

Stratégie de Placement Clientèle Privée

2/4

Avril 2018 · 2^{ème} trimestre

Perspectives macroéconomiques

La réduction des écarts de production implique un arbitrage entre croissance et inflation

p.03

À la une

- Nous confirmons notre scénario tablant sur une poursuite de la croissance dans les principaux blocs économiques. Si toutes les régions se situent actuellement en territoire expansionniste, leurs cycles économiques sont désynchronisés.
- Aux Etats-Unis, tout prélude à une hausse de l'inflation cette année : tensions sur le marché du travail, traditionnel décalage entre croissance du PIB et inflation, ainsi que mise en œuvre de politiques pro-croissance tard dans le cycle.
- En Europe, une phase d'expansion économique pérenne a succédé à la reprise. La probabilité accrue d'une remontée de l'inflation, à mesure que les capacités excédentaires se résorbent, pourrait inciter la banque centrale à changer de cap dans les trimestres à venir.
- La tendance haussière du PIB, le marché du travail exceptionnellement tendu et l'accélération progressive des prix à la consommation sont autant d'éléments qui justifieraient aussi un changement d'orientation monétaire de la Banque du Japon en fin d'année.
- Sur les marchés émergents, les vents cycliques s'essouffent, mais le scénario structurel reste valide. Les déséquilibres s'atténuent, la dette en monnaie étrangère diminue et les réserves de change s'accumulent.
- Comme l'on pouvait s'y attendre, les incertitudes grandissantes relatives à l'inflation et à la politique monétaire provoquent une résurgence de la volatilité sur les marchés financiers. Flexibilité et discipline d'investissement seront les mots d'ordre.

Egalement

Vers une escalade des tensions commerciales ?

Quel niveau de rendements obligataires provoquerait un revirement des marchés actions ?

La réduction des écarts de production implique un arbitrage entre croissance et inflation



Ce cycle d'expansion économique et boursière ne sera pas éternel. Gageons cependant que son retournement sera provoqué par une surchauffe aux Etats-Unis, sur fond de déséquilibres budgétaires et financiers, plutôt que par la recrudescence du protectionnisme commercial.

En l'absence de signes préluant à une récession ou un ralentissement marqué aux Etats-Unis, en Chine ou dans la zone euro, nous confirmons notre scénario tablant sur une poursuite de la croissance dans les principaux blocs économiques. Si toutes les régions se situent actuellement en territoire expansionniste, leurs cycles économiques sont désynchronisés : les premiers signes de surchauffe apparaissent aux Etats-Unis, l'Europe bénéficie toujours d'une conjoncture idéale (« Boucle d'or ») et l'activité reste porteuse dans la plupart des économies émergentes.

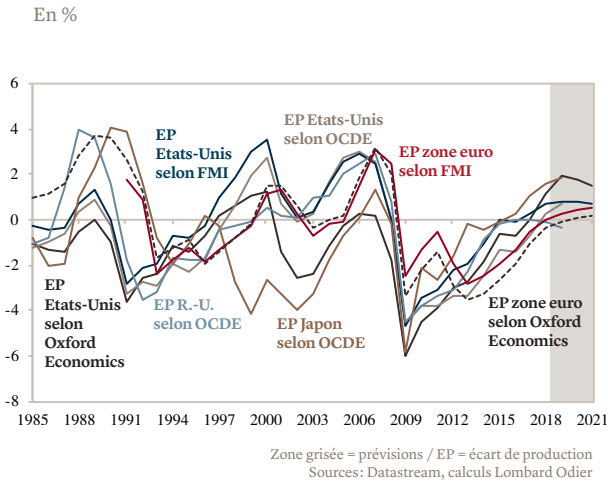
Pour déterminer l'état d'avancement d'un cycle, les économistes recourent souvent à la notion d'« écart de production ». Cet indicateur économique mesure la différence entre PIB réalisé et PIB potentiel d'une économie, c'est-à-dire le volume maximal qu'elle peut produire quand elle fonctionne à plein régime, en utilisant toutes ses capacités. Si le PIB potentiel semble être le meilleur niveau de production atteignable, une économie peut, techniquement parlant, fonctionner à un niveau supérieur à son potentiel (on parle alors d'écart de production positif). À cet effet, les ressources doivent être augmentées, entraînant une hausse des salaires et des prix, donc une résurgence de l'inflation. Pour résumer en termes simples, un arbitrage entre croissance et inflation survient lorsqu'une économie s'approche d'une utilisation quasi-totale de ses capacités. Le graphique I (page 04) présente les écarts de production de plusieurs économies développées. Les calculs varient sensiblement d'une économie à l'autre, étant donné qu'ils reposent sur des estimations de PIB potentiel susceptibles de s'avérer inexactes ou d'évoluer dans le temps. Reste que la plupart des mesures signalent une réduction des écarts de production dans le monde développé, avec résorption déjà complète aux Etats-Unis et au Japon. Une mise en perspective historique suggère donc que l'inflation tendra à augmenter à l'avenir.

De fait, la situation de quasi-plein emploi aux Etats-Unis se traduit déjà par une hausse des salaires, la raréfaction des ressources contribuant aussi à alimenter l'inflation. Il faudrait toutefois un nouveau resserrement monétaire pour signaler l'imminence d'un ralentissement économique ou d'une récession. Dans la zone euro, une surchauffe de l'économie reste un scénario lointain. Compte tenu de l'important excédent d'offre sur le marché de l'emploi, le cycle devrait encore avoir de beaux jours devant lui. Quant aux économies émergentes, en particulier la Chine, elles sont fermement engagées sur la voie de la reprise qui a suivi l'effondrement des matières premières de 2014-2015. Le cercle vertueux de stabilisation des monnaies et de baisse de l'inflation a permis un assouplissement des conditions monétaires. Ces moteurs cycliques semblent quelque peu s'essouffler, mais sont encore loin de se transformer en freins.

Est-il possible de relever le niveau de croissance potentielle pour donner plus de latitude aux indicateurs des écarts de production, en particulier aux Etats-Unis ? Vu la relative rigidité sur le plan démographique, un accroissement de la productivité serait le principal levier pour étendre la capacité économique. Nous attribuons la faible productivité caractérisant cette phase d'expansion économique à une combinaison de facteurs, notamment une méthode de calcul erronée, la faiblesse des investissements et un excédent d'offre sur le marché de l'emploi. Cette stagnation de la productivité a engendré une baisse du niveau de vie réel des ménages. Certains signes indiquent toutefois que les freins à la productivité s'estompent. Après la décennie d'austérité qui a fait suite à la grande crise financière, les entreprises recommencent enfin à investir. Par ailleurs, l'excédent d'offre sur le marché de l'emploi américain a clairement été résorbé (voir graphique II, page 04).

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

I. Mesures des écarts de production



Une reprise de la productivité dans les mois à venir pourrait accroître la capacité économique, retardant ainsi la fin du cycle. Il s'agit néanmoins d'un pari audacieux que nous ne sommes pas encore disposés à prendre (en d'autres termes, nous n'avons pas encore intégré cette hypothèse dans nos calculs de croissance potentielle du PIB).

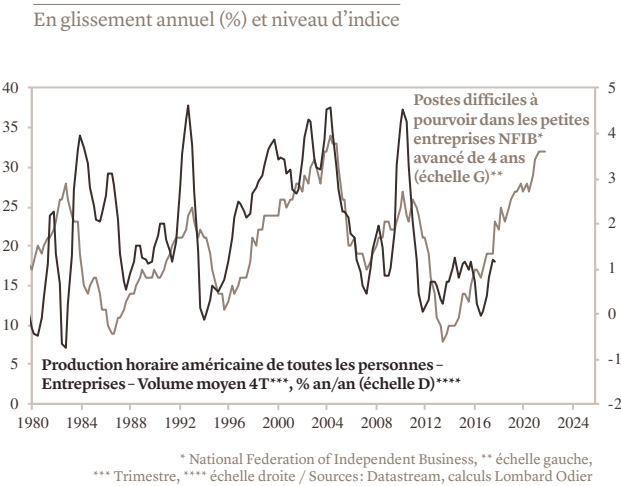
Pour l'heure, les banques centrales et les investisseurs doivent surtout se demander jusqu'à quel niveau les taux d'intérêt américains pourront augmenter avant d'avoir des conséquences négatives – c'est-à-dire avant que les failles structurelles (lire : un endettement excessif) de l'environnement économique et financier mondial soient mises à jour.

Face à une économie en surrégime, les autorités monétaires relèvent généralement les taux d'intérêt pour se prémunir contre l'inflation, une manœuvre qui a typiquement pour effet d'inverser la courbe des taux, et donc de rendre l'octroi de crédit peu rentable ou risqué pour les banques.

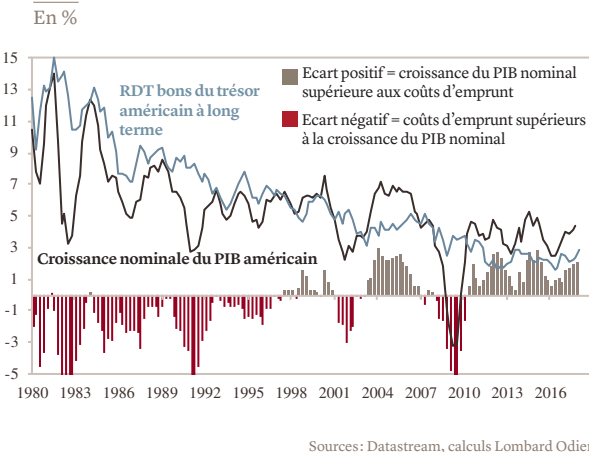
Outre la pente de la courbe des taux ou le niveau des taux réels, un autre moyen de déterminer si une politique monétaire est trop restrictive consiste à comparer la croissance du PIB nominal avec les taux des fonds fédéraux en vigueur, voire les taux du marché à long terme (voir graphique III). Lorsque la croissance nominale chute en-dessous des taux d'intérêt, la capacité à assurer le service de la dette est compromise - un cas de figure qui prévalait avant les récessions de 1990 et de 2000, et la dépression de 2007. Pour l'heure, cependant, la croissance nominale américaine permet encore parfaitement d'assurer le service de la dette aux taux d'intérêt en vigueur. Il en est de même en Chine et dans de nombreux autres pays.

Samy Chaar, Chef économiste

II. Productivité / offre de main d'œuvre qualifiée, Etats-Unis



III. Croissance du PIB nominal / rendement des bons du Trésor à long terme, Etats-Unis



États-Unis

L'inflation, le commerce et la Fed en point de mire

L'essentiel en bref

- Dans quel mesure le resserrement monétaire et les velléités protectionnistes viendront contrecarrer les mesures de relance budgétaire sera la principale interrogation en 2018.
- Nous prenons les déclarations de Donald Trump au dernier Forum économique mondial au sérieux et à la lettre : « L'Amérique d'abord » ne signifie pas une Amérique isolée.
- La Réserve fédérale (Fed) n'a aucune raison de modifier le rythme de ses hausses trimestrielles des taux d'intérêt.

« Quand les démocrates sont au pouvoir, les républicains se comportent comme des conservateurs, mais quand ce sont les républicains à la manœuvre, il semble qu'il n'y ait plus de Parti conservateur »

Ces propos du sénateur américain Rand Paul en disent long sur l'accord budgétaire de deux ans conclu à la mi-février (hausses des dépenses et réductions d'impôts) – des mesures qui viennent s'ajouter à celles adoptées fin 2017. Coup de pouce pour la croissance nominale, ces mesures de relance ne manqueront cependant pas d'impacter le déficit (qui devrait se creuser de l'ordre de 1 à 1,5% aux cours des deux prochaines années), ne laissant au gouvernement qu'une marge de manœuvre budgétaire limitée face à un futur ralentissement économique.

Aux Etats-Unis, toutes les conditions sont réunies pour que l'inflation remonte cette année : tensions sur le marché du travail, se traduisant par une accélération de la croissance salariale (notamment dans le secteur manufacturier), traditionnel décalage entre croissance du PIB et inflation, ainsi que mise en œuvre de politiques pro-croissance tard dans le cycle. La consommation privée pourrait s'avérer décevante, le taux d'épargne des ménages flirtant avec ses planchers historiques (voir graphique IV) et les consommateurs ayant contracté des dettes sur cartes de crédit bien supérieures à leurs capacités financières. Dans ce contexte, nous tablons sur une croissance du PIB

réel américain de 2,5% en 2018, un taux légèrement inférieur à celui que le consensus a revu à la hausse (2,7%).

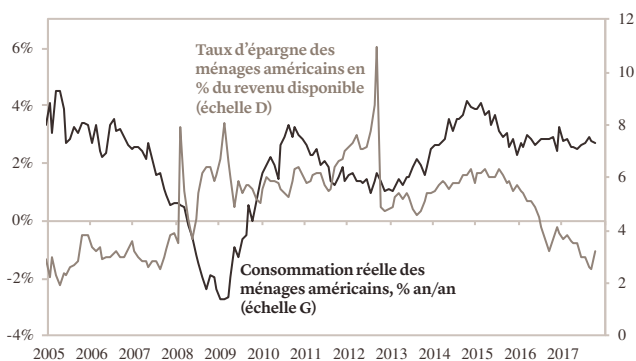
Au chapitre des échanges commerciaux, nous ne pensons pas que les sanctions adoptées à l'encontre la Chine présagent d'une guerre ouverte. Les autorités chinoises savent pertinemment que l'exposition commerciale de la Chine aux Etats-Unis est plus importante que les flux dans le sens inverse et pourraient finir par consentir des compromis à Donald Trump, que ce dernier pourra ensuite qualifier de « victoires » à l'approche des élections de mi-mandat. Il est évident que la croissance des importations en provenance de la Chine a fragilisé l'emploi dans le secteur manufacturier américain (voir graphique V). Cela dit, même en sortant la Chine de l'équation, la base manufacturière américaine aurait vraisemblablement souffert de la concurrence internationale. Compte tenu des perspectives d'une remontée de l'inflation (le déflateur des dépenses de consommation de base des ménages flirte avec la barre de 2%), nous avons revu à la hausse le nombre de relèvements des taux d'intérêt que nous prévoyons pour 2018 de 2-3 à 3-4, soit une hausse par trimestre. Ce changement de notre scénario central s'explique en partie par le biais apparemment plus restrictif du comité décisionnel la Fed. Cela étant, son nouveau président, Jerome Powell, nous paraît être avant tout optimiste quant à la vigueur actuelle de l'économie américaine, plutôt qu'un véritable tenant de la ligne dure.

Il convient de noter que notre scénario central d'une hausse des taux par trimestre est fortement tributaire de la bonne santé de l'économie réelle. Il existe également une grande différence entre suivre la tendance haussière du taux neutre et durcir les conditions monétaires dans le but de ralentir l'économie. Si la Fed n'est peut-être pas aussi accommodante qu'elle ne l'a été par le passé, force est de constater qu'elle ne poursuit pas (encore) une politique de resserrement monétaire à marche forcée.

Samy Chaar, Chef économiste

IV. Taux d'épargne des ménages américains / consommation privée

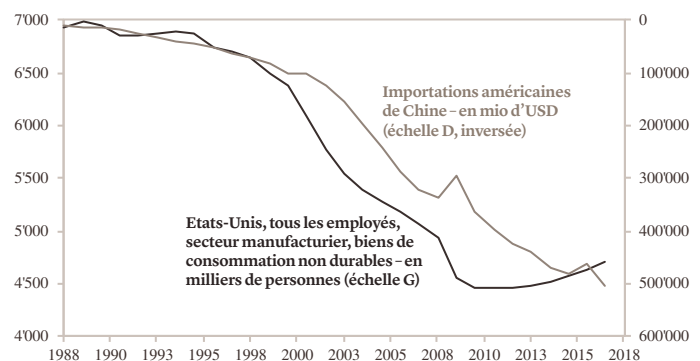
En % et en glissement annuel (%)



Sources : Datastream, calculs Lombard Odier

V. Emplois dans le secteur manufacturier américain / importations de Chine

Niveau



Sources : Datastream, calculs Lombard Odier

Europe

Passage à la vitesse supérieure : la croissance prend ses quartiers

L'essentiel en bref

- Une phase d'expansion économique pérenne a succédé à la reprise, même si la croissance semble légèrement fléchir à partir de très hauts niveaux.
- Compte tenu des rares signes d'inflation apparus jusqu'à présent, la Banque centrale européenne (BCE) n'a pas eu à changer sa politique monétaire.
- Les pressions sur les prix n'étant toutefois pas inexistantes, un changement de cap monétaire se profile dans les mois à venir.

La vigueur persistante de la croissance dans la zone euro a dissipé les doutes subsistants quant à la pérennité de la reprise. Les acteurs du marché et les autorités ont relevé leurs prévisions depuis l'automne 2017 et nous sommes convaincus que la croissance devrait s'établir à 2,5% en 2018. Les preuves en ce sens abondent : baisse du chômage, accélération des investissements, augmentation des bénéfices des entreprises et amélioration des finances publiques.

Les indicateurs cycliques commencent à se modérer (voir graphique VI), une évolution qui n'a rien de surprenant vu les niveaux extrêmement élevés atteints en 2017 (qui étaient conformes à une croissance annuelle du PIB supérieure à 3%, alors que le potentiel estimé dépasse à peine 1%). Quoi qu'il en soit, nos perspectives restent très positives, étayées par les principaux moteurs de cette phase d'expansion de l'économie européenne : une politique monétaire accommodante, un assouplissement des conditions de crédit, une réserve de capacités disponibles, une politique budgétaire plus favorable à la croissance et une progression de la demande extérieure.

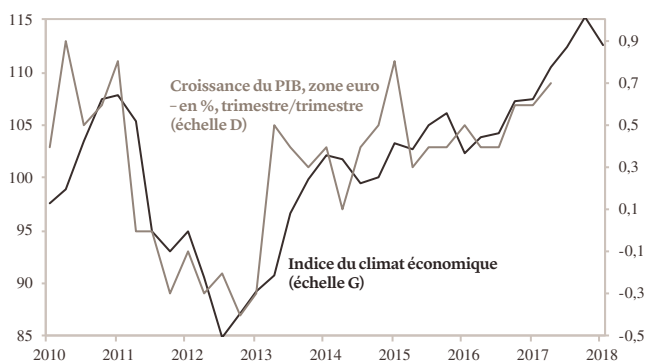
Cela étant, la conjoncture idéale de la zone euro caractérisée par une croissance forte et une inflation faible n'a pas vocation à se poursuivre longtemps. Les enquêtes indiquent clairement que les chaînes d'approvisionnement sont sous pression (voir graphique VII), et les employeurs envisagent d'augmenter les salaires sur un marché du travail qui reprend des couleurs. Le récent accord conclu en Allemagne entre la fédération patronale et le syndicat des salariés de la métallurgie illustre on ne peut mieux ce phénomène. Plus les capacités excédentaires se résorbent, plus une résurgence de l'inflation est probable.

S'il s'agit d'un processus de longue haleine, nous pensons que les répercussions seront significatives sur le plan de la politique monétaire dans les trimestres à venir. Une gestion de crise n'est plus de mise pour la BCE. Son programme d'assouplissement quantitatif court jusqu'en septembre ; d'ici là elle devrait avoir clarifié sa future orientation monétaire. Nous nous attendons à ce qu'elle mette un terme à son programme d'achats d'actifs avant la fin de cette année et qu'elle commence à relever ses taux d'intérêt début 2019.

Contre toute attente, les facteurs politiques n'ont que peu affecté l'économie de la zone euro en 2017. Ce risque doit rester sous surveillance dans la mesure où tant les aspects spécifiques à la zone euro (comme l'incertitude politique en Italie) que les aspects extérieurs (notamment le protectionnisme) restent d'actualité. Toujours est-il qu'en l'absence de signes tangibles d'une détérioration, nous pensons que la solidité croissante de l'économie de la zone euro l'emportera sur les troubles politiques parfois retentissants.

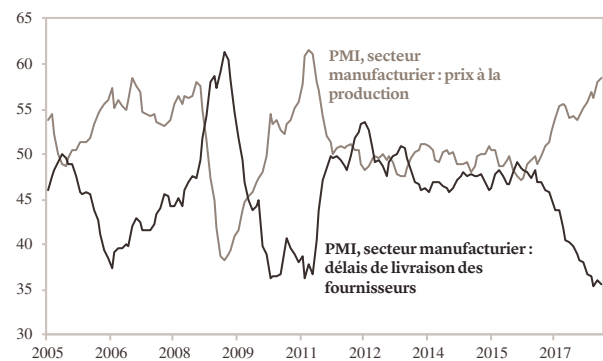
Bill Papadakis, Stratège macro

VI. Normalisation des indicateurs cycliques mais dynamique de croissance toujours solide



Sources: Bloomberg, Markit, Lombard Odier

VII. Premiers signes de pressions sur les prix



Sources: Bloomberg, Markit, Lombard Odier

Japon

Le tournant n'est pas loin

L'essentiel en bref

- L'économie japonaise se caractérise par une tendance haussière du PIB, un marché du travail exceptionnellement tendu et une accélération progressive des prix à la consommation.
- Dans ce contexte, nous pensons que la Banque du Japon pourrait changer de cap en fin d'année, sa politique monétaire ultra-accommodante n'ayant plus raison d'être.

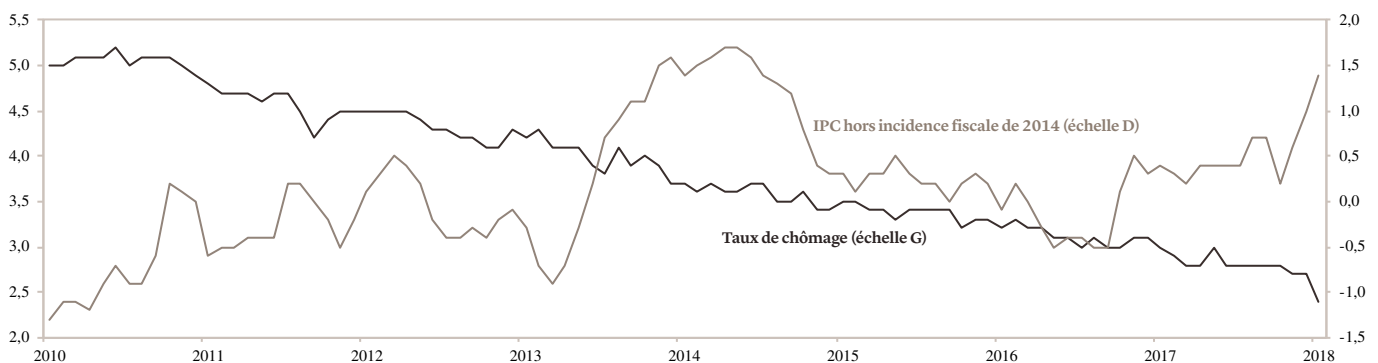
Au Japon, les signes de « maturation » du cycle abondent. Quand bien même les dernières données conjoncturelles font état d'un léger ralentissement, la vue d'ensemble est parfaitement résumée par le marché du travail nippon. En janvier, le taux de chômage a continué de baisser pour atteindre 2,4%, son niveau le plus bas depuis 1993 (voir graphique VIII). Quant au ratio entre postes ouverts et candidats (de 1,59), il n'avait pas été aussi élevé depuis le milieu des années 1970.

La croissance du PIB réel est régulièrement positive depuis fin 2014. Les indicateurs cycliques sont encourageants à court terme. Ils signalent une croissance soutenue, stimulée par des entreprises et des ménages japonais qui reprennent confiance. Enfin, à moins d'un fort ralentissement induit par une montée du protectionnisme, l'amélioration de la conjoncture à l'échelle internationale et l'accélération des échanges mondiaux devraient soutenir le secteur des exportations nippones, important moteur de la reprise actuelle. Dans ce contexte, un changement d'orientation monétaire de la Banque du Japon n'aurait rien de surprenant. Les marchés financiers, encouragés par les déclarations du gouverneur Haruhiko Kuroda au

cours des derniers mois, spéculent d'ailleurs sur cette possibilité. Nous pensons quant à nous que la Banque du Japon commencera à normaliser sa politique monétaire en fin d'année. Dernière banque centrale à mener une politique accommodante, la Banque du Japon a toutes les raisons, tant au niveau économique qu'en termes pratiques, de normaliser sa politique monétaire. L'accélération progressive des prix à la consommation permet désormais d'envisager un tel changement, avec un taux d'inflation globale qui est repassé en territoire positif en 2016 et s'établit actuellement à +1,5% (voir également graphique VIII). La marge de manœuvre de la Banque du Japon en matière d'achats d'actifs devient par ailleurs limitée, dans la mesure où elle a déjà acquis des pans entiers des marchés nationaux des obligations gouvernementales et des fonds indiciels cotés (ETF, *Exchange Traded Funds*). Les obstacles politiques et techniques associés à un élargissement du périmètre de ses rachats à d'autres types d'actifs, tels que la dette municipale ou les obligations étrangères, rendent un tel scénario peu vraisemblable.

Samy Chaar, Chef économiste

VIII. Taux de chômage et inflation, Japon



Sources: Datastream, calculs Lombard Odier

Marchés émergents

Les vents cycliques s'essoufflent, mais le scénario structurel reste valide

L'essentiel en bref

- Dans les économies émergentes, l'ère des politiques monétaires accommodantes touche à sa fin.
- Au niveau structurel, le scénario en faveur des marchés émergents reste valide : les déséquilibres s'atténuent, la dette en monnaie étrangère diminue et les réserves de change s'accumulent.
- La sélectivité reste toutefois de mise, l'Asie, de même que la Russie, le Chili et le Pérou, affichant les fondamentaux économiques les plus robustes.

Ce sont des facteurs cycliques qui nous avaient incités, début 2016, à adopter une opinion positive sur les marchés émergents. Les prix des matières premières commençaient à se redresser de leurs niveaux extrêmement bas, à mesure que s'atténuait les craintes d'un atterrissage brutal en Chine. Le dollar américain s'appêtant à culminer fin 2016, les conditions étaient réunies pour mettre en marche un cercle vertueux de stabilisation des monnaies, de baisse de l'inflation et d'assouplissement des politiques monétaires. Deux ans plus tard, ces vents cycliques s'essoufflent. Les conditions monétaires devraient quelque peu se durcir (voir graphique IX) – sans pour autant tuer la reprise dans l'œuf.

Les caractéristiques structurelles des marchés émergents n'ont, elles, pas changé. À partir d'un pic de plus de 6% juste avant l'éclatement de la crise financière, le différentiel de croissance entre économies émergentes et développées s'est resserré à 2,4%, un taux légèrement supérieur à sa moyenne historique. Dans la foulée, l'excédent de la balance courante accumulé par le bloc émergent a été résorbé. La dette en monnaie étrangère a reculé et les réserves de change constituées par tous les marchés émergents (pas seulement la Chine) depuis le tournant du siècle réduisent considérablement leur vulnérabilité aux chocs externes.

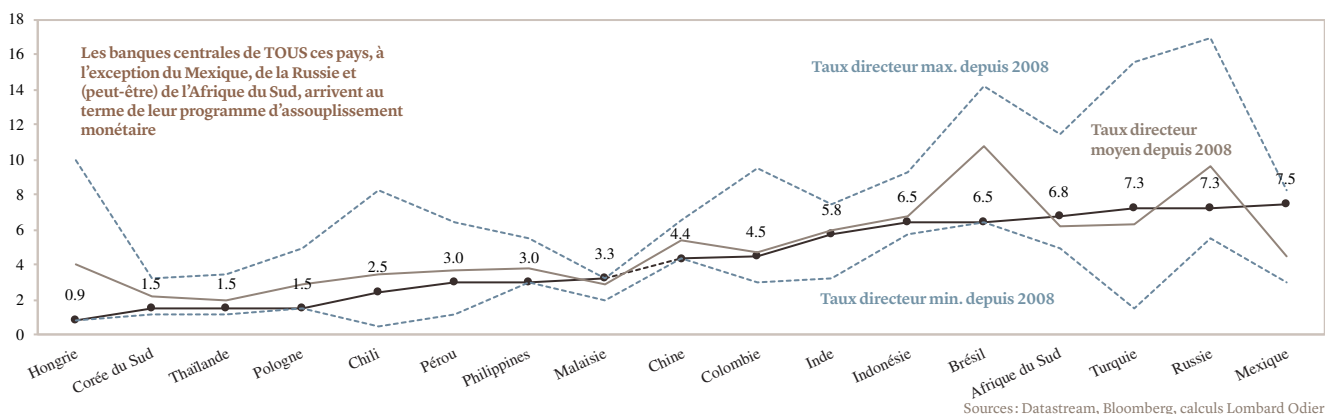
Dans le même temps, force est de constater que les risques soulevés par la recrudescence du protectionnisme s'intensifient. Les droits de douane imposés par les Etats-Unis à la Chine pourraient avoir des répercussions sur les pays dont les chaînes d'approvisionnement sont étroitement intégrées, notamment Taïwan ou la Malaisie. Si les mesures protectionnistes américaines s'étendaient au-delà de la Chine, les conséquences pourraient être plus sérieuses car de nombreux pays asiatiques, mais également le Mexique, le Chili ou la Colombie, ont une importante valeur ajoutée dans les importations américaines.

Pour l'heure, les pays asiatiques figurent toutefois en tête de notre classement. La Chine ralentit, en raison des risques de moyen terme associés à sa dette, mais reste solide, tandis que l'Inde affiche des perspectives de croissance à long terme intéressantes à la faveur de sa population jeune. Parmi les pays émergents non asiatiques, la Russie, le Pérou et le Chili tiennent le haut du pavé grâce à leurs fondamentaux solides. Le sort du Brésil dépend de sa capacité à réformer son système de retraite, et celui du Mexique de l'issue des négociations sur l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) et des élections présidentielles qui se tiendront en juillet. Enfin, la Turquie, plombée par des fondamentaux faibles et des déséquilibres profonds, constitue toujours une source d'inquiétude.

Stéphanie de Torquat, Stratège macro

IX. Taux directeurs actuels des banques centrales / niveau minimum, maximum et moyen sur 10 ans

17 économies émergentes



Allocation d'actifs

De l'importance de gérer la volatilité en 2018

L'essentiel en bref

- À l'aube de 2018, nous avons souligné que les valorisations boursières élevées enregistrées l'année dernière allaient de pair avec une conjoncture idéale (« Boucle d'or »), mais que les incertitudes grandissantes relatives à l'inflation et à la politique monétaire assombriraient les perspectives, comme en témoigne la volatilité observée sur les marchés financiers au premier trimestre.
- Notre allocation d'actifs favorable au risque repose toujours sur une poursuite de la tendance positive des échanges mondiaux.
- Une surchauffe économique, qui se traduirait par une forte hausse du coût du capital, et une montée du protectionnisme sont les deux risques pesant sur notre scénario central.

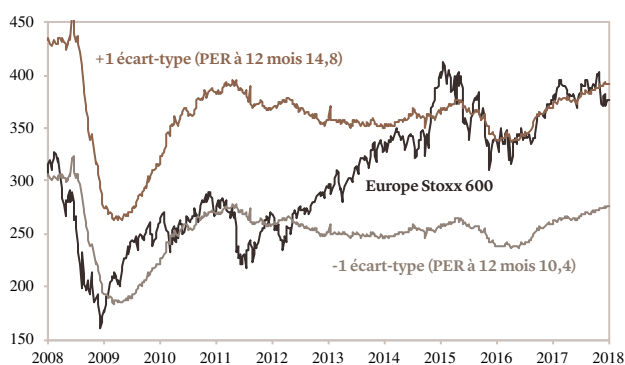
Malgré cet environnement économique solide, et après avoir enregistré une performance record en janvier, les marchés financiers ont été passablement chahutés au cours des dernières semaines. En février, l'indice VIX, qui mesure la volatilité des marchés actions, a franchi la barre des 35 points – un niveau inégalé depuis l'effondrement des matières premières et la crise du renminbi en août 2015. Sur fond de normalisation de l'inflation et des politiques monétaires, la hausse des taux réels américains semble avoir déclenché cette correction boursière, alimentée plus récemment aussi par des craintes relatives aux tensions commerciales, à la confidentialité sur Internet et aux dissensions politiques. De fait, un changement de dynamique de la volatilité est intervenu sur les marchés financiers au cours du trimestre (vers un retour à la normale), qui requiert flexibilité et discipline d'investissement. Nous pensons toujours que la tendance positive observée dans les échanges mondiaux se poursuivra en 2018 et qu'elle continuera de soutenir les actifs et les secteurs cycliques. Les risques qui pèsent sur notre scénario central sont une surchauffe économique, qui se

traduirait par une forte hausse du coût du capital, ou une montée du protectionnisme. Au chapitre des taux d'intérêt, nous pensons que les taux réels américains à 10 ans peuvent encore augmenter de 80 points de base (pb) avant de véritablement peser sur les marchés actions (voir encadré B, page 12). Pour ce qui est de la menace protectionniste, nous sommes convaincus que les déclarations de Donald Trump participent surtout d'une stratégie de négociation qui ne devrait pas aboutir à une guerre commerciale mondiale. Les nombreuses exemptions de droits de douane sur l'acier et l'aluminium finalement consenties par les Etats-Unis étayent cette opinion. Et même si les mesures de représailles récemment annoncées par les autorités chinoises sont un sujet de préoccupation, les deux plus grandes économies du monde semblent encore ouvertes au dialogue – dans la mesure où elles traitent sur un pied d'égalité (voir encadré A, page 11).

Pour l'heure, notre positionnement favorable à la croissance reste fondé et justifie une surpondération des actions. La publication de résultats robustes au titre du quatrième trimestre 2017 a témoigné de la solidité des fondamentaux à l'échelle mondiale. **Aux Etats-Unis, en Europe et au Japon, les entreprises ont fait état de résultats supérieurs aux attentes, forts d'une croissance des ventes avoisinant les deux chiffres et d'une augmentation à deux chiffres du bénéfice par action (BPA), le tout assorti de prévisions positives en termes de croissance et de dépenses d'investissement.** Certes, certains indicateurs avancés ont commencé à fléchir, à partir de niveaux historiquement élevés, mais ce repli n'a rien de surprenant après plus de 18 mois d'une tendance haussière pratiquement ininterrompue. L'environnement macroéconomique mondial étant favorable, il est peu probable que des phases boursières correctives débouchent sur un marché baissier. Avec un PER pour 2018 inférieur à 17 fois pour le S&P 500 et à 14 fois pour l'Euro Stoxx 600 (voir graphique X), nous considérons les épisodes de volatilité comme des opportunités d'achat. Aussi avons-nous récemment étoffé notre exposition aux actions.

X. Valorisation de l'indice Euro Stoxx 600

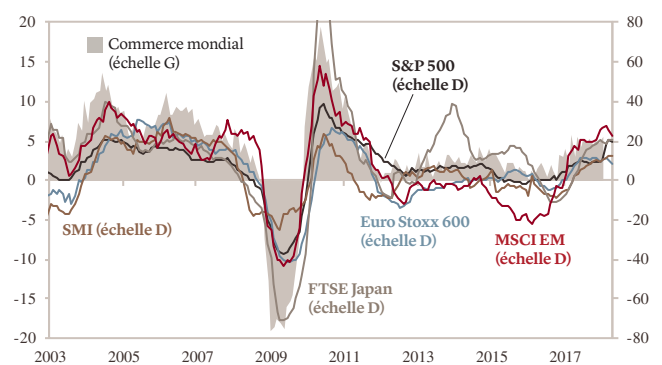
Sur la base des prévisions de PER des analystes +/- 1 écart-type



Sources: Datastream, calculs Lombard Odier

XI. Performances des principaux indices boursiers / commerce mondial

En glissement annuel (%)



Sources: Datastream, calculs Lombard Odier

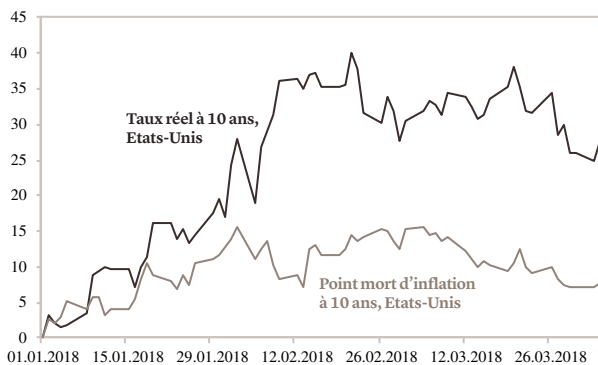
Au plan régional, la conjoncture mondiale devrait particulièrement étayer les bénéfices du Japon et des marchés émergents (voir graphique XI, page 09), ces derniers bénéficiant également de la reprise de leurs économies nationales et de l'amélioration des perspectives pour l'univers des matières premières. En Europe, l'incertitude associée aux élections générales italiennes ayant été levée, les marchés devraient se redresser à la faveur de valorisations attrayantes, d'une reprise tirée par la demande intérieure (nos prévisions pour le PIB européen en 2018 vont de pair avec une croissance à deux chiffres du BPA) et de la dissipation des effets de change défavorables. Le marché américain, dont le cycle économique est le plus avancé, devrait faire l'objet de plus de prises de bénéfices : les valorisations affichent un potentiel haussier limité et les conditions monétaires devraient se durcir. Au niveau des secteurs, les craintes des investisseurs alimentent la volatilité et les prises de bénéfices dans les technologies de l'information, un secteur suracheté qui surperforme depuis quatre ans. Nous n'irions toutefois pas jusqu'à remettre en question la tendance séculaire sous-tendant les valorisations de ce secteur. En termes de style, il convient de noter que notre préférence pour les petites capitalisations a porté ses fruits. Malgré un bêta historiquement plus élevé, leur biais en faveur du marché national semble les avoir quelque peu protégées contre les craintes d'une guerre commerciale.

Étant donné la sensibilité des marchés actions mondiaux à la perception du risque associé aux Etats-Unis, **nous avons étoffé notre exposition aux actions avec prudence. Afin de contenir notre niveau de risque global, nous avons décidé d'augmenter dans le même temps la détention de liquidités.** En effet, nous pensons toujours que l'univers obligataire offre une capacité de couverture limitée. Ainsi donc nous préférons maintenir l'exposition aux obligations gouvernementales au minimum et sous-pondérer les marchés du crédit.

Le rendement américain à 10 ans a augmenté d'environ 40 pb depuis le début de l'année, pour atteindre presque 2,8%. Contrairement à ce qui s'est passé au second semestre 2017, cette hausse s'explique principalement par la composante des taux réels (voir graphique XII). Les rendements ont grimpé jusqu'à la mi-février, avant de se replier au cours des dernières semaines, les turbulences dans les technologies de l'information ayant légèrement accru la demande pour la dette gouvernementale jugée plus sûre. S'agissant des prévisions en matière d'inflation, leur normalisation autour de 2,1% (conformément au point mort à 10 ans américain) semble bien avancée. Elles sont désormais en ligne avec notre scénario central.

XII. La hausse du taux américain à 10 ans est majoritairement le fait des taux réels

Hausse cumulée depuis le début de l'année (pb)



Sources : Bloomberg, calculs Lombard Odier

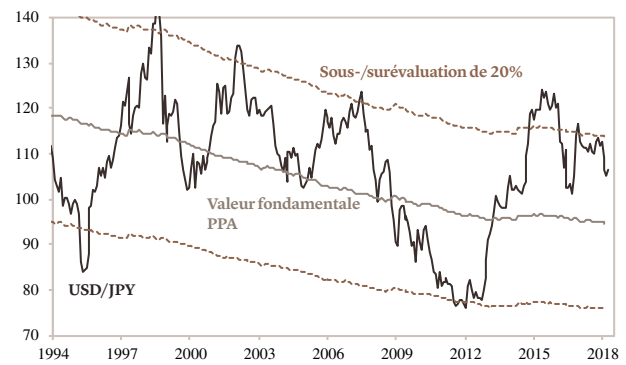
Les marchés américains ont intégré les trois hausses de taux d'intérêt annoncées par la Fed pour 2018. Une réévaluation des attentes concernant la politique monétaire américaine pour 2019 et au-delà reste possible, mais les investisseurs préféreront jauger l'orientation du nouveau Federal Open Market Committee (FOMC) avant de modifier leurs prévisions de moyen terme. Cela étant, certains facteurs structurels, comme la croissance potentielle plus modeste, devraient empêcher une forte remontée des taux d'intérêt et accentuer l'aplatissement de la courbe des taux américains l'année prochaine. **Les taux d'intérêt américains se rapprochent donc de ce nous considérons comme leur juste valeur, mais nous pensons qu'il est probablement encore trop tôt pour renforcer notre exposition, en particulier à la lumière des pressions supplémentaires qui pourraient apparaître en Europe au cours des prochains mois.** Depuis le lancement du programme de rachats d'actifs de la BCE, les rendements européens à long terme semblent extrêmement décorrélés des fondamentaux. Le semblant de normalisation observé aux mois de janvier et février (le taux réel à 10 ans pour l'Allemagne a augmenté de 40 pb) a en grande partie été effacé en mars par les craintes d'une guerre commerciale mondiale. Cette surévaluation des rendements des pays européens du noyau dur devrait s'inverser dès que les turbulences du marché s'apaiseront et que la BCE annoncera aux marchés une normalisation de sa politique monétaire. Dans ce contexte, la dette des pays de la périphérie devrait offrir de meilleures perspectives sur une base relative.

Sachant que les conditions financières favorables soutiennent les entreprises et empêchent une augmentation des défaillances, nous continuons de préférer le crédit aux obligations souveraines. Il n'en demeure pas moins que cette classe d'actifs a perdu de son attrait. La durée des indices a atteint des sommets historiques (5,4 actuellement en Europe, contre 3,8 en 2012), accroissant sa vulnérabilité à la volatilité des taux d'intérêt. En conséquence, nous pensons qu'une position conjuguant actions et liquidités (de manière à ajuster le risque) offre une meilleure valeur relative qu'une exposition au crédit.

Les obligations convertibles et les obligations des marchés émergents offrent toujours un meilleur potentiel, selon nous. Le profil de rentabilité/risque des obligations convertibles est attrayant dans les conditions de marché actuelles. En effet, cette classe d'actifs devrait profiter de son exposition aux phases haussières des marchés actions, tandis que la valeur de l'option a tendance à augmenter pendant les périodes plus volatiles, sans oublier la durée plus

XIII. Le yen reste sous-évalué par rapport au dollar

$\frac{\text{USD/JPY}}{\text{valeur fondamentale (PPA)}}^*$



* Parité du pouvoir d'achat
Sources : Datastream, calculs Lombard Odier

A. Vers une escalade des tensions commerciales ?

Notre allocation d'actifs favorable au risque repose toujours sur une poursuite de la tendance positive des échanges mondiaux. Si nous pensons que le risque d'une guerre commerciale est limité, nous reconnaissons qu'un tel cas de figure suscite de grandes incertitudes. D'un point de vue géopolitique, un scénario dans lequel les Etats-Unis et la Chine s'engagent dans une lutte pour une hégémonie politique, économique et technologique ne peut pas être écarté. Le récent lancement de contrats pétroliers à terme libellés en yen sur le Shanghai International Energy Exchange et le projet « One Belt, One Road » témoignent de la volonté de la Chine de damer le pion aux Etats-Unis. Si les tensions commerciales s'intensifiaient, l'impact fondamental à court terme serait en réalité assez limité. En cas de sanctions réciproques, les droits de douane alimenteraient l'inflation et brideraient la croissance tant aux Etats-Unis que dans les autres pays. Selon nos estimations, ces répercussions seraient toutefois modestes (une baisse du PIB de l'ordre de 0,1-0,2% seulement pour la Chine). Cela étant, la possibilité d'un bras de fer commercial entre la Chine et les Etats-Unis pourrait fortement influencer sur les marchés financiers. Tout d'abord, les investisseurs en actions pourraient exiger une prime de risque accrue, les secteurs des technologies de l'information, des matériaux, de l'habillement, des appareils électroménagers et du transport paraissant particulièrement vulnérables en raison de leur forte exposition aux exportations et, dans certains cas, d'une longue chaîne de valeur internationale (voir graphique XIV). Au niveau des régions, les actions japonaises et émergentes seraient les plus impactées du fait de leur exposition au thème du commerce mondial, ce qui justifierait un positionnement plus neutre.

Les marchés obligataires pourraient également être mis à mal. La montée du protectionnisme et du populisme provoque souvent des déficits non maîtrisés, rendant les bons du Trésor américain moins attrayants aux yeux des investisseurs étrangers, alors même que la Fed réduit la liquidité (à supposer qu'elle maintienne son cap monétaire malgré des prévisions d'inflation en hausse). Les obligations européennes seraient alors considérées comme des valeurs refuge, comme illustré par le creusement de l'écart entre les taux réels à 10 ans des Etats-Unis et de l'Allemagne en mars (voir graphique XV).

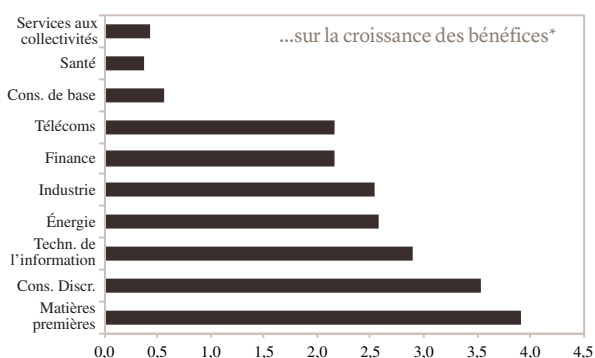
Au chapitre des monnaies, les différentiels de taux d'intérêt et une réduction de la balance courante se traduiraient par un raffermissement du billet vert, en particulier face à l'euro et aux monnaies émergentes, sensibles au commerce. Un allègement de l'exposition aux actifs émergents serait donc doublement justifié. Les monnaies refuge, comme le franc suisse et le yen, devraient par ailleurs tirer leur épingle du jeu.

En ce qui concerne les matières premières, la perspective d'une donne économique multipolaire (Etats-Unis/Europe/Chine), caractérisée par des risques géopolitiques persistants, est globalement favorable.

A ce stade, la guerre commerciale ne constitue qu'un scénario de risque, comme nous l'avons dit en préambule. La confiance des entreprises étant le principal canal de transmission des marchés financiers vers l'économie réelle, nous surveillerons de près les prochaines enquêtes sur le climat des affaires et de possibles changements de prévisions des directions lors de la prochaine saison de publication des résultats (dès mi-avril). Des chiffres décevants pourraient attiser les craintes des marchés à un moment où les indices avancés commencent déjà à fléchir pour des raisons cycliques.

XIV. Sensibilité sectorielle des marchés actions au commerce mondial

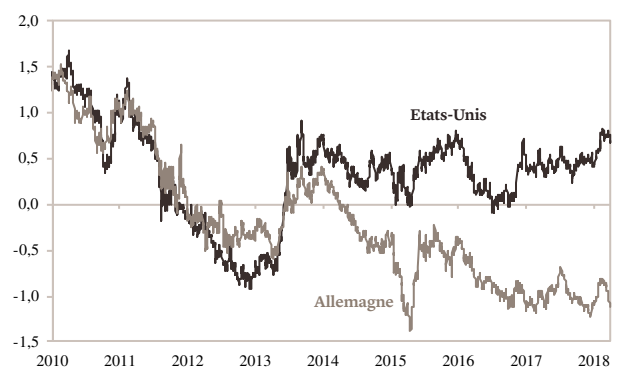
Impact d'une hausse de 1% du commerce mondial...



* estimations depuis 2000, MSCI Monde
Sources: Datastream, calculs Lombard Odier

XV. L'écart entre les taux réels à 10 ans des Etats-Unis et de l'Allemagne s'est creusé en mars

Taux réels à 10 ans, Etats-Unis et Allemagne (%)



Sources: Bloomberg, calculs Lombard Odier

faible de l'obligation. Concernant la dette émergente, la stabilité de la croissance et la faiblesse de l'inflation devraient permettre aux banques centrales de conserver une politique monétaire globalement accommodante (la Russie, l'Afrique du Sud et le Brésil ont même réduit leurs taux d'intérêt en mars). Compte tenu des prévisions de stabilisation du dollar américain au cours des prochains trimestres, les obligations émergentes devraient rapidement retrouver la faveur des investisseurs car elles représentent l'une des dernières poches de rendement parmi les marchés obligataires.

Le marché le moins volatil dans les mois à venir devrait être celui des changes. Après avoir fortement chuté en janvier, le dollar américain se stabilise. Le marché intégrant désormais largement le bouclage du programme de rachat d'actifs de la BCE et l'amélioration des perspectives de croissance dans la zone euro, la monnaie unique paraît moins sous-évaluée. Nous ne pensons pas qu'un nouveau raffermissement soit de mise avant que la BCE ne précise l'orientation future de sa politique monétaire. Par conséquent, nous avons maintenu notre objectif à moyen terme de 1,25 pour la paire à EUR/USD. En l'absence de signes d'inflation en Suisse, il est peu probable que la Banque nationale suisse (BNS) change d'orientation au cours des prochains mois, si bien que le franc suisse devrait évoluer sans cap ni tendance par rapport à l'euro. En termes de valorisation, la livre sterling et le yen sont les cas les plus extrêmes. La livre sterling devrait rester fortement tributaire des négociations sur le Brexit, mais nous avons pris en début d'année une position longue dans le yen. Au trimestre dernier, nous avons déjà souligné la forte asymétrie entre positionnement court très saturé et important potentiel de revalorisation. Étant donné la reprise de l'activité économique et les attentes en matière d'inflation, la politique monétaire ultra-accommodante de la Banque du Japon sera vraisemblablement remise en question dans le courant de 2018. La position courte dans la paire USD/JPY ouverte en janvier a déjà été

payante, grâce d'abord à l'affaiblissement du dollar américain puis au raffermissement du yen, qui a confirmé son traditionnel statut de valeur refuge. Nous conservons cette position dans l'attente de nouvelles déclarations de la Banque du Japon sur une possible stratégie de sortie. Aussi avons-nous abaissé notre objectif à moyen terme à 100 pour la paire USD/JPY. Le yen reste fortement sous-évalué en parité du pouvoir d'achat (PPA) (voir graphique XIII, page 10).

Enfin, les matières premières ont bien résisté aux turbulences boursières, fournissant l'effet de diversification espéré malgré leur bêta élevé et leur vulnérabilité au mouvement de réduction des risques des stratégies systématiques. Le cours du Brent fluctue autour de notre objectif à moyen terme d'USD 64 le baril mais a récemment bénéficié de l'intensification des risques géopolitiques (et du possible durcissement de ton de la nouvelle équipe de politique étrangère américaine sur le Venezuela et l'Iran). L'or a retrouvé la faveur des investisseurs, comme en témoignent les positions en ETF. S'agissant des métaux de base, le positionnement spéculatif sur le cuivre a chuté durant le pic de volatilité. À l'avenir, les performances des matières premières seront probablement tirées par l'évolution du côté de l'offre (pays de l'OPEP – Organisation des pays exportateurs de pétrole – et producteurs de schiste américains sur le marché pétrolier ainsi que baisses des dépenses d'investissement dans les métaux de base). Par conséquent, la corrélation de cette classe d'actifs avec les actions devrait être moins importante que par le passé, tandis que le risque baissier est limité par la tendance favorable de la demande. Nous maintenons donc notre légère surpondération.

*Sophie Chardon, Stratège cross-asset
Grégory Lenoir, Responsable de l'allocation d'actifs*

B. Quel niveau de rendements obligataires provoquerait un revirement des marchés actions ?

Les turbulences boursières de février ont mis en évidence la relation étroite entre taux d'intérêt et actions, notamment lorsque les taux évoluent rapidement. Nous considérons depuis longtemps l'environnement reflationniste actuel comme un facteur positif pour les actifs cycliques, qui justifie un positionnement de portefeuille axé sur la prise de risque. En effet, au cours des dernières décennies, les actions internationales ont surperformé les obligations lorsque l'inflation franchissait la barre des 2% aux Etats-Unis. Notre analyse empirique n'a toutefois établi aucun lien (positif ou négatif) entre les taux réels et la performance des actifs risqués.

D'un point de vue théorique, l'impact d'une hausse des taux d'intérêt et de l'inflation sur les bénéfices des entreprises est ambigu, de multiples canaux de transmission évoluant dans des directions opposées :

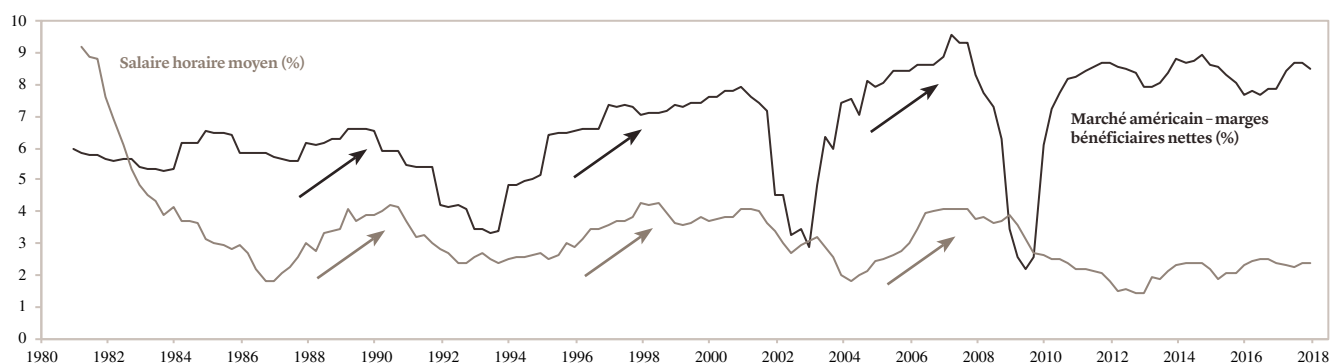
- a/ une hausse de l'inflation est synonyme d'une augmentation des revenus (+) ;
- b/ une hausse de l'inflation est généralement synonyme d'une augmentation des salaires qui peut ou non, selon le levier opérationnel, peser sur les marges des entreprises (+/-) ;
- c/ en fonction de l'avancement du cycle, une hausse des taux nominaux peut être le signe d'une accélération de l'activité ou un catalyseur d'un ralentissement des investissements (+/-) ;
- d/ une hausse des taux nominaux peut provoquer une augmentation des coûts de financement et des charges d'intérêts (-).

Le niveau actuel de l'inflation ne constitue pas un problème en soi : les périodes d'inflation modérée (entre 1 et 3%) sont généralement associées aux PER les plus élevés, tandis que les périodes de hausse des salaires coïncident empiriquement avec des périodes d'augmentation des marges (voir graphique XVI, page 13). Le facteur à surveiller de près est la volatilité de l'inflation. Elle peut se traduire par une augmentation des primes de risque (si la capacité de la Fed à juguler l'inflation est remise en cause) et une baisse des valorisations. A terme, même si les bénéfices demeurent robustes, une hausse des taux d'escompte provoquera une réduction de la valeur actuelle nette des futurs cash-flows.

D'un point de vue historique, des rendements américains à 10 ans supérieurs à 5% ont clairement pénalisé les rendements boursiers. Compte tenu la croissance potentielle aujourd'hui plus modeste, un revirement risque toutefois de survenir plus tôt dans ce cycle. Nous remarquons que la corrélation entre les actions et les taux devient négative (c'est-à-dire que la hausse des taux commence à sanctionner les marchés actions) quand les taux réels se rapprochent du taux de croissance potentielle. À 0,7-0,8%, le taux réel américain à 10 ans reste largement inférieur à la croissance potentielle américaine (estimée à 1,6-1,8%), **ce qui signifie que les taux réels peuvent encore augmenter de 80 pb avant de faire dérailler les marchés actions** (voir graphique XVII, page 13).

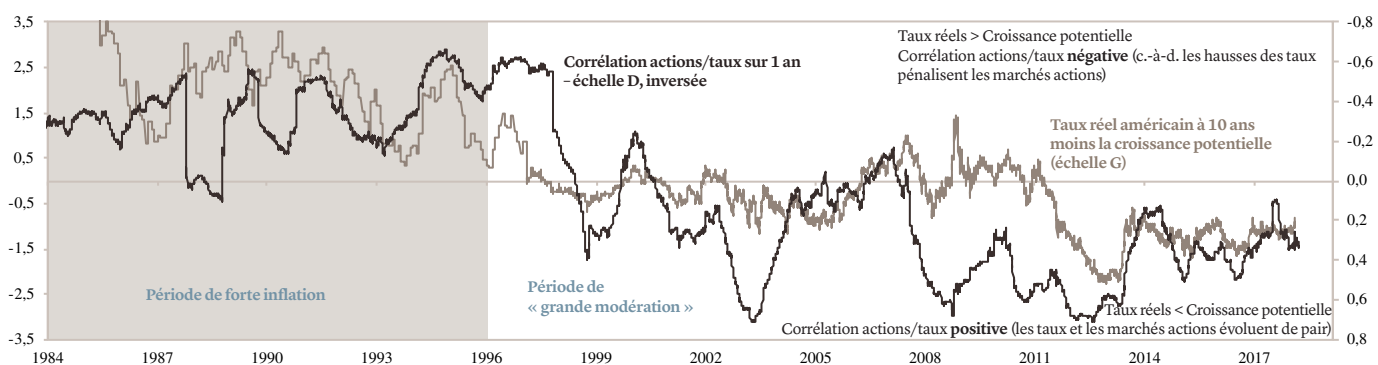
XVI. Croissance des salaires historiquement associée à une progression des marges

Croissance des salaires et marges bénéficiaires nettes des entreprises, Etats-Unis (en %)



Sources: Datastream, calculs Lombard Odier

XVII. Corrélation actions/taux, taux réels et croissance potentielle



Sources: Datastream, calculs Lombard Odier

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 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 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 in 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 indemnisations 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.

© 2018 Banque Lombard Odier & Cie SA - Tous droits réservés. Ref. LOCH - GM - fr - 032018.

SUISSE

GENÈVE

Banque Lombard Odier & Cie SA¹

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

Lombard Odier Asset Management (Switzerland) SA

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

FRIBOURG

Banque Lombard Odier & Cie SA · Bureau de Fribourg¹

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

LAUSANNE

Banque Lombard Odier & Cie SA¹

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

VEVEY

Banque Lombard Odier & Cie SA · Agence de Vevey¹

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

ZURICH

Banque Lombard Odier & Cie SA¹

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

EUROPE

AMSTERDAM

Lombard Odier (Europe) S.A. · Netherlands Branch²

Herengracht 466 · 1017 CA Amsterdam · Nederland
amsterdam@lombardodier.com
Etablissement de crédit supervisé aux Pays-Bas par la De Nederlandsche Bank (DNB) et l'Autoriteit Financiële Markten (AFM).

BRUXELLES

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

Avenue Louise 81 · Boîte 12 · 1050 Bruxelles · Belgique
bruxelles@lombardodier.com
Etablissement de crédit supervisé en Belgique par la Banque nationale de Belgique (BNB) et par l'Autorité des services et marchés financiers (FSMA).

GIBRALTAR

Lombard Odier & Cie (Gibraltar) Limited

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

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

LONDRES

Lombard Odier (Europe) S.A.²

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

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

Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited

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

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

LUXEMBOURG

Lombard Odier (Europe) S.A.

291, route d'Arlon · 1150 Luxembourg · Luxembourg
luxembourg@lombardodier.com
Etablissement de crédit agréé et sous la surveillance de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) au Luxembourg.

Lombard Odier Funds (Europe) S.A.

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

MADRID

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

Paseo de la Castellana 66 · 4ª 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 · 4ª 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

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 France²

8, rue Royale · 75008 Paris · France.
RCS PARIS B 803 905 157 · paris@lombardodier.com.
Etablissement de crédit dont les activités en France sont soumises à la surveillance de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et de l'Autorité des marchés financiers (AMF) pour ses activités de services d'investissement.
Autorisation d'établissement n° 23/12 - Succursale enregistrée au Luxembourg sous le n° B169 907.
Intermédiaire en assurance agréé par le Commissariat aux Assurances (CAA) n° 2014 CM002. L'immatriculation auprès du CAA peut être contrôlée sur www.orias.fr.

AFRIQUE | AMERIQUES | ASIE - PACIFIQUE | MOYEN-ORIENT

BERMUDES

Lombard Odier Trust (Bermuda) Limited

3rd Floor, Victoria Place · 31 Victoria Street · Hamilton HM 10 · Bermuda · bermuda@lombardodier.com
Autorisée à exercer des activités de Trust et d'investissement et de services aux entreprises par la Bermuda Monetary Authority (BMA).

DUBAÏ

Bank Lombard Odier & Co Ltd · Representative Office Dubai

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

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

HONG KONG

Lombard Odier (Hong Kong) Limited

3901, Two Exchange Square · 8 Connaught Place · Central · Hong Kong · hongkong@lombardodier.com
Une entité agréée dont les activités sont soumises à la réglementation et à la surveillance de la Securities and Futures Commission de Hong Kong.

ISRAEL

Israel Representative Office ·

Bank Lombard Odier & Co Ltd

Museum Tower, 7th floor · 4 Berkowitz Street · Tel Aviv · 6423806 · 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
1300 Montevideo · Uruguay
montevideo@lombardodier.com
Etablissement supervisé par la Banco Central del Uruguay.

MONTRÉAL

Lombard Odier & Cie (Canada), Société en commandite

1000, rue Sherbrooke Ouest · Bureau 2200 · Montréal (Québec) · Canada H3A 3R7
montreal@lombardodier.com
Réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers du Québec.

NASSAU

Lombard Odier & Cie (Bahamas) Limited

Goodman's Bay Corporate Centre · West Bay Street · P.O. Box N-4938 · Nassau · Bahamas
nassau@lombardodier.com
Soumise à la surveillance de la Banque centrale des Bahamas et la Securities Commission of the Bahamas.

PANAMA

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

Oceania Business Plaza Torre 2000 · Oficina 38-D · Blvd. Pacifica · Urb. Punta Pacifica · Corregimiento de San Francisco · Panamá · panama@lombardodier.com
Soumise à la surveillance de la Banque centrale des Bahamas et de la Superintendencia de Bancos de Panamá.
Lombard Odier (Panama) Inc.
Oceania Business Plaza Torre 2000 · Oficina 38-D · Blvd. Pacifica · Urb. Punta Pacifica · Corregimiento de San Francisco · Panamá · panama@lombardodier.com
Soumise à la surveillance de la Superintendencia del Mercado de valores de Panamá.

SINGAPOUR

Lombard Odier (Singapore) Ltd.

9 Raffles Place · Republic Plaza #46-02 · Singapore 048619 · singapore@lombardodier.com
Une banque d'affaires soumise à la réglementation et à la surveillance de la Monetary Authority de Singapour.

TOKYO

Lombard Odier Trust (Japan) Limited

Izum 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 Financial Bureau for Financial Product Transactors (n° 470).

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

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



LOMBARD ODIER
LOMBARD ODIER DARIER HENTSCH

www.lombardodier.com