

# Stratégie de Placement

## Gestion Privée

---

# 3/4

Juillet 2017 · 3<sup>e</sup> trimestre

### Perspectives macroéconomiques

Bilan à mi-année : jusqu'ici tout  
va bien

# p.03

### À la une

- La majorité des risques, notamment de nature politique, évoqués début 2017 s'étant dissipés, nous abordons le 2<sup>nd</sup> semestre dans des conditions conjoncturelles idéales, « ni trop chaudes, ni trop froides ».
- La reprise de l'économie américaine va bon train, sans pour autant présenter de signes de surchauffe. Après une période de hausses des taux, la Réserve fédérale devrait prochainement mettre le curseur sur l'allègement de son bilan.
- En Europe, la reprise économique s'amplifie, l'amélioration de la demande extérieure s'ajoutant à une activité intérieure déjà solide. Une inflexion de la politique monétaire se profile, qui changera profondément la donne.
- Au Japon, les conditions cycliques demeurent solides, avec une croissance de la consommation intérieure et de l'investissement, et même l'apparition de signes d'augmentation des salaires dans certains segments du marché du travail.
- En Asie, l'environnement économique et commercial semble au beau fixe et la Chine dame progressivement le pion aux Etats-Unis dans la région.
- Une prise de risque dans les portefeuilles demeure justifiée, privilégiant les régions dont le cycle économique est moins avancé (marchés émergents et Europe) et se préparant à un raffermissement de l'euro.

---

### Egalement

Fusions et acquisitions  
européennes : un retour  
en force ?

---



# Bilan à mi-année : jusqu'ici tout va bien



Le milieu d'année est l'occasion de faire le point sur la situation économique et financière mondiale. Le recul de bon nombre des risques évoqués dans nos perspectives pour 2017 nous conforte dans notre opinion qu'aucune récession mondiale ne pointe à l'horizon. Au contraire, nos indicateurs économiques favoris signalent une expansion continue et relativement généralisée. Force est toutefois de constater que certains de ces indicateurs ont commencé à perdre de l'allant, laissant entrevoir un essoufflement de la reprise cyclique, alors même que les banques centrales abandonnent progressivement leurs réflexes de gestion de crise.

Un contexte de croissance mondiale modeste mais stable, sans tensions inflationnistes, a permis aux banques centrales de maintenir des conditions de liquidité très accommodantes pendant plusieurs années (voir graphique I, page 04). A mesure que la reprise économique progresse et s'étend, y compris désormais à la zone euro et au Japon, les autorités monétaires commencent à adopter ou du moins envisager une politique monétaire plus restrictive. Bien que toujours positive, la croissance de la liquidité mondiale – mesurée en additionnant les bilans de la Réserve fédérale américaine (Fed), de la Banque centrale européenne (BCE), de la Banque du Japon (BoJ) et de la Banque populaire de Chine (PBoC) – devrait donc ralentir l'an prochain (voir graphique II, page 04).

Cela ne signifie pas pour autant que le flux de crédit à l'économie réelle va se tarir. Après tout, rappelons que les injections de liquidités des banques centrales avaient pour vocation première de préserver le système financier – et non pas de promouvoir la croissance et l'emploi. Le cas américain est éloquent à cet égard : alors que les liquidités injectées par la Fed étaient le fer de lance de la croissance des agrégats monétaires entre 2009 et 2014, les liquidités des banques commerciales leur ont ensuite emboîté le pas, permettant une migration des flux du secteur financier vers l'industrie (voir graphique III, page 04). S'il est vrai que le recul récent des crédits commerciaux et industriels a été une surprise, d'autant plus que la confiance reste élevée dans les milieux d'affaires, ce phénomène peut en partie s'expliquer par le fait que les sociétés énergétiques ont recouvré accès au marché obligataire et sont donc moins tributaires des prêts bancaires que durant la période où les cours du pétrole s'effondraient.

Dans la zone euro et au Japon, les tendances du crédit sont stables voire plus soutenues, une amélioration corroborée par les enquêtes sur l'octroi de prêts bancaires. Dans ces régions également, les banques commerciales prennent le relais des banques centrales en matière de stimulation de la croissance monétaire (voir également graphique III, page 04), avec un décalage de plusieurs années sur les Etats-Unis.

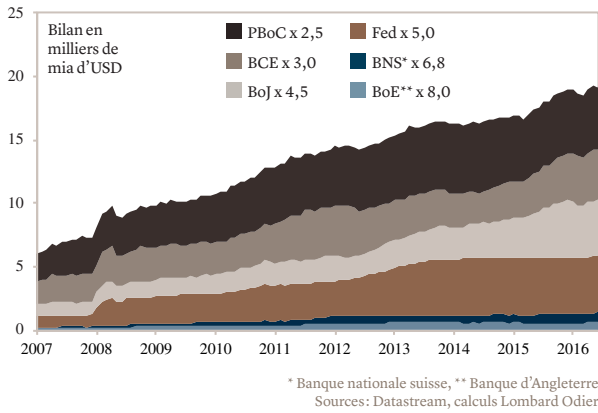
Cette embellie sur le front du crédit est quelque peu relativisée par la Chine, où la croissance des prêts s'atténue depuis plus d'une année, freinée par une série de mesures étatiques : relèvement des taux à court terme, restrictions des prêts parallèles et freins immobiliers (impactant les transactions hypothécaires). Sachant toutefois que les autorités politiques entendent maintenir d'ambitieux objectifs de croissance, nous ne pensons pas que les craintes d'un effondrement du crédit chinois soient fondées.

Des politiques budgétaires plus expansionnistes permettront-elles également de contrebalancer le changement de cap des banques centrales ? S'il est vrai que la plupart des économies avancées devraient connaître un léger assouplissement budgétaire ces deux prochaines années, le tableau est également contrasté sur ce front – avec des trajectoires budgétaires très divergentes d'un pays à l'autre. Dans la zone euro, le resserrement budgétaire devrait se modérer. Le Royaume-Uni devrait ralentir le rythme de son assainissement budgétaire, dès lors que le Brexit commence à peser sur la croissance économique. Aux Etats-Unis, nous nous attendons à ce que le Congrès finisse par abaisser l'impôt sur les sociétés, même si les coupes ne seront pas aussi drastiques que Donald Trump ne le laissait entendre. La nécessité, tant pour le Congrès que pour

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

I. Bilan des principales banques centrales

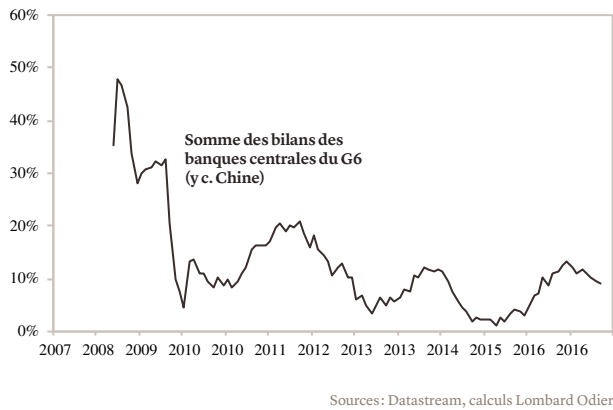
En milliers de milliards (mia) d'USD



l'administration Trump, de se prévaloir d'un succès politique à l'approche des élections de mi-mandat aidera à trouver un compromis. Paradoxalement, la relance budgétaire sera engagée aux Etats-Unis alors même que son économie a atteint le plein emploi. Enfin, la Chine procède à une transition structurelle vers d'importants déficits budgétaires. La volonté des autorités de maîtriser la croissance du crédit ne fera que stimuler leur quête de nouvelles sources de demande. Au final, cet environnement idéal qui a tant profité aux marchés financiers reste quasiment intact. Les scénarios de poussée inflationniste ou de récession pouvant être écartés à court terme, une prise de risque demeure justifiée dans les portefeuilles. Reste que les valorisations élevées des actions ont de quoi inquiéter, en particulier aux Etats-Unis. Nous préférons nous concentrer sur les régions dont le cycle économique est moins avancé et qui sont donc susceptibles d'afficher des dynamiques bénéficiaires plus vigoureuses. Les marchés émergents et la zone euro restent ainsi nos régions de prédilection, cette dernière étant par ailleurs appelée à bénéficier de la dissipation des risques politiques et de la convergence à venir des politiques de la Fed et de la BCE – avec pour corollaire un renforcement de la monnaie unique.

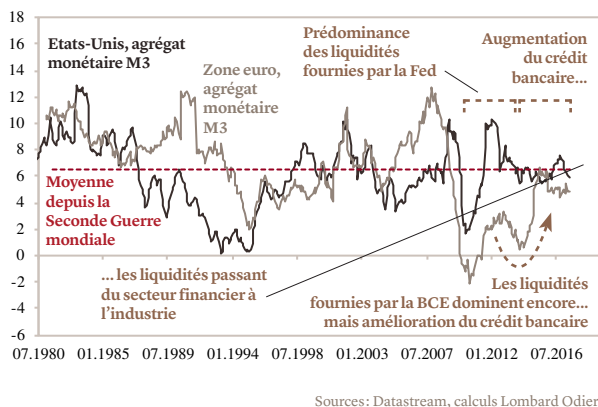
II. Bilans combinés des banques centrales du G6

En %, an/an



III. Agrégat monétaire M3, Etats-Unis et zone euro

En %, an/an



# États-Unis

## Ni inflation, ni récession

### L'essentiel en bref

- La reprise économique engagée depuis plusieurs années aux Etats-Unis va bon train, sans pour autant présenter de signes de surchauffe.
- En l'absence de pressions inflationnistes, la Fed ne devrait disposer que d'une marge de manœuvre limitée pour continuer de relever ses taux – prochaine étape : l'allègement de son bilan.
- On n'observe pas non plus de signes de récession pour le moment, permettant de repousser ce risque à au moins 12 ou 18 mois.

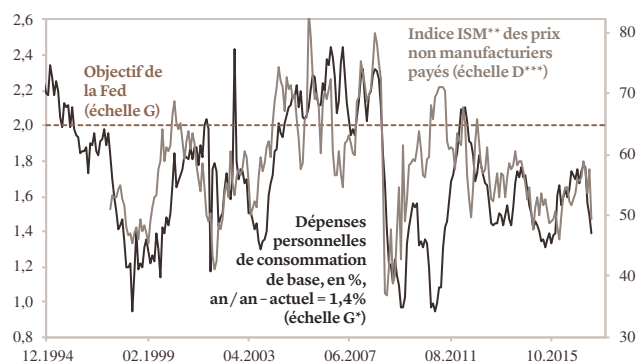
Si les données macroéconomiques ont récemment été mitigées, l'économie américaine reste sur une dynamique positive, sans toutefois présenter de signes manifestes de surchauffe. En effet, la plupart des indicateurs susceptibles de suggérer un tel emballement (à savoir les indices des prix à la consommation et à la production, les marchés de matières premières, le dollar américain, la croissance des salaires et les crédits bancaires) restent toujours largement inférieurs aux normes à long terme. On notera en particulier que l'inflation n'est pas repartie à la hausse ces derniers mois (voir graphique IV). Le fait que l'amélioration sur le front de l'emploi ne s'est pas traduite par une accélération de la croissance des salaires et, partant, une hausse des prix, peut avoir plusieurs explications. D'abord, le marché de l'emploi américain n'est peut-être pas si tendu qu'on ne le croit. Ensuite, les changements démographiques intervenus ces dix dernières années, notamment le départ à la retraite des baby-boomers, ont peut-être apaisé les pressions sur les salaires. Le taux de chômage non accélérateur de l'inflation (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*, NAIRU) n'étant qu'une estimation, il pourrait minimiser les capacités excédentaires au sein du marché de l'emploi. Enfin, la faible croissance de la productivité (voir graphique V), le

virage technologique, la mondialisation, l'emploi à temps partiel et la baisse du pouvoir de négociation des salariés sont autant de facteurs qui contribuent aussi à l'aplatissement de la courbe de Phillips. La solidité des conditions économiques permettra sûrement à la Fed de resserrer encore les rênes monétaires, mais l'absence de signes de surchauffe devrait limiter sa marge de manœuvre. Nous estimons que le pic du cycle de relèvement des taux est désormais proche et, qu'une fois atteint, il laissera place à des mesures d'allègement du bilan.

Et qu'en est-il du risque de récession aux Etats-Unis? Aucune des mesures macroéconomiques et de marché que nous scrutons n'envoie de signaux en ce sens pour le moment, l'activité des services étant particulièrement solide. L'aplatissement de la courbe des taux a suscité quelques craintes ces derniers trimestres. Nous ne partageons toutefois pas ces inquiétudes puisque l'Histoire a montré que les récessions étaient précédées d'une inversion, et non pas seulement d'un aplatissement, de la courbe des taux. Quand bien même les politiques monétaires non conventionnelles menées ces huit dernières années pourraient avoir affecté la capacité de la courbe des taux à envoyer des signaux, jusqu'à preuve du contraire, seule l'inversion compte. L'économie américaine semble donc à l'abri de toute récession pour au moins 12 à 18 mois.

#### IV. Dépenses personnelles de consommation de base / indicateur avancé des prix, Etats-Unis

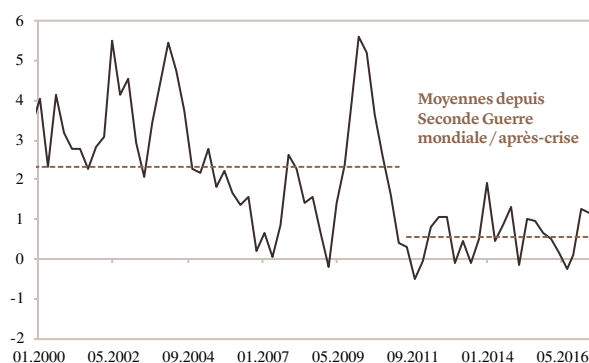
En %, an/an et niveau



\* échelle gauche, \*\* Institute for Supply Management, \*\*\* échelle droite  
Sources: Datastream, calculs Lombard Odier

#### V. Production horaire américaine (entreprises, toutes les personnes)

En %, an/an



Sources: Datastream, calculs Lombard Odier

# Europe

## L'eurosepticisme a moins la cote

### L'essentiel en bref

- Suite à la série de défaites essuyées par les partis populistes lors des dernières élections, l'eurosepticisme ne semble plus avoir le vent en poupe. Il n'empêche que la situation en Italie et la popularité du Mouvement cinq étoiles sont à surveiller de près.
- La reprise économique européenne s'amplifie, l'amélioration de la demande extérieure s'ajoutant à une activité intérieure déjà solide.
- La BCE devrait normaliser progressivement (plutôt que rapidement) sa politique monétaire.

Les freins à un retour à la normale sur le plan économique s'éclipsent peu à peu en Europe, notamment la menace d'un bouleversement politique.

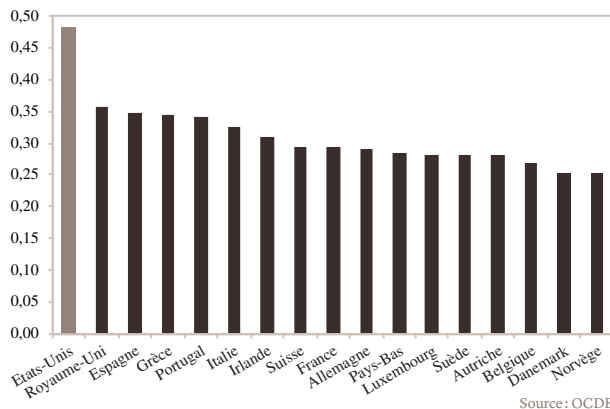
L'attrait des partis contestataires a été tempéré par la nature des processus électoraux (vote proportionnel ou à deux tours) mais également par les systèmes d'état-providence – bien qu'onéreux, inefficaces et en mal de réformes. Ainsi, dans les pays d'Europe continentale, une partie des produits de la mondialisation a été redistribuée (voir graphique VI), ce qui n'a pas été le cas aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. De toute évidence, les électeurs de ces pays n'étaient pas exaspérés au point d'appeler une refonte massive de leurs sociétés ou de retirer leur soutien aux institutions européennes. Suite aux élections françaises, certains partis contestataires ont décidé de s'affranchir de leurs velléités anti-européennes pour rester « dans la course », à l'image de Podemos en Espagne et de SYRIZA en Grèce qui sont replacés, en un bref laps de temps, sur un créneau moins extrême à gauche. En Italie, le Mouvement cinq étoiles sera à surveiller de très près ces prochains mois. Le parti semble en proie à des querelles internes sur la posture euroseptique à adopter. Et plusieurs décisions de la part de sa direction, notamment la tentative

de se départir de l'alliance avec le Parti pour l'indépendance du Royaume-Uni (*UK Independence Party*, UKIP) au Parlement Européen, semblent traduire une volonté d'adopter une approche plus centriste. Il n'empêche que le peu d'engagement de l'électeur italien moyen en faveur de l'intégration européenne fait de l'Italie le risque majeur pour la construction européenne, avec des échéances électorales en mai 2018.

Au-delà des considérations politiques, le rebond de la croissance européenne s'amplifie. La demande extérieure reprend des couleurs alors que la demande intérieure n'avait plus été aussi robuste depuis 2007. Comme aux Etats-Unis, l'embellie sur le front de l'emploi n'a jusqu'à présent pas entraîné une croissance des salaires excessive (voir graphique VII), si bien qu'une normalisation radicale de la politique monétaire n'est pas justifiée. Du point de vue de la BCE, l'économie de la zone euro a quatre ans de décalage avec les tendances américaines. Par conséquent, à l'instar de la Fed en 2013, la BCE devrait simplement répondre à l'amélioration des conditions économiques observée au cours des trois dernières années en ajustant progressivement sa politique.

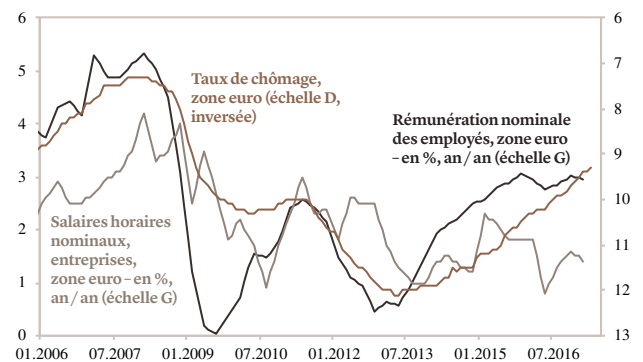
### VI. Répartition des revenus

Coefficient de Gini



### VII. Croissance des salaires/emploi, zone euro

En %, an/an et %



# Japon

## Difficile de faire mieux

### L'essentiel en bref

- Au Japon, les conditions cycliques demeurent solides, avec une croissance de la consommation intérieure et de l'investissement, et même l'apparition de signes d'augmentation des salaires dans certains segments du marché du travail.
- Malheureusement, le cadre actuel de la politique monétaire associe étroitement les perspectives économiques à des facteurs externes, comme le cours du pétrole, la politique budgétaire américaine et l'environnement géopolitique.
- Les récentes élections à l'assemblée municipale de Tokyo remettent en cause la longévité du Premier ministre Shinzo Abe, annonçant le retour des luttes entre factions politiques et des incertitudes quant au gouvernement du pays.

Malgré l'apparente médiocrité qui envahit l'actualité nipponne, les conditions cycliques actuelles sont les plus favorables possibles. Le taux de chômage est proche de son plus bas niveau depuis 20 ans, le ratio entre postes vacants et candidats à l'emploi étant le plus élevé depuis les années 1970. Pour la première fois depuis 2005, le pays a également affiché cinq trimestres consécutifs de croissance positive. Mieux encore, les différents indicateurs de la consommation montrent que le choc négatif induit par la hausse de taxe sur la consommation en 2014 a été effacé et des premiers signes d'augmentation des salaires commencent à apparaître, notamment pour les salariés à temps partiel (graphique VIII).

Reste à savoir si cet environnement soi-disant dopé par la demande et caractérisé par un écart de production nul pourra perdurer. Pour une économie aussi rigide que celle du Japon, on peut avancer que la marge d'erreur politique est limitée. La pénurie de travailleurs freine le potentiel de croissance de l'Archipel. Il est difficile de concevoir que les sexagénaires qui représentent une part croissante de la

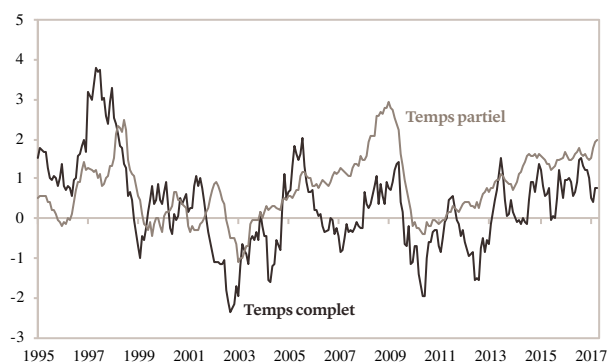
nouvelle offre de main-d'œuvre (graphique IX) peuvent dégager une forte augmentation des heures travaillées ou de la productivité. Les entreprises enregistrent des bénéfices plus élevés et profitent de meilleures conditions de financement. Pourtant, comme nous l'avons souvent écrit, elles préfèrent investir dans leurs capacités de production à l'étranger plutôt que dans leur pays. Ainsi, la responsabilité de prolonger le cycle d'activité incombe toujours aux autorités.

Malheureusement, la BoJ semble manquer de solutions. Son cadre actuel de contrôle de la courbe des taux, adopté pour éviter les critiques publiques des taux négatifs et toute confusion des marchés quant aux objectifs quantitatifs, ne fait que renforcer la dépendance extérieure. Il revient à doper l'activité économique lorsque des événements extérieurs menacent de pousser le taux à 10 ans au-dessus du vague objectif de la BoJ (ses achats potentiellement infinis d'obligations gouvernementales alimentant les attentes d'une forte hausse du PIB (Produit intérieur brut) nominal et d'un affaiblissement du yen). La situation inverse se produit lorsque des facteurs comme le cours du brut, la politique budgétaire américaine ou l'environnement géopolitique provoquent une baisse des rendements globaux.

Pire encore, les récents événements politiques ont significativement réduit les perspectives de réformes structurelles. Les inquiétudes relatives à la longévité politique de Shinzo Abe, que nous avons évoquées le trimestre dernier, sont devenues un thème clé. La réaction excessive des médias à la défaite électorale de la formation au pouvoir, le Parti libéral démocrate (PLD), à l'assemblée municipale de Tokyo révèle que l'élite japonaise souhaite mettre fin à la prédominance d'Abe et renouer avec le contexte historique de luttes factionnelles.

### VIII. Croissance de la rémunération horaire totale, par type de contrat

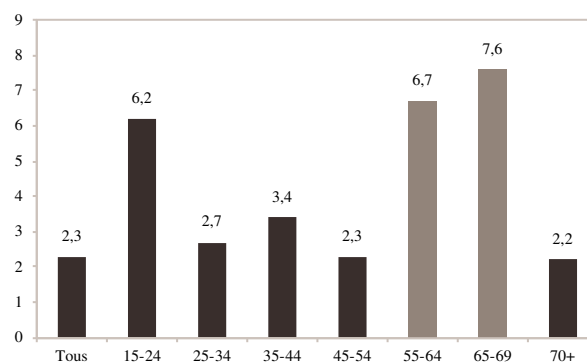
En %, an/an



Source : CEIC

### IX. Variation du taux de participation de la population active depuis le deuxième mandat d'Abe (décembre 2012-mai 2017)

En %



Sources : CEIC, Lombard Odier Asie



# Marchés émergents

## La Chine étend son hégémonie

### L'essentiel en bref

- En Asie, l'environnement économique et commercial semble au beau fixe et la Chine dame progressivement le pion aux Etats-Unis dans la région.
- Leur moindre dépendance au marché américain rend les exportateurs asiatiques moins vulnérables aux mesures protectionnistes promises par l'administration Trump.
- Les risques baissiers par rapport à l'économie russe se sont dissipés, mais ceux liés à la politique brésilienne restent entiers.

L'évolution démographique dans l'ASEAN (Association des nations de l'Asie du Sud-Est) et l'Asie du Sud, les différentiels attractifs de coûts de la main d'œuvre par rapport à l'Asie du Nord et le nombre croissant de ménages à revenus moyens nous incitent à l'optimisme quant aux perspectives de la région.

Les modèles commerciaux asiatiques ont considérablement évolué depuis les années 1990, les Etats-Unis ayant perdu leur position dominante (voir graphique X). Le commerce intrarégional a profité de la croissance de la demande intérieure et de la stabilité de l'économie chinoise. Leur moindre dépendance au marché américain rend les exportateurs asiatiques moins vulnérables aux éventuelles mesures protectionnistes défavorables que l'administration Trump pourrait mettre en œuvre.

De la même manière que le plan Marshall avait de toute évidence favorisé la prédominance du billet vert au sortir de la guerre, l'aide bilatérale octroyée par l'empire du Milieu et le financement autonome de pays émergents partenaires par l'intermédiaire de l'initiative « One Belt, One Road » (plus spécifiquement, de l'Asian Infrastructure Investment Bank et du Silk Road Fund) pourrait permettre d'internationaliser davantage sa monnaie. S'il ne sera pas simple pour la Chine de parvenir à réaliser une prouesse digne du

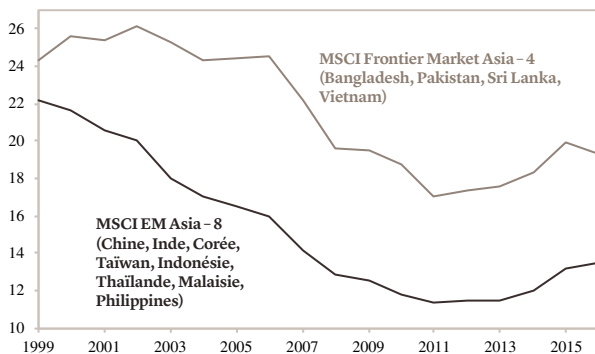
plan Marshall, il n'empêche que la fenêtre d'opportunités existe bel et bien, du moins pour les pays d'Eurasie qui ont souffert de difficultés de financement et d'un manque d'intérêt.

Quant à la Russie, elle a beaucoup regagné en crédibilité en matière de politique monétaire et budgétaire, ce qui devrait amoindrir sa vulnérabilité aux sorties de capitaux. Sa balance courante est toujours excédentaire, son déficit budgétaire est maîtrisé et la banque centrale a introduit une monnaie flottante fin 2014. Même s'il semble que le pire du ralentissement conjoncturel soit passé, l'économie n'en demeure pas moins fragile. Malgré les efforts consentis pour diversifier ses sources de revenu, la Russie compte toujours sur ses ressources énergétiques pour assurer sa prospérité économique, comme le montre la corrélation durablement forte entre les cours du pétrole et le PIB réel russe (voir graphique XI).

Pour ce qui est du Brésil, si le redressement économique a été impressionnant à maints égards, il ne sera pas simple pour le pays de sortir de ce bourbier politique. Les problèmes politiques brésiliens ont des racines très profondes et pourront difficilement être résolus par un gouvernement provisoire à la légitimité douteuse.

### X. Exportations asiatiques vers les Etats-Unis

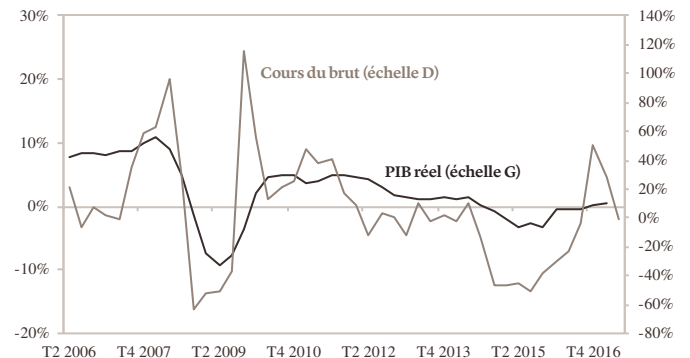
En % des échanges totaux



Sources : Bloomberg, calculs Lombard Odier Asie

### XI. Croissance du PIB de la Russie / cours du pétrole

En %, an / an



Sources : Datastream, calculs Lombard Odier



# Allocation d'actifs

## Vers une inflexion de la politique de la BCE

### L'essentiel en bref

- L'environnement économique idéal de croissance « ni trop chaude, ni trop froide » sans tensions inflationnistes plaide toujours pour une approche d'investissement favorable au risque.
- Maintenant que les craintes politiques se sont apaisées, les investisseurs se concentrent à nouveau sur les fondamentaux. L'embellie dans la zone euro justifie notre préférence continue pour les actions européennes.
- Conséquence: la BCE s'apprête à infléchir sa politique monétaire non conventionnelle, ce qui sera vraisemblablement le facteur déterminant des prochains trimestres. Nous avons donc commencé à positionner nos portefeuilles en vue d'une appréciation de l'euro.
- L'effet du resserrement monétaire de la BCE sur les marchés obligataires sera à surveiller de près: hausse des rendements des pays du noyau dur, creusement des écarts de rendement?
- Le pétrole semble être le seul élément perturbateur potentiel dans cet environnement de volatilité ultra-faible. A ce stade, nous confirmons notre scénario de prix du brut évoluant dans une fourchette.

La reflation est-elle vraiment de l'histoire ancienne? Les chiffres de l'inflation étant orientés à la baisse depuis le pic de février, les investisseurs remettent en cause la pérennité du rebond manufacturier et des tendances boursières associées à un contexte reflationniste. De nombreux facteurs pourraient expliquer un recul temporaire: la dissipation des effets de base sur l'inflation, le durcissement des conditions monétaires chinoises, l'ajournement du plan budgétaire de Trump et la faiblesse des cours du pétrole. Mais des considérations plus structurelles, de nature à questionner la pertinence même de la courbe de Phillips, continuent d'attiser les craintes des investisseurs concernant les perspectives d'inflation. Et si le fait qu'un faible taux de chômage ne s'accompagne plus d'une hausse des salaires était dû à des tendances démographiques négatives, à la diminution du pouvoir de négociation des salariés, au désendettement mondial, etc.

L'environnement économique idéal de croissance en amélioration avec une inflation maîtrisée a fait souffler un vent d'optimisme sur les marchés financiers, la majorité des classes d'actifs s'étant inscrites en hausse au cours du dernier trimestre. Toutefois, des craintes grandissantes quant aux perspectives du pétrole ont récemment provoqué un sursaut de la volatilité du marché, qui se situait à des planchers historiques. Pour l'heure, en l'absence de détérioration marquée des fondamentaux à moyen terme du pétrole, nous nous en tenons à notre scénario de base d'un cours évoluant entre USD 45 et 60 le baril. Cela étant, sachant que la stabilisation du cours du brut était un prérequis dans notre scénario et notre positionnement mondiaux – sous-tendant en particulier notre exposition aux marchés émergents (ME) –, nous continuerons de surveiller de près la

production libyenne et nigérienne, en plus des perspectives d'investissement pour le schiste américain (voir encadré A, page 10). Hormis la problématique du pétrole, nous pensons que les investisseurs reportent maintenant leur attention sur l'activité des banques centrales, dans l'optique d'une convergence progressive des politiques de la Fed et la BCE. Les marchés des obligations gouvernementales des pays du noyau dur de la zone euro affichent des valorisations excessives au regard de l'amélioration conjoncturelle. Si une réduction progressive du rythme de ses achats d'actifs (« tapering ») par la BCE impactera uniformément l'univers des obligations souveraines, nous pensons que la quête de rendement poussera les investisseurs à privilégier les obligations des pays périphériques aux emprunts de pays du noyau dur dont le rendement est quasiment nul. De ce fait, nous maintenons notre préférence pour les obligations souveraines des pays périphériques par rapport à leurs homologues du noyau dur. Pour ce qui est du marché américain des bons du Trésor, nous ne voyons pas de raison pour que la Fed procède à plus d'un tour de vis supplémentaire cette année. Aucun des fondamentaux en matière d'inflation (l'écart de production ou de chômage, les attentes d'inflation ou la dynamique du crédit bancaire) n'indique de surchauffe. L'inflation globale devrait même décélérer durant les prochains mois à mesure que les effets de base positifs s'estompent.

S'agissant du crédit, les conditions financières devraient rester propices, favorisant les entreprises et évitant une forte augmentation des défaillances. Nous escomptons une relative stabilité des écarts de rendement en Europe et aux Etats-Unis, avec une préférence toutefois pour le crédit américain qui offre un meilleur équilibre des risques du point de vue du rendement global, principalement parce que le soutien des programmes d'achats d'actifs de la BCE devrait s'amoindrir à l'avenir. Le segment du haut rendement devrait également tirer profit de l'amélioration des perspectives de croissance, suggérant une stabilité des écarts de rendement. Certes, la correction des cours du pétrole a récemment entraîné un creusement des écarts de rendement dans le secteur énergétique, mais ce phénomène ne s'est pas pour autant propagé au reste du segment du haut rendement. Cela dit, combiné au durcissement des conditions financières aux Etats-Unis, l'impact de la réduction progressive des achats d'obligations d'entreprise par la BCE justifie une surveillance étroite et une grande sélectivité à l'avenir. Sur le front monétaire, étant donné que les politiques monétaires de la Fed et celle de la BCE devraient prochainement converger, nous pouvons anticiper un rebond de l'euro aux alentours de 1,20 par rapport au billet vert au cours des 12 à 18 prochains mois (voir graphique XII, page 10). Dans cette optique, nous avons commencé à couvrir une partie de notre exposition au dollar américain au sein des portefeuilles en euro et en franc suisse le mois dernier. Etant donné que la Banque nationale suisse (BNS) continue de surveiller de près la BCE, nous pensons qu'elle devrait ajuster sa politique de taux négatifs dans la foulée d'une mesure en ce sens du gardien monétaire européen, de manière à maintenir le taux de change globalement dans la même fourchette. Malgré la position légèrement plus

## A. Quel est le risque baissier de notre scénario pour le pétrole ?

Suite à une série de mauvaises nouvelles, le cours du brut évolue dans l'extrémité basse de notre fourchette estimée entre USD 45 et 60 le baril. Un changement de nos perspectives nécessiterait néanmoins davantage d'informations.

Les fondamentaux demeurent en effet bien orientés avec un déficit d'offre pétrolière depuis le début de l'année (après presque trois ans d'offre excédentaire). Ceci est principalement dû à l'accord de l'OPEP<sup>1</sup> qui vise à fixer les prix à un niveau légèrement inférieur aux coûts marginaux des producteurs américains de schiste, afin de restreindre leurs investissements et la production future. L'engagement ferme des membres de l'OPEP à respecter leurs quotas nous incite à rester optimistes. Les récentes statistiques ont certes indiqué une hausse de la production au Nigeria et en Libye mais ces deux membres de l'OPEP n'avaient initialement pas été inclus dans l'accord. Si ces tendances devaient persister, nous nous attendrions à ce que l'OPEP prenne des mesures pour garantir l'efficacité de son accord.

La production américaine constitue une autre source d'inquiétude pour le marché. Après plusieurs mois de déclin des stocks, certains chiffres mitigés publiés aux Etats-Unis ont récemment exacerbé la volatilité du marché. La période en début d'année de cours du pétrole dépassant USD 55 le baril a stimulé des investissements plus nombreux que prévu. A contrario, l'environnement de marché actuellement morose devrait entraîner des coupes dans les dépenses d'investissement pour les mois à venir.

Compte tenu du sentiment actuellement très baissier, une réduction des stocks américains et / ou des mesures prises par l'OPEP afin de réguler la production nigérienne et libyenne devrait profiter au cours du pétrole. Les facteurs saisonniers devraient offrir un soutien sur le front des stocks (saison de conduite estivale aux Etats-Unis et de forte consommation d'électricité dans les pays du Golfe), tandis que l'OPEP devrait à notre sens tout mettre en œuvre afin de garantir l'efficacité de son accord.

restrictive de la Banque d'Angleterre, la livre sterling restera sous pression vu que l'activité intérieure, notamment la consommation, est en berne. Enfin, le yen japonais continuera de pâtir du maintien du cap accommodant de la banque centrale nipponne.

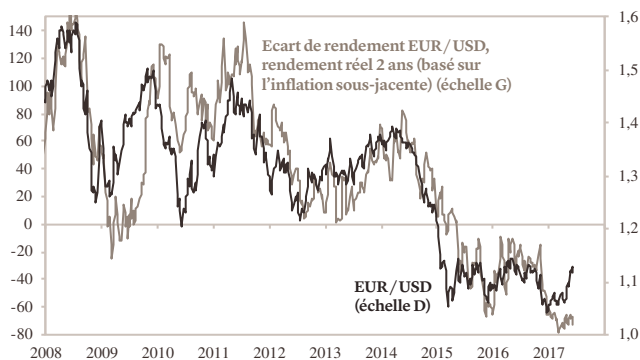
A mesure que les risques politiques se dissipent, les fondamentaux reprennent le dessus dans le marchés actions. Le contexte macroéconomique favorable et la saison des résultats positive encouragent toujours la prise de risques, comme en témoignent les nouveaux sommets atteints par les indices américains et la volatilité ultra faible. Comme prévu, la victoire d'Emmanuel Macron à l'élection présidentielle française a conduit les investisseurs à réévaluer leur sous-pondération des actions européennes. Ainsi, d'importants afflux vers les fonds en actions européens ont été observés. Quand bien même les valorisations du marché actions sont clairement élevées, cette situation peut perdurer tant que les dynamiques bénéficiaires sont favorables et que les taux d'intérêt restent modérés en comparaison historique. C'est notamment le cas en Europe où la croissance économique et, partant, les prévisions de bénéfices des entreprises, continuent d'être revues à la hausse (voir graphique XIII). Des facteurs « bottom-up », tels que l'activité de fusions et acquisitions (F&A), pourraient alimenter une nouvelle phase du rallye boursier (voir encadré B, page 11). A noter que le raffermissement de la monnaie unique qui devrait résulter de l'amélioration de la dynamique macroéconomique en Europe pourrait tempérer certaines perspectives de bénéfices d'entreprises. Nous recommandons donc un positionnement du portefeuille favorisant les thématiques domestiques (banques, petites capitalisations) et les secteurs industriels exposés aux marchés émergents (connaissant eux-mêmes une reprise et un raffermissement de leur monnaie).

Enfin, nous conservons notre surpondération stratégique des marchés émergents, étant donné leurs bas niveaux de valorisation, l'amélioration de la dynamique bénéficiaire et le stade précoce de leur cycle de reprise économique. Nous continuons également de privilégier la dette des marchés émergents en monnaie locale. Au-delà du portage intéressant, nous avons confiance dans les perspectives à long terme des monnaies qui se sont fortement dépréciées par rapport au dollar américain ces dernières années. Même si la volatilité des matières premières requiert bien entendu une étroite surveillance, elle n'a eu qu'un impact limité sur les marchés émergents jusqu'à présent.

<sup>1</sup> Organisation des pays exportateurs de pétrole.

## XII. Politique monétaire de la BCE soutenant une appréciation ultérieure de l'EUR

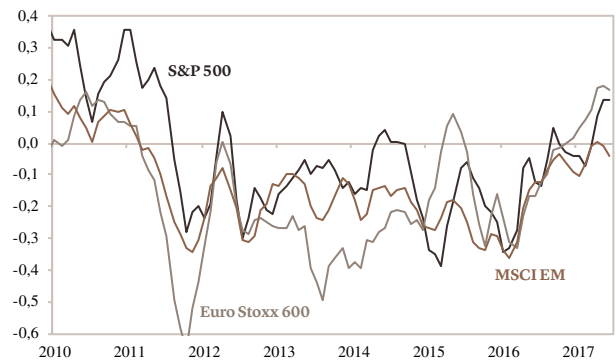
En points de base



Source: Datastream

## XIII. Poursuite de l'amélioration des prévisions bénéficiaires en Europe

(nbre\* de relèvements - baisses des prévisions) / nbre total de révisions



\* nombre Sources: IBES, Datastream

## B. Fusions et acquisitions européennes : un retour en force ?

Après une activité relativement faible en 2015-2016, les volumes de F&A européennes se sont considérablement renforcés depuis le début de l'année, en refaisant un thème phare. Au cours des six premiers mois de l'année, la valeur des transactions de F&A a augmenté de 13% en glissement annuel en Europe, alors qu'elle s'est contractée de 19% aux Etats-Unis (voir graphique XIV). Et les cibles européennes ont représenté 37% des F&A mondiales, contre 33% sur la même période l'an dernier.

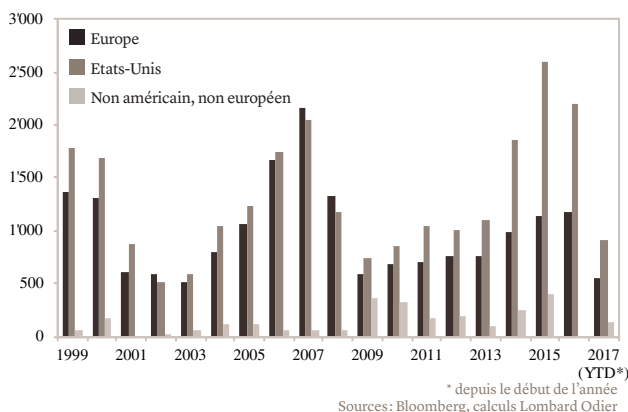
Quelles sont les raisons de ce retour en force des F&A ? En premier lieu, les modalités de financement très favorables en Europe : injections de liquidités abondantes par la BCE, bonne dynamique de crédit du côté des banques commerciales, faible coût de la dette pour les entreprises européennes, au plus bas niveau depuis quasiment dix ans, et bilans à la trésorerie très fournie. S'il s'agit là d'une condition indispensable, elle était déjà en place depuis plusieurs trimestres. Dès lors, pourquoi l'activité de F&A ne décolle-t-elle réellement que maintenant ? A notre avis, le climat des affaires est l'élément majeur qui faisait défaut de ce côté de l'Atlantique. Malgré des données économiques relativement solides et une faible volatilité de marché, le flou entourant l'avenir du marché unique a de toute évidence tempéré l'enthousiasme des dirigeants. A la suite de la victoire d'Emmanuel Macron, l'optimisme quant à la déréglementation et, d'une manière générale, un environnement plus favorable aux entreprises offrent un cadre idéal pour lancer des transactions d'envergure. A l'avenir, étant donné que les Etats-Unis et l'Europe se trouvent à différents stades du cycle de crédit, il existe un potentiel de rattrapage pour l'activité européenne de F&A (voir graphique XV).

Les répercussions sur les marchés financiers sont de deux ordres. Premièrement, vu la nervosité des investisseurs quant aux valorisations au niveau des indices boursiers, les F&A pourraient faire office de catalyseur supplémentaire du rebond des actions, en générant de la valeur tout en accroissant les opportunités en matière de sélection de titres. Deuxièmement, d'un point de vue d'allocation d'actifs, les F&A se traduisent traditionnellement par une préférence pour les marchés actions par rapport aux marchés du crédit. En effet, lorsque les transactions sont financées par des émissions de dette, l'impact sur le bilan favorise les actionnaires par rapport aux porteurs d'obligations. Les obligations d'entreprises reprenantes sont susceptibles d'être plus volatiles à mesure de la détérioration de leur solvabilité. En revanche, les prévisions de bénéfices en hausse dans le sillage des synergies et de l'expansion des parts de marché peuvent soutenir des afflux de fonds côté actions.

La recrudescence des transactions de fusions et acquisitions est de ce fait une raison supplémentaire de conserver un biais favorable au risque dans les portefeuilles, avec une surpondération des actions européennes et une approche toujours prudente et sélective vis-à-vis du crédit.

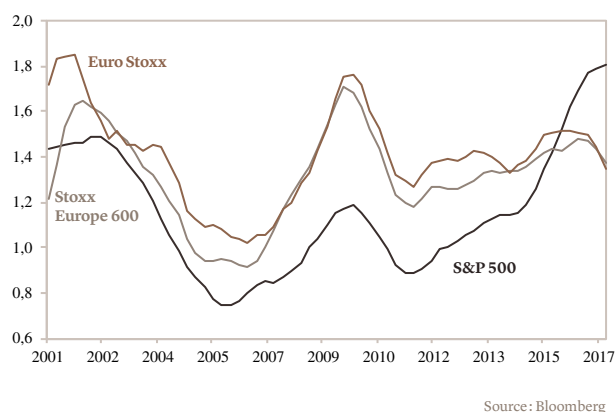
### XIV. Valeur des transactions de F&A

En mia d'USD



### XV. Les Etats-Unis et l'Europe à des stades différents du cycle de crédit

Dette nette / EBITDA, médiane des composants des indices



## 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. 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 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.

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 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.

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 ou 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 par Lombard Odier (Europe) S.A. et par 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 en Italia; **Pays-Bas:** Lombard Odier (Europe) S.A. · Netherlands Branch; **Espagne:** Lombard Odier (Europe) S.A. · Sucursal en España; **Royaume-Uni:** Lombard Odier (Europe) S.A. · UK Branch.

**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 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 par les entités suivantes domiciliées au sein de l'Union européenne: **Gibraltar:** Lombard Odier & Cie (Gibraltar) Limited; **Espagne:** Lombard Odier Gestión (España) S.G.I.I.C., S.A.U.

**Suisse:** Le présent document a été publié en Suisse par Banque Lombard Odier & Cie SA Genève.

**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.

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.

© 2017 Banque Lombard Odier & Cie SA – Tous droits réservés. Ref. LOCH – GM – fr – 032017.



## SUISSE

### GENÈVE

**Banque Lombard Odier & Cie SA<sup>1</sup>**  
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 Fribourg<sup>1</sup>**  
Rue de la Banque 3 · 1700 Fribourg · Suisse  
fribourg@lombardodier.com

### LAUSANNE

**Banque Lombard Odier & Cie SA<sup>1</sup>**  
Place St-François 11 · 1003 Lausanne · Suisse  
lausanne@lombardodier.com

### VEVEY

**Banque Lombard Odier & Cie SA · Agence de Vevey<sup>1</sup>**  
Rue Jean-Jacques Rousseau 5 · 1800 Vevey · Suisse  
vevey@lombardodier.com

### ZÜRICH

**Banque Lombard Odier & Cie SA<sup>1</sup>**  
Utoschloss · Utoquai 29-31 · 8008 Zürich · Schweiz  
zurich@lombardodier.com

## EUROPE

### AMSTERDAM

**Lombard Odier (Europe) S.A. · Netherlands Branch<sup>2</sup>**  
Herengracht 466 · 1017 CA Amsterdam · Nederland  
amsterdam@lombardodier.com  
*Etablissement de crédit aux Pays-Bas soumis à la surveillance de la De Nederlandsche Bank (DNB) et l'Autoriteit Financiële Markten (AFM).*

### BRUXELLES

**Lombard Odier (Europe) S.A. Luxembourg · Succursale de Belgique<sup>2</sup>**  
Avenue Louise 81 · Boîte 12 · 1050 Bruxelles · Belgique  
bruxelles@lombardodier.com  
*Etablissement de crédit en Belgique soumis à la surveillance de 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.*

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

<sup>2</sup> 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.

## LONDRES

### **Lombard Odier (Europe) S.A.<sup>2</sup>**

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).*

## 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 España<sup>2</sup>**

Paseo de la Castellana 66 · 4<sup>a</sup> 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<sup>a</sup> 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 Italia<sup>2</sup>**

Via Santa Margherita 6 · 20121 Milano · Italia  
milano-cp@lombardodier.com  
*Etablissement de crédit en Italie soumis à la surveillance de la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) et la Banca d'Italia.*

## MOSCOU

### **Bank Lombard Odier & Co Ltd · Representative Office Moscow**

82 Sadovnicheskaya Street · 115 035 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 France<sup>2</sup>**

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.*

## MOYEN-ORIENT | AMERIQUES | ASIE | PACIFIQUE

## 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. Supervisée 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.*

## 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. License pour ses activités de conseiller en investissement. Res. SMV n° 528-2013.*

## 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](http://www.lombardodier.com)