

Stratégie de Placement Clientèle Privée

3/4

Juillet 2019 · 3^e trimestre

Perspectives macroéconomiques

La reprise du cycle économique mondial est reportée

p.03

Publication de Lombard Odier
Investment Solutions – Strategy
éditée trimestriellement

Informations importantes
Veuillez lire les informations importantes figurant à la fin du document.
Clôture de la rédaction: 1^{er} juillet 2019

Points clés

- Compte tenu de la faiblesse persistante du commerce mondial, la croissance dans la plupart des grandes économies devrait ralentir ces prochains mois, ce qui entraînera un assouplissement des politiques monétaires – même si leur impact pourrait s'avérer limité.
- Nous nous attendons à ce que la Fed procède à une première série de deux baisses de taux, au vu de l'inflation modérée, des effets faiblissants de la politique fiscale du président Trump et de l'incertitude entourant un accord commercial.
- En Europe, la BCE s'efforcera également de stimuler l'économie en réponse aux risques persistants et à la baisse des anticipations d'inflation, même si nous sommes sceptiques quant à son efficacité.
- Le ton festif de la succession impériale semble avoir stimulé la consommation intérieure japonaise, compensant quelque peu les pressions extérieures sur le secteur industriel.
- La dépendance des économies émergentes à l'égard de la croissance chinoise est importante et une appréciation du dollar serait également dommageable; une escalade du différend commercial constitue donc le risque principal.
- Le trimestre passé, nous avons renforcé le caractère défensif de notre allocation d'actifs, réduisant les actions (en mai) et accentuant notre exposition aux valeurs refuges (or et obligations gouvernementales).
- Sur le marché des changes, nous confirmons notre position longue sur le yen et rechercherons des opportunités pour surpondérer les monnaies émergentes – dans le contexte actuel de rendements toujours bas.
- **Egaleme**nt: L'or est proche de son plus haut niveau depuis 6 ans – et après?

Allocation d'actifs

Stratégie prudente de portage

p.09

Marchés des changes

Des vents contraires souffleront sur le dollar au 3^e trimestre

p.12

La reprise du cycle économique mondial est reportée



L'économie mondiale continue de subir un ralentissement induit par les échanges commerciaux et les signes de reprise sont pour ainsi dire inexistantes. Les secteurs manufacturiers et liés au commerce en souffrent, les entreprises étrangères basées en Chine étant les plus durement touchées. D'autres économies asiatiques et émergentes, en particulier celles faisant partie des chaînes d'approvisionnement chinoises, pâtissent également.

Pour l'instant, malgré le diagnostic de récession significative des flux commerciaux asiatiques (voir graphique 1, page 04), nous continuons de considérer comme modéré le ralentissement mondial, la consommation et le secteur des services (de plus en plus important) affichant leur résistance dans les principaux blocs économiques. En effet, des marchés de l'emploi tendus permettent encore aux revenus réels des ménages de progresser modérément, ce qui place le consommateur mondial dans une position relativement confortable.

Cela dit, le différend commercial demeure le principal risque macroéconomique. La durée et la gravité du ralentissement mondial dépendent essentiellement d'un accord hypothétique entre les Etats-Unis et la Chine. Après une nouvelle escalade des tensions en mai, lorsque le président américain Donald Trump a relevé les tarifs douaniers déjà appliqués et menacé de les étendre à USD 325 milliards de produits chinois supplémentaires, la réunion du G20 fin juin à Osaka a offert aux deux parties une occasion bienvenue d'apaiser le ton.

Elles se sont ainsi engagées à poursuivre les négociations et les Etats-Unis ont reporté l'application des nouveaux droits de douane. Toutefois, aucun cadre pour supprimer les tarifs en vigueur n'a été communiqué, pas plus qu'un calendrier clair pour la signature d'un accord. Rien ne permet donc d'espérer une résolution du conflit à court terme et les flux commerciaux ainsi que la dynamique de l'offre dans les principales économies ouvertes resteront en berne. Plus les droits de douane existants restent en place longtemps, plus les conséquences seront négatives en termes de ralentissement de

la croissance, de perturbation des chaînes d'approvisionnement et d'incertitude – autant de facteurs qui commencent déjà à peser sur la confiance des consommateurs et des entreprises. Difficile, dans ces conditions, de s'attendre à une reprise des programmes d'investissement au cours des mois à venir.

Nous avons donc revu à la baisse nos prévisions de croissance pour 2019. Dans notre scénario de base, les principales économies devaient ralentir progressivement pour renouer avec leur taux de croissance potentielle en 2020. Nous pensons désormais que ce retour à la norme se produira déjà cette année (voir graphique 2, page 04). Dans le même temps, toutefois, la probabilité d'une récession mondiale a diminué grâce à l'absence de nouveaux droits de douane.

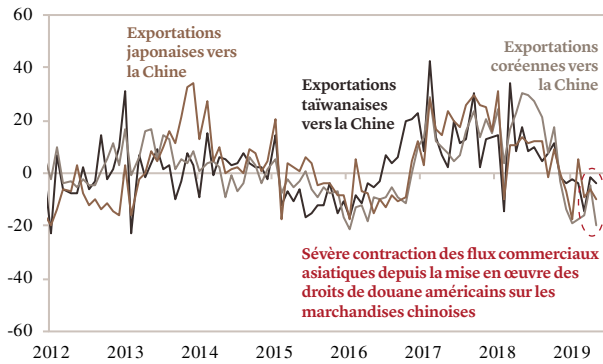
Le ralentissement de la croissance plaide en faveur d'une poursuite de la compression du coût du capital par les banques centrales, même si l'incidence directe de cette mesure sur l'évolution des échanges commerciaux mondiaux et de la production est limitée. La Réserve fédérale américaine (Fed) considère désormais que les dégâts économiques sont suffisants pour justifier une approche accommodante et met effectivement un terme à son cycle de resserrement. De son côté, la Banque centrale européenne (BCE) a supprimé toute perspective de hausse des taux d'intérêt avant la mi-2020 et met en œuvre des mesures d'assouplissement supplémentaires sous la forme de nouveaux prêts à long terme.

En Chine, le temps n'est pas encore venu de nourrir des inquiétudes économiques prononcées. Des mesures de relance sont mises en œuvre, et la Banque populaire de

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

1. Exportations asiatiques vers la Chine

En %, an/an



Sources : Datastream, calculs Lombard Odier

Chine a assuré qu'elle se tenait prête à faire tout son possible pour stimuler la croissance. Il faut toutefois reconnaître que les récentes mesures de soutien ont été plus modestes que lors des ralentissements précédents (voir graphique 3) et les preuves de l'efficacité moindre de la création de crédit s'accumulent.

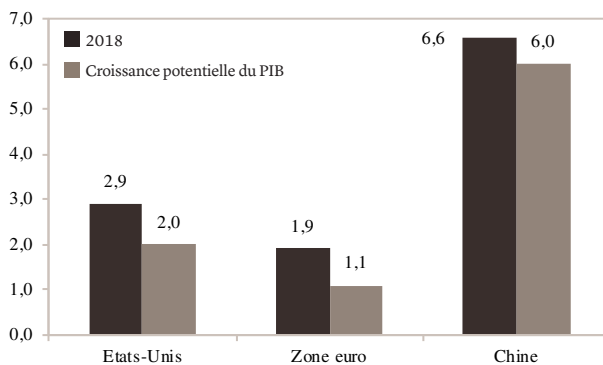
Les trois principales banques centrales ne sont pas les seules à adopter une orientation accommodante : leurs homologues en Inde, en Russie, aux Philippines, en Malaisie, en Nouvelle-Zélande et en Australie leur emboîtent le pas.

Au final, même si les banques centrales disposent d'outils permettant d'atténuer une partie des incertitudes, une guerre commerciale prolongée compromettrait sérieusement le redressement du cycle économique. Il convient donc de conserver une exposition équilibrée au risque, assortie de protections adéquates à la baisse (or et yen japonais).

Samy Chaar, Chef économiste

2. Retour à la norme de la croissance en 2019

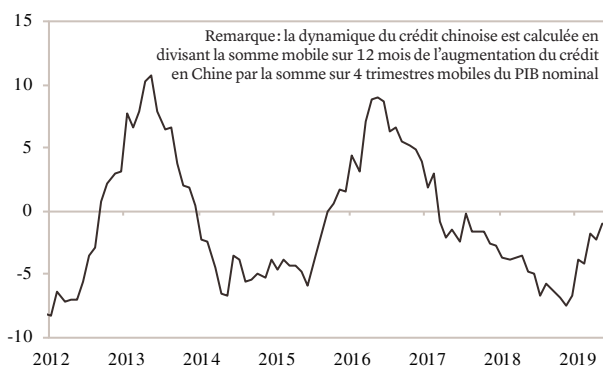
Croissance annuelle du PIB, en %



Sources : Bloomberg, calculs Lombard Odier

3. Dynamique du crédit chinoise

Variation sur 12 mois, en %



Source : Bloomberg

Etats-Unis

Fed: retour à l'assouplissement

L'essentiel en bref

- Si le sommet du G20 a permis aux Etats-Unis et à la Chine de conclure une trêve bienvenue, les taxes douanières existantes sont maintenues et aucun calendrier n'a été fixé pour la signature d'un accord.
- La Fed devrait donc procéder à un assouplissement monétaire, probablement en réduisant les taux à deux reprises au 2^e semestre.
- Néanmoins, la croissance américaine devrait retomber vers son potentiel de long terme, l'impact de la politique fiscale de Donald Trump s'estompant et aucune résolution du conflit commercial n'étant encore en vue.

Le changement d'orientation récent de la Fed semble dicté moins par le niveau de croissance économique actuel que par une volonté de prolonger le cycle. Il constitue également le seul moyen de s'assurer que l'inflation sera supérieure à 2% lorsque la prochaine récession finira par frapper.

Quand bien même elle avait annoncé un assouplissement de sa politique monétaire (voir graphique 4), la Fed n'a pas baissé ses taux déjà en juin – attendant probablement la confirmation de chiffres économiques durablement inférieurs à ses projections. Sur le front de l'inflation, la question est de savoir si la faiblesse actuelle n'est que passagère ou de nature plus structurelle, et la Fed semble de plus en plus encline à adopter ce dernier point de vue. Concernant l'emploi, si le marché reste tendu, le dernier rapport s'est avéré nettement moins optimiste.

Naturellement, la Fed est aussi à la merci de facteurs externes. Le sommet du G20 promettait un résultat binaire : soit les présidents Xi et Trump parviendraient à une trêve, évitant ainsi une escalade de la guerre commerciale sino-américaine, soit les tensions s'intensifieraient encore. Il n'est donc pas surprenant

que la Fed ait été réticente à modifier ses taux avant ce rendez-vous déterminant.

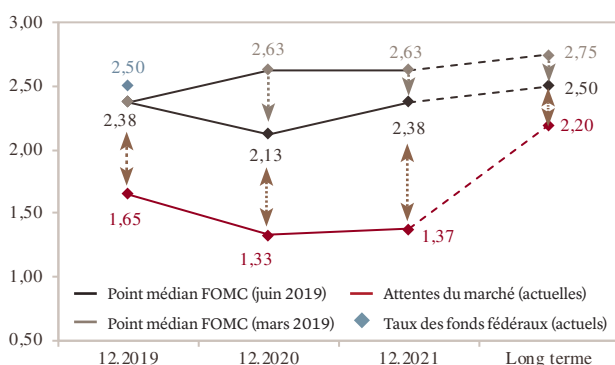
Le résultat du sommet a été rassurant, même s'il n'a pas permis de lever les barrières douanières existantes ou de fixer un calendrier précis quant à la conclusion d'un accord commercial. La Fed devrait donc procéder à l'assouplissement monétaire annoncé, probablement en réduisant les taux à deux reprises au 2^e semestre 2019. Le marché anticipe une baisse déjà au mois de juillet et la Fed n'a guère de raisons de s'y opposer.

Pour autant, la croissance américaine devrait retomber vers son potentiel de long terme. Les réductions d'impôt de Donald Trump ont dynamisé les bénéfices et la confiance, mais n'ont pas donné les résultats escomptés s'agissant des programmes d'investissement (voir graphique 5), des secteurs immobilier et de l'automobile ou du commerce. Pire : le déficit public s'est creusé et les entreprises sont très endettées. Une politique monétaire accommodante prolongera le cycle du crédit, limitant ainsi les risques baissiers, mais à ce stade avancé de l'expansion et de l'essoufflement de la politique budgétaire, la clé des perspectives économiques américaines réside dans l'évolution, au cours des semaines ou des mois à venir, des négociations commerciales qui viennent de reprendre.

Samy Chaar, Chef économiste

4. Prévisions de la Fed et attentes du marché : un fossé s'est creusé

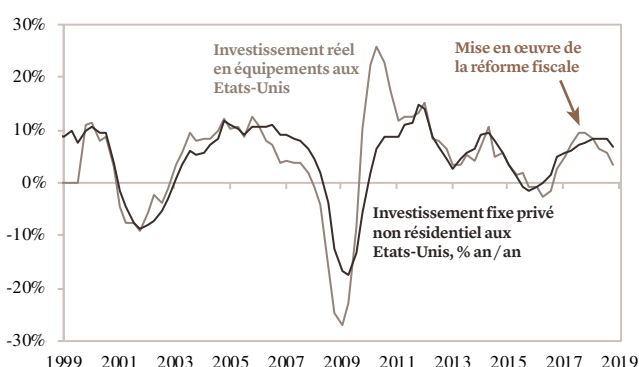
Les marchés s'attendent maintenant à des baisses de 100 pb – ce qui pourrait être un peu excessif



Source : Bloomberg

5. Impact transitoire des baisses d'impôts

Si impact il y a eu, les dépenses d'investissement ont plutôt baissé depuis le changement de politique fiscale



Sources : Datastream, calculs Lombard Odier

Europe

La normalisation qui ne viendra peut-être jamais

L'essentiel en bref

- La demande intérieure ne s'est pas sensiblement affaiblie, mais les risques extérieurs persistants et une inflation obstinément faible semblent suffisants pour que la BCE adopte des mesures d'assouplissement.
- Toutefois, la baisse des taux d'intérêt pourrait n'avoir qu'un effet limité sur le ralentissement – qui touche principalement le secteur manufacturier et celui du commerce.
- Avec une politique monétaire relativement impuissante, une politique budgétaire peu susceptible de jouer un rôle important et des inquiétudes persistantes relatives au commerce, les perspectives pour la zone euro s'annoncent compliquées.

Il y a trois mois, nous nous demandions si la faiblesse d'origine extérieure commencerait à peser sur la demande intérieure de la zone euro. Jusqu'à présent, aucune détérioration notable ne s'est produite. Mais l'absence d'amélioration, doublée de la persistance des risques et d'une inflation de base obstinément faible (un facteur critique), semble suffisante aux yeux de la BCE pour prendre des mesures d'assouplissement.

Jusqu'ici, elle avait agi de façon à garantir qu'aucun resserrement injustifié ne se produise, repoussant toute perspective de hausse des taux d'intérêt et dévoilant une nouvelle série de prêts à long terme. Il est très probable désormais qu'elle annonce des mesures supplémentaires d'assouplissement lors des prochaines réunions et que la « normalisation » des taux d'intérêt soit renvoyée aux calendes grecques (voir graphique 6).

Cette attitude est-elle réellement justifiée ? Nous sommes sceptiques, et ce, à deux titres. Premièrement, le tableau macroéconomique général nous semble davantage mitigé

qu'alarmant. Il ne fait aucun doute que la croissance a ralenti et que l'inflation reste nettement en deçà de l'objectif. Mais les derniers chiffres macroéconomiques font état d'une progression annualisée du PIB de 1,6% au 1^{er} trimestre et d'un taux de chômage de 7,5%, au plus bas sur 11 ans (contre un pic à 12,1% en 2013, et seulement 0,2% au-dessus de son plancher historique). Compte tenu des projections de la BCE pour 2019 (croissance du PIB de 1,2% et taux de chômage de 7,7%), aucune mesure urgente ne semble requise.

De plus, de nouvelles baisses des taux d'intérêt seront d'une efficacité toute relative pour contrer la faiblesse actuelle, qui frappe avant tout le commerce et le secteur manufacturier. Le mécanisme traditionnel de la politique monétaire consiste à réduire le coût du capital afin d'assouplir les conditions d'emprunt et de stimuler la demande. Or le canal du crédit ne semble nécessiter aucune aide actuellement.

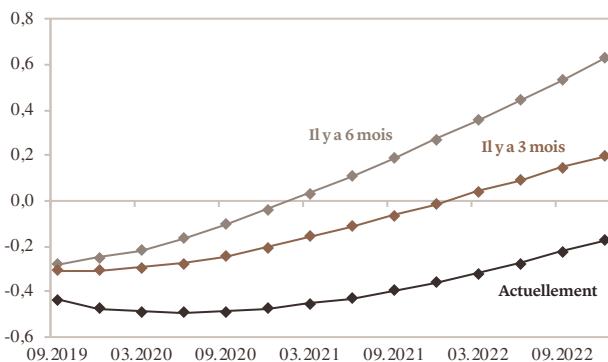
Les prêts au secteur privé progressent à un rythme supérieur à 3% depuis le début de l'année (voir graphique 7). De fait, la croissance du crédit dans les pays du noyau dur de la zone euro a été telle que certaines banques centrales nationales ont augmenté (et que d'autres envisagent d'augmenter) les réserves anticycliques. Il semblerait donc que la BCE se trompe de cible.

Dans le même temps, la politique budgétaire – qui pourrait se révéler plus efficace pour stimuler la demande à ce stade – ne devrait contribuer que marginalement, les pays de la zone euro qui disposent de la plus importante marge de manœuvre n'étant pas disposés à y recourir. Tout bien pesé, aussi longtemps que les tensions commerciales persisteront, les perspectives pour la zone euro – une économie qui affiche une dépendance chronique à la demande extérieure – auront peu de chances de s'éclaircir sensiblement. La normalité reste hors d'atteinte.

Bill Papadakis, Stratège macro

6. La BCE a clairement fait part de son intention de baisser ses taux, conduisant les marchés à exclure une normalisation...

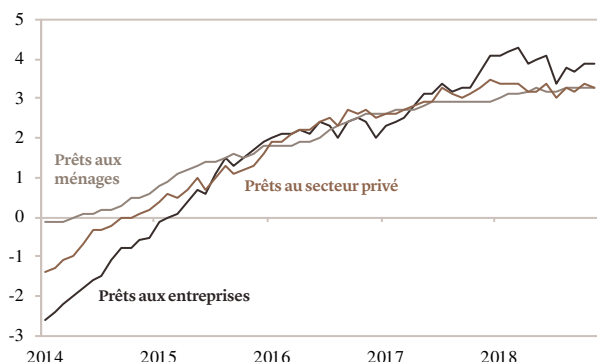
Taux Euribor à trois mois, dérivés des prix des contrats à terme (en %)



Sources : Bloomberg, calculs Lombard Odier

7. ... bien que la solide croissance des prêts témoigne de la bonne santé du canal du crédit

Prêts au secteur privé (croissance annuelle, en %)



Source : BCE

Japon

Cap sur des projets de plus grande envergure

L'essentiel en bref

- Le ton festif de la succession impériale semble avoir stimulé la consommation intérieure.
- Les conditions extérieures pèsent toutefois sur le secteur industriel, les entreprises ayant dû composer avec une nouvelle escalade dans le différend commercial sino-américain.
- Le cabinet d'Abe Shinzo ira probablement de l'avant avec la hausse impopulaire de la TVA, afin d'assurer la souplesse budgétaire requise par les objectifs politiques et économiques de long terme.

Le 2^e trimestre a marqué l'aube de l'ère Reiwa, l'Empereur Naruhito accédant au trône du chrysanthème après trois décennies de règne de son père Akihito. Le ton festif et le cérémonial de la succession impériale du 1^{er} mai ont offert un agréable contraste avec l'ascension d'Akihito il y a 30 ans, lorsque toute la nation pleurait la mort inattendue de son père, Hirohito. Cette célébration nationale aura également une incidence sur les données économiques : la consommation privée japonaise semble en effet avoir rebondi au 2^e trimestre, compensant probablement en grande partie la faiblesse des investissements et du commerce (voir graphique 8).

Les difficultés du secteur industriel limiteront toutefois encore la croissance du PIB à 0%, les entreprises ayant dû composer avec une nouvelle escalade dans le différend commercial entre les Etats-Unis et la Chine. Les principales enquêtes ne laissent en effet guère de doute sur le fait que les conditions à l'étranger commencent à se répercuter sur les dépenses d'investissement et l'embauche, en dépit d'une demande intérieure relativement solide.

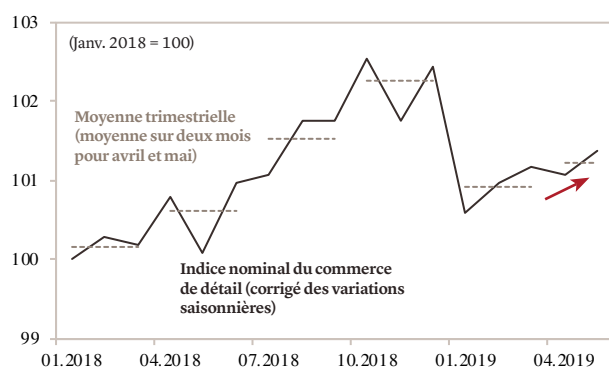
Au regard de l'incertitude ambiante et de l'inflation qui demeure bien en deçà de la cible, les investisseurs pourraient se demander pourquoi le cabinet d'Abe Shinzo s'inflige une hausse impopulaire de la TVA. Pourtant, le dirigeant japonais a plus ou moins exclu la possibilité d'une double élection (les deux chambres de la Diète) comme moyen d'obtenir un soutien populaire sur la question fiscale. De plus, il a récemment déclaré que son cabinet augmenterait la TVA, « à moins qu'il ne se produise quelque chose d'équivalent à la crise financière mondiale ».

Pourquoi une telle attitude ? En passe de devenir le premier ministre japonais ayant servi le plus longtemps, Abe Shinzo s'intéresse probablement désormais à l'héritage qu'il laissera. Le renforcement des capacités de défense contre les menaces perçues de la part des puissances voisines, la lutte contre la charge liée au vieillissement de la population et le soutien aux industries d'importance stratégique exigent tous un degré de flexibilité budgétaire qui ne peut être assuré que par cette hausse de la taxe à la consommation. Afin d'en atténuer l'impact à court terme, le cabinet Abe dispose du pouvoir législatif d'envisager un budget supplémentaire.

De son côté, la Banque du Japon, coincée par le malaise créé par les taux négatifs et des contraintes logistiques croissantes dans ses achats d'actifs, se cantonnera à jouer un rôle de soutien en maintenant des taux bas jusqu'à ce que la hausse de la TVA soit mise en œuvre en octobre ou que les réductions des taux de la Fed lui forcent la main (voir graphique 9). La hiérarchisation des réserves laisse cependant la porte ouverte à des taux plus fortement négatifs si une crise venait à justifier un nouvel assouplissement.

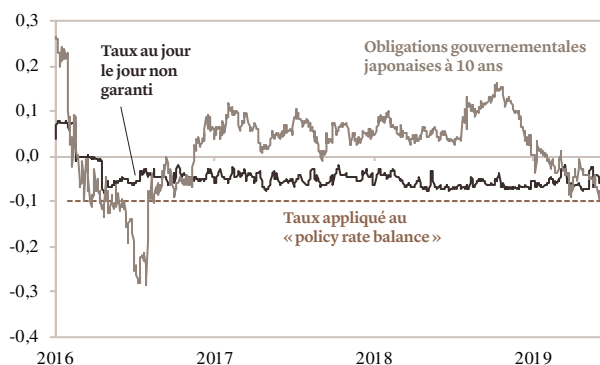
Homin Lee, Stratège macro - Asie

8. Les ventes au détail rebondissent après la faiblesse du 1^{er} trimestre



Sources : CEIC, calculs Lombard Odier

9. La BoJ assouplira sa politique après la hausse de la TVA ou en réaction à la Fed



Sources : Bloomberg, calculs Lombard Odier

Marchés émergents

Espoirs d'un apaisement des tensions commerciales

L'essentiel en bref

- La Fed ayant adopté une orientation plus accommodante, les banques centrales émergentes ne sont plus contraintes de durcir leur propre politique.
- Les échéances électorales de 2019 sont passées jusqu'ici sans heurts, ce qui laisse entrevoir une continuité dans les politiques et renforce les perspectives de réformes.
- Attention cependant à toute escalade du différend commercial: la dépendance des économies émergentes à l'égard de la croissance chinoise est importante et une appréciation du dollar serait également dommageable.

Au début de cette année, nous avons identifié trois risques majeurs pour les marchés émergents: le durcissement des conditions financières, un agenda politique chargé et les tensions commerciales. Six mois se sont écoulés depuis et les deux premiers risques se sont estompés.

Un resserrement monétaire n'est plus à l'ordre du jour aux Etats-Unis, avec même des baisses de taux en vue. Partant, les banques centrales émergentes ne sont plus contraintes de durcir leur propre politique. L'Inde, la Malaisie, les Philippines, le Chili et la Russie ont baissé leurs taux de référence au 1^{er} semestre, tandis que d'autres, comme la Turquie, l'Afrique du Sud ou l'Indonésie, parvenaient à observer le statu quo plutôt que de procéder au resserrement attendu.

Sur le plan politique, Joko Widodo a été réélu en Indonésie, Narendra Modi en Inde et Cyril Ramaphosa en Afrique du Sud, ce qui laisse entrevoir une continuité dans les politiques et renforce les perspectives de réformes. Les élections présidentielles d'octobre en Argentine constituent ainsi le principal risque électoral restant. L'évolution de la situation en Turquie demeure également incertaine, mais la victoire de

l'opposition lors du nouveau scrutin à Istanbul a été saluée par les marchés. Quoi qu'il en soit, la Turquie et l'Argentine étaient déjà sous pression l'an dernier, sans incidence systémique sur l'ensemble de l'univers émergent.

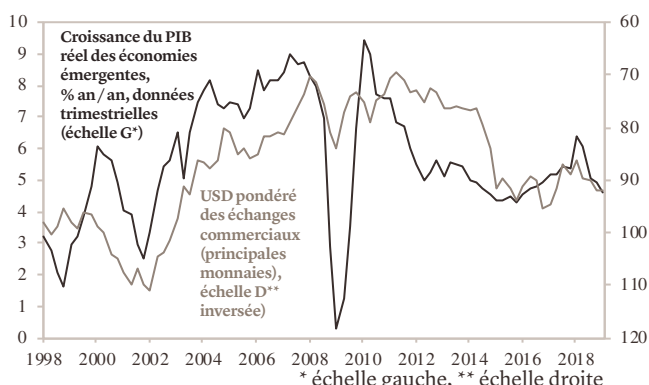
Sur le front commercial, la situation s'est cependant détériorée et pourrait nuire aux marchés émergents via deux canaux principaux. Premièrement, la Chine est le principal partenaire commercial du Brésil, de la Russie, de l'Inde, du Pérou, du Chili et de la majeure partie de l'Asie du Sud-Est. Un ralentissement chinois aurait donc d'importantes répercussions. Deuxièmement, une appréciation substantielle du dollar américain – induite par des flux vers les valeurs refuges dans un contexte de réduction du risque – affaiblirait les marchés émergents, peut-être même plus fortement qu'en 2018 (voir graphique 10). Les banques centrales émergentes pourraient à nouveau se voir contraintes de resserrer leur politique afin de soutenir leur monnaie, et ce, dans un contexte de ralentissement de la croissance.

Jusqu'à présent, les fondamentaux des marchés émergents n'ont pas été gravement touchés. Le fait que leur cycle économique soit peu avancé constitue un atout, de même que l'amélioration de la solvabilité – seuls trois grands pays affichent un déficit de la balance courante supérieur à 3,5% (Argentine, Colombie et Afrique du Sud). Nous nous attendons à ce que les marchés émergents continuent de bien résister, mais tant que les tensions commerciales ne se seront pas réellement apaisées, les risques resteront orientés à la baisse (voir graphique 11).

Stéphanie de Torquat, Stratège macro

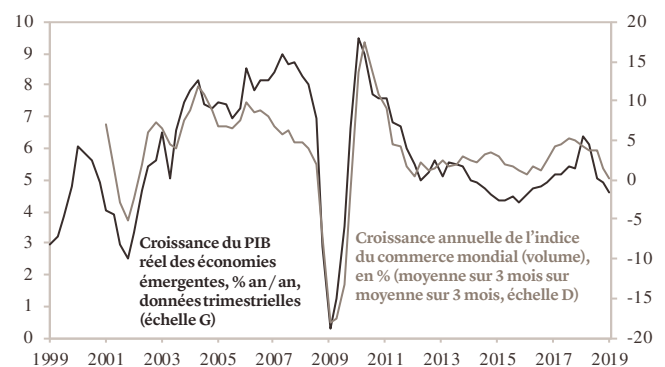
10. La croissance des marchés émergents faiblit lorsque l'USD se renforce

Corrélation sur 22 ans: -0,5



11. Les marchés émergents sont fortement exposés au commerce mondial

Corrélation sur 18 ans: 0,8



Allocation d'actifs

Stratégie prudente de portage

L'essentiel en bref

- Les actifs risqués ont marqué une pause ce trimestre après un très bon début d'année.
- Le tableau à l'entame de juillet est donc celui d'un dollar en baisse, d'un recul des rendements des obligations d'Etat, d'une forte appréciation de l'or et d'une dynamique positive sur les Bourses mondiales.
- Le trimestre passé, nous avons renforcé le caractère défensif de notre allocation d'actifs, réduisant les actions (en mai) et accentuant notre exposition aux valeurs refuges (or et obligations gouvernementales).
- Il semble peu probable que nous assistions de nouveau à un repli marqué des rendements gouvernementaux, le changement d'orientation des banques centrales étant largement pris en compte dans les cours obligataires.
- Sans soutien additionnel des taux d'intérêt, les actions n'affichent qu'un faible potentiel de hausse et seront tributaires de la dynamique bénéficiaire. Dans l'univers du crédit, les écarts devraient évoluer dans une fourchette et les rendements provenir de la composante de portage (carry).
- L'or reste à nos yeux une couverture de choix dans un portefeuille multi-actifs.

La solide dynamique de performance du 1^{er} trimestre s'était prolongée en avril, mais une certaine lassitude des investisseurs associée à la résurgence des tensions commerciales sino-américaines ont ensuite poussé les cours des actions à la baisse et les écarts de crédit à la hausse en mai (l'or évoluant également à la hausse dans un deuxième temps). Au mois de juin, les banques centrales ont adopté un ton plus conciliant, Fed et BCE en tête, ce qui a permis une amélioration de l'environnement de risque vers la fin du trimestre. Les actions américaines sont même parvenues à atteindre de nouveaux sommets.

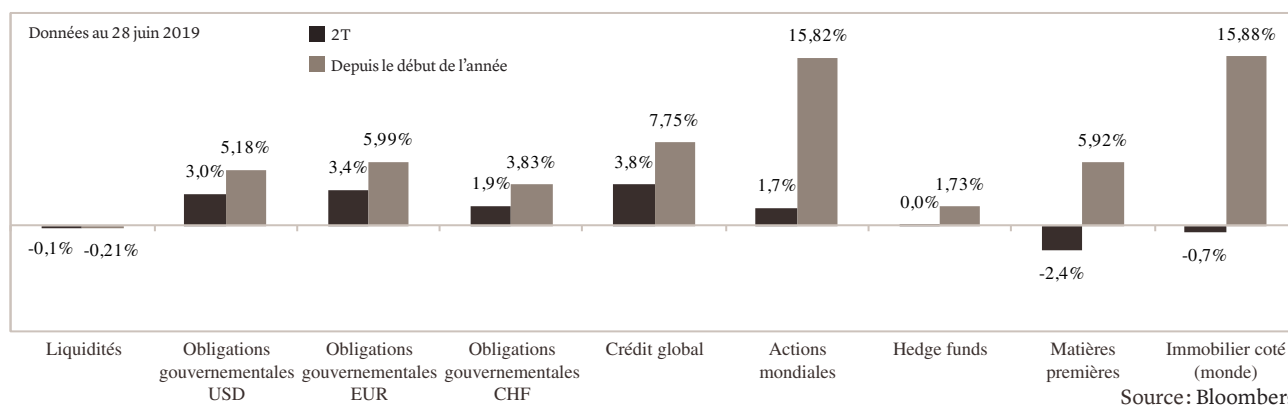
Le tableau en ce début juillet est donc celui d'un dollar en baisse, d'un recul des rendements des obligations d'Etat, d'une forte appréciation de l'or et d'une dynamique positive sur les Bourses mondiales. Relevons par ailleurs que la divergence entre les taux d'intérêt et les actions (voir graphique 13, page 10) s'est encore accentuée – en raison, selon nous, d'une politique monétaire plus accommodante qui exerce une pression baissière sur les rendements tout en soutenant les valorisations des marchés des actions.

Au cours du trimestre à venir, nous nous attendons à ce que les récentes tendances macroéconomiques se poursuivent, le soutien des banques centrales compensant dans une certaine mesure les incertitudes commerciales, sur fond de ralentissement de la croissance et de faible inflation. Bien que la volatilité soit actuellement modérée, il ne serait pas surprenant qu'elle vienne perturber la torpeur des mois d'été. Un événement déterminant à nos yeux sera la saison de publication des résultats. Nous nous attendons toujours à une croissance des bénéfices d'environ 5% en 2019, proche de la moyenne de long terme, mais surveillerons bien sûr tout signe d'impact négatif des incertitudes commerciales sur les investissements et les plans de croissance des entreprises.

Les actifs risqués ont marqué une pause ce trimestre après un très bon début d'année. Entre avril et juin, les actions mondiales et les matières premières ont dégagé une performance nulle ou négative, tandis que le crédit mondial restait en territoire positif, soutenu par l'important repli des rendements gouvernementaux (voir graphique 12). Ainsi, le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans est tombé en dessous de 2% pour la première fois depuis septembre 2016, tandis que celui du Bund allemand à 10 ans atteignait un plancher absolu à -36 pb.

12. Performances des classes d'actifs mondiales

Performance totale



Concernant la performance des marchés financiers, il semble peu probable que nous assistions de nouveau à un repli marqué des rendements gouvernementaux. Le changement d'orientation des banques centrales est désormais entièrement escompté dans les cours obligataires. Cela dit, nous n'identifions pas non plus de catalyseur capable d'entraîner une remontée significative des rendements. Un tel mouvement constituerait pour nous une opportunité d'ajouter de la protection et de la diversification aux portefeuilles. Sans soutien additionnel des taux d'intérêt, les actions n'affichent qu'un faible potentiel de hausse et seront tributaires de la dynamique bénéficiaire. Les perspectives du commerce mondial seront donc déterminantes pour la propulsion au risque des investisseurs (voir graphique 14). Dans l'univers du crédit, les écarts devraient évoluer dans une fourchette et les rendements provenir de la composante de portage (carry). Enfin, la faiblesse du dollar américain devrait persister et l'or continuer de s'apprécier (voir l'encadré en page 11 pour plus de détails).

Le trimestre passé, nous avons renforcé le caractère défensif de notre allocation d'actifs, réduisant les actions en mai et accentuant notre exposition aux valeurs refuges (or et obligations gouvernementales). De fait, nous avons pris en compte l'incertitude croissante entourant les négociations commerciales et son impact sur le climat des affaires et les prévisions bénéficiaires. Plus spécifiquement, nous avons décidé de sous-pondérer les actions émergentes, qui nous semblent être la classe d'actifs la plus vulnérable en cas d'escalade des tensions sino-américaines. La combinaison actuelle de croissance mondiale en ralentissement et de politiques monétaires très accommodantes continue de soutenir les stratégies de portage (carry), ce qui explique le niveau réduit de liquidités dans nos portefeuilles par rapport au trimestre précédent. Enfin, concernant l'exposition aux changes, nous avons principalement conservé notre préférence pour le yen (en tant que valeur refuge) et sommes revenus à une approche neutre sur les monnaies émergentes.

Dans les portefeuilles en EUR et en CHF, à des fins de diversification supplémentaire, nous avons vendu les positions en dette souveraine susceptibles d'offrir une protection moins efficace que par le passé compte tenu de la faiblesse record des taux. Nous avons utilisé le produit de ces ventes pour accroître

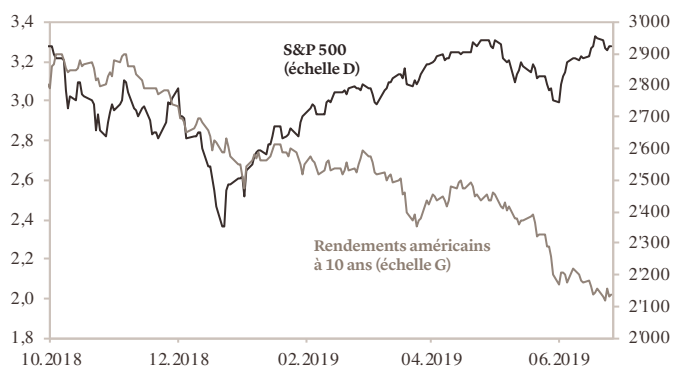
notre exposition à l'or en avril. Dans les portefeuilles en EUR, nous avons également réinvesti une partie des liquidités dans l'immobilier (déjà fortement surpondéré dans les portefeuilles en CHF) et clôturé notre sous-pondération de la monnaie de base.

Dans les portefeuilles en USD, nous avons réinvesti le produit de la réduction des actions opérée en mai dans des bons du Trésor américain – avant l'effondrement des rendements mondiaux – dans la mesure où la probabilité d'un relèvement des taux par la Fed diminuait. Par conséquent, la durée est actuellement neutre dans ces portefeuilles et nous entendons attendre une remontée des rendements pour renforcer la sensibilité aux taux d'intérêt.

*Carolina Moura Alves, Responsable de l'allocation d'actifs
Sophie Chardon, Stratège cross-asset*

13. La divergence entre les marchés des actions et les taux se poursuit

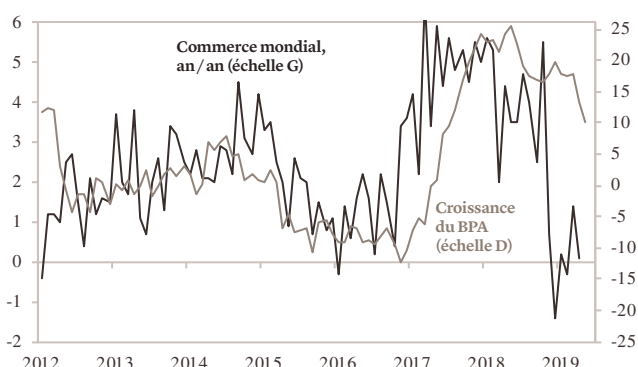
Rendements américains à 10 ans et S&P 500



Source : Bloomberg

14. Le commerce mondial est déterminant pour les perspectives de croissance bénéficiaire

BPA du MSCI A/C World et commerce mondial (en %, an/an)



Source : Datastream

L'or est proche de son plus haut niveau depuis 6 ans – et après ?

L'or a grimpé à son plus haut niveau sur six ans, principalement en raison de l'assouplissement monétaire américain à venir, de l'affaiblissement du dollar et du regain de tensions entre les Etats-Unis et la Chine dans un premier temps, puis entre les Etats-Unis et l'Iran – autant de facteurs qui ont fait affluer les investisseurs vers les valeurs refuges. Après avoir stagné en avril et en mai, l'or a connu une forte envolée en juin, terminant le mois à USD 1'410/once (+8%). Il a ainsi dépassé l'objectif à 12 mois défini dans notre scénario de base (USD 1'350/once) et s'est rapproché du niveau que nous visions initialement dans un scénario de risque (USD 1'450/once).

Nos portefeuilles présentent une exposition longue à l'or, position mise en œuvre en janvier puis renforcée en avril dans les comptes hors USD, c'est-à-dire à un moment où l'or s'échangeait encore à moins d'USD 1'300/once. Le changement de cap des banques centrales et la chute des rendements qui s'en est suivie remontent en réalité au mois de janvier, mais ils n'avaient dans un premier temps pas déployé d'effet notable sur l'or (voir graphique 15) – le dollar américain restant déconnecté du différentiel de taux et obstinément soutenu jusque fin mai.

Aux niveaux actuels, il convient de réévaluer la thèse d'investissement sur l'or, à la lumière notamment des ajustements apportés à notre scénario de base après le sommet du G20.

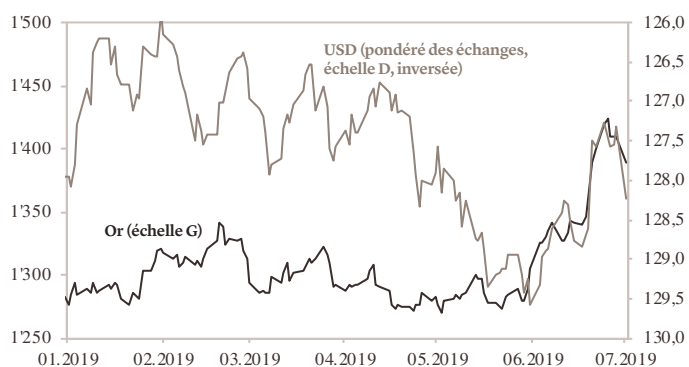
A horizon proche, l'or pourrait pâtir de prises de bénéfices dans la mesure où une prime de risque liée au différend commercial sino-américain pourrait avoir été intégrée par les investisseurs au cours des dernières semaines. Pour autant, il reste à nos yeux une couverture de choix dans un portefeuille multi-actifs. En effet, alors que les espoirs d'un redressement rapide du commerce s'estompent et que des baisses de taux de la Fed se dessinent, le dollar devrait continuer de se déprécier (voir la section consacrée aux changes) et les investisseurs seront amenés à poursuivre leur quête d'alternatives aux rendements obligataires négatifs. Nous avons donc réhaussé notre objectif à 12 mois pour l'or à USD 1'400/once. Dans un scénario de tensions géopolitiques et/ou financières, nous pensons que la barre des USD 1'500/once pourrait facilement être atteinte.

Le changement d'orientation de la Fed, notre prudence sur le dollar américain et les achats par les banques centrales des pays émergents limitent, selon nous, le risque de baisse de l'or. Il a également été soutenu plus récemment par la demande financière, ce qui reflète l'absence d'alternatives pour diversifier les portefeuilles hors USD – une tendance structurelle à nos yeux. Enfin, l'or constitue une couverture efficace en cas de turbulences sur les marchés des actions (voir graphique 16).

En termes de construction de portefeuilles, nous conservons donc notre exposition à l'or, particulièrement dans les comptes hors USD, considérant que la protection offerte par les obligations gouvernementales en dehors des Etats-Unis n'est plus adéquate, la plupart des rendements étant désormais en territoire négatif.

15. L'or atteint un plus haut sur 6 ans

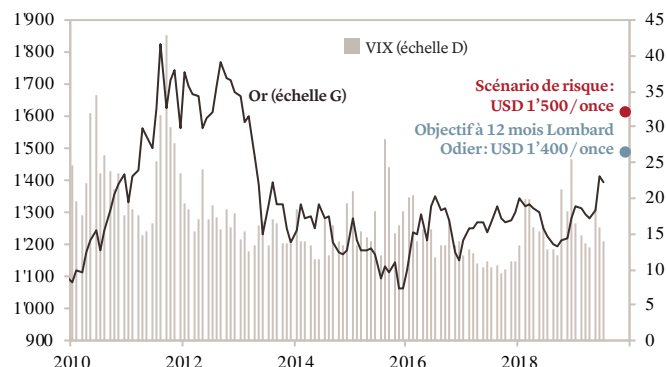
Principalement en raison de l'affaiblissement de l'USD et des incertitudes géopolitiques



Source : Bloomberg

16. Révision à la hausse de nos objectifs, au vu des politiques plus accommodantes des banques centrales

Scénario de base et scénario de risque Lombard Odier



Source : Bloomberg

Devises

Des vents contraires souffleront sur le dollar au 3^e trimestre

L'essentiel en bref

- La faiblesse des rendements américains et le changement de cap de la Fed pèseront quelque peu sur le dollar.
- L'euro ne devrait en bénéficier que marginalement pour l'instant, dans la mesure où la BCE adopte également une approche plus accommodante.
- Notre préférence au sein des monnaies du G10 va toujours et encore au yen, dans un contexte de faibles rendements, de sous-évaluation et de cycle américain mature.
- Nous adoptons progressivement un point de vue plus constructif sur les monnaies émergentes, la quête de rendement semblant appelée à se poursuivre.

Au trimestre dernier, nous avons exposé pourquoi nous anticipions un affaiblissement du dollar, sur la base d'une Fed accommodante et d'une stabilisation des données dans le reste du monde. Dans le même temps, nous faisons valoir que cette faiblesse pourrait ne pas être généralisée et avons donné l'exemple de l'euro, qui était alors confronté à des vents contraires soulevés par un nouvel assouplissement de la BCE. Notre préférence allait au yen, en raison du stade avancé du cycle et de sa sous-évaluation considérable.

Depuis, de nombreux facteurs ont changé. Les négociations sino-américaines ont été rompues début mai, maintenant des pressions sur les flux commerciaux et renforçant le risque de croissance mondiale durablement faible. Une baisse massive des rendements américains s'est ensuivie, celui à 2 ans perdant près de 50 pb à 1,75% et celui à 10 ans 39 pb à 2%. Ce recul a entraîné un resserrement sensible de l'écart de taux entre les Etats-Unis et le reste du monde. Le dollar pondéré en fonction des échanges commerciaux a finalement clôturé le trimestre en baisse d'environ 1%, quand bien même l'évolution des écarts de

taux aurait laissé entrevoir une baisse bien plus importante (voir graphique 17).

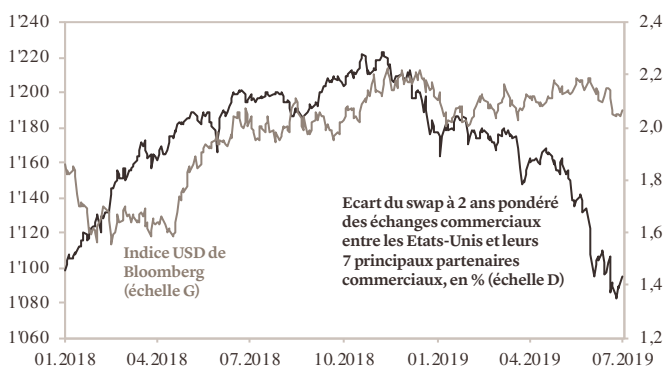
Ce repli mesuré s'explique en partie par la prime de risque associée à la résurgence des craintes relatives au commerce mondial. Le fait que le dollar américain conserve un avantage de rendement significatif au sein du G10 malgré l'évolution des écarts a également joué un rôle.

Au cours des trois derniers mois, l'EURUSD a gagné 1,5%, le JPY s'est apprécié de près de 3% par rapport à l'USD, suivi par le CHF (en hausse de 2%). La principale sous-performance parmi les monnaies du G10 a été le fait de la GBP en raison de l'évolution de la situation politique intérieure. Les monnaies des marchés émergents (ME) se sont bien tenues (indice des changes ME +0,5%) grâce à la baisse des rendements américains, qui a plus que compensé les inquiétudes commerciales.

Le sommet du G20 étant maintenant derrière nous, sans percée majeure sur le front commercial mais avec au moins une reprise des discussions entre les Etats-Unis et la Chine en vue d'un éventuel accord, nous exposons ci-dessous nos perspectives pour le marché des changes. Ces perspectives reposent sur trois hypothèses principales :

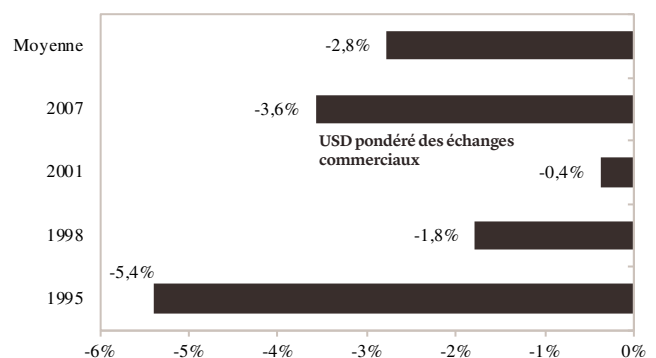
- Le scénario catastrophe d'une rupture des négociations ayant été évité et aucun nouveau droit de douane n'ayant été mis en place (du moins pour l'instant), la probabilité d'une récession mondiale a baissé.
- Néanmoins, l'évolution timide du secteur manufacturier au 1^{er} semestre et l'incertitude résiduelle significative sur les échanges commerciaux devraient inciter la Fed (et la BCE) à assouplir leur politique monétaire. Il convient de souligner ici que la Fed dispose à cet égard d'une marge de manœuvre bien plus importante pour réduire ses taux. De plus, la croissance

17. Le dollar en décalage par rapport à la réduction des écarts de taux



Sources : Bloomberg, calculs Lombard Odier

18. Le dollar faiblit à l'approche (fenêtre de 90 jours) de la première baisse des taux de la Fed



Sources : Bloomberg, calculs Lombard Odier

américaine devrait ralentir à mesure que l'effet des mesures budgétaires s'affaiblit.

- Dans ce contexte, même si les rendements américains pourraient légèrement se redresser à court terme, ils devraient rester à des niveaux très faibles dans un avenir proche.

Pour le marché des changes, ces hypothèses suggèrent ce qui suit :

Premièrement, le dollar devrait s'affaiblir (même si la faiblesse pourrait ne pas être généralisée). Historiquement, il tend à se déprécier à l'approche d'un cycle d'assouplissement de la Fed (voir graphique 18, page 12). De plus, l'écart de taux actuel avec les principaux partenaires commerciaux des Etats-Unis laisse penser que le billet vert est surévalué d'environ 5%.

Deuxièmement, l'EURUSD pourrait évoluer un peu à la hausse, potentiellement vers 1,15 d'ici à la fin de l'année. Ce potentiel de hausse sera principalement alimenté par la dynamique du dollar, mais limité par le probable assouplissement de la BCE, qui maintiendra les taux négatifs plus longtemps. C'est seulement une fois que (si) le risque commercial est éliminé et les circuits d'approvisionnement recommencent à fonctionner normalement, que nous adopterons un point de vue plus constructif sur l'euro.

Troisièmement, malgré les fluctuations de court terme, le yen devrait continuer de se renforcer en raison de l'assouplissement de la Fed, de sa sous-évaluation et d'une propension au risque potentiellement volatile, qui devrait encore alimenter la demande d'actifs refuges. Dans le même temps, nous envisageons une dépréciation modeste et progressive du franc suisse : la monnaie est désormais moins corrélée au risque que par le passé et l'EURCHF est susceptible de se redresser du fait du léger potentiel haussier sur l'euro.

Quatrièmement, l'évolution de la livre sterling continuera à dépendre surtout du Brexit. Un recul du dollar américain pourrait avoir un impact, mais nous pensons que l'élection probable de Boris Johnson au poste de Premier ministre, avec l'engagement de parvenir à une sortie de l'UE d'ici fin octobre, avec ou sans accord, maintiendra la pression à la hausse sur les primes de risque britanniques et pèsera sur la monnaie au cours des deux

prochains mois. Naturellement, nous continuons d'anticiper une forme de Brexit « doux » au final, qui sera positif pour la livre sterling – mais il reste encore beaucoup de chemin à parcourir.

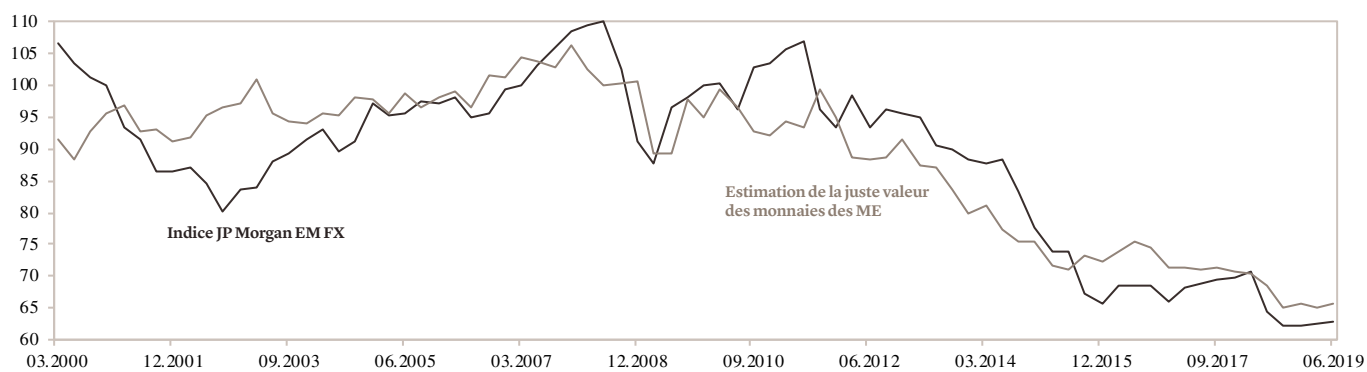
Cinquièmement, la chasse au portage (carry) devrait se poursuivre et se traduire par des pressions haussières sur les monnaies des ME. Les faibles rendements américains, la probabilité réduite d'une contraction mondiale et la sous-évaluation des monnaies des ME (selon nos estimations – voir graphique 19) suggèrent que les investisseurs augmenteront leur exposition aux actifs émergents, entraînant un renforcement des monnaies. En effet, les flux de portefeuille (tant en actions qu'en titres de créance) ont commencé à se redresser fin mai, une tendance qui continuera probablement au regard du contexte macroéconomique généralement favorable. Fondamentalement, nous pensons toujours que le real brésilien devrait bénéficier de l'adoption probable d'une réforme des retraites, tandis que le rouble russe devrait maintenir sa tendance à l'appréciation grâce à des fondamentaux solides et une banque centrale très crédible. Sous réserve de la ratification de l'Accord Etats-Unis-Mexique-Canada (AEUMC) par le Congrès américain, nous nous attendons aussi à une appréciation du peso mexicain, car il fait partie des monnaies qui se redressent le plus fortement en période de faiblesse du dollar. Enfin, l'USDCNY devrait rester stable pour l'instant, avec quelques gains graduels du yuan plus tard si les perspectives d'un accord commercial commencent à devenir plus concrètes.

En conclusion, s'agissant de l'exposition des portefeuilles, nous maintenons notre position longue sur le yen, de nombreux arguments plaident encore en sa faveur. De plus, et en supposant que nous ayons raison de nous attendre à ce que les rendements de base demeurent faibles, nous serons à l'affût d'opportunités pour surpondérer les monnaies des ME. Il va sans dire que nous suivrons de près l'évolution des rendements et des taux de change et que nous ajusterons nos attentes en conséquence.

Vasileios Gkionakis, Responsable de la stratégie FX globale

19. Monnaies des ME sous-évaluées d'environ 5%

Estimation du modèle de juste valeur, basé sur le différentiel de taux de croissance US/ME, les rendements US à 10 ans, la dette des ME en % du PIB et les incidences des récessions américaines



Sources : Bloomberg, calculs Lombard Odier

Information importante

Le présent document de marketing a été préparé par Banque Lombard Odier & Cie SA (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 Regulation Authority (PRA) et soumise à une réglementation limitée par la Financial Conduct Authority (FCA) et la 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 et 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 l'entité suivante domiciliée au sein de l'Union européenne : **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.

Hong Kong : Le présent document de marketing a été approuvée pour utilisation par Lombard Odier (Hong Kong) Limited, une entité agréée et dont les activités sont soumises à la réglementation et à la surveillance de la Securities and Futures Commission de Hong Kong, pour fournir des informations générales aux investisseurs professionnels et à d'autres personnes, conformément à la Securities and Futures Ordinance (chapitre 571) des lois de Hong Kong. **Singapour :** Le présent document de marketing a été approuvée pour utilisation par Lombard Odier (Singapore) Ltd. à des fins d'information générale des investisseurs accrédités et d'autres personnes conformément aux conditions des articles 275 et 305 de la Securities and Futures Act (chapitre 289). Les destinataires se trouvant à Singapour devraient prendre contact avec Lombard Odier (Singapore) Ltd., un conseiller financier exempté en vertu du Financial Advisers Act (chapitre 110) et une banque d'affaires soumise à la réglementation et à la surveillance de la Monetary Authority of Singapore, pour toute question découlant du présent document de marketing ou en lien avec ce dernier. Les destinataires du présent document de marketing déclarent et confirment qu'ils sont des investisseurs accrédités ou des personnes autorisées au sens du Securities and Futures Act (chapitre 289). Cette annonce n'a pas été révisée par la Monetary Authority of Singapore. **Panama :** Le présent document de marketing a été approuvée pour utilisation au Panama par Lombard Odier (Panama) Inc., une entité également autorisée par la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá. Titulaire d'une licence de conseiller en investissement. Res. SMV No.528-2013. **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 de marketing 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 ou distribués aux Etats-Unis ou remis à une US-Person.

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.

Protection des données : Il se peut que vous receviez cette communication parce que vous nous avez fourni vos coordonnées. Si tel est le cas, veuillez noter que nous sommes susceptibles de traiter vos données à caractère personnel à des fins de marketing direct. Si vous souhaitez vous opposer à ce traitement, 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 Corraterie, 1204 Genève, Suisse. E-mail : group-dataprotection@lombardodier.com. Pour de plus amples informations sur la politique de protection des données de Lombard Odier, veuillez consulter le site www.lombardodier.com/privacy-policy.

© 2019 Banque Lombard Odier & Cie SA - Tous droits réservés. Réf. LOCH/LOESA/LOASIA-GM-fr-062019.

SUISSE

GENÈVE

Banque Lombard Odier & Cie SA¹

Rue de la Corratierie 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

ZÜRICH

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).

LONDRES

Lombard Odier (Europe) S.A. UK Branch²

Queensberry House · 3 Old Burlington Street · London W1S 3AB · United Kingdom
london@lombardodier.com

La banque est supervisée par la Prudential Regulation Authority (PRA) et assujettie à certaines des règles de la Financial Conduct Authority (FCA) et de la PRA. Sur demande, vous pouvez obtenir auprès de notre banque de plus amples informations 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 et autorisé par 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 supervisé par 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. · Sucursale 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 crédit 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 · 115114 · 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.fi.

AFRIQUE | AMERIQUES | MOYEN-ORIENT

ABU-DHABI

Bank Lombard Odier & Co Ltd · Abu Dhabi Global Market Branch

Al Maryah Island · Abu Dhabi Global Market Square · Al Sila Tower · Abu Dhabi

abudhabi@lombardodier.com

Etablissement d'offres en investissement · Conseil en investissement ou en crédit · Octroi de crédits. Réglementé par l'Autorité de réglementation des services financiers de l'ADGM.

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.

ISRAËL

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.

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. Titulaire d'une licence de conseiller en investissement. Res. SMV No.528-2013.

ASIE - PACIFIQUE

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.

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 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