pas exclu. Une évolution positive au niveau des tensions entre les États-Unis et la Chine et du Brexit pourrait se traduire par une amélioration du sentiment.

Monnaies : Page 13

- De nombreux investisseurs étrangers délaissent l'euro sur fond de ralentissement économique qui pourrait amener la Banque centrale européenne à se montrer plus accommodante. À l'inverse, la solide croissance américaine laisse présager un dollar toujours vigoureux.
- Les monnaies des marchés émergents offrent des primes intéressantes au regard des risques qui leur sont associés. Par ailleurs, les risques politiques comme le Brexit pourraient être sources d'opportunités.

Revenu fixe : Page 14

- La position des banques centrales nous a valu un environnement plus favorable au marché depuis le début de l'année, donnant lieu à une belle surperformance des obligations risquées.
- Tant que les investisseurs resteront dans le même état d'esprit et que les banques centrales réussiront à faire passer en douceur leurs changements de politique, nous continuerons de préférer le risque de crédit au risque de duration.

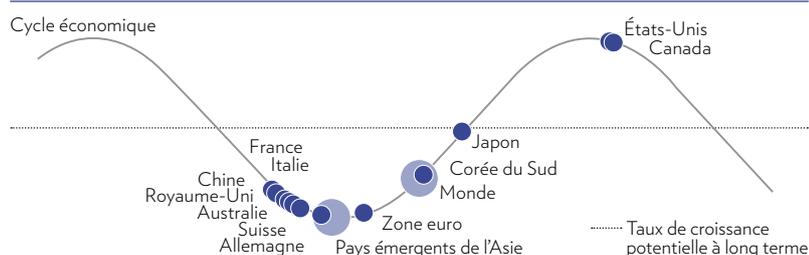
Actions : Page 16

- Les valeurs industrielles sont typiquement des titres de fin de cycle qui surperforment lorsque les taux d'utilisation des capacités de production sont proches des pics précédents et que les entreprises commencent à investir dans de nouvelles capacités.
- Les craintes de guerre commerciale ont poussé les valorisations du secteur de l'industrie vers des niveaux historiquement bas, donnant ainsi lieu à de belles opportunités d'achat.

Matières premières : Page 18

- Les matières premières sont entrées dans une phase de fluctuation dans une fourchette étroite, l'augmentation des prix du pétrole ayant été compensée par la baisse des prix des métaux. La classe d'actifs ne bénéficie d'aucun catalyseur fondamental, d'où le maintien de notre opinion Neutre.
- Bien que les incertitudes se soient accrues du côté de l'offre, le marché pétrolier nous paraît toujours équilibré. Pour l'or, une consolidation semble probable à court terme, mais la tendance haussière de long terme devrait se poursuivre.

VUE D'ENSEMBLE DES CYCLES ÉCONOMIQUES



CROISSANCE (PIB réel an/an, %)

Moyenne	2018	2019E	2020E
États-Unis	2.9	2.5	0.8
Zone euro	1.8	1.2	0.9
Royaume-Uni	1.4	1.1	0.8
Suisse	2.6	1.2	1.0
Japon	0.7	0.6	0.5
Chine	6.6	5.9	5.8
Monde	3.6	3.2	2.8

PIB = produit intérieur brut

INDICES D'ACTIIONS (monnaie locale)

	Niveau	12M
SMI	9398	9100
Eurostoxx 50	3280	3300
S&P 500	2796	2900
Nikkei 225	21528	24500

INFLATION (IPC an/an, %)

Moyenne	2018	2019E	2020E
États-Unis	2.4	1.7	2.1
Zone euro	1.7	1.6	1.8
Royaume-Uni	2.5	1.8	1.7
Suisse	0.9	0.9	1.2
Japon	1.0	0.8	1.0
Chine	1.9	2.6	2.7
Monde	4.1	4.1	4.2

IPC = indice des prix à la consommation

MATIÈRES PREMIÈRES

	Prix	12M
Pétrole Brent (USD/baril)	64.9	60.0
Or (USD/once)	1327	1350
Cuivre (USD/tonne)	6525	6000
Minerai de fer (USD/tonne)	88	65

MONNAIES

	Spot	3M	12M
EUR/CHF	1.14	1.11	1.15
USD/CHF	1.00	1.01	1.00
JPY/CHF	0.90	0.89	0.87
GBP/CHF	1.31	1.29	1.37
EUR/USD	1.14	1.10	1.15
EUR/GBP	0.87	0.86	0.84
USD/JPY	110.7	113.0	115.0
GBP/USD	1.31	1.28	1.37

TAUX DES BANQUES CENTRALES

(% p. a.)

Fin d'exercice	2018	2019E	2020E
États-Unis	2.50	3.00	1.50
Zone euro	0.00	0.00	0.00
Royaume-Uni	0.75	1.00	1.00
Suisse	-0.75	-0.75	-0.75
Japon	-0.10	-0.10	-0.10

E = estimation

EMPRUNT D'ÉTAT 10 ANS (% p. a.)

Fin d'exercice	2018	2019E	2020E
États-Unis	2.83	3.50	2.60
Allemagne	0.25	0.90	0.70
Royaume-Uni	1.27	2.05	1.55
Suisse	-0.19	0.30	0.15
Japon	0.04	0.05	0.10

PERSPECTIVE DES CATÉGORIES D'ACTIFS

Vue	Catégorie d'actifs et de risque	Privilégiez ...	Évitez ...	
→	Liquidités			
→	Obligations	Conservateur	Titres protégés contre l'inflation	Obligations d'État des principaux pays européens
		Première qualité	Obligations d'entreprises en USD	
		Opportuniste	Obligations investment grade inférieur libellées en USD ou EUR, obligations immobilières chinoises investment grade, obligations du Proche-Orient	
		Spéculatif	Obligations immobilières chinoises à haut rendement, obligations américaines à haut rendement à court terme, obligations des marchés émergents en monnaies fortes	
↑	Actions	Conservateur	Santé	Consommation défensive, services aux collectivités ; actions américaines de croissance des dividendes
		Moyen	Chili, Japon ; communications, finance, industrie, pétrole et gaz ; petites capitalisations européennes ; actions européennes à haut dividende	Consommation cyclique, immobilier
		Opportuniste	Chine, Philippines, Vietnam	Inde
→	Matières premières	Or, argent	Minerai de fer	
→	Changes	USD, KRW, INR, BRL	EUR, CZK, HUF, NZD	
	Next Generation	Thématique	Commerce numérique, contenu numérique (jeux vidéo), éducation mondiale, Fin Tech (paiements numériques), génomique 3.0, informatique dématérialisée et intelligence artificielle, mobilité de l'avenir, santé numérique, tourisme en Asie, une Chine en bonne santé, une Chine plus propre	

Vietnam : Julius Baer ne présente aucune offre sur les marchés locaux.**Philippines** : pour les résidents locaux, des investissements sur le marché local sont soumis à des restrictions légales.

↑ vue positive → vue neutre ↓ vue négative

IDÉES D'INVESTISSEMENT : ACTIONS

Thème	Sociétés
Surpondération du secteur de la santé	Abbott Labs, Merck KGaA, Thermo Fisher
Actions préférées	Par secteur

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

Source des tableaux et graphiques : Julius Baer

ÉMETTEURS OBLIGATAIRES PRÉFÉRÉS

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

PERSPECTIVE D'INVESTISSEMENT

CONDITIONS IDÉALES JUSQU'À L'ÉTÉ

Étant donné les fortes incertitudes actuelles, les banques centrales ont opté pour le statu quo. L'économie mondiale ne devrait donc pas connaître de surchauffe dans l'immédiat et la croissance ne devrait pas être menacée par le resserrement des politiques monétaires : toutes les conditions sont ainsi réunies pour un scénario « Boucle d'or ». Cette situation devrait, selon nous, perdurer au moins jusqu'à l'été 2019. Les investisseurs ont donc tout intérêt à rester investis ou à renforcer leur exposition au risque de crédit et aux actions.

LE TERME DU MOIS :

Boucle d'or

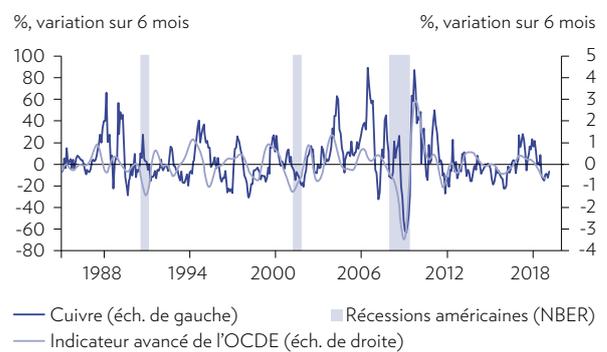
Une économie « Boucle d'or » correspond à une économie où la croissance n'est ni trop forte (écartant ainsi le risque d'inflation), ni trop faible (excluant toute récession). Elle se caractérise par un taux de croissance idéal du produit intérieur brut, de l'ordre de 2 à 3 %, et par une inflation sous-jacente modérée. Une telle situation est dite « Boucle d'or » en référence au conte « Boucle d'or et les trois ours » où une petite fille préfère la bouillie d'avoine ni trop chaude, ni trop froide. À l'instar de la bouillie d'avoine du conte, une économie « Boucle d'or » est une économie « à bonne température ».

Source : thebalance.com, Julius Baer

Vers un creux cyclique

L'économie mondiale est actuellement dominée par deux grandes tendances : la première est la croissance divergente entre les pays émergents et les pays développés, et la seconde est un ralentissement généralisé de la croissance. En d'autres termes, l'économie américaine affiche une santé éclatante alors que la Chine et le reste du monde marquent le pas. Toutefois, malgré le ralentissement de l'économie mondiale, il n'y a aucun signe de récession. Après quelques tergiversations, les banques centrales, et en particulier la Réserve fédérale américaine, ont finalement convenu de la situation et opté pour l'attentisme. Pour les investisseurs, cela signifie que la croissance a peu de chances de ralentir davantage et que les banquiers centraux ne gâcheront pas la fête. Autant dire que toutes les conditions sont réunies pour le scénario « Boucle d'or » (voir le terme du mois).

Graphique 1 : Vers un creux cyclique



NBER = Bureau national américain de recherche économique

Source : Datastream, Julius Baer

Ralentissement de l'économie mondiale, mais pas de signes de récession.

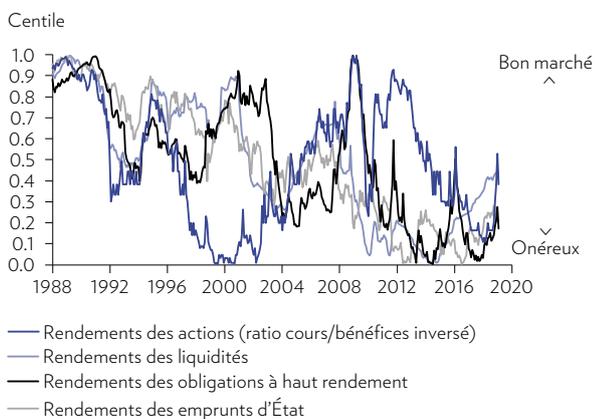
Combien de temps cela va-t-il durer ?

Le meilleur moyen pour les investisseurs d'appréhender les implications d'une économie stable est de s'en remettre au meilleur « économiste » qui soit, à savoir le marché du cuivre, aussi connu sous le nom de « Doctor Copper ». Au cours de l'histoire financière moderne, le taux de variation des prix du cuivre a en effet toujours constitué un indicateur fiable des ralentissements économiques, d'ailleurs bien plus précoce que les indicateurs avancés. À l'aune des derniers chiffres, il apparaît que le rythme de baisse a diminué et les premiers signes d'un creux cyclique commencent à apparaître (voir graphique 1). La phase de baisse de l'économie est donc sans doute derrière nous pour l'essentiel et, sauf chocs externes ou événements imprévus, les chances d'un rebond au second semestre ont augmenté.

Situation idéale au moins jusqu'à l'été 2019

Au regard de ces perspectives, les chances pour que le scénario « Boucle d'or » perdure jusqu'à l'été 2019 semblent assez élevées. Bien évidemment les « connus inconnus » habituels, tels que les chocs politiques ou les catastrophes naturelles, ne peuvent être exclus. Toutefois, nonobstant ces éléments, les banques centrales devraient attendre que l'économie se stabilise avant de poursuivre la normalisation de leur politique monétaire. La question du resserrement de la politique monétaire pourrait de nouveau se poser au second semestre 2019 selon l'évolution des salaires, aux États-Unis notamment.

Graphique 2 : Valorisations – normalisation après la flambée



Source : Datastream, Julius Baer

C'est le moment d'investir ou de rester investis

Le scénario « Boucle d'or » a toujours été favorable aux actifs financiers. Le terme s'applique parfaitement à la situation des années 90 caractérisée par un boom des actifs financiers sur fond de croissance solide et d'inflation pratiquement nulle. Aujourd'hui aussi, les investisseurs ont tout intérêt à investir (ou à conserver leurs positions s'ils sont déjà entièrement investis). Voici nos suggestions d'investissement pour les différentes classes d'actifs :

- **Revenu fixe** : les obligations assorties d'un risque de crédit se comporteront très bien tant que les valorisations ne seront pas trop élevées ou que les hausses de taux ne seront pas à l'ordre du jour. Nous privilégions le haut rendement asiatique et les obligations d'entreprises européennes du segment investment grade inférieur.
- **Actions** : cette classe d'actifs se comporte particulièrement bien dans un contexte de stabilité des taux d'intérêt. Nous préférons les actions des secteurs de la santé et de l'industrie à celles du secteur de la consommation, trop onéreuses.

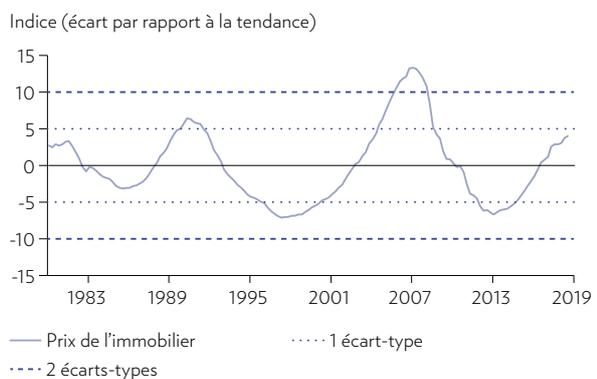
- **Monnaies** : le différentiel de croissance entre les États-Unis et l'Europe allant grandissant, l'euro devrait, selon nous, encore perdre du terrain d'ici à l'été 2019. Par ailleurs, certaines monnaies émergentes offrent de belles primes de risque.
- **Matières premières** : nous restons neutres à l'égard des matières premières et profiterons de la moindre baisse des prix pour renforcer nos positions sur l'or.

Nous tablons sur une nouvelle baisse de l'euro d'ici à l'été 2019.

Garder un œil sur les risques : attention aux bulles

Le risque politique est clairement dans l'esprit de tous. Toutefois, comme nous l'avons déjà souligné, la situation politique est changeante par nature et peut évoluer dans un sens comme dans l'autre. En d'autres termes, les marchés financiers pourraient bien profiter d'une atténuation des tensions. À l'inverse, ils ne sont pas à l'abri d'un certain nombre de risques, en particulier du risque de bulles, les récents cycles du marché ayant tous débouché sur un éclatement de ces bulles. Le marché le plus vulnérable à cet égard est celui de l'immobilier qui met en relation les ménages et les marchés financiers par le biais des prêts hypothécaires et d'autres types de financements. Notre indicateur de surchauffe le plus récent (voir graphique 3) montre que les prix de l'immobilier résidentiel sont élevés au niveau mondial, mais encore loin de leurs sommets précédents. Ils ne représentent donc pas vraiment un risque pour le scénario « Boucle d'or » dans les mois à venir.

Graphique 3 : Marché mondial de l'immobilier – quelques signes annonciateurs de bulle



Source : Dallas Federal Real House Price Index, Datastream, Julius Baer

Christian Gattiker, CFA, CAIA

ANALYSE TECHNIQUE

L'AVENIR SOURIT AUX OPTIMISTES

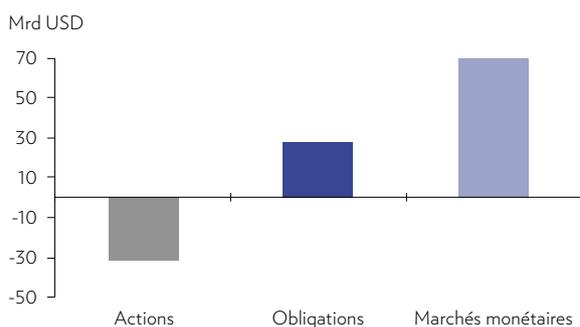
Après avoir fortement dévissé au quatrième trimestre 2018, les marchés des actions ont bien commencé l'année 2019. Les investisseurs ont néanmoins réduit leur exposition au risque en vendant des actions au profit des obligations et des fonds du marché monétaire. Cette orientation ne nous semble pas des plus avisées, les actions américaines et suisses étant, selon nous, appelées à continuer leur tendance haussière de long terme.

Les investisseurs en retard d'une guerre

Après avoir fortement dévissé au quatrième trimestre 2018, les marchés des actions ont bien commencé l'année 2019. Les investisseurs ont néanmoins réduit leur exposition au risque en vendant des actions au profit des obligations et des fonds du marché monétaire. Cela s'explique sans doute par le fait qu'ils ont été échaudés par les baisses récentes et qu'ils ont peut-être pris du retard dans l'ajustement de leurs portefeuilles.

Les investisseurs vendent des actions et achètent des fonds du marché monétaire.

Graphique 1 : Flux des différentes classes d'actifs au niveau mondial, depuis le début de l'année

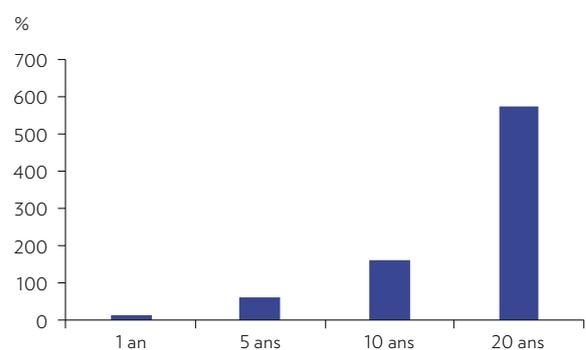


Source : Bank of America Merrill Lynch Global Investment Strategy, EPFR Global, Julius Baer

Un effet cumulatif

Le pessimisme des investisseurs à l'égard des actions est confondant. Ce pessimisme s'explique sans doute par la tendance qu'ont les investisseurs à se baser sur leurs expériences passées (comme la baisse du quatrième trimestre 2018 ou les dégringolades de 2001 et de 2007) pour se projeter dans l'avenir. Certains ont peut-être aussi joué de malchance en sélectionnant des titres individuels qui ont constamment sous-performé par rapport aux indices de référence et en les conservant, victimes du biais psychologique qui rend difficile de céder des positions perdantes. Cependant, il semble qu'il soit plus difficile encore de réfléchir dans une perspective de long terme et d'apprécier à sa juste valeur l'effet cumulatif dont permettent de bénéficier les actions assorties de dividendes. Par exemple, le marché américain des actions a dégagé une performance annuelle cumulée de 10 % depuis 1925. Cela peut paraître faible mais, comme on peut le voir dans le graphique 2, les rendements cumulés au fil du temps sont loin d'être négligeables.

Graphique 2 : Effet cumulatif



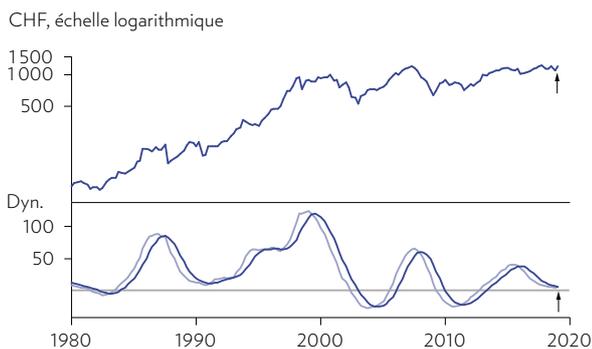
Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Les actions suisses proches de leurs sommets historiques

Contrairement à la plupart des investisseurs, nous sommes optimistes à l'égard des actions suisses. Comme le montre le graphique 3, le marché suisse (dividendes compris) s'apprête à sortir de quatre années de consolidation. Parallèlement, la dynamique de long terme est au creux de la vague. Dans ces conditions, les actions suisses devraient amorcer une nouvelle tendance haussière de long terme, au moment même où les investisseurs se demandent ce qui pourrait aller de travers et réduisent leur exposition aux actions au profit des fonds du marché monétaire. Tout cela est logique étant donné le sentiment du marché puisqu'un marché haussier se prolonge tant que les investisseurs font preuve de prudence et ne sont pas entièrement investis, laissant ainsi le champ libre aux acheteurs. Si tous les investisseurs étaient convaincus que les actions suisses allaient durablement s'inscrire en hausse et qu'ils étaient entièrement investis, il ne resterait plus d'acheteurs susceptibles de doper le prix des actions.

Les actions américaines et suisses face au mur de la peur.

Graphique 3 : Actions suisses : proches des sommets historiques

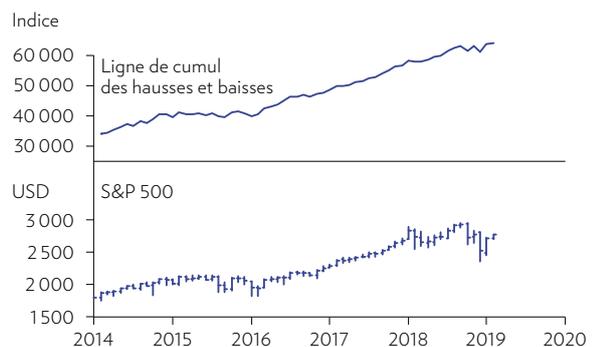


Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer; Dyn. = dynamique

Qu'en est-il de la solidité du redressement ?

La plupart des investisseurs ont parfaitement en tête le scénario pessimiste. Ils sont en revanche moins nombreux à avoir conscience des moteurs qui, de fait, tirent le marché vers le haut. L'un des moyens d'analyser la situation en toute objectivité est de mesurer l'ampleur du redressement du marché des actions en se basant sur la différence entre le nombre de titres en baisse et le nombre de titres en hausse. Un nombre élevé de titres orientés à la hausse est le signe d'une demande importante et d'un marché haussier. À l'inverse, un nombre limité de titres en hausse reflète une forte concentration et une demande sélective pour les actions. Nous avons ainsi déterminé la ligne cumulative des hausses et baisses pour l'indice S&P 500 à partir de la différence entre le nombre cumulé de titres en hausse et le nombre de titres en baisse sur une base quotidienne. Comme on peut le voir dans le graphique 4, cette ligne est actuellement à un sommet historique pour l'indice S&P 500, ce qui suggère une forte participation au marché et une demande soutenue pour les actions américaines. Nous tablons donc sur une continuation de la hausse du marché des actions, avec un indice S&P 500 qui devrait rester éloigné de ses planchers de décembre. Nous recommandons aux investisseurs de conserver leurs positions pour profiter de l'effet cumulatif offert par les actions américaines.

Graphique 4 : L'indice S&P 500 reste orienté à la hausse



Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Mensur Pocinci, MFTA



NEXT GENERATION

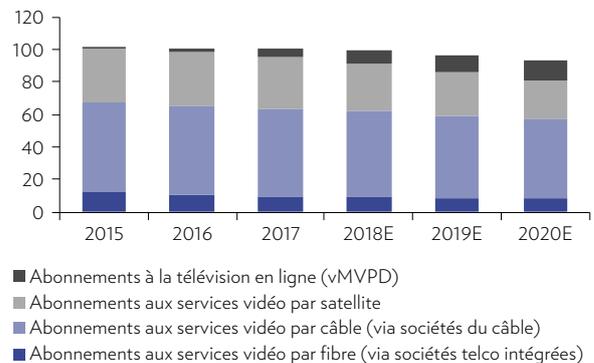
LE STREAMING : UNE HISTOIRE DE FLYWHEELS ET DE CANNIBALES

Le paradigme révolutionnaire introduit par Netflix (consistant à fournir du contenu vidéo par le biais d'Internet directement au consommateur et à un prix très faible) a bouleversé le paysage concurrentiel mondial et accéléré le déclin de la télévision linéaire. Reste à voir si cette stratégie dite « flywheel » (ou volants d'inertie) portera ses fruits.



Graphique 1 : Le lent déclin de la télévision traditionnelle

Abonnements aux services vidéo hors streaming aux États-Unis (en millions)



E = estimation ; vMVPD = distributeur virtuel de programmes vidéo multicanaux ; telco = télécommunications

Source : UBS, informations d'entreprises, Julius Baer

Vers une mort par « coupure de câble »

La télévision linéaire (c'est-à-dire la télévision transmise par le câble, le satellite et la fibre) était vouée à un avenir difficile avec le développement d'Internet. Les consommateurs, notamment les plus jeunes, se tournent vers les très nombreux nouveaux médias, pratiques et peu onéreux, pour leurs activités de loisirs (jeux vidéo, vidéos créées par les utilisateurs, musique en streaming et réseaux sociaux). À cet égard, les services de vidéo à la demande en streaming qui n'ont cessé de se développer depuis la fin des années 2000 n'ont fait qu'exacerber des tendances déjà bien ancrées en matière de mise à disposition, de consommation et de monétisation des contenus numériques. Le seul segment télévisuel qui n'a pas subi de déclin au cours des dernières années est celui de la télévision en ligne (fruit des efforts des distributeurs traditionnels pour rester dans la course). Au final, ce sont plus de dix millions de ménages qui ont « coupé le câble » qui les reliait à la télévision linéaire entre 2015 et 2018 (voir graphique 1).

La télévision traditionnelle se distingue par son coût élevé. Aux États-Unis, les bouquets « classiques » de chaînes diffusées par le câble, le satellite ou la fibre reviennent en moyenne à 90 dollars par mois. Si le bouquet inclut d'autres services de communication (Internet, forfait de téléphonie mobile et/ou fixe), la facture mensuelle peut aller jusqu'à 130 dollars. L'abonnement mensuel de base à Netflix ne dépasse pas, quant à lui, 9 dollars. En outre, Netflix donne accès à des contenus vidéo légèrement différents, mais en aucun cas inférieurs aux offres de la télévision traditionnelle. Netflix mise bien évidemment sur ses prix très bas pour accaparer de larges pans du marché. Si l'on ajoute à cela les énormes efforts que fait l'entreprise pour développer ses propres contenus, il est clair qu'elle menace l'existence même des distributeurs traditionnels et qu'elle représente un sérieux risque de monopole pour les autres propriétaires de contenu.

La réponse de la concurrence : difficile de s'adonner au cannibalisme

Que peuvent faire les distributeurs (câble, satellite, fibre) et les propriétaires de contenu traditionnels face à la concurrence de Netflix ? Comme nous l'avons dit plus haut, l'une des réponses des distributeurs a été de développer les services de télévision en ligne, autrement dit de passer de la diffusion traditionnelle par câble, satellite ou fibre à la diffusion via Internet. Toutefois, si le mode de diffusion a évolué, l'offre de contenu et les coûts (pratiqués par les propriétaires de contenu) sont restés globalement les mêmes. L'autre question essentielle est celle du prix : aux États-Unis, les bouquets de chaînes en ligne sont environ moitié moins chers (40 dollars) que les bouquets traditionnels. Si les versements aux propriétaires de contenu et les coûts des infrastructures traditionnelles restent à leurs niveaux actuels, il est clair que les services de télévision en ligne ne sont pas près de devenir rentables.

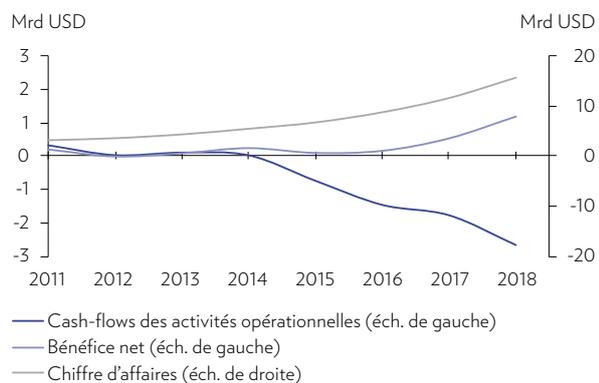
L'autre réponse des distributeurs face à la concurrence de Netflix a consisté à développer des services de vidéo à la demande en streaming, voire de refuser de fournir du contenu aux concurrents de manière à réduire l'offre de ces derniers. Si les distributeurs ont souffert du développement du streaming, les propriétaires de contenu ont en revanche réussi à tirer leur épingle du jeu jusqu'à présent : aux versements, toujours élevés, des distributeurs classiques sont en effet venus s'ajouter les droits de licence payés par Netflix et d'autres plateformes de streaming. Les versements des distributeurs traditionnels sont appelés à diminuer sur fond de déclin structurel, mais c'est également le cas des droits versés par Netflix. Ce dernier jouit en effet d'un pouvoir de négociation de plus en plus fort, d'autant plus qu'il produit désormais ses propres contenus. Le premier coup de pied dans la fourmi viendra de Walt Disney qui développe et lance une plateforme de vidéo à la demande en streaming pour distribuer son propre contenu. La société va commencer à retirer ses contenus des plateformes de streaming concurrentes, une décision audacieuse car la nouvelle plateforme va cannibaliser les activités traditionnelles de distribution, à plus forte marge.

L'avenir de Netflix : une stratégie qui doit encore faire ses preuves

Le pari de Netflix est tout aussi audacieux et a déjà valu à la société une taille et une augmentation du chiffre d'affaires exceptionnelles. Toutefois, les activités opérationnelles de Netflix dégagent toujours un cash-flow négatif (voir graphique 2). Ceci s'explique par : (1) les prix fixés délibérément à des

niveaux extrêmement bas pour gagner rapidement des clients et des parts de marché, et (2) les dépenses très importantes consacrées aux contenus. La stratégie de Netflix consiste à miser sur une large base d'utilisateurs, des prix attractifs et une taille suffisamment importante pour couvrir les dépenses de plus en plus importantes consacrées à l'acquisition de contenu, une stratégie connue sous le nom de « flywheel » (ou volant d'inertie), dont le précurseur a été Amazon.com dans le commerce en ligne.

Graphique 2 : La stratégie « flywheel » n'a pas encore fait ses preuves, mais les fera-t-elle vraiment un jour ?



Source : Bloomberg Finance L.P., informations d'entreprises, Julius Baer

Le problème pour Netflix est que la concurrence sur le segment mondial des contenus vidéo est déjà féroce et elle devrait encore s'intensifier. Quatre autres géants, dont Apple, s'approprient en effet à lancer leur propre offre de streaming au cours de l'année. Les dépenses consacrées par Netflix à la création de contenu seront donc probablement plus importantes que prévu (pour faire face à la diminution des licences qui lui sont accordées et maintenir la croissance du nombre d'utilisateurs). L'entreprise sera donc sans doute contrainte de lever de nouveaux capitaux ou de s'endetter. Il est difficile de dire comment le segment des contenus vidéo va évoluer, mais ce qui est sûr c'est que les temps s'annoncent difficiles aussi bien pour les tenants de la stratégie « flywheel » que pour les adeptes du cannibalisme.

Alberto Perucchini, ACS

Résumé des notations d'actions

Apple Inc. (Hold, cours/cours cible : USD 174.23/165)

Netflix Inc. (Hold, cours/cours cible : USD 363.91/370)

The Walt Disney Co. (Hold, cours/cours cible : USD 113.59/120)

ÉCONOMIE

L'EUROPE TOUCHÉE PAR LE RALENTISSEMENT CYCLIQUE

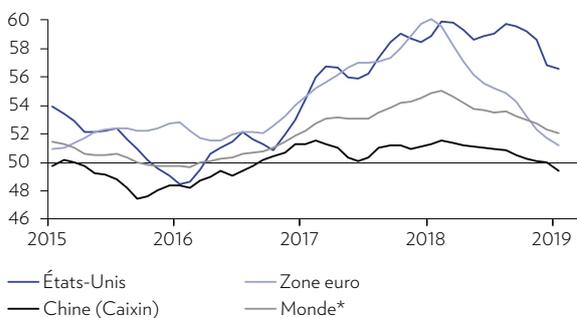
Le ralentissement de l'économie mondiale est plus marqué et touche désormais les économies européennes dépendantes des exportations. En Chine, les autorités réagissent en mettant en place des mesures de relance. Les États-Unis continuent, pour leur part, de se distinguer par une croissance plus solide. Un relèvement des taux d'intérêt américains au cours de l'année n'est pas exclu, le resserrement de la politique monétaire n'ayant pas, jusqu'à présent, été excessif. Une évolution positive au niveau des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et du Brexit pourrait se traduire par une amélioration généralisée du sentiment.

Propagation du ralentissement

Les indicateurs cycliques reflètent un ralentissement plus marqué de la croissance mondiale en février. Ce ralentissement s'est propagé aux économies développées d'Europe par le biais de la diminution de la demande à l'exportation. L'Allemagne en particulier a échappé de peu à une récession technique au second semestre 2018. Le ralentissement est également plus prononcé en Asie émergente, ce qui a amené les autorités chinoises à mettre en œuvre des mesures de relance plus importantes.

Graphique 1 : La croissance économie continue de ralentir

Indice des directeurs d'achat, moyenne sur 3 mois



* pondéré par le produit intérieur brut en parité de pouvoir d'achat

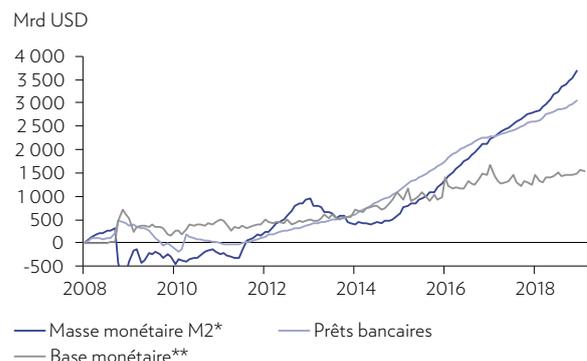
Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Les États-Unis continuent de faire bande à part

Malgré le « shutdown » et les tensions commerciales avec la Chine, les États-Unis continuent d'afficher une dynamique solide, contrariant ainsi les anticipations plutôt pessimistes du marché. Pour notre part, nous restons convaincus que la Réserve fédérale américaine, désormais dépendante des données, va reprendre ses relèvements de taux au second semestre 2019. En effet, la forte demande domestique et la solidité du marché du travail continuent d'alimenter les pressions inflationnistes. Contrairement à ce que craignaient les marchés, le resserrement de la politique monétaire n'a pas asséché la liquidité. Par ailleurs, si

les conditions financières se sont globalement durcies sur fond de valse-hésitation des marchés des actions et des obligations, la situation s'est apaisée au cours des dernières semaines.

Graphique 2 : Liquidité – les prêts restent sur une tendance haussière aux États-Unis



* exclusion faite du bilan de la Réserve fédérale américaine
** exclusion faite des réserves excédentaires

Source : Réserve fédérale américaine, Julius Baer

La Réserve fédérale n'a pas asséché la liquidité.

Des banques centrales passives

La baisse continue des entrées de commandes laisse penser que le creux de la vague n'a pas encore été atteint. La croissance restera faible au premier semestre de cette année, mais une récession mondiale semble peu probable. Les banques centrales devraient conserver une position attentiste dans les prochains mois, tandis qu'un règlement rapide du conflit commercial entre la Chine et les États-Unis et la conclusion d'un accord sur le Brexit pourraient se traduire par une amélioration du sentiment.

David Alexander Meier

MONNAIES

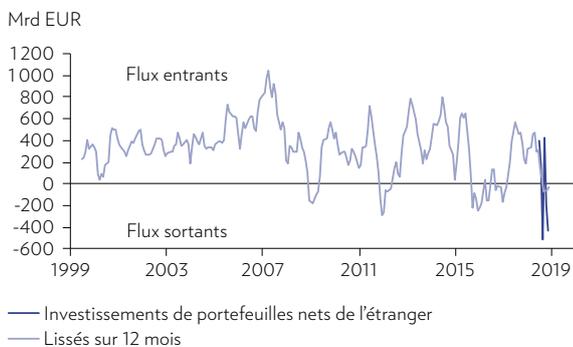
BAISSE DE PLUS EN PLUS MARQUÉE DE L'EURO

De nombreux investisseurs étrangers délaissent l'euro sur fond de ralentissement économique qui pourrait amener la Banque centrale européenne à se montrer plus accommodante. À l'inverse, la solide croissance américaine laisse présager un dollar toujours vigoureux. Les monnaies des marchés émergents offrent des primes intéressantes au regard des risques qui leur sont associés. Par ailleurs, les risques politiques comme le Brexit pourraient être sources d'opportunités.

L'euro de moins en moins recherché

Alors que le cycle de l'économie mondiale a atteint un nouveau plancher, le ralentissement s'est propagé à la zone euro qui manque actuellement de moteurs de croissance internes. Face à cette situation, la Banque centrale européenne (BCE) se montre plutôt passive, adoptant une posture d'observateur. Elle estime sans doute que la situation n'est pas suffisamment alarmante pour justifier une action de sa part. Il ne faut d'ailleurs pas s'attendre à beaucoup plus qu'une simple révision à la baisse des prévisions de croissance à l'issue de sa prochaine réunion de mars, d'autant plus que la question, toujours sans réponse, de la succession de M. Draghi n'incite guère à davantage d'action. Cependant, la BCE sera sans doute obligée de réagir plus tard dans l'année en s'orientant vers une politique plus accommodante. Si elle ne peut plus guère intervenir par le biais des taux d'intérêt, déjà extrêmement bas, elle peut en revanche utiliser les opérations de refinancement à long terme (LTRO). Dans ces conditions, les investisseurs ne sont guère intéressés par les actifs en euro qui offrent une prime trop faible. Avec l'effritement de l'euro, nous pensons qu'une nouvelle baisse est possible à court terme.

Graphique 1 : Les investisseurs étrangers délaissent l'euro



Source : Banque centrale européenne, Julius Baer

Le dollar américain profite de l'affaiblissement de l'euro

Par rapport à l'euro, le dollar américain peut s'appuyer sur des taux d'intérêt et une croissance nettement plus élevés. Toutefois, malgré les récents soubresauts du marché et la moindre appétence pour le risque, la demande pour les principaux actifs refuges tels que les bons du Trésor américain (qui aurait dû profiter au billet vert) n'a pas beaucoup augmenté. Le dollar semble ainsi moins demandé que ce qu'il devrait. La situation pourrait cependant changer, les marchés se focalisant de nouveau sur le différentiel de croissance entre la zone euro, qui sous-performe, et l'économie américaine, qui surperforme. Cela laisse présager un raffermissement du dollar et nous conforte dans notre opinion positive sur le billet vert.

Les marchés émergents et les risques politiques sources d'opportunités

Le regain d'appétit pour le risque et le portage élevé rendent les monnaies émergentes plus attrayantes dans la mesure où elles offrent de belles primes au regard des risques qui leur sont associés. Quant aux risques politiques, s'ils incitent à la prudence, ils peuvent également être sources d'opportunités. Par exemple, un Brexit dans le cadre d'un accord négocié pourrait donner lieu à des opportunités intéressantes sur la livre sterling. En effet, les risques associés à un Brexit dur seraient alors écartés et le sentiment s'améliorerait.

David Alexander Meier

REVENU FIXE

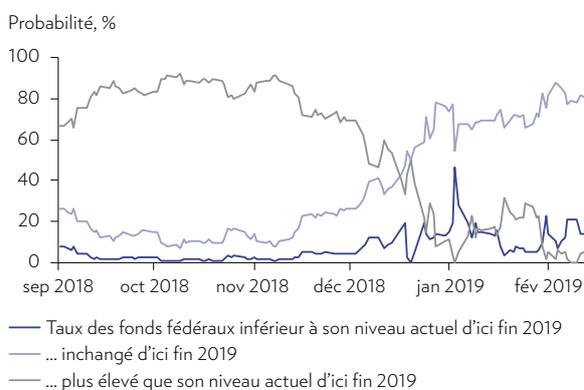
L'AMÉLIORATION DU SENTIMENT EN CETTE FIN DE CYCLE EST FAVORABLE AU RISQUE DE CRÉDIT

La position des banques centrales nous a valu un environnement plus favorable au marché depuis le début de l'année, donnant lieu à une belle surperformance des obligations risquées. Tant que les investisseurs resteront dans le même état d'esprit et que les banques centrales réussiront à faire passer en douceur leurs changements de politique, nous continuerons de préférer le risque de crédit au risque de durée.

Les banques centrales présentent leurs excuses

Le commentaire de mi-décembre de la Réserve fédérale américaine selon lequel la « réduction du bilan était en pilotage automatique » et les ventes massives d'actifs risqués qui l'ont suivi semblent avoir incité les banques centrales à faire preuve de davantage de prudence et de modération dans leur communication. Les opérateurs du marché ont ajusté en conséquence leurs anticipations quant au cycle de relèvement des taux d'intérêt, considérant que « c'était bel et bien fini ». Comme le montre le graphique ci-dessous, si l'on en croit le marché des options, les opérateurs estiment que la probabilité pour que le taux des fonds fédéraux soit plus faible d'ici à la fin de l'année est supérieure à la probabilité qu'il soit plus élevé. Mais le scénario qui recueille le plus de suffrages actuellement est celui d'une stabilité des taux en 2019. Ces nouvelles perspectives en matière de politique monétaire se sont traduites par une surperformance généralisée des actifs risqués depuis le début de l'année.

Graphique 1 : Les anticipations de hausse des taux d'intérêt se sont effondrées



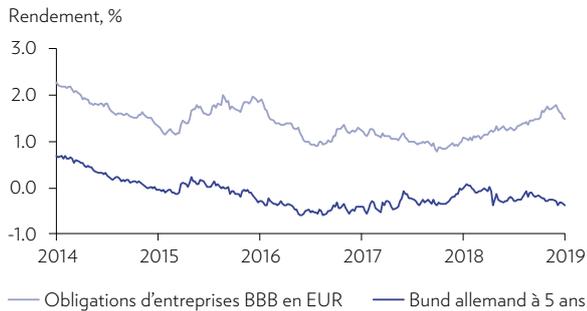
Remarque : données au 12.02.2019

Source : Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

La prudence des banques centrales profite au segment du crédit

Le contexte actuel profite en particulier aux obligations risquées. Le haut rendement américain a ainsi rapporté 4,6 % en moyenne en janvier. Un tel niveau est exceptionnel et fait généralement suite à des périodes de très forte volatilité comme la crise financière de 2008/2009 ou les ventes massives de matières premières de 2015/2016. Les politiques monétaires plus prudentes et les primes plus raisonnables nous ont permis de renforcer notre exposition au crédit. En janvier, nous avons déjà passé les obligations américaines du segment investment grade inférieur en surpondération. Nous avons aussi adopté une approche misant sur une fourchette de fluctuation étroite pour le haut rendement américain en renforçant nos positions sur les rendements de plus de 7,5 % et en les réduisant sur les rendements inférieurs à 6 %. Par ailleurs, les écarts de crédit des obligations d'entreprises européennes se sont stabilisés à des niveaux plus élevés, offrant aux investisseurs en euros de nouvelles possibilités dans un environnement de rendements très peu attractifs. Nous avons donc ajouté les obligations en euros du segment investment grade inférieur à notre liste des obligations préférées en février. Nous préférons néanmoins ne pas descendre plus bas dans l'échelle de notations, autrement dit jusqu'au haut rendement en euros étant donné l'incertitude planant sur les perspectives économiques de la zone euro.

Graphique 2 : Les écarts de crédit sont revenus à des niveaux plus raisonnables



Source : ICE Bank of America Merrill Lynch, Julius Baer

Tant que les anticipations des investisseurs quant au relèvement des taux d'intérêt américains resteront faibles et que les banques centrales des pays développés tiendront un discours modéré, nous continuerons de préférer le risque de crédit au risque de durée.

Nous avons renforcé notre exposition au segment investment grade inférieur en euros, sans pour autant descendre plus bas dans l'échelle des notations de crédit.

Bund allemand : l'exception sur le marché obligataire

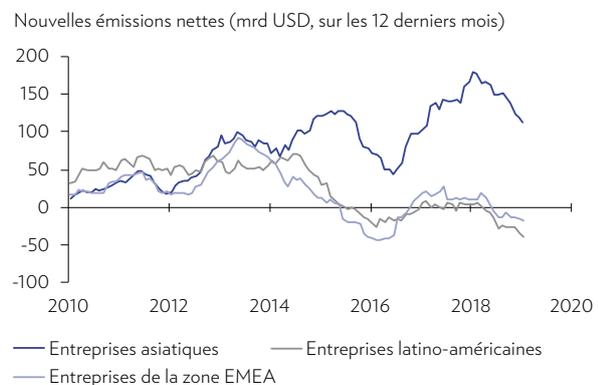
Le rendement des obligations souveraines allemandes à 10 ans a plongé en dessous des 10 points de base en février, sur fond de craintes de récession en Europe et, surtout, de raréfaction des papiers souverains allemands très prisés par les banques domestiques et les investisseurs institutionnels. Comme indiqué plus haut, les obligations d'entreprises nous semblent être une meilleure alternative pour le moment.

Rester positif sur les marchés émergents

L'année 2018 a été difficile pour les marchés émergents (ME). L'augmentation des taux d'intérêt américains, les tensions commerciales, les inquiétudes suscitées par l'économie chinoise et les élections présidentielles dans plusieurs pays sont autant d'éléments ayant pénalisé les valorisations qui étaient plutôt élevées au début de l'année dernière. Cette mauvaise année 2018 a cependant eu le mérite de mettre la barre plus basse pour 2019. La croissance des pays développés, certes moins forte mais toujours correcte, et le discours plus accommodant des banques centrales se sont traduits par un contexte très favorable pour le haut rende-

ment. Les obligations d'entreprises des pays émergents libellées en monnaies fortes restent nos préférées parmi les obligations risquées. Nous apprécions particulièrement la dette des pays du Conseil de coopération du Golfe et celle des émetteurs du secteur immobilier chinois. Contrairement à l'idée généralement répandue, nous pensons que les niveaux d'endettement restent maîtrisés. Par ailleurs, les émissions nettes des entreprises ont fortement diminué l'an dernier. Cette baisse n'est pas due au fait que les entreprises n'ont plus accès au marché des capitaux, mais au fait qu'elles refusent d'émettre à des conditions défavorables.

Graphique 3 : La diminution des émissions nettes laisse présager une stabilisation de l'endettement des entreprises des pays émergents



EMEA = Europe, Moyen-Orient et Afrique

Source : ICE Bank of America Merrill Lynch, Julius Baer

Nous estimons aussi que les risques de refinancement des entreprises des ME sont tout à fait gérables. En effet, à l'exception des entreprises argentines et turques, la plupart des entreprises émettrices des ME peuvent refinancer leur dette à des conditions similaires au coût d'émission initial.

Les obligations indexées sur l'inflation pour se protéger

Depuis le début de l'année 2019, les obligations indexées sur l'inflation ont récupéré en partie le terrain perdu fin 2018 face aux bons du Trésor américain classiques. Nous continuons d'apprécier les emprunts du Trésor indexés sur l'inflation (TIPS) pour leur capacité de préservation du capital. Il est vrai que les prix à la consommation ne subissent guère de pressions haussières en ce moment. Les TIPS peuvent néanmoins offrir une protection en cas de hausse surprise de l'inflation et pourraient s'avérer intéressants si la Réserve fédérale décidait d'aller au-delà de l'objectif d'inflation de 2 %, ce qui ne semble pas à l'ordre du jour au vu des faibles anticipations d'inflation.

Dario Messi, Alejandro Hardziej

ACTIONS

CONFIRMATION DE LA SURPONDÉRATION DU SECTEUR MONDIAL DE L'INDUSTRIE

Le secteur de l'industrie a subi de fortes pressions à la fin de l'année dernière, les marchés craignant une récession et une véritable guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine. Ces craintes étaient, selon nous, exagérées. Pour notre part, nous tablons sur une normalisation de la croissance mondiale et la conclusion d'un accord entre la Chine et les États-Unis. Le secteur de l'industrie nous semble être un excellent moyen de profiter d'une situation macroéconomique meilleure que prévu.

Le secteur industriel reste attrayant

Nous restons positifs à l'égard des valeurs mondiales du secteur de l'industrie, les perspectives de croissance nous paraissant positives et les valorisations bon marché. Le récent ralentissement au niveau des dépenses d'investissement est, selon nous, imputable aux craintes d'une escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. Une telle escalade nous paraît cependant peu probable, les autorités tant chinoises qu'américaines ayant manifesté leur volonté de trouver un compromis leur permettant de sauver la face. Nous considérons donc tout affaiblissement du cours des actions du secteur lié aux craintes d'une aggravation du conflit commercial comme un bon point d'entrée pour les investisseurs axés sur le long terme. Par ailleurs, les valorisations ne nous semblent pas intégrer les perspectives structurelles et cycliques positives pour l'industrie. Le secteur se négocie à un écart-type en-deçà de ses moyennes historiques tant en termes de ratios cours/bénéfices anticipés que par rapport au marché dans son ensemble.

cités de production augmente et dépasse ses niveaux moyens. En général, à ce moment-là, les entreprises ont davantage tendance à investir dans de nouvelles capacités de production. Nous pensons que la croissance mondiale va rebondir par rapport à son niveau actuel et se maintenir nettement au-dessus de la tendance en 2019. Au cours du cycle actuel, la part des dépenses d'investissement dans le produit intérieur brut a été conforme aux moyennes historiques. Les valeurs mondiales du secteur de l'industrie nous paraissent donc attrayantes en cette fin de cycle économique. L'industrie est également le secteur des marchés développés le plus intéressant pour tirer parti du règlement du conflit commercial.

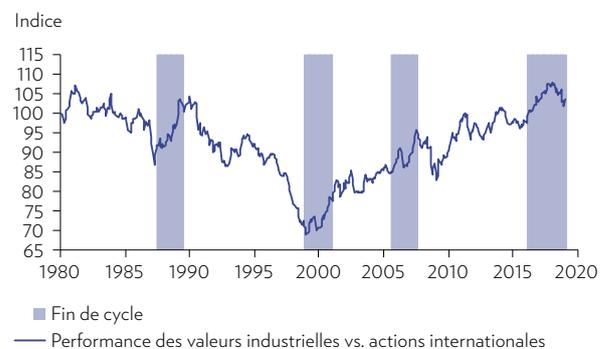
Grâce à son exposition mondiale, l'industrie est très bien placée pour bénéficier d'un accord commercial entre la Chine et les États-Unis.

Graphique 1 : Les valorisations à l'extrémité inférieure de leur fourchette historique



Source : Datastream, Julius Baer

Graphique 2 : L'industrie est un secteur de fin de cycle



Source : Datastream, Julius Baer

Le secteur industriel se comporte généralement bien dans les dernières phases des cycles économiques, lorsque le taux de chômage se rapproche de son plancher précédent et que le taux d'utilisation des capa-

Patrik Lang, CFA

SURPONDÉRER LE SECTEUR DE LA SANTÉ



— Secteur de la santé vs. valeurs défensives du secteur de la consommation, ratio cours/bénéfices anticipé à 12 mois
 — Moyenne (+/- 1 écart-type)

Source : Datastream, Julius Baer

Recommandations de titres :

Abbott Labs (Buy, cours/cours cible : USD 76.86/80)

Merck KGaA (Buy, cours/cours cible : EUR 95.32/109)

Thermo Fisher (Buy, cours/cours cible : USD 253.84/270)

La santé est notre secteur défensif préféré en raison de sa croissance structurelle et de ses valorisations attractives. Le secteur de la santé affiche une décote par rapport à la plupart des autres secteurs défensifs malgré ses meilleures perspectives de croissance des bénéfices, ses pipelines de produits étoffés et une évolution démographique qui lui est favorable. De plus, le dynamisme de l'activité de fusions et acquisitions qui le caractérise devrait globalement soutenir les valorisations et améliorer les perspectives de marges à moyen terme. Nous recommandons donc d'augmenter l'exposition au secteur de la santé.

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	Woodside Petroleum Ltd
Matériaux	Neutre	PPG Industries	DSM	
Industrie	Surpondérer	CSX Corporation, Emerson Electric, Ingersoll-Rand	Assa Abloy, Ferrovia, Schneider Electric	China State Construction International, CK Hutchison
Consommation cyclique	Sous-pondérer	Booking Holdings, Home Depot	Fielmann	China Everbright International, Sands China, Shenzhou International, Sony Corporation
Consommation défensive	Sous-pondérer	Dollar General, Estée Lauder, Mondelez International	Diageo, Nestlé	Thai Beverage, Tingyi
Santé	Surpondérer	Abbott Labs, Boston Scientific, Bristol-Myers, Thermo Fisher	AstraZeneca, Lonza Group, Merck KGaA, Sanofi	CSPC Pharmaceutical, Shanghai Fosun Pharmaceutical-H
Finance	Surpondérer	Bank of America, Charles Schwab Corporation, First Republic Bank, S&P Global	Allianz, Hannover Re, Helvetia, ING Groep, Partners Group Holding, Sampo	Hang Seng Bank, Ping An Insurance-H
Technologies de l'information	Neutre	Adobe Systems, Microsoft, PayPal Holdings, salesforce.com, Visa	SAP	Sunny Optical Technology
Communications	Surpondérer	AT&T, Comcast, Facebook	Orange, Vodafone Group	Alibaba, Baidu, Tencent Holdings
Services aux collectivités	Sous-pondérer	NextEra Energy	RWE	Beijing Enterprises Water
Immobilier	Sous-pondérer	Simon Property		Keppel DC REIT

Source : Julius Baer. Classification : Julius Baer Financial Instruments

MATIÈRES PREMIÈRES

ABSENCE DE CATALYSEURS

Les matières premières sont entrées dans une phase de fluctuation dans une fourchette étroite, l'augmentation des prix du pétrole ayant été compensée par la baisse des prix des métaux. La classe d'actifs ne bénéficie d'aucun catalyseur fondamental, d'où le maintien de notre opinion Neutre. Bien que les incertitudes se soient accrues du côté de l'offre, le marché pétrolier nous paraît toujours équilibré. Pour l'or, une consolidation semble probable à court terme, mais la tendance haussière de long terme devrait se poursuivre.

Pas de redressement durable après le rebond

Ceux qui espéraient que le rebond enregistré par les matières premières en début d'année allait déboucher sur un redressement durable en ont été pour leurs frais. Les matières premières sont entrées dans une phase de fluctuation dans une fourchette étroite, l'augmentation des prix du pétrole ayant été compensée par la baisse des prix des métaux. Cela nous conforte dans l'idée qu'en tant que classe d'actifs, les matières premières souffrent d'un manque de catalyseurs. La demande est trop faible pour provoquer des pénuries, mais assez forte pour éviter des excédents, tandis que l'offre devrait enregistrer une croissance solide sur la plupart des marchés. Le ralentissement de l'économie chinoise et l'espoir de mise en place de mesures de relance pour contrer ce ralentissement, les tensions commerciales ainsi que les sanctions américaines contre l'Iran et le Venezuela continuent d'alimenter l'incertitude et de provoquer des variations de prix à court terme. Nous restons neutres à l'égard de la classe d'actifs et tablons sur une fluctuation des prix dans une fourchette étroite.

Graphique 1 : La situation au Venezuela représente un risque limité pour la production pétrolière



Source : Energy Intelligence Group, Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Un marché pétrolier équilibré

L'offre est de nouveau au centre des préoccupations sur le marché pétrolier. Malgré les sanctions américaines, la situation au Venezuela ne représente pas, selon nous, un réel risque pour l'offre. Quant à l'embargo annoncé contre l'Iran, il sera tôt ou tard mis en

œuvre. L'arrêt des exportations iraniennes implique que les autres pays producteurs devront prendre le relais. Or ils ont commencé à réduire leur production, conformément à leurs engagements. Malgré ces incertitudes, le marché pétrolier nous semble plutôt équilibré, le potentiel tant de hausse que de baisse des prix étant limité. La fourchette de fluctuation est déterminée en tenant compte de l'inflexion de la demande des pays émergents suite à l'augmentation des prix des carburants (au-delà de 70 dollars le baril) et d'une croissance moindre de l'offre du fait de l'arrêt des investissements dans le pétrole de schiste (soit en-deçà de 50 dollars le baril).

Graphique 2 : Normalisation du sentiment sur le marché de l'or



Source : Commodity Futures Trading Commission, Julius Baer

L'or sur une tendance haussière

Pour l'heure, l'amélioration du sentiment sur les marchés financiers et l'appréciation du dollar américain semblent avoir mis fin à la hausse des prix de l'or. Une consolidation est probable à court terme. Toutefois, dans une perspective de plus long terme, nous sommes convaincus que l'or reste sur une tendance haussière. La première phase de la reprise, à savoir la normalisation du sentiment sur le marché, est déjà acquise. La deuxième phase devrait débuter dès que le dollar commencera à perdre du terrain plus tard dans l'année et la troisième lorsque la demande pour les valeurs refuges fera de nouveau surface l'an prochain sur fond de ralentissement plus marqué de la croissance mondiale.

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, christian.gattiker@juliusbaer.com ¹⁾
Mensur Pocinci, Technical Analysis, mensur.pocinci@juliusbaer.com ¹⁾
Alberto Perucchini, Next Generation Thematic Research, alberto.perucchini@juliusbaer.com ¹⁾
David Alexander Meier, Macro Research, davidalexander.meier@juliusbaer.com ¹⁾
Dario Messi, Fixed Income Research, dario.messi@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).

ANNEXE

Attestation des analystes

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

Méthodologie

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

Structure

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

Information sur les cours

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

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

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

Fréquence d'actualisation des notations

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

Répartition selon la notation à la date du 25/02/2019

Actions	Buy	43.8%	Hold	54.4%	Reduce	1.8%
Émetteurs	Buy	48.7%	Hold	48.3%	Sell	3.0%

Historique des recommandations sur les actions et les émetteurs

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

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

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

Système de notation d'émetteurs

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

Catégories de risque

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

Définition de la notation de crédit

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

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

Matières premières**Système de notation**

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

Recommandations d'investissement spécifiques aux matières premières

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

Monnaies**Système de notation**

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

Analyse technique

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

Système de notation absolu

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

Système de notation relatif

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

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

AVIS JURIDIQUE IMPORTANT

Général : Les informations et opinions contenues dans la présente publication ont été élaborées à la date de mise sous presse et peuvent être modifiées sans préavis. La présente publication est distribuée à des fins d'information uniquement et ne saurait constituer ni une offre, ni une invitation de la part ou au nom de la Banque Julius Baer à acheter ou vendre des titres ou des instruments financiers connexes ou à prendre part à une quelconque stratégie de 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 memorandum 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 CoCoBonds 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 doi(ven)t 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 saurait 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 portant 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 du secteur financier (BaFin), diffuse auprès de ses clients les analyses. Pour toute question concernant cette publication, veuillez contacter votre conseiller à la clientèle.

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

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

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

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

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

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

Hong Kong : 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 (RCSL) sous le numéro B 8495, et agréée et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 283, route d'Arlon, L-1150 Luxembourg. Cette publication n'a pas été autorisée ni examinée par la CSSF et ne sera pas déposée auprès de la CSSF.

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

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

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

République d'Irlande : Bank Julius Baer Europe S.A., succursale d'Irlande, est un établissement agréé et réglementé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 283, route d'Arlon, L-1150 Luxembourg, et réglementé par la Banque centrale d'Irlande (BCI) pour les règles de conduite. Bank Julius Baer Europe S.A. est une société anonyme de droit luxembourgeois, sise au 25, rue Edward Steichen, L-2540 Luxembourg, et immatriculée au Registre 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 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, 2019

GROUPE JULIUS BAER

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

Le Groupe Julius Baer est présent sur plus de 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.

03/2019 Publ. No. PU00106FR
© GROUPE JULIUS BAER, 2019

Signatory of:

