

Stratégie de Placement

Clientèle Privée

4/4

Octobre 2018 · 4^e trimestre

Perspectives macroéconomiques

La hausse des coûts de financement en dollar et l'escalade des tensions commerciales exercent une pression croissante

p.03

A la une

- Notre scénario central ne prévoit pas de repli majeur sur un horizon d'environ douze mois, mais une certaine décélération de la croissance économique mondiale.
- La forte dynamique conjoncturelle, la politique budgétaire expansionniste, un marché de l'emploi tendu et des pressions inflationnistes sont autant d'éléments qui laissent penser que la Fed poursuivra bien son resserrement monétaire.
- Les différends commerciaux ont certes pesé sur la croissance de la zone euro cette année, mais les indicateurs nationaux demeurent très solides, suggérant même que les perspectives d'inflation (et de la BCE) pourraient finalement changer.
- L'économie japonaise est actuellement vigoureuse et les ultimes objectifs de réforme de Shinzo Abe pourraient contribuer à pérenniser cette dynamique positive.
- Dans les économies émergentes, les marchés financiers comme les monnaies ont souffert de la fuite des investisseurs, quand bien même les fondamentaux sous-jacents restent globalement solides.
- Sur le marché des changes, nous prévoyons un renforcement du CAD et de la NOK, une stabilisation de l'USD (avant une dépréciation à plus long terme) et un affaiblissement progressif du CHF - le RUB et le MXN étant nos monnaies émergentes préférées.
- Les phases de fin de cycle peuvent générer de solides performances, mais s'accompagnent de nouvelles difficultés et nécessitent de bien contrôler le risque. Nous entendons rester agiles et contenir le risque de portefeuille global tout en conservant une exposition cyclique sélective.

Egalement

Changes: la politique budgétaire américaine sera le talon d'Achille du dollar

Pétrole: risque haussier à court terme

La hausse des coûts de financement en dollar et l'escalade des tensions commerciales exercent une pression croissante



Notre scénario central ne prévoit pas de repli majeur sur un horizon d'environ douze mois, mais une certaine décélération de la croissance économique mondiale. Le durcissement de la politique monétaire américaine et l'escalade du différend commercial entre les deux grandes puissances mondiales pèsent sur l'équilibre des risques. Il paraît donc judicieux de réduire progressivement le risque du portefeuille et d'adopter un positionnement plus neutre.

En ce début de 4^e trimestre 2018, le contexte économique et financier demeure globalement positif. La progression de l'emploi alimente la demande intérieure dans toutes les régions et les volumes de négoce ne s'effondrent pas. Des nuages pointent cependant à l'horizon, assombrissant les perspectives cycliques pour 2019.

Le cycle de taux d'intérêt américain est la première source de préoccupation. Eu égard à la position centrale du dollar dans le système financier mondial, il s'agit en réalité du seul cycle monétaire qui compte. La forte dynamique conjoncturelle américaine, le marché de l'emploi très tendu et une inflation désormais conforme à l'objectif de la Réserve fédérale américaine (Fed) sont autant d'éléments qui laissent penser que le resserrement se poursuivra au rythme annoncé, avec un tour de vis encore d'ici la fin de l'année et trois en 2019 (voir graphique I, page 04). La Fed continuera par ailleurs de normaliser (c'est-à-dire réduire) son bilan, ce qui accentue la pression sur les acteurs économiques les plus vulnérables. Depuis plusieurs mois déjà, on constate que les pays émergents dont l'exposition monétaire est très déséquilibrée ainsi que les sociétés fortement endettées sont les plus touchés. S'agissant du niveau d'endettement, il est à noter que le total des engagements du secteur privé non financier a frôlé ses plus hauts historiques à fin 2017 et qu'il dépasse actuellement les pics qui ont précédé les deux derniers replis économiques.

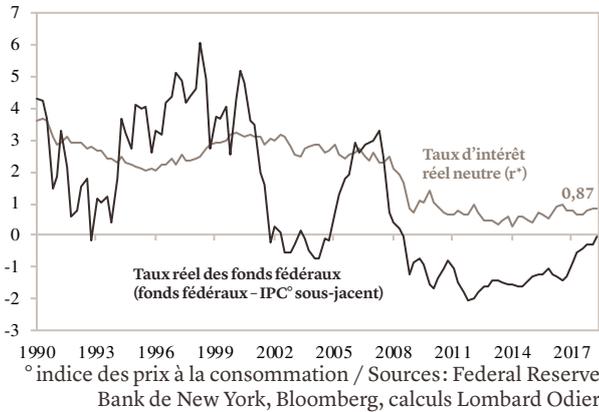
Le différend commercial entre les Etats-Unis et la Chine constitue l'autre grande source d'inquiétude. Alors que les relations avec d'autres partenaires commerciaux des Etats-Unis, tels que le

Mexique, l'Europe et le Japon, s'amélioreraient, la confrontation avec la Chine s'est envenimée. Au mois de septembre, l'administration Trump a annoncé que des droits de douane de 10% seraient appliqués sur la majeure partie des USD 200 milliards de produits chinois initialement identifiés, avec effet quasi immédiat (voir graphique II, page 04). Le champ d'application de cette mesure dépasse les attentes même si le taux des droits de douane est inférieur à ce que l'on pouvait craindre, limitant l'impact négatif immédiat sur les marchés financiers. Cela dit, le taux initial de 10% pourrait être relevé à 25% en janvier si aucun compromis n'est trouvé d'ici là. Donald Trump a par ailleurs réitéré ses menaces d'imposer d'autres marchandises chinoises pour un volume d'USD 267 milliards en cas de représailles de la Chine. Or, celles-ci ne se sont bien entendu pas fait attendre. Une résolution rapide du différend commercial entre les Etats-Unis et la Chine nous semble peu probable. Les élections américaines de mi-mandat aboutiront probablement à un Congrès divisé, les démocrates regagnant la chambre des députés et les républicains conservant leur majorité au sénat. Même l'obtention d'une majorité démocrate dans les deux chambres ne suffirait sans doute pas à inverser les principales politiques économiques de Donald Trump, à savoir les mesures de relance, la déréglementation et le protectionnisme. Les démocrates seraient d'ailleurs peu enclins à adopter une politique budgétaire conservatrice et sont traditionnellement plus en phase avec certaines opinions protectionnistes du président que les républicains les plus conventionnels. Quel que soit le résultat des élections de

Note : Sauf indication contraire, les données mentionnées dans cette publication sont basées sur les sources suivantes : Datastream, Bloomberg, calculs Lombard Odier.

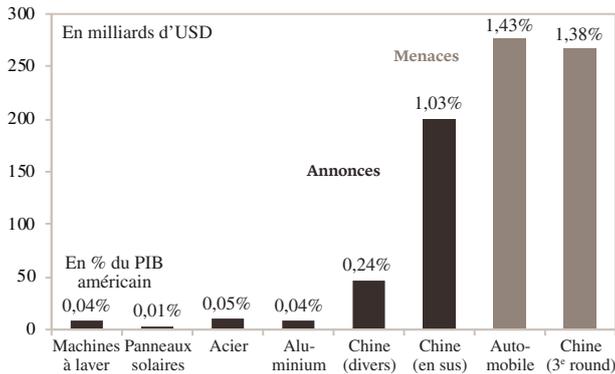
I. Le taux directeur étant toujours inférieur au niveau « neutre » estimé par la Fed, d'autres hausses sont à prévoir

Les estimations du taux « neutre » remontent progressivement



II. Les mesures déjà imposées par les Etats-Unis pénalisent désormais un important volume d'échange

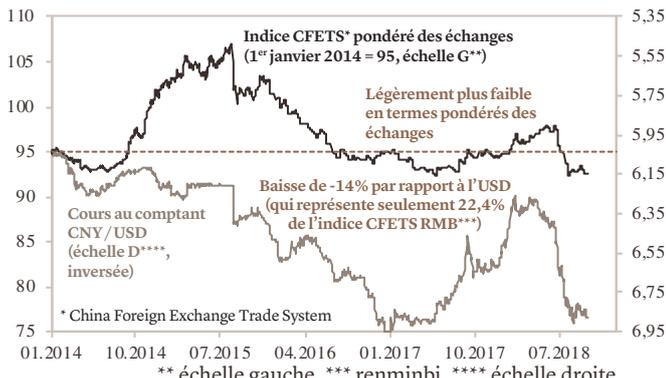
Volume des importations américaines frappées par les droits de douane



Source: calculs Lombard Odier

III. Evolution du taux de change chinois au cours des dernières années

Cours au comptant contre USD et pondéré des échanges commerciaux



mi-mandat, il est difficile de voir ce qui pourrait mettre des bâtons dans les roues de l'administration Trump sur la question chinoise.

Quant à la Chine, il nous semble fort improbable qu'elle dévalue activement sa monnaie pour contrer les droits de douane américains. Une certaine dépréciation du yuan face au dollar pourrait être tolérée – tout en maintenant sa stabilité globale face au panier de monnaies par rapport auquel il est géré (voir graphique III). Laisser les forces du marché peser sur la monnaie permettrait indiscutablement d'atténuer l'impact des droits de douane américains sur l'économie chinoise. Une dépréciation durable du yuan compromettrait cependant les efforts de rééquilibrage déployés par les dirigeants chinois en faveur de l'activité intérieure, renforcerait les risques dans le secteur financier et provoquerait des fuites de capitaux. Plutôt qu'une répétition du scénario de 2015, nous anticipons donc des ajustements à la marge et une volatilité persistante.

Les chances d'un accord entre les Etats-Unis et la Chine dans les semaines à venir sont faibles, même si de nouvelles négociations ont cours. Donald Trump n'est pas disposé à changer de position et la Chine se montre réticente à céder du terrain. Notre scénario de base reste qu'une véritable guerre commerciale sera évitée vu son prix économique, mais qu'il faudra probablement qu'une partie de ces coûts commencent à se matérialiser pour débloquer la situation. Il faut en d'autres termes s'attendre à une escalade du conflit avant de trouver un éventuel compromis.

Cela se traduira par un ralentissement, mais pas un effondrement, de la croissance aux Etats-Unis et en Chine, qui pèsera sur la trajectoire économique mondiale l'année prochaine. En ce qui concerne la Chine, nous prévoyons actuellement une expansion du produit intérieur brut (PIB) de 6,3%, légèrement en deçà des 6,5%+ enregistrés en 2018. Outre-Atlantique, la croissance devrait ralentir aux alentours de 2,5%, contre 3% en 2018, les effets de la relance budgétaire commençant aussi à s'atténuer. Les autres régions devraient mieux résister. Les conditions cycliques au Japon semblent notamment fermes et durables. Dans la zone euro, compte tenu de la vigueur de la demande intérieure et d'effets de substitution positifs sur les exportations, une légère reprise de la croissance (et de l'inflation) est même possible. Quels que soient les souhaits de Donald Trump, les Etats-Unis ne peuvent tout simplement pas pourvoir immédiatement à tous leurs besoins via la production nationale.

Samy Chaar, Chef économiste

Etats-Unis

Quelle sera la durée du cycle ?

L'essentiel en bref

- La forte dynamique conjoncturelle, la politique budgétaire expansionniste, un marché de l'emploi tendu et des pressions inflationnistes sont autant d'éléments qui laissent penser que la Fed poursuivra bien son resserrement monétaire au cours des trimestres à venir.
- Un certain nombre de risques méritent d'être surveillés, mais les facteurs déterminants de la politique monétaire américaine restent l'inflation nationale et l'emploi.
- Pour les trimestres à venir, les marchés des taux semblent sous-estimer l'évolution probable du taux directeur.

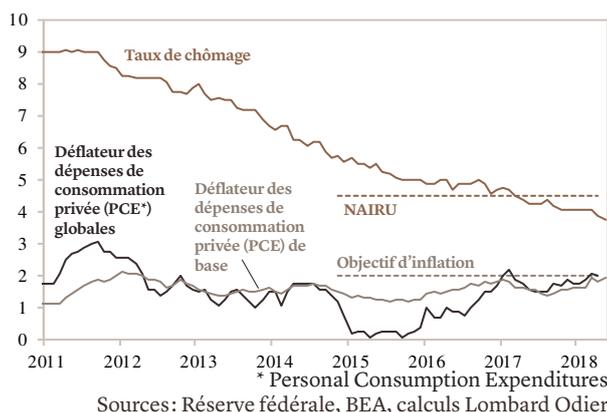
Après avoir tardé à démarrer le processus de normalisation de sa politique, la Fed est maintenant allée plus loin que ce que la plupart des acteurs pensaient possible. Au mois de septembre, elle a procédé au huitième tour de vis monétaire depuis le début du cycle, portant le taux directeur à 2,25%. En parallèle, elle a ramené son bilan sous la barre des USD 4'000 milliards, et continue à se séparer d'actifs.

Le but du resserrement monétaire consiste à éviter la surchauffe, c'est-à-dire le risque de voir la croissance dépasser largement le potentiel de l'économie et déclencher une forte inflation, difficile ensuite à maîtriser. A cet égard, la situation courante indique que la Fed peut encore poursuivre son cycle de resserrement. Soutenue par les mesures de relance budgétaire, la forte dynamique conjoncturelle a alimenté une création d'emplois environ deux fois supérieure au rythme nécessaire pour maintenir le taux de chômage stable. L'inflation, qui a désormais renoué avec l'objectif de 2% de la Fed (voir graphique IV), risque de s'accroître à court terme du fait du marché de l'emploi tendu,

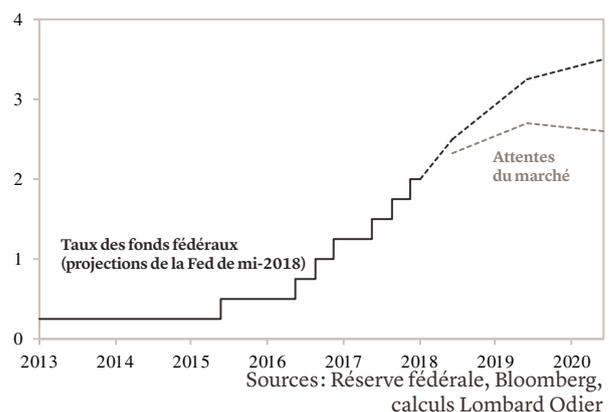
des faibles capacités disponibles, de la hausse des prix des matières premières et de l'impact des droits de douane. Nombreux sont les éventuels obstacles à une poursuite du resserrement monétaire américain, notamment les turbulences sur les marchés émergents, les problèmes intérieurs tels que des incertitudes politiques, l'escalade des tensions commerciales et des risques financiers tels que ceux liés à un aplatissement de la courbe des taux. Chacun de ces facteurs pourrait avoir un impact à la marge si l'inflation devait augmenter moins qu'attendu ou la dynamique de croissance commencer à ralentir. Mais la Fed a démontré vouloir maintenir le cap en l'absence de répercussions sur son mandat intérieur. Les indicateurs les plus importants à surveiller restent donc l'inflation américaine et l'emploi. Notre scénario de base table ainsi sur une orientation plutôt agressive de la Fed. Le marché doute pour sa part encore de la volonté de la Fed de procéder à de nouveaux ressernements (voir graphique V). L'évolution de cette divergence au cours des prochains trimestres sera déterminante, non seulement pour les marchés des taux d'intérêt américains, mais aussi pour de nombreuses autres classes d'actifs compte tenu de l'influence mondiale de la politique monétaire américaine.

Bill Papadakis, Stratège macro

IV. Le taux de chômage continue de baisser alors que l'inflation a atteint l'objectif de la Fed



V. La Fed entend relever encore les taux, mais les marchés sont dubitatifs



Europe

Les perspectives restent relativement positives

L'essentiel en bref

- Les différends commerciaux ont pesé sur la croissance globale de la zone euro cette année, du fait de la nature très ouverte de son économie.
- Les indicateurs nationaux demeurent néanmoins très solides, suggérant même que les perspectives d'inflation pourraient finalement évoluer et entraîner un changement de politique de la BCE.
- Le budget italien récemment publié promet de nouvelles tensions avec Bruxelles et donc une volatilité persistante sur les marchés.

La croissance économique de la zone euro a ralenti cette année. Elle reste néanmoins généralisée, avec une participation de tous les pays membres, et largement supérieure au potentiel. Le ralentissement est en grande partie imputable à la baisse de la demande extérieure, la zone euro étant plus ouverte que la plupart des autres grandes économies avancées (voir graphique VI). Les indicateurs intérieurs demeurent robustes. L'emploi et le revenu réel progressent, tandis que la croissance des crédits aux sociétés non financières s'est accélérée. Un marché de l'emploi plus tendu est aussi synonyme de hausse des pressions salariales (voir graphique VII). Alors que le taux de chômage s'approche du taux de chômage non accélérateur de l'inflation (NAIRU - Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment), des pénuries de main-d'œuvre apparaissent en Allemagne, aux Pays-Bas et même en France. La part de sociétés évoquant les problèmes de recrutement comme frein à la production a quasiment doublé depuis un an dans ce dernier pays. Pour l'ensemble de la zone euro, le salaire horaire nominal a enregistré une croissance de 2,2% en glissement

annuel au 2^e trimestre, soit le rythme le plus élevé depuis le 4^e trimestre 2012.

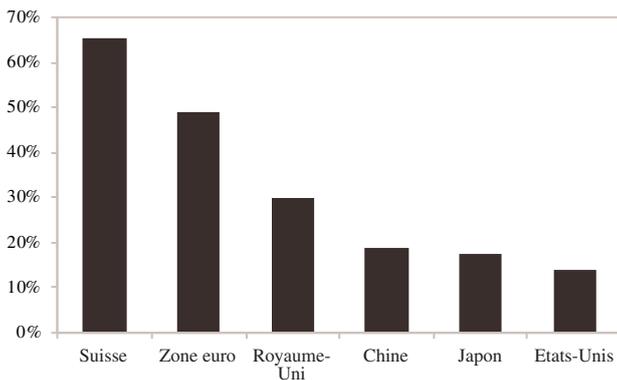
Compte tenu de la corrélation positive entre la croissance salariale et l'indice des prix à la consommation, les perspectives d'inflation pourraient finalement changer dans la zone euro. Il est aussi à noter que, selon une enquête de la Commission européenne, les attentes en matière d'inflation des prix à la consommation sont désormais à leur plus haut niveau depuis 2013.

Le regain de pressions inflationnistes sous-jacentes atténue le besoin de soutien monétaire massif. La BCE devrait ainsi mettre un terme à ses rachats d'actifs cette année et abandonner sa politique de taux d'intérêt négatifs fin 2019.

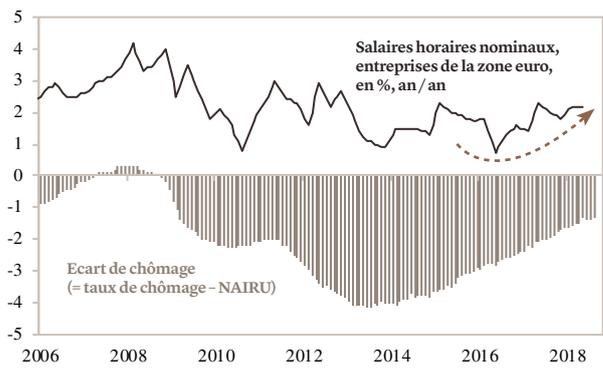
Sur le front politique, l'Italie est indiscutablement la principale source de préoccupation pour l'instant. Le budget récemment publié affiche un déficit de 2,4%, nettement supérieur au niveau de 1,6% envisagé auparavant, sans parler du 0,8% visé par le gouvernement précédent. Les membres les plus populistes du gouvernement semblent l'avoir emporté. Le plan étant aussi davantage axé sur la demande intérieure que sur des investissements productifs, les tensions avec Bruxelles devraient s'intensifier et le risque de rétrogradation de la note de crédit pourrait augmenter. Un regain de volatilité est donc probable ces prochaines semaines même si l'important excédent de la balance courante italienne et une dette publique détenue essentiellement au sein du pays semblent écarter tout risque d'insolvabilité.

Samy Chaar, Chef économiste

VI. Exportations en % du PIB



VII. Le marché de l'emploi se tend : réduction de l'écart de chômage et croissance des salaires



Japon

Trois ans de plus

L'essentiel en bref

- Suite à sa réélection à la tête du Parti libéral démocrate, Shinzo Abe restera probablement Premier ministre du Japon pendant trois ans encore. Son mandat serait ainsi le plus long de l'histoire du pays.
- L'économie japonaise est actuellement vigoureuse et les ultimes objectifs de réforme de Shinzo Abe (hausse de la taxe à la consommation, relèvement de l'âge de la retraite, assouplissement de la politique d'immigration) pourraient contribuer à pérenniser cette dynamique positive.
- Le calendrier politique reste le principal risque. La complexe révision de la constitution pacifiste du pays est en effet susceptible de coûter cher aussi bien en termes de temps que de capital politique.

Réélu à la présidence du Parti libéral démocrate, Shinzo Abe est quasi certain de devenir le Premier ministre japonais le plus longtemps en poste de toute l'histoire du pays. Ce record ne doit toutefois pas occulter le fait que les trois années à venir devraient être ses dernières, puisque le parti limite le nombre de mandats à trois. Ce laps de temps suffira-t-il à Shinzo Abe pour pérenniser le changement de trajectoire économique du Japon ?

Les trois ultimes réformes majeures qu'il envisage seront déterminantes à cet égard : une hausse de 2% de la taxe à la consommation, le relèvement de l'âge de la retraite à 70 ans et une politique plus accommodante en matière de visas pour les travailleurs étrangers. La justification économique de ces propositions est très claire. La dernière hausse de la taxe à la consommation a amélioré le solde budgétaire du Japon, ce qui a permis de réduire l'imposition des entreprises. Elle a certes freiné la consommation, mais l'impact devrait être moindre cette fois-ci

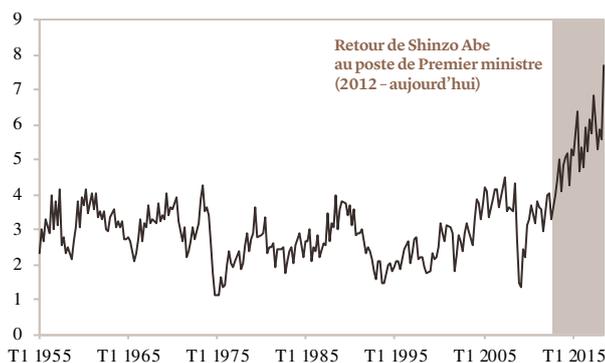
du fait de l'exonération des frais de garde d'enfants et de certains produits alimentaires. Le relèvement de l'âge de la retraite contribuera à augmenter modestement le taux de participation de la population active tout en jugulant les dépenses liées aux retraites. L'assouplissement de la politique d'immigration sera quant à lui bienvenu compte tenu de la démographie japonaise. Les investisseurs peuvent partir du principe que Shinzo Abe relèvera la taxe à la consommation en 2019 avant de pouvoir éventuellement procéder à la réforme des systèmes de retraite et de visa d'ici à 2021. Même s'il semble convaincu que ces projets seront bien accueillis par la population, le calendrier politique reste un risque. Le processus long et complexe de révision de la constitution pacifiste du Japon occupera en effet la première partie du nouveau mandat. S'il entame trop le capital politique de Shinzo Abe, celui-ci pourrait ne plus avoir la capacité de faire passer des réformes économiques plus importantes la dernière année de son mandat. A compter de 2020 ou 2021, d'autres acteurs politiques ambitieux commenceront aussi à briguer le poste de Premier ministre.

Quoi qu'il arrive, la longévité de l'Abénomie a déjà sensiblement renforcé le secteur japonais des entreprises grâce à une croissance plus stable des revenus, des conditions de financement favorables et un recul des taux d'imposition effectifs. La rentabilité a fortement progressé depuis le retour de Shinzo Abe en 2012 (voir graphique VIII). La Banque du Japon a aussi favorisé un resserrement régulier du marché de l'emploi, avec des résultats très encourageants en termes de croissance salariale et de perspectives pour les ménages (voir graphique IX). Abstraction faite de la récente volatilité liée aux conditions météorologiques, il nous semble justifié de considérer que l'économie japonaise est vigoureuse.

Homin Lee, Stratège macro - Asie

VIII. Bénéfices courants en % des ventes totales

Tous secteurs confondus, enquête du Ministère des finances



Source : Ministère des finances

IX. Composante régulière des gains en espèces

% an / an, toutes les sociétés comptant plus de 5 collaborateurs, Ministère de la santé, du travail et du bien-être



Source : Ministère de la santé, du travail et du bien-être

Marchés émergents

Le potentiel haussier structurel subsiste malgré le durcissement des conditions

L'essentiel en bref

- Dans les économies émergentes, les marchés financiers comme les monnaies ont souffert de la fuite des investisseurs, quand bien même les fondamentaux sous-jacents restent globalement solides.
- Les banques centrales des économies émergentes étant obligées de durcir leur position, la croissance économique pourrait être freinée ces prochains mois, sans toutefois basculer en récession.
- S'il reste indispensable de se montrer sélectif, un potentiel haussier structurel subsiste.

Pour les marchés émergents, l'année en cours est la plus difficile depuis l'effondrement des matières premières en 2014-2015, sur fond d'augmentation des taux d'intérêt américains, d'appréciation du dollar, d'escalade des tensions commerciales et de multiples risques politiques intérieurs.

Dans notre univers de 18 pays, toutes les monnaies hormis le peso colombien, le peso mexicain et le baht thaïlandais ont cédé du terrain face au billet vert depuis le début de l'année. Les baisses s'étendent de -50% pour le peso argentin à seulement -2% pour le ringgit de Malaisie ou le sol péruvien en passant par -40% pour la livre turque et -20% pour le réal brésilien¹. Hormis le baht thaïlandais et le won de Corée du Sud, toutes les monnaies que nous suivons apparaissent désormais bon marché face au dollar.

Cette situation reflète-t-elle les réalités économiques nationales? Nous ne le pensons pas. Le risque existe toutefois qu'un resserrement prolongé des conditions financières lié à la faiblesse

des monnaies pèse sur des fondamentaux sinon globalement sains – et même en nette amélioration depuis quelques années. Les déficits des balances courantes ont par exemple fortement diminué et seuls cinq pays dépassent encore le seuil des -2% (voir graphique X). Les pays qui subissent les plus fortes pressions sont précisément ceux dont les positions extérieures sont les plus faibles, à savoir la Turquie et l'Argentine. Dans ce contexte, il convient de surveiller de près l'Afrique du Sud et l'Indonésie. La Colombie affiche certes encore un déficit relativement conséquent, mais dont la dynamique s'améliore. Les réserves de change ont aussi nettement augmenté pour s'établir maintenant au-dessus de 20% du PIB en moyenne. Là encore, la Turquie, l'Argentine, l'Indonésie et l'Afrique du Sud semblent être les plus fragiles.

Enfin, la reprise étant relativement récente, les banques centrales ont entamé 2018 avec des taux d'intérêt proches de leurs plus bas historiques. Comme nous l'avions prévu, elles ont commencé à utiliser cette marge de manœuvre pour soutenir leurs monnaies. Le Mexique, l'Argentine, l'Indonésie, l'Inde, les Philippines, la Turquie et la Russie ont ainsi déjà relevé leurs taux. A l'exception des deux cas extrêmes que sont la Turquie et l'Argentine, les politiques monétaires peuvent désormais être considérées comme globalement neutres (voir graphique XI). Le durcissement monétaire contribuera aussi à freiner la croissance, mais pas au point d'entraîner une récession.

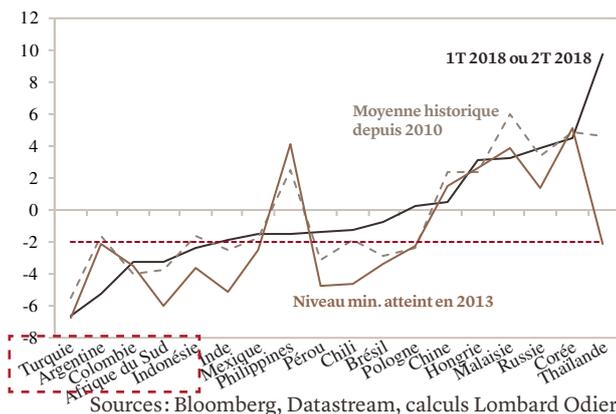
En conclusion, les fondamentaux économiques indiquent encore un potentiel structurel dans la plupart des pays émergents, mais le durcissement des coûts de financement en dollar, les tensions commerciales et la hausse des taux pèseront sur la croissance ces prochains mois. Une approche sélective s'impose donc.

Stéphanie de Torquat, Stratège macro

¹ Aux cours de clôture du 28 septembre 2018

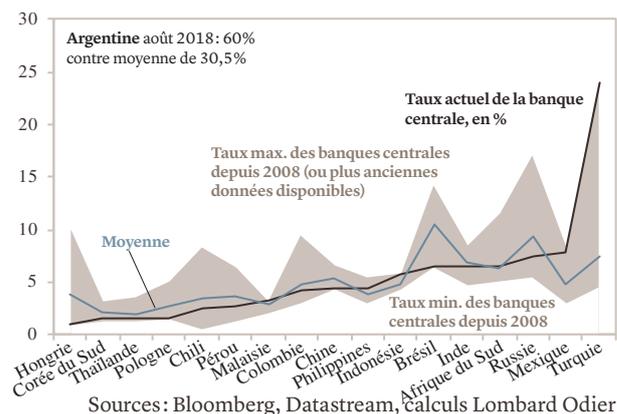
X. Solde de la balance courante, en % du PIB

Derniers chiffres par rapport à l'historique



XI. La politique monétaire devient plus neutre

11 pays sur 18 ont encore des taux inférieurs à leur moyenne historique



Allocation d'actifs

Trouver le bon équilibre entre des fondamentaux sains et des risques qui augmentent

L'essentiel en bref

- Les phases de fin de cycle peuvent générer de solides performances, mais s'accompagnent de nouvelles difficultés puisque le coût du capital augmente. Il s'agit aussi de bien contrôler le risque et plus particulièrement celui de liquidité.
- Nous avons donc réduit notre exposition aux actifs susceptibles d'être les moins liquides en cas de correction, notamment les actifs des marchés émergents et les obligations convertibles.
- Notre exposition aux marchés émergents est actuellement neutre. Dans les économies les plus vulnérables, de fortes pertes de change menacent d'affecter la (bonne) dynamique structurelle, le regain d'inflation forçant les banques centrales à adopter une position moins accommodante.
- Nous entendons surveiller de près les conditions de marché et rester agiles en matière d'allocation tactique. Nous visons un niveau de risque global proche de notre allocation stratégique tout en maintenant une exposition cyclique sélective de manière à profiter des fondamentaux toujours sains.

Le dernier trimestre s'est avéré difficile pour les actifs risqués, les turbulences sur les marchés émergents et les incertitudes grandissantes pesant sur la performance. L'économie et le marché des actions aux Etats-Unis ont été les mieux orientés, notamment grâce aux mesures de soutien budgétaire. Partant, la Fed sera obligée de continuer à resserrer les conditions de financement en dollar, quelles que soient les répercussions à

l'international. Nous avons donc entamé une réduction progressive du niveau global du risque de portefeuille. Nous avons débuté l'année 2018 dans un contexte économique idéal (à savoir une forte croissance accompagnée d'une faible inflation) avec des marchés bien orientés et un niveau relativement élevé de risque par rapport à notre allocation stratégique nouvellement établie. Nous étions notamment surexposés aux actions émergentes, à celles de petite capitalisation, aux obligations à haut rendement ainsi qu'à la dette émergente en monnaie forte et en monnaie locale. Nous avons conservé cette propension au risque tout au long du 1^{er} semestre même si nous anticipions des performances moindres et davantage d'épisodes de volatilité à mesure que la période de conjoncture « idéale » arriverait à son terme. Depuis juin, nous visons un positionnement plus neutre. Nous avons réduit notre exposition à la dette émergente (en monnaie forte et en monnaie locale), aux obligations convertibles et aux actions. A mesure que le cycle progresse aux Etats-Unis, les acteurs économiques les plus vulnérables sont en effet confrontés à la hausse du coût du capital. Le risque d'accident sur les marchés financiers nous semble augmenter et nous considérons que le moment est venu de se montrer plus sélectif. Les turbulences estivales dans les marchés émergents illustrent comment la maturation du cycle américain se répercute sur les marchés financiers (voir graphique XII). Même si les crises des monnaies ont aussi des origines spécifiques, le durcissement continu de la Fed contribue à les accentuer. Le fait que les banques centrales des pays émergents soient à leur tour obligées de resserrer la vis en réponse au recul de leurs monnaies augmente encore les pressions exercées sur les actifs émergents. Nous avons pris un certain nombre de mesures ces derniers mois pour réduire notre exposition au risque des marchés émergents.

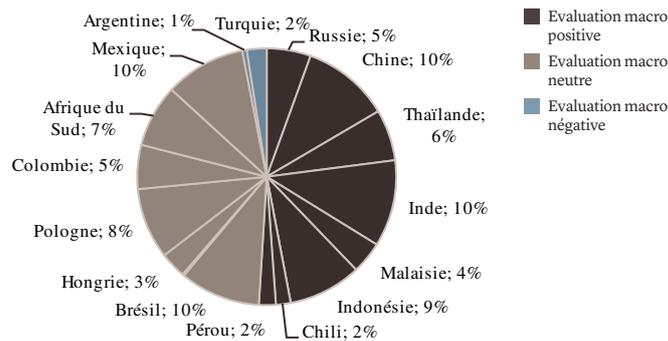
XII. Turbulences sur les marchés émergents

100 en janvier 2018



Sources: Bloomberg, calculs Lombard Odier

XIII. Les pays aux fondamentaux solides représentent seulement 50% du marché de la dette des ME en monnaie locale



Sources: J.P. Morgan, calculs Lombard Odier

Nous avons commencé au mois de mai en diminuant la surpondération de la dette émergente libellée en monnaie locale dans les portefeuilles en USD, avant de réduire respectivement celle des actions émergentes et celle de la dette émergente libellée en monnaie forte en juin et en juillet. Enfin, en septembre, nous avons encore réduit nos positions en dette émergente libellée en monnaie locale. **Notre exposition aux marchés émergents a ainsi été ramenée à un niveau neutre dans tous les profils de risque.**

La décision d'axer la dernière réduction sur les obligations émergentes plutôt que sur les actions repose sur deux considérations. Premièrement, les pays qui affichent des fondamentaux faibles représentent une grande partie du marché obligataire (voir graphique XIII, page 09), tandis que ceux qui bénéficient de fondamentaux solides comptent pour 75% des indices actions. Deuxièmement, lorsque la Fed a annoncé la réduction de son programme d'assouplissement quantitatif en 2013 (un resserrement sur le dollar comparable au durcissement observé actuellement), nous avons constaté une sous-performance de la dette émergente libellée en monnaie locale par rapport aux autres classes d'actifs. Il est aussi intéressant de noter que les actions émergentes ont historiquement tendance à rebondir plus rapidement que les obligations. Conserver cette exposition pourrait ainsi permettre aux portefeuilles de profiter d'un éventuel rebond.

S'agissant des actions des marchés développés, le principal fait marquant a été la divergence persistante entre la performance aux Etats-Unis et dans les autres régions (voir graphique XIV, page 11). Celle-ci s'explique essentiellement par les craintes d'une guerre commerciale et de ses répercussions sur les économies exportatrices (Europe, marchés émergents), mais reflète aussi la dynamique bénéficiaire impressionnante aux Etats-Unis (voir graphique XV, page 11). **Dans la ligne des changements initiés au mois de mai, nous avons récemment décidé de réduire encore le risque actif au sein de notre allocation régionale.** Les incertitudes politiques actuelles concernant le budget italien, les valorisations relatives, la dynamique bénéficiaire et l'absence de catalyseurs positifs à court terme sont autant d'éléments qui font de l'Europe un marché moins attrayant que nous le pensions. Notre exposition est désormais neutre par rapport aux indices de référence dans toutes les régions hormis le Japon auquel nous restons surexposés. Les actions japonaises sont bon marché et apportent une orientation procyclique à notre allocation.

Eu égard à la rentabilité attendue inintéressante, il convient de rester défensif dans l'univers obligataire, notamment dans les segments des emprunts souverains et du crédit en Europe. **Nous avons commencé à acheter certaines obligations de court terme dans les portefeuilles en USD, réinvestissant le produit des ventes de dette émergente et d'actions européennes.**

Nous conseillons cependant de conserver une durée courte et de sous-pondérer le segment du haut rendement car les rendements (c'est-à-dire le coût du capital) peuvent encore augmenter. Dans les portefeuilles en EUR, en CHF et en GBP, les rendements sont encore trop faibles pour justifier des mesures comparables et nous conservons donc le produit des ventes en liquidités. Comme déjà évoqué, nous sommes désormais positionnés de manière neutre sur la dette des marchés

émergents, qu'elle soit libellée en monnaie forte ou en monnaie locale. Nous conservons une légère surpondération des obligations convertibles.

Sur les marchés des changes, nous nous attendons à voir le dollar américain se stabiliser à court terme à mesure que les vecteurs haussiers de cette année se dissipent. Nous anticipons ensuite une dépréciation sur un horizon à 12 mois et plus (voir encadré A, page 12). Dans le reste du G10, nous décelons du potentiel haussier sur le dollar canadien et la couronne norvégienne du fait de la vigueur des cours du pétrole et du durcissement de la politique monétaire. Quant à l'évolution de la livre sterling, nous pensons qu'elle continuera de dépendre quasi exclusivement du risque lié au Brexit. Enfin, le franc suisse devrait à nouveau s'affaiblir, mais le processus sera probablement particulièrement lent. Nous conseillons d'être prudent et sélectif en ce qui concerne les monnaies émergentes. Prudent parce que (i) la croissance globale recèle des risques baissiers et (ii) la hausse des rendements américains pourrait peser sur les économies des marchés émergents vulnérables extérieurement; et sélectif parce que les phases de fin de cycle voient généralement les investisseurs privilégier les monnaies qui reposent sur des fondamentaux économiques solides.

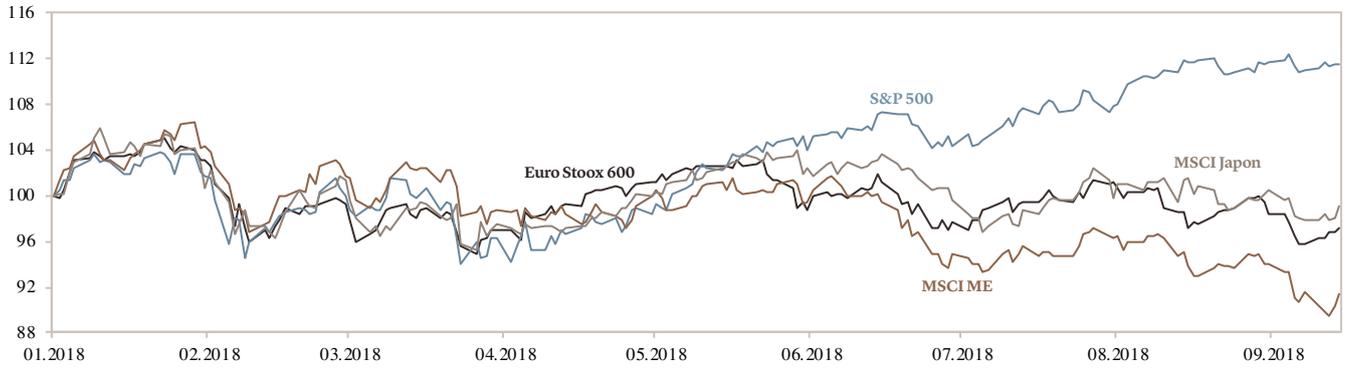
Dans l'univers des monnaies émergentes, nous favorisons le rouble russe (en raison du cours du brut) et le peso mexicain (en raison des répercussions positives de la croissance américaine et de l'issue des négociations de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA)). Nous revenons à une exposition neutre sur le rand sud-africain, car nous pensons que la monnaie sera soumise à des forces opposées : trop de pessimisme déjà dans le cours, mais aussi des risques intérieurs et externes en matière de croissance. Enfin, nous pensons que la livre turque continuera à faiblir car, avec la hausse de l'inflation, les rendements réels sont à nouveau en territoire négatif et les prix élevés de l'énergie commencent à peser sur la consommation.

En ce qui concerne les matières premières, notre préférence va au pétrole (voir encadré B, page 13) et aux métaux de base. La Chine, premier consommateur au monde, a procédé à un déstockage considérable des métaux de base pendant la période d'appréciation du dollar et devra donc revenir sur le marché, notamment si elle met en œuvre un plan de relance intérieure. Le rapport offre / demande physique est actuellement à l'équilibre alors que les investisseurs affichent un positionnement extrêmement baissier. Les métaux de base recèlent donc vraisemblablement un important potentiel de hausse en cas de publication de chiffres manufacturiers plus robustes ou d'un quelconque signe de détente dans les différends commerciaux. Quant à l'or, il conserve certes son statut de couverture ultime contre un scénario de « fin du monde », mais son attrait est limité par la hausse des rendements américains dans le sillage d'une normalisation de l'inflation. La demande physique dans les grands pays consommateurs d'or tels que l'Inde et la Chine souffrira probablement de la dépréciation des monnaies et ne devrait pas se redresser prochainement.

*Sophie Chardon, Stratège cross-asset
Vasileios Gkionakis, Responsable de la stratégie FX globale*

XIV. Dispersion accrue des performances des marchés actions

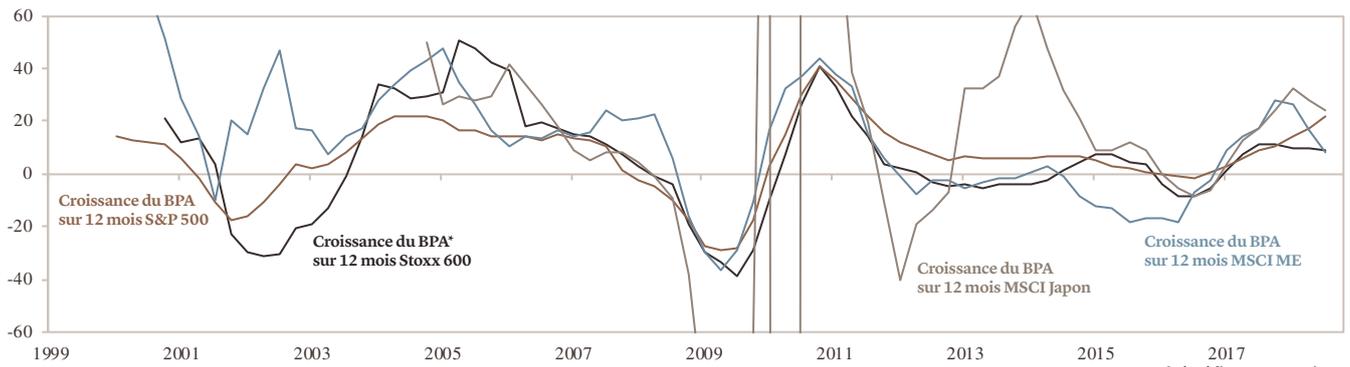
Performance calculée en EUR (100 en janvier 2018)



Sources: Datastream, calculs Lombard Odier

XV. Les fondamentaux des marchés actions restent solides

Croissance bénéficiaire sur 12 mois (%)



* bénéfice par action
Sources: Datastream, calculs Lombard Odier

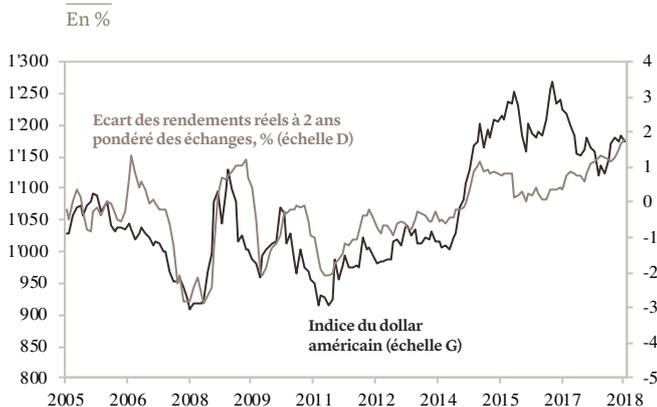
A. Changes : la politique budgétaire américaine sera le talon d'Achille du dollar

En termes pondérés des échanges, le dollar a gagné 7% depuis mi-avril (3% depuis le début de l'année). La dynamique a été particulièrement forte jusqu'à fin juin, suivie d'une évolution plus horizontale du cours ces derniers mois. Trois facteurs (interdépendants) expliquent à notre sens la hausse estivale. Premièrement, la flambée de risques idiosyncratiques sur les marchés émergents (Turquie, Argentine et Brésil), accompagnée des habituels effets de propagation sur la propension au risque, a poussé les investisseurs vers des valeurs refuges telles que le billet vert. Deuxièmement, le fait que la Fed a poursuivi son durcissement alors que les autres grandes banques ne bougeaient pas a creusé l'écart de rendement réel à 2 ans entre les Etats-Unis et ses sept principaux partenaires commerciaux de 129 points de base (pb) fin janvier à un peu plus 180 pb (voir graphique XVI). Enfin, les indicateurs d'activité ont ralenti en dehors des Etats-Unis et les différends commerciaux ont contribué à refroidir le sentiment à l'égard de la croissance économique mondiale.

Ces différents facteurs sont susceptibles de s'atténuer, sans disparaître entièrement, au cours des prochains mois. Pour commencer, les poches de risques spécifiques à certains pays sont pour la plupart restées contenues. Si les développements politiques au Brésil devront être surveillés de près compte tenu de la position dominante du pays dans les indices des marchés émergents, la majorité des économies émergentes ont réduit leurs déséquilibres externes. Des devises émergentes vulnérables et à bêta élevé pourraient subir des épisodes de vente, mais nous ne pensons pas – sauf en cas de choc de la croissance mondiale – que les monnaies émergentes enregistreront une faiblesse prononcée et persistante. Ensuite, le resserrement de la politique monétaire va certes se poursuivre aux Etats-Unis, mais une inflation plus élevée qu'ailleurs dans le monde devrait empêcher le différentiel de rendement réel de s'élargir encore. **Il est aussi à noter que les phases tardives de durcissement de la Fed n'ont pas empêché par le passé une dépréciation du dollar.** Au cours des trois derniers cycles de taux, le billet vert a commencé à montrer des signes de faiblesse dès lors que la Fed avait atteint environ 60% de son objectif de resserrement. Or, nous considérons qu'elle est actuellement plus ou moins à ce stade. En 2004-2006, le dollar a cédé 2,6% en termes pondérés des échanges alors que la banque centrale continuait de relever son taux directeur de 3,25% à 5,25%. En 1994-1995, il est resté globalement stable pendant les derniers tours de vis avant de chuter violemment. Ce n'est qu'en 1999-2000 que le dollar est parvenu à gagner 4% alors que le taux directeur passait de 5,75% à 6,5%. Mais la situation était alors fondamentalement différente, avec des coûts de financement nettement plus élevés qu'aujourd'hui, une croissance des économies émergentes en fort repli depuis 1996 et un grand nombre de crises externes. Enfin, s'il est indiscutable que l'activité mondiale a rétrogradé, les derniers indices des directeurs d'achat (PMI – Purchasing Managers' Index) publiés indiquent toujours un taux de croissance du PIB mondial aux alentours de 2,5%.

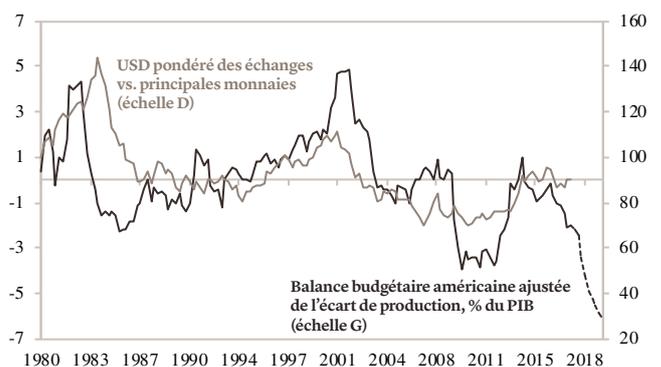
Le dollar devrait donc se stabiliser à court terme. **A moyen terme, cependant, la politique budgétaire américaine est une importante épine dans son pied.** Elle a certes eu un impact positif immédiat sur l'économie, mais il manque les mesures d'amélioration de la productivité qui permettraient d'augmenter durablement la croissance de la production. Les mesures ont par ailleurs été prises au plus mauvais moment possible dans le cycle conjoncturel, juste alors que l'écart de production redevenait positif. De fait, la politique budgétaire est aujourd'hui la plus accommodante depuis des décennies, péjorant l'avenir du dollar (voir graphique XVII). Une telle accumulation de dette à un moment aussi inopportun augmentera inévitablement la prime de risque américaine et pèsera sur le dollar, d'autant plus que les Etats-Unis ont bénéficié d'afflux de fonds records au cours de la dernière décennie. **Sur un horizon d'un an et plus, nous prévoyons donc une dépréciation du billet vert avec un objectif au-delà de 1,20 pour l'EURUSD et un taux USDJPY tendant vers 110, voire plus bas.**

XVI. Indice du dollar et écart des rendements réels à 2 ans pondéré des échanges



XVII. La politique budgétaire américaine sera un obstacle colossal pour le dollar

La balance budgétaire américaine devance le dollar de 12 mois



B. Pétrole : risque haussier à court terme

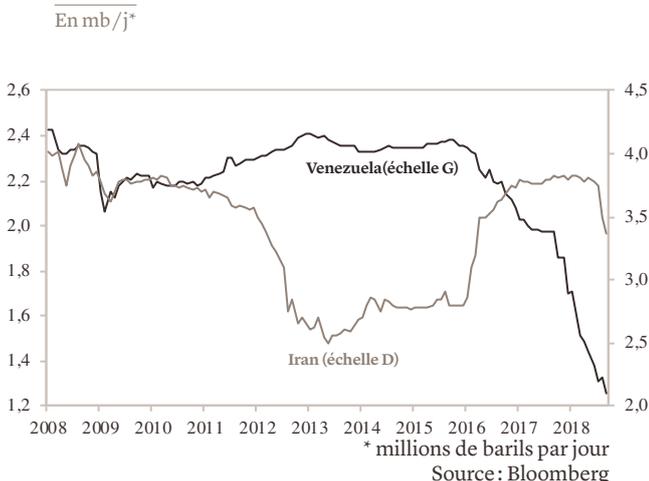
A USD 86 le baril, le cours du Brent s'établit à son plus haut niveau depuis le début de l'année et même depuis octobre 2014. Cette vigueur s'explique essentiellement par le recul attendu des exportations iraniennes. Les raffineurs chinois et indiens sont les derniers à avoir annoncé ne plus acheter de brut iranien, après la chute des exportations vers l'Europe enregistrée en juin/juillet.

La rupture iranienne (conjuguée aux situations difficiles au Venezuela et en Libye) est synonyme de détérioration des perspectives d'approvisionnement en pétrole à court terme (voir graphique XVIII). Notre scénario de base table sur une baisse de 500'000-1'000'000 barils par jour des exportations iraniennes sous l'effet des sanctions américaines tandis que la production vénézuélienne devrait se stabiliser au niveau actuel et que la production libyenne devrait atteindre 1'000'000 barils par jour en moyenne tout en restant volatile. Nous pensons que l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) continuera de vouloir satisfaire les besoins des consommateurs « à un prix correct », sans toutefois s'engager dans une surproduction, n'étant pas disposée à le faire de manière préventive (voir graphique XIX). **La demande ne montre aucun signe de ralentissement tandis que l'administration américaine semble réticente à puiser dans les réserves stratégiques de pétrole. Dans ce contexte, les cours pétroliers recèlent un risque haussier pour les trimestres à venir.**

Le spectre d'un retour de l'industrie américaine du pétrole de schiste, les fameux producteurs d'appoint, ne devrait pas affecter la dynamique du marché à court terme. En effet, même si les cours actuels du brut généreront des flux de liquidités supplémentaires et permettront des investissements, la production reste pour l'instant limitée par un manque d'infrastructure dans le bassin permien. De nouvelles capacités pipelinaires depuis ce bassin sont cependant prévues pour le 2nd semestre 2019, confortant nos prévisions de cours d'USD 75 le baril à moyen terme.

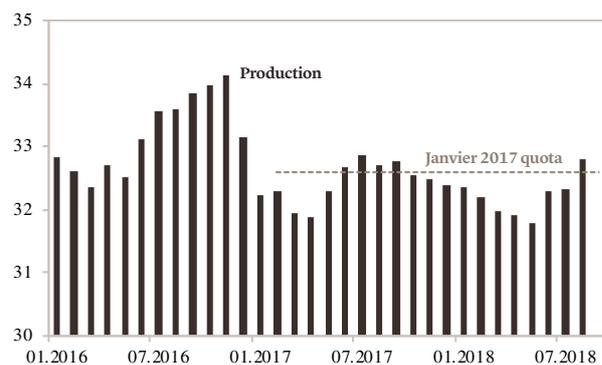
Pour voir le brut atteindre des niveaux durablement plus élevés, il faudrait un catalyseur supplémentaire à l'Iran sur le plan de l'offre. Il ne faut pas non plus oublier que dans le contexte actuel de dollar fort, tout pic passager des prix peut peser sur la demande, notamment en Chine et dans d'autres marchés émergents. Nous pensons donc que le cours du Brent retrouvera la fourchette d'USD 70-80 d'ici la fin 2019. **Nous confirmons néanmoins notre recommandation de garder une exposition au pétrole dans les portefeuilles compte tenu du portage positif qu'implique le déport actuel de la courbe des futures (env. 7-8% par an) et de ses vertus de couverture des risques géopolitiques.** Une intervention des Etats-Unis au Proche-Orient ne peut pas être exclue, une fois passées les élections de mi-mandat.

XVIII. Forte chute de la production au Venezuela et en Iran



XIX. Les membres de l'OPEP ont convenu de ramener le respect des quotas à 100%

Production de pétrole de l'OPEP, en mb/j



Information importante

Le présent document de marketing a été préparé par Banque Lombard Odier & Cie SA ou une entité du Groupe (ci-après « Lombard Odier »).

Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait interdite, et ne s'adresse pas aux personnes ou entités auxquelles il serait illégal d'adresser un tel document de marketing.

Le présent document de marketing est fourni à titre d'information uniquement et ne saurait constituer une offre ou une recommandation de souscrire, d'acheter, de vendre ou de conserver un quelconque titre ou instrument financier. Il reflète les opinions de Lombard Odier à la date de sa publication. Ces opinions et les informations exprimées dans le présent document ne prennent pas en compte la situation, les objectifs ou les besoins spécifiques de chaque personne. Aucune garantie n'est donnée qu'un investissement soit approprié ou convienne aux circonstances individuelles, ni qu'un investissement ou une stratégie constituent un conseil en investissement personnalisé pour un investisseur. Le traitement fiscal dépend de la situation individuelle de chaque client et est susceptible d'évoluer avec le temps. Lombard Odier ne fournit pas de conseils fiscaux. Il vous incombe par conséquent de vérifier les informations susmentionnées et toutes les autres informations fournies dans les documents de marketing ou de consulter vos conseillers fiscaux externes à cet égard. Certains produits et services de placement, y compris le dépôt, peuvent être soumis à des restrictions juridiques ou peuvent ne pas être disponibles dans le monde entier sans restrictions.

Les informations et les analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Lombard Odier fait tout son possible pour garantir l'actualité, l'exactitude, l'exhaustivité desdites informations. Néanmoins, toutes les informations, opinions et indications de prix peuvent être modifiées sans préavis.

Tout investissement est exposé à une diversité de risques. Avant d'effectuer une quelconque transaction, il est conseillé à l'investisseur de vérifier minutieusement si elle est adaptée à sa situation personnelle et, si nécessaire, d'obtenir un avis professionnel indépendant quant aux risques et aux conséquences juridiques, réglementaires, fiscales, comptables ainsi qu'en matière de crédit.

Les performances passées n'offrent aucune garantie quant aux résultats courants ou futurs et il se peut que l'investisseur récupère un montant inférieur à celui initialement investi. La valeur de tout investissement dans une monnaie autre que la monnaie de base d'un portefeuille est exposée au risque de change. Les taux peuvent varier et affecter défavorablement la valeur de l'investissement quand ce dernier est réalisé et converti dans la monnaie de base de l'investisseur. La liquidité d'un investissement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas disposer d'un marché secondaire bien établi où s'avérer difficiles à valoriser dans des conditions de marché extrêmes, ce qui peut se traduire par une volatilité de leur cours et rendre difficile la détermination d'un prix pour la vente de l'actif.

Membres de l'UE: La publication du présent document de marketing a été approuvée pour utilisation par Lombard Odier (Europe) S.A. au Luxembourg et de chacune de ses succursales opérant dans les territoires suivants: **Belgique:** Lombard Odier (Europe) S.A. Luxembourg · Succursale de Belgique ; **France:** Lombard Odier (Europe) S.A. · Succursale en France ; **Italie:** Lombard Odier (Europe) S.A. · Succursale in Italia ; **Espagne:** Lombard Odier (Europe) S.A. · Sucursal en España ; et **Royaume-Uni:** Lombard Odier (Europe) S.A. · UK Branch. Lombard Odier (Europe) S.A est un établissement de crédit agréé et sous la surveillance de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) au Luxembourg.

Avis aux investisseurs au Royaume-Uni: Lombard Odier (Europe) S.A. · UK Branch est autorisée au Royaume-Uni par la Prudential Regulatory Authority (PRA) et soumise à une réglementation limitée par la Financial Conduct Authority (FCA) et la Prudential Regulation Authority (PRA). **Vous pouvez obtenir, sur demande, auprès de notre banque plus de détails sur la portée de notre agrément et de notre réglementation par la PRA ainsi que sur la réglementation par la FCA. La réglementation britannique sur la protection des clients privés au Royaume-Uni et les indemnités définies dans le cadre du Financial Services Compensation Scheme ne s'appliquent pas aux investissements ou aux services fournis par une personne à l'étranger (« overseas person »).**

Par ailleurs, la publication du présent document de marketing a également été approuvée pour utilisation par les entités suivantes domiciliées au sein de l'Union européenne: **Gibraltar:** Lombard Odier & Cie (Gibraltar) Limited, une société agréée et réglementée par la Commission des services financiers de Gibraltar (FSC) pour exercer des activités de services bancaires et de services d'investissement ; **Espagne:** Lombard Odier Gestión (España) SGIIC., S.A., une société de gestion d'investissements agréée et réglementée par la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), Espagne.

Israël: Le présent document de marketing a été approuvée pour utilisation en Israël par l'Israel Representative Office de la Banque Lombard Odier & Cie SA, une entité non supervisée par l'autorité de contrôle des banques dans la Banque d'Israël, mais par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers qui supervise les activités de la Banque Lombard Odier & Cie SA.

Afrique du Sud: Le présent document de marketing a été approuvée pour utilisation en Afrique du Sud par le South Africa Representative Office de la Banque Lombard Odier & Cie SA, un prestataire de services financiers agréé sous le numéro 48505.

Suisse: Le présent document a été approuvée pour utilisation en Suisse par Banque Lombard Odier & Cie SA Genève, une banque et négociants en valeurs mobilières soumise à la réglementation de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).

Etats-Unis: ni ce document ni aucune copie de ce dernier ne peuvent être envoyés, emmenés, distribués ou remis aux Etats-Unis d'Amérique ou dans un de leurs territoires, possessions ou zones soumises à leur juridiction, ni à une Personne américaine ou dans l'intérêt d'une telle personne. A cet effet, le terme « US-Person » désigne tout citoyen, ressortissant ou résident des Etats-Unis d'Amérique, tout partenariat organisé ou existant dans un Etat, territoire ou possession des Etats-Unis d'Amérique, toute société soumise au droit des Etats-Unis d'Amérique ou d'un Etat, territoire ou possession des Etats-Unis d'Amérique, ou toute propriété ou tout trust soumis à l'impôt fédéral des Etats-Unis d'Amérique quelle que soit la source de ses revenus.

Média: Pour votre information, Lombard Odier vous joint la Stratégie de Placement – Clientèle Privée.

En relation avec l'utilisation du document ci-joint, Lombard Odier attire votre attention sur certaines particularités / conditions. Les informations sont destinées à votre usage personnel uniquement. Si vous citez Lombard Odier, merci de ne le faire qu'à titre de source d'informations. Pour la bonne règle, Lombard Odier vous rappelle que vous êtes entièrement responsable de l'utilisation des citations et du respect de la réglementation en vigueur. Les informations fournies ne constituent en aucun cas un conseil en placement ni une offre de services financiers, notamment à destination du public. Lombard Odier vous rappelle que la distribution du document reçu à des tiers sans son approbation préalable est interdite.

Le présent document de marketing ne peut être reproduit (en totalité ou en partie), transmis, modifié ou utilisé à des fins publiques ou commerciales sans l'autorisation écrite et préalable de Lombard Odier.

Information importante sur la protection des données: Lorsque vous recevez cette communication marketing, nous pouvons traiter vos données personnelles à des fins de marketing direct. Nous vous informons par la présente que vous avez le droit de vous opposer à tout moment au traitement de vos données personnelles à des fins de marketing, ce qui inclut le profilage dans la mesure où il est lié à un tel marketing direct. Si vous souhaitez vous opposer au traitement de vos données personnelles à cet égard, veuillez vous adresser au responsable de la protection des données du Groupe: Banque Lombard Odier & Cie SA, Group Data Protection Officer, 11, Rue de la Corratierie, 1204 Genève, Suisse. Courriel: group-dataprotection@lombardodier.com. **Membres de l'UE:** Pour de plus amples informations sur la politique de protection des données en ce qui concerne le règlement général de l'UE sur la protection des données (GDPR), qui s'applique à Lombard Odier (Europe) S.A. et à ses succursales, Lombard Odier & Cie (Gibraltar) Limited et Lombard Odier Gestión (España) S.G.I.I.C., S.A.U., veuillez consulter le site <https://www.lombardodier.com/fr/privacy-policy>.

© 2018 Banque Lombard Odier & Cie SA – Tous droits réservés. Réf: LOCH/LOESA-GM-fr-052018.

SUISSE

GENÈVE

Banque Lombard Odier & Cie SA¹

Rue de la Corraterie 11 · 1204 Genève · Suisse
geneve@lombardodier.com

Lombard Odier Asset Management (Switzerland) SA

Avenue des Morgines 6 · 1213 Petit-Lancy · Suisse
Support-Client-LOIM@lombardodier.com
Société de direction régulée par la FINMA.

FRIBOURG

Banque Lombard Odier & Cie SA · Bureau de Fribourg¹

Rue de la Banque 3 · 1700 Fribourg · Suisse
fribourg@lombardodier.com

LAUSANNE

Banque Lombard Odier & Cie SA¹

Place St-François 11 · 1003 Lausanne · Suisse
lausanne@lombardodier.com

VEVEY

Banque Lombard Odier & Cie SA · Agence de Vevey¹

Rue Jean-Jacques Rousseau 5 · 1800 Vevey · Suisse
vevey@lombardodier.com

ZURICH

Banque Lombard Odier & Cie SA¹

Utoschloss · Utoquai 29-31 · 8008 Zürich · Schweiz
zurich@lombardodier.com

EUROPE

BRUXELLES

Lombard Odier (Europe) S.A. Luxembourg · Succursale de Belgique²

Avenue Louise 81 · Boîte 12 · 1050 Bruxelles · Belgique
bruxelles@lombardodier.com

Etablissement de crédit supervisé en Belgique par la Banque nationale de Belgique (BNB) et par l'Autorité des services et marchés financiers (FSMA).

GIBRALTAR

Lombard Odier & Cie (Gibraltar) Limited

Suite 921 Europort · P.O. Box 407 · Gibraltar
gibraltar@lombardodier.com

Société agréée et réglementée par la Gibraltar Financial Services Commission (FSC) pour exercer des activités de services bancaires et d'investissement.

LONDRES

Lombard Odier (Europe) S.A.²

Queensberry House · 3 Old Burlington Street · London W1S 3AB · United Kingdom

london@lombardodier.com

La banque est autorisée et régulée au Royaume-Uni par la Prudential Regulation Authority (PRA) et assujettie à certaines des règles de la Financial Conduct Authority (FCA) et de la PRA. Vous pouvez obtenir, sur demande, auprès de notre banque plus de détails sur la portée de notre autorisation et de notre réglementation par la PRA ainsi que sur la réglementation par la FCA. Enregistrée au Luxembourg n° B169 907.

Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited

Queensberry House · 3 Old Burlington Street · London W1S 3AB · United Kingdom

london@lombardodier.com

Société d'investissement soumise à la réglementation et à la surveillance de la Financial Conduct Authority (registre de la FCA n° 515393).

¹ Banque privée et négociants en valeurs mobilières soumis à la surveillance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).

² Succursale de Lombard Odier (Europe) S.A., un établissement de crédit basé au Luxembourg agréé et sous la surveillance de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) au Luxembourg.

LUXEMBOURG

Lombard Odier (Europe) S.A.

291, route d'Arlon · 1150 Luxembourg · Luxembourg
luxembourg@lombardodier.com

Etablissement de crédit agréé et sous la surveillance de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) au Luxembourg.

Lombard Odier Funds (Europe) S.A.

291, route d'Arlon · 1150 Luxembourg · Luxembourg
luxembourg@lombardodier.com

MADRID

Lombard Odier (Europe) S.A. · Sucursal en España²

Paseo de la Castellana 66 · 4^a Pl. · 28046 Madrid · España · madrid@lombardodier.com

Etablissement de crédit supervisé en Espagne par Banco de España et la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Lombard Odier Gestión (España) S.G.I.I.C, S.A.U

Paseo de la Castellana 66 · 4^a Pl · 28046 Madrid · España · madrid@lombardodier.com

Société de gestion soumise à la surveillance de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

MILAN

Lombard Odier (Europe) S.A. · Succursale in Italia²

Via Santa Margherita 6 · 20121 Milano · Italia
milano-cp@lombardodier.com

Etablissement de gestion supervisé en Italie par la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) et la Banca d'Italia.

MOSCOU

Bank Lombard Odier & Co Ltd · Representative Office Moscow

Letnikovskaya st.2, bld.1 · 115 114 Moscow · Russian Federation · moscow@lombardodier.com

Placé sous l'autorité de surveillance de la Banque centrale de la Fédération de Russie.

PARIS

Lombard Odier (Europe) S.A. · Succursale en France²

8, rue Royale · 75008 Paris · France.

RCS PARIS B 803 905 157 · paris@lombardodier.com.

Etablissement de crédit dont les activités en France sont soumises à la surveillance de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et de l'Autorité des marchés financiers (AMF) pour ses activités de services d'investissement.

Autorisation d'établissement n° 23/12 - Succursale enregistrée au Luxembourg sous le n° B169 907.

Intermédiaire en assurance agréé par le Commissariat aux Assurances (CAA) n° 2014 CM002. L'immatriculation auprès du CAA peut être contrôlée sur www.orias.fr.

AFRIQUE | AMERIQUES | ASIE - PACIFIQUE | MOYEN-ORIENT

BERMUDES

Lombard Odier Trust (Bermuda) Limited

3rd Floor, Victoria Place · 31 Victoria Street · Hamilton HM 10 · Bermuda · bermuda@lombardodier.com

Autorisée à exercer des activités de Trust et d'investissement et de services aux entreprises par la Bermuda Monetary Authority (BMA).

DUBAÏ

Bank Lombard Odier & Co Ltd · Representative Office Dubai

Conrad Business Tower · 12th Floor · Sheikh Zayed Road · P.O. Box 212240 · Dubai · UAE

dubai@lombardodier.com

Placé sous l'autorité de surveillance de la Banque centrale des Emirats arabes unis.

HONG KONG

Lombard Odier (Hong Kong) Limited

3901, Two Exchange Square · 8 Connaught Place · Central · Hong Kong · hongkong@lombardodier.com

Une entité agréée dont les activités sont soumises à la réglementation et à la surveillance de la Securities and Futures Commission de Hong Kong.

ISRAEL

Israel Representative Office ·

Bank Lombard Odier & Co Ltd

Alrov Tower 11th floor · 46 Rothschild Blvd. · Tel Aviv 6688312 · Israel · telaviv@lombardodier.com

Etablissement non supervisé par l'autorité de contrôle des banques dans la Banque d'Israël, mais par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers qui supervise les activités de la Banque Lombard Odier & Cie SA.

JOHANNESBURG

South Africa Representative Office ·

Bank Lombard Odier & Co Ltd

140 West Street · Sandton · Johannesburg 2196 · South Africa · johannesburg@lombardodier.com

Prestataire de services financiers agréé sous le numéro 48505.

MONTEVIDEO

Lombard Odier (Uruguay) SA

Luis Alberto de Herrera · Torre 2 · Oficina 2305 · 11300 Montevideo · Uruguay

montevideo@lombardodier.com

Etablissement supervisé par la Banco Central del Uruguay.

MONTRÉAL

Lombard Odier & Cie (Canada), Société en commandite

1000, rue Sherbrooke Ouest · Bureau 2200 · Montréal (Québec) · Canada H3A 3R7

montreal@lombardodier.com

Réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers du Québec.

NASSAU

Lombard Odier & Cie (Bahamas) Limited

Goodman's Bay Corporate Centre · West Bay Street · P.O. Box N-4938 · Nassau · Bahamas

nassau@lombardodier.com

Soumise à la surveillance de la Banque centrale des Bahamas et la Securities Commission of the Bahamas.

PANAMA

Lombard Odier & Cie (Bahamas) Limited · Representative Office in Panama

Oceania Business Plaza Torre 2000 · Oficina 38-D · Blvd. Pacifica · Urb. Punta Pacifica · Corregimiento de San Francisco · Panamá · panama@lombardodier.com

Soumise à la surveillance de la Banque centrale des Bahamas et de la Superintendencia de Bancos de Panamá.

Lombard Odier (Panama) Inc.

Oceania Business Plaza Torre 2000 · Oficina 38-D · Blvd. Pacifica · Urb. Punta Pacifica · Corregimiento de San Francisco · Panamá · panama@lombardodier.com

Soumise à la surveillance de la Superintendencia del Mercado de valores de Panamá.

SINGAPOUR

Lombard Odier (Singapore) Ltd.

9 Raffles Place · Republic Plaza #46-02 · Singapore 048619 · singapore@lombardodier.com

Une banque d'affaires soumise à la réglementation et à la surveillance de la Monetary Authority de Singapour.

TOKYO

Lombard Odier Trust (Japan) Limited

Izumi Garden Tower 41F · 1-6-1 Roppongi, Minato-ku · Tokyo 106-6041 · Japan

tokyo@lombardodier.com

Soumis à la réglementation et à la surveillance de la Financial Services Agency (FSA) du Japon. Titulaire d'une licence d'exploitation fiduciaire (FSA n° 208) et enregistré auprès du Kanto Local Finance Bureau for Financial Product Transactors (n° 470).



LOMBARD ODIER
LOMBARD ODIER DARIER HENTSCH

www.lombardodier.com