

# Stratégie de Placement Clientèle Privée

---

# 1/4

Janvier 2019 · 1<sup>er</sup> trimestre

## Perspectives macroéconomiques

Que retenir de 2018 et  
qu'attendre de 2019 ?

# p.03

## A la une

- Malgré un ralentissement de l'activité, le contexte général devrait rester plutôt favorable l'an prochain : la croissance devrait dépasser le potentiel de long terme dans les principaux blocs économiques, sans incident majeur.
- Aux Etats-Unis, nous prévoyons une croissance du PIB (produit intérieur brut) de 2,6% en 2019 – une forme de retour sur terre après les niveaux de plus de 3% des derniers trimestres.
- La demande intérieure de la zone euro résiste bien, soutenue par un marché de l'emploi qui continue de se tendre, suggérant une progression de la croissance à 2%.
- Dans un contexte cyclique toujours positif qui bénéficie notamment de la forte création d'emplois, la croissance du PIB nippon ne devrait ralentir que légèrement en 2019, à 0,9%.
- Le resserrement de la politique monétaire induit par la faiblesse des monnaies a freiné la croissance des marchés émergents, mais le cycle est encore jeune et les principales économies semblent à l'abri d'une crise.
- Les actifs risqués étant plus sensibles aux facteurs macroéconomiques et les incertitudes politiques jouant un rôle croissant, la volatilité des marchés est appelée à perdurer. Néanmoins, certains facteurs nous incitent à rester prudemment optimistes : la nouvelle année commencera avec des valorisations plus favorables et des fondamentaux toujours sains.
- Sur le marché des changes, nous prévoyons une dépréciation généralisée du dollar sur fond de dissipation progressive des effets de la politique budgétaire expansionniste américaine de 2018 et de resserrement de l'écart de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et le reste du monde, qui a atteint des niveaux sans précédent.

## Marchés des changes

2019 se présente mal pour  
le dollar

# p.13

---

## Egalement

Brexit: calendrier et  
scénarios possibles

---



# Que retenir de 2018 et qu'attendre de 2019 ?



Après un cru 2017 exceptionnel, nous pensions bien que la volatilité ferait son retour sur les marchés financiers et que les rendements baisseraient cette année – mais pas à ce point. Au moment où nous rédigeons ces lignes, les indices d'actions, de matières premières, d'obligations souveraines et de crédit mondiaux enregistrent tous des performances négatives en USD depuis le début de l'année – malgré un environnement macroéconomique plutôt solide et une croissance toujours robuste des bénéficiaires.

Pourquoi un tel décalage entre les marchés et les fondamentaux ? Différents facteurs ont pesé sur les performances des actifs financiers en 2018. Les mesures de relance budgétaire ont stimulé la croissance et l'inflation américaines au-delà des attentes, avec comme conséquence une remontée significative de la courbe des taux américaine. Un coût du capital plus élevé en dollar est, et a toujours été, source de stress pour l'économie et les marchés mondiaux. Les valorisations des actifs se sont ajustées à ce coût et les risques idiosyncratiques dans certains marchés émergents (notamment l'Argentine et la Turquie compte tenu de leur fort endettement) ont ensuite alimenté la volatilité.

Les risques politiques ont ajouté à la morosité ambiante. Le différend commercial entre les Etats-Unis et la Chine, l'incertitude liée aux élections de mi-mandat, les négociations compliquées sur le Brexit et le bras de fer budgétaire entre l'Italie et l'Union européenne (UE) n'ont pas facilité la tâche aux investisseurs. Enfin, l'élan économique de la zone euro en 2017 s'est essoufflé. Même si le contexte demeure positif globalement, la croissance a marqué le pas durant l'année. Cet essoufflement s'explique par des facteurs temporaires tels que les nouvelles normes d'émission dans l'industrie automobile (qui pénalisent surtout l'économie allemande), mais aussi par des difficultés structurelles, en particulier le net repli de la demande externe associé aux nouveaux droits de douane américains sur les importations.

Pouvons-nous espérer mieux en 2019 ? Malgré un ralentissement de l'activité, le contexte général devrait rester plutôt favorable l'an prochain : la croissance

devrait dépasser le potentiel de long terme dans les principaux blocs économiques, sans incident majeur. En d'autres termes, nous ne tablons pas sur une récession aux Etats-Unis, ni sur un atterrissage brutal en Chine ou encore un démantèlement de la zone euro. Cela ne veut pas dire pour autant que le ciel sera dégagé pour les investisseurs.

2018 a montré combien une hausse des rendements américains peut être difficile à digérer pour les marchés, alors même qu'elle est une conséquence tout à fait prévisible pour une économie saine, qui affiche une croissance supérieure à son potentiel et réduit son écart de production. Cette source de volatilité ne disparaîtra probablement pas l'année prochaine, sachant que le resserrement monétaire est appelé à se poursuivre aux Etats-Unis (au moins jusqu'à ce que le niveau neutre soit atteint – voir graphique 1, page 04) et débiter ailleurs, notamment dans la zone euro.

Les tensions commerciales, et leur capacité à saper la confiance et les marchés, pourraient également refaire surface brutalement, à moins que les Etats-Unis et la Chine ne transforment le « cessez-le-feu » de 90 jours convenu lors du récent sommet du G20 en un compromis à plus long terme. Par ailleurs, le risque politique ne va probablement pas disparaître des radars. On retiendra toutefois de 2018 que le tableau dressé par la presse des différentes évolutions est souvent plus sombre que ne l'est la réalité. La Chine continuera probablement de pâtir du différend commercial, mais les mesures d'assouplissement et la dépréciation passée de sa monnaie devraient assurer une certaine stabilité macroéconomique, aussi bien à l'intérieur

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

du pays que dans l'ensemble des marchés émergents. Par ailleurs, l'une de nos prévisions majeures pour 2019 est que les Etats-Unis devraient surperformer moins nettement la zone euro en termes économiques. Les effets des mesures de relance budgétaire américaines devraient s'atténuer au moment même où les freins à la croissance des économies européennes devraient se desserrer. Une convergence des niveaux de croissance des deux côtés de l'Atlantique est donc probable d'ici la fin de l'année prochaine (voir graphique 2). Globalement, nous estimons qu'un positionnement de portefeuille neutre, mais non hostile au risque, reste approprié pour aborder la nouvelle année. Néanmoins, une approche disciplinée de l'investissement et une gestion des risques renforcée sont essentielles à ce stade du cycle, l'accent devant

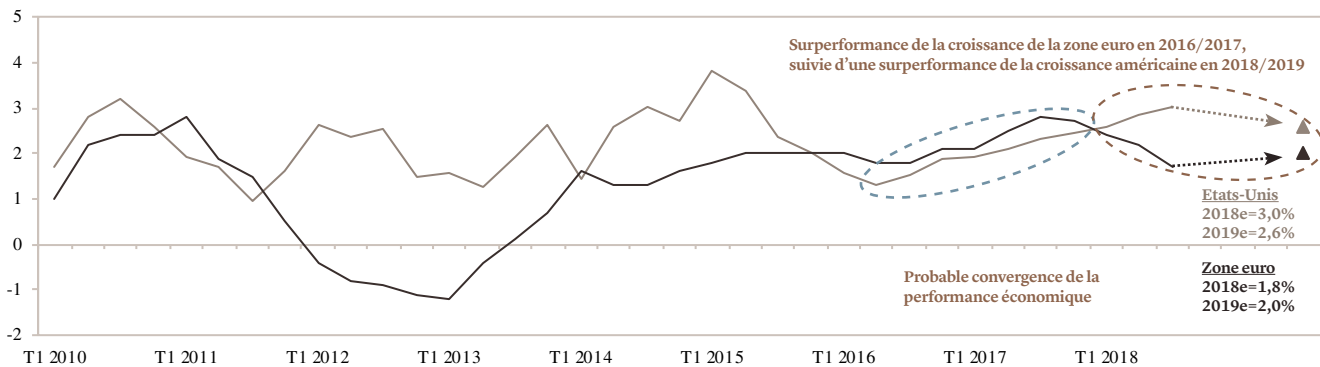
être mis en tout premier lieu sur la qualité et la liquidité des actifs. Nous privilégions ainsi les actions au détriment des segments obligataires à bêta élevé<sup>1</sup>, maintenons des liquidités supérieures à la normale et commençons à réduire de façon opportuniste notre sous-pondération établie de longue date des obligations souveraines.

Samy Chaar, Chef économiste

<sup>1</sup> Le bêta est une mesure de la volatilité, ou du risque systématique, d'un actif par rapport à l'ensemble du marché. Il reflète la façon dont les rendements de cet actif tendent à réagir aux fluctuations du marché.

### 1. Croissance du PIB réel, Etats-Unis et zone euro

En %, an/an - Prévisions de croissance Lombard Odier

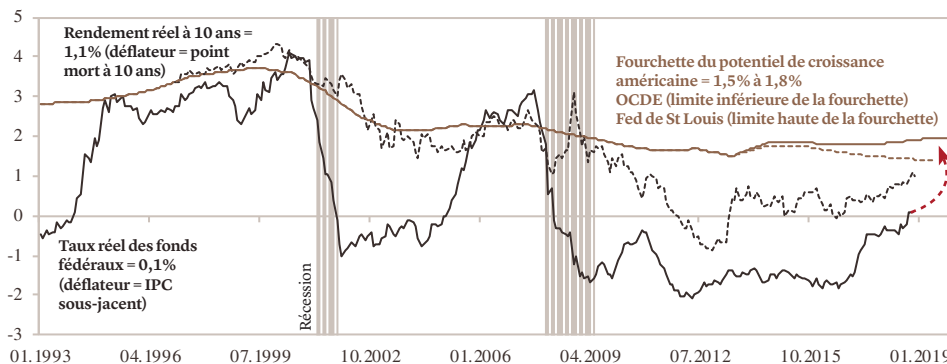


Sources: Datastream, calculs Lombard Odier

### 2. La Fed veut être neutre, pas restrictive. Elle doit tout de même poursuivre les hausses !

Une fois l'écart de production refermé, nous considérons la politique monétaire comme neutre lorsque le coût des intérêts est plus ou moins aligné sur le potentiel à long terme de l'économie

Taux réel des fonds fédéraux et rendement réel à 10 ans contre estimations du potentiel de croissance réelle, en %



Niveau neutre pas encore atteint, mais en vue, surtout sur l'extrémité longue de la courbe...

	Extrémité inférieure	Extrémité supérieure
Croissance potentielle	1,5	1,8
Régime d'inflation	1,7	2,2
<b>Taux neutre nominal</b>	<b>3,2</b>	<b>4,0</b>

Sources: Datastream, calculs Lombard Odier

# Etats-Unis

## Retour sur terre

### L'essentiel en bref

- L'économie américaine a nettement dépassé son potentiel en 2018, soutenue par un marché de l'emploi tendu et des mesures de relance budgétaire.
- Si les perspectives pour 2019 demeurent constructives, un ralentissement est à prévoir, à mesure que le resserrement monétaire produit ses effets et que les bénéfices liés aux mesures fiscales se dissipent.
- Nous prévoyons une croissance du PIB de 2,6% en 2019 – une forme de retour sur terre après les niveaux de plus de 3% des derniers trimestres.

Il ne fait guère de doute que l'économie américaine termine l'année 2018 sur une forte dynamique cyclique : la croissance est en bonne voie pour atteindre 3% en rythme annuel et le taux de chômage est à son plus bas niveau sur plusieurs décennies. La vigueur du marché du travail est particulièrement impressionnante, surtout lorsque l'on considère qu'en dépit du faible taux de chômage ce sont en moyenne 210'000 nouveaux emplois qui ont été créés par mois, soit un total annuel de quelque 2,5 millions. L'économie a bénéficié du cercle vertueux de l'emploi, de la croissance des salaires et de la consommation avec, en toile de fond, une saine propension au risque et une orientation budgétaire expansionniste.

La plupart de ces éléments sont toujours en place, permettant d'envisager l'année 2019 de manière positive. Mais ce serait une erreur de se contenter d'extrapoler les tendances récentes, car certains facteurs clés sont en train d'évoluer, parmi lesquels la politique monétaire. Cette dernière finira par freiner la croissance au cours des prochains trimestres, et ce, d'autant plus

que nous nous tablons sur la poursuite des hausses de taux en 2019.

Bien que la Réserve fédérale (Fed) ne soit pas encore particulièrement restrictive, le taux directeur est déjà passé de 0,5% fin 2016 à 2,25%. Alors que cela n'avait pas été le cas au début du cycle de resserrement, les taux longs sont, eux aussi, considérablement remontés, à des niveaux supérieurs à 3% (voir graphique 3). Les secteurs sensibles aux taux d'intérêt, tels que l'immobilier, ont commencé à montrer des signes de tension (voir graphique 4) – une illustration typique de l'impact d'une politique monétaire plus restrictive. De plus, l'indice large du dollar américain s'est nettement redressé au cours de l'année 2018, progressant de quelque 10% par rapport à son plancher du mois d'avril et effaçant la quasi-totalité de la dépréciation enregistrée en 2017.

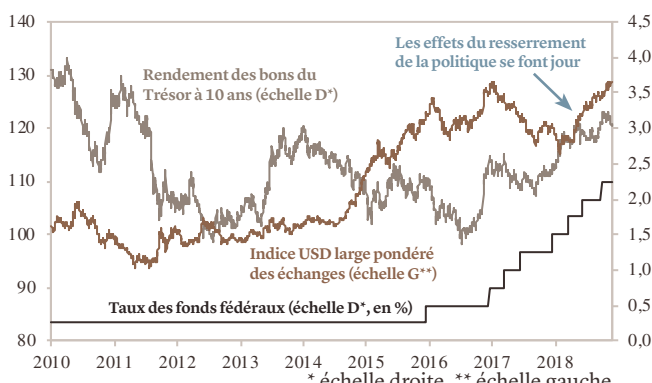
Fait important : quand bien même les mesures de relance budgétaire continueront de soutenir la croissance, leur impact commencera à s'atténuer fin 2019. Considérant que les résultats des élections de mi-mandat ont pour ainsi dire éliminé l'éventualité de nouvelles réductions d'impôts et qu'une augmentation des dépenses d'infrastructures n'est pas vraiment à l'ordre du jour, on peut affirmer que l'économie américaine doit s'attendre à un moindre soutien sur le front budgétaire.

Au final, si les perspectives de croissance demeurent saines aux Etats-Unis, le rythme nettement supérieur au potentiel ne pourra pas être maintenu indéfiniment. Le ralentissement que nous prévoyons, de 3,0% en 2018 à 2,6% en 2019, est une étape naturelle de ce cycle. Nous nous rapprochons ainsi du moment où l'économie américaine redescendra sur terre.

*Bill Papadakis, Stratège macro*

### 3. En 2018, la politique a commencé à déployer ses effets...

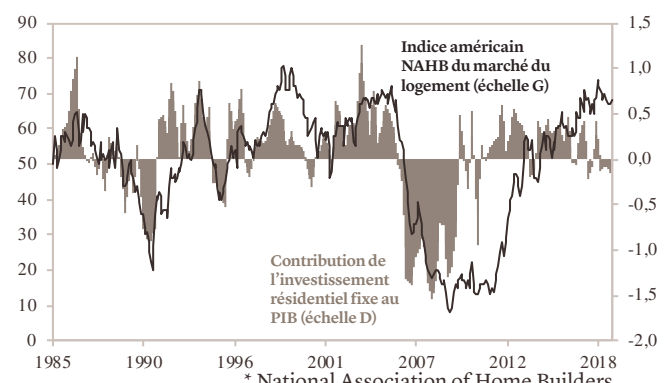
Taux des fonds fédéraux, rendement des bons du Trésor à 10 ans et indice USD pondéré des échanges



Sources : Bloomberg, calculs Lombard Odier

### 4. ... et les secteurs sensibles aux taux d'intérêt les ressentent

Contribution de l'investissement résidentiel au PIB et indice NAHB\*



\* National Association of Home Builders  
Sources : Datastream, calculs Lombard Odier

# Europe

## La riposte

### L'essentiel en bref

- En 2018, la croissance de la zone euro s'est laissée distancer par celle des Etats-Unis, pénalisée par une plus faible demande extérieure et un ralentissement de l'économie allemande imputable au secteur automobile.
- Pour autant, la demande intérieure résiste bien, soutenue par un marché de l'emploi qui continue de se tendre, suggérant une progression de la croissance à 2% l'année prochaine.
- Dans ce contexte, la politique monétaire a pris le chemin de la normalisation, avec une fin proche des rachats d'actifs et un abandon des taux d'intérêt négatifs d'ici à fin 2019.

Le fait que la croissance 2018 du PIB soit qualifiée de décevante alors qu'elle est tout juste inférieure à 2% en dit long sur le chemin parcouru par la zone euro depuis les années de crise. Mais c'est en termes relatifs que l'analyse est peut-être la plus parlante : après avoir légèrement surperformé les Etats-Unis en 2016 et 2017, la zone euro s'est laissée distancer de plus de 1% en 2018 – une inversion notable du différentiel de croissance. L'examen plus détaillé des chiffres révèle les vulnérabilités qui sont au cœur du modèle de croissance actuel de la zone euro. L'élément le plus frappant est la dépendance à l'égard de la demande extérieure. Alors qu'elle affichait un léger déficit de la balance courante au début de la crise, la zone euro a constitué depuis un excédent substantiel d'environ 3,5% du PIB, rendant son économie très tributaire des fluctuations du commerce mondial, et particulièrement de l'évolution de la demande de ses partenaires commerciaux principaux.

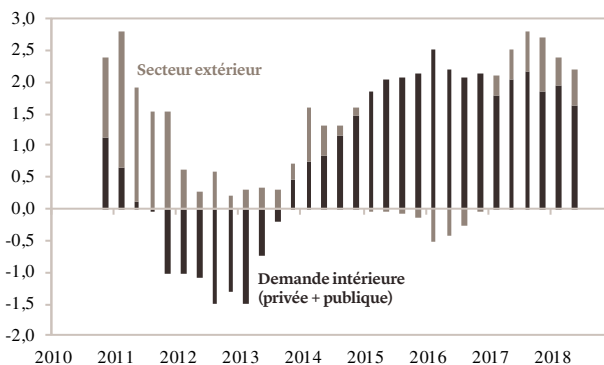
Le deuxième élément à mettre en exergue est la dépendance de la zone euro à l'égard d'un moteur important : l'Allemagne. Ce lien est apparu plus clairement ces derniers mois avec le ralentissement de la croissance allemande (qui s'est même contractée au 2<sup>e</sup> trimestre). Largement imputable à la faiblesse temporaire du secteur automobile (induite par l'introduction de nouvelles normes d'émission) et donc appelé à s'inverser, ce développement souligne tout de même une vulnérabilité clé de la zone euro.

Le tableau économique global est toutefois celui d'une demande intérieure très solide (voir graphique 5). C'est ce qui nous rend optimistes quant aux perspectives de croissance de la zone euro et motive notre prévision d'une progression à 2% en 2019. Même en l'absence d'une contribution substantielle du commerce, l'économie devrait évoluer à un rythme supérieur à la tendance, grâce au recul du chômage et à l'amélioration de la croissance des revenus (voir graphique 6). Cette normalisation croissante du tableau macroéconomique implique également une normalisation de la politique monétaire. La Banque centrale européenne (BCE) met un terme à ses achats d'actifs ce mois-ci, et nous nous attendons à ce qu'elle abandonne sa politique de taux d'intérêt négatifs d'ici la fin de l'année 2019. Il serait impossible de conclure sur la zone euro sans évoquer le volet politique. Nous n'identifions pas de menace majeure sur ce front et ne voyons dans les élections du Parlement européen qu'un risque mineur étant donné que le pouvoir de décision reste du ressort des gouvernements nationaux. Pour éprouver le « grand frisson » en termes de risque, les investisseurs n'auront peut-être pas besoin de chercher très loin : le Brexit, et sa nébuleuse d'incertitudes, est prévu pour le mois de mars 2019.

*Bill Papadakis, Stratège macro*

### 5. Le soutien du secteur extérieur diminue, mais la demande intérieure reste solide

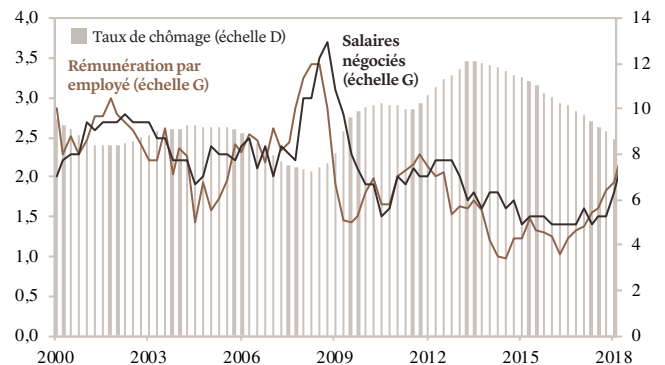
Contribution à la croissance du PIB, en %



Sources : Eurostat, Markit, Datastream, calculs Lombard Odier

### 6. Une tendance susceptible de perdurer grâce au resserrement du marché de l'emploi

Taux de chômage et croissance des salaires, en %



Sources : Eurostat, BCE, Bloomberg, calculs Lombard Odier

## Brexit : calendrier et scénarios possibles

Les négociateurs britanniques et européens sont parvenus à un projet d'accord de retrait qui a ensuite été signé par les dirigeants des deux parties. Élément important : cet accord prévoit une période de transition, courant jusque fin 2020 et susceptible d'être prolongée, durant laquelle le Royaume-Uni reste membre de toutes les structures de l'UE – mais sans droit de vote.

A la fin de cette période de transition, soit un nouvel accord commercial aura été négocié (qui, selon nous, serait alors de type plutôt « soft Brexit » et assurerait un lien assez étroit entre le Royaume-Uni et l'Europe), soit le « backstop », clause de sauvegarde maintenant le Royaume-Uni dans une union douanière, sera appliqué afin d'éviter une frontière « dure » en Irlande. Cette dernière option se traduirait par un commerce hors taxes avec l'UE susceptible de couvrir les biens dans une large mesure, mais pas les services. Elle exclurait la libre circulation des personnes tout comme les contributions au budget européen. Le Royaume-Uni serait toutefois limité dans sa capacité de négocier des accords commerciaux distincts.

Theresa May a obtenu l'approbation de l'accord par son cabinet, mais fait maintenant face à un vote difficile au Parlement. Bien que ce dernier ne soit pas formellement nécessaire, la Première ministre a promis de donner aux députés la possibilité de s'exprimer sur cette décision. Cela dit, le mécanisme du vote n'est pas clair, pas plus que son caractère contraignant.

Le plus probable, selon nous, est que le Parlement britannique approuve l'accord, dans sa forme actuelle ou dans une version renégociée (l'accent étant probablement mis sur la déclaration, juridiquement non contraignante, sur les relations futures) – mais nous reconnaissons le caractère très incertain de cette hypothèse.

Si de nouvelles négociations s'imposaient et n'étaient pas menées par Theresa May, mais par un autre Premier ministre conservateur (si Theresa May perd le vote de défiance sans élections législatives subséquentes) ou, ce qui est moins probable, par un autre Premier ministre d'un des deux partis (après des élections législatives), la date butoir du 29 mars 2019 pour le Brexit devrait être repoussée – une décision qui requerrait l'approbation unanime des 27 membres de l'UE. Et même si l'impact économique de ce scénario ne serait en définitive pas trop sévère, la livre se déprécierait au cours des mois à venir en raison des nouvelles incertitudes – surtout en cas de nouvelles élections et donc du « risque » d'un gouvernement dirigé par Jeremy Corbyn.

Un Brexit sans accord en mars 2019 reste également une éventualité, dont la probabilité, actuellement faible, pourrait augmenter en fonction de l'évolution du paysage politique à court terme au Royaume-Uni. Les conséquences seraient désastreuses, tant pour l'économie britannique que pour la livre sterling.

Enfin, le Royaume-Uni pourrait rester dans l'UE ou accepter un Brexit très « soft », des développements qui n'interviendraient qu'après de nouvelles élections législatives et / ou un second référendum. Dans ce cas également, un report de la date butoir du 29 mars 2019 serait nécessaire. Et là aussi, il s'agit à ce stade d'une perspective assez improbable, sous réserve de changements dans la configuration politique.

# Japon

## Hausse de la TVA – la quatrième sera-t-elle mieux gérée ?

### L'essentiel en bref

- La hausse de la taxe à la consommation sera déterminante pour les perspectives du Japon, mais son impact négatif ne doit pas être surestimé, car le gouvernement semble mieux préparé cette fois-ci.
- Le contexte cyclique japonais demeure positif, avec un solide rebond de la croissance au 4<sup>e</sup> trimestre et des créations d'emploi qui se poursuivent à un rythme soutenu.
- En l'absence de détérioration considérable des conditions extérieures, la Banque du Japon (BoJ) poursuivra sa stratégie de réduction silencieuse des achats d'actifs.

Dans un an, le Japon sera probablement confronté aux premiers impacts négatifs de la deuxième hausse de la taxe à la consommation voulue par Shinzo Abe (de 8% à 10%). Au regard de la période difficile qui a suivi la première hausse en 2014, la plupart des observateurs voient cet événement comme très contraignant pour les responsables politiques. Nous sommes plus sereins, considérant que l'ampleur de la hausse est moindre cette fois-ci et qu'il s'agit de la dernière étape de la réforme fiscale du Premier ministre Abe. Le gouvernement a par ailleurs tiré les enseignements des trois dernières et douloureuses hausses de la TVA (1989, 1997 et 2014). Il a ainsi prévu des exemptions pour les denrées alimentaires (hors repas à l'extérieur) ainsi que les boissons non alcoolisées et élabore des mesures budgétaires compensatoires. L'extrême granularité de certains de ces travaux préparatoires suggère qu'une baisse importante de la consommation pourra être évitée. Par ailleurs, le contexte cyclique japonais demeure positif, même si des phénomènes climatiques sont venus brouiller les données

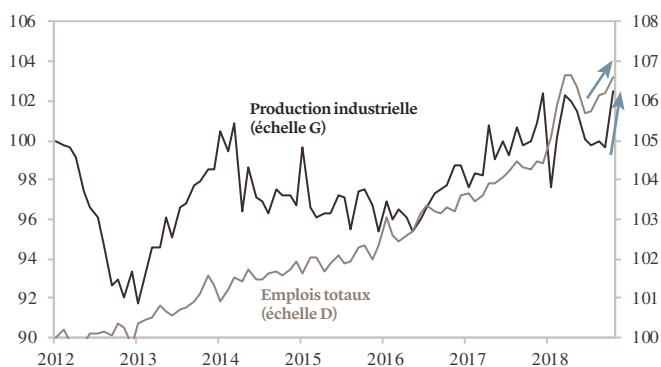
du 3<sup>e</sup> trimestre. Au mois d'octobre, la production industrielle s'est envolée, la croissance du volume des échanges de marchandises est revenue en territoire positif et la croissance totale de l'emploi en rythme annuel s'est accélérée à plus de 2% (voir graphique 7). Le gouvernement ayant commencé à débloquer des fonds pour l'aide aux sinistrés, les dépenses publiques augmenteront sensiblement jusqu'au 1<sup>er</sup> trimestre 2019. Un deuxième budget supplémentaire, potentiellement concentré sur la fin de l'exercice fiscal 2018, associé à des mesures d'atténuation de la hausse de la TVA, ainsi que l'achèvement des projets et les flux de visiteurs étrangers en vue des Jeux olympiques de 2020 permettra de préserver la dynamique positive du marché de l'emploi et de l'économie.

Comme nous l'écrivions au trimestre dernier, la fin de ce qui sera probablement le dernier mandat de Shinzo Abe devrait être consacrée à la révision de la constitution pacifiste du Japon. Ce n'est pas chose faite, car les libéraux-démocrates au pouvoir ne disposent pas d'une majorité claire des deux tiers à la Chambre haute et feront face à de nouvelles élections cet été. Même si cela pourrait détourner l'attention des politiques en matière d'offre, la situation devrait rester maîtrisable dans la mesure où le cabinet a déjà mis en œuvre ou formalisé de nombreuses réformes. Cette toile de fond cyclique et structurelle encourageante laisse supposer que le fléchissement induit par la hausse de la TVA ne sera pas suffisamment marqué pour inciter la Banque du Japon à dévier de sa politique actuelle de réduction silencieuse des achats d'obligations (voir graphique 8). Elle pourrait également passer d'un objectif quantitatif brut à une approche de budget d'achat dans l'univers des Exchange Traded Funds (ETF) – ce qui ne modifierait pas beaucoup son cap mais donnerait un signal plus concret sur ses intentions futures si/lorsque le risque économique à la hausse se concrétise.

*Homin Lee, Stratège macro – Asie*

### 7. Le contexte conjoncturel japonais demeure positif

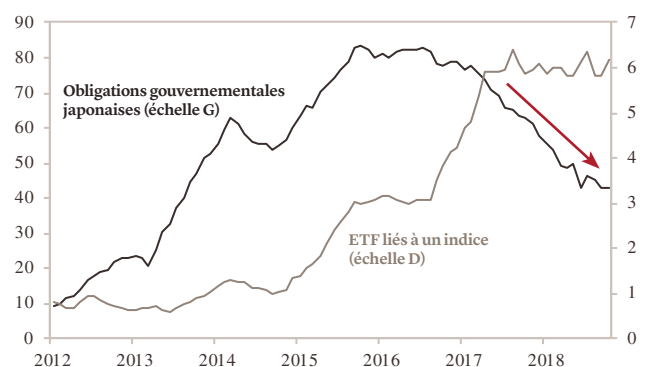
Production industrielle et emplois totaux – normalisés (janv. 2012 = 100)



Source : Bloomberg

### 8. Peu de changement dans la politique monétaire de la BoJ

Evolution sur 12 mois des actifs totaux détenus par la BoJ (JPY 1'000 milliards)



Source : CEIC



# Marchés émergents

## Vers une stabilisation de la dynamique de croissance en 2019

### L'essentiel en bref

- Le resserrement de la politique monétaire induit par la faiblesse des monnaies a ralenti la croissance des marchés émergents, mais le cycle est encore jeune et les principales économies semblent à l'abri d'une crise.
- Les problèmes politiques resteront déterminants en Amérique latine en 2019, en particulier pour le Mexique, le Brésil et l'Argentine.
- En Asie, les dirigeants chinois devraient être en mesure de maîtriser le ralentissement, tandis que la croissance toujours soutenue en Inde pourrait être freinée par les incertitudes à l'approche des élections législatives et le resserrement budgétaire qui s'ensuivra.

L'année 2018 a été particulièrement éprouvante pour les économies émergentes. La dépréciation de leurs monnaies et les pressions naissantes sur les prix ont contraint un certain nombre de banques centrales à entamer un durcissement de leur politique monétaire.

Cela dit, nous tenons à souligner que les maillons les plus faibles de l'univers émergent ont déjà cédé. L'Afrique du Sud présente certes encore des vulnérabilités inquiétantes, mais les autres économies principales semblent être à l'abri d'une crise. La plupart des cycles économiques des marchés émergents sont encore à un stade précoce. Abstraction faite de quelques pays qui connaissent des contraintes de capacités (Inde) ou une surchauffe (Hongrie, Philippines), le potentiel de croissance reste intéressant. Par ailleurs, l'amélioration des comptes courants et la hausse des réserves de change limitent considérablement le risque d'insolvabilité.

Ainsi, toute surprise positive dans l'environnement mondial ouvrirait la voie à un rebond des marchés émergents. Cette

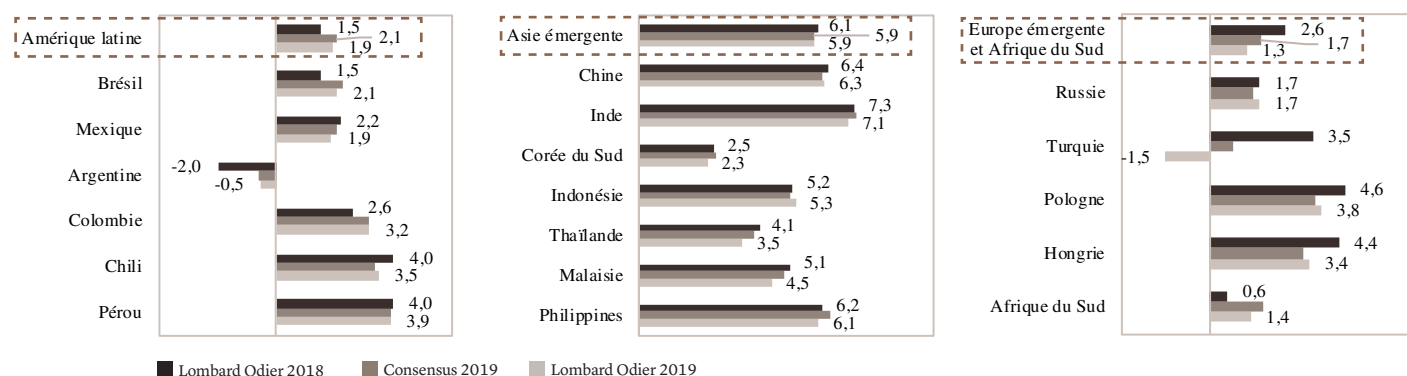
hypothèse est évidemment très optimiste, car elle supposerait un règlement des différends commerciaux, une plus forte demande mondiale, un repli du dollar et une stabilisation du pétrole à des niveaux permettant de satisfaire tant les producteurs que les consommateurs. Notre scénario de base table plutôt sur une dynamique économique stable (voir graphique 9).

En Amérique latine, la croissance devrait se redresser à partir d'un bas niveau, mais rester timide en raison du resserrement monétaire et budgétaire. Le style de gouvernance du président mexicain Andrés Manuel López Obrador pourrait dissuader les investisseurs étrangers, tandis que le président Bolsonaro pourrait décevoir les attentes élevées concernant la réforme du système des retraites au Brésil. Enfin, les élections d'octobre 2019 représenteront un important défi pour le président argentin Macri.

L'Asie est la région la plus menacée par les tensions commerciales, mais la solidité des fondamentaux et la marge de manœuvre budgétaire devraient permettre à la croissance de ralentir sans s'effondrer. En Chine, l'assouplissement monétaire et la dépréciation passée du CNY devraient assurer un ralentissement progressif, tandis que la solvabilité n'est pas à risque. L'Inde devrait afficher la croissance la plus rapide des pays asiatiques en 2019, malgré le renforcement du risque politique en amont des élections législatives prévues en mai. Enfin, la Russie devrait rester stable à un niveau structurellement bas, bien que les prix du pétrole et les sanctions américaines constituent deux grandes inconnues, tandis que des signes de surchauffe devraient inciter la Hongrie et la Pologne à ralentir. L'économie turque va, quant à elle, se contracter sur fond de crise de la balance des paiements et l'Afrique du Sud sortir péniblement d'une phase de récession technique en 2018.

*Stéphanie de Torquat, Stratège macro*

### 9. Prévisions de croissance, Lombard Odier et consensus



Sources : Bloomberg, Fitch Solutions, calculs Lombard Odier

# Allocation d'actifs

## Un optimisme prudent malgré les risques politiques et économiques

### L'essentiel en bref

- Les actifs risqués étant plus sensibles aux facteurs macroéconomiques et les incertitudes politiques jouant un rôle croissant, la volatilité des marchés est appelée à perdurer.
- Néanmoins, certains facteurs nous incitent à rester prudemment optimistes : 2019 débutera avec des valorisations plus favorables et des fondamentaux toujours sains. La politique monétaire américaine tend certes vers la neutralité, mais ne devrait pas devenir restrictive à court terme.
- Le niveau actuel des taux réels justifie un positionnement de portefeuille plus neutre, mais non hostile au risque.
- Gardant à l'esprit qu'une approche disciplinée de l'investissement et une gestion des risques renforcée sont essentielles à ce stade du cycle, l'accent doit être mis avant tout sur la qualité et la liquidité des actifs. Nous privilégions ainsi les actions au détriment des segments obligataires à bêta élevé, maintenons des liquidités supérieures à la normale et commençons à réduire de façon opportuniste notre sous-pondération des obligations souveraines.
- Nous voyons deux risques majeurs à notre scénario : une surchauffe de l'économie américaine qui contraindrait la Fed à accélérer le relèvement des taux et une guerre commerciale ouverte assortie de tensions géopolitiques accrues. Les récentes déclarations de la Fed et la réunion entre Etats-Unis et Chine lors du sommet du G20 suggèrent une certaine atténuation de ces risques à court terme, mais ils continueront probablement à influencer sur le sentiment des investisseurs tout au long de l'année 2019.

La dernière phase d'un cycle expansionniste pose des défis particuliers aux investisseurs, qui doivent se préparer à des rendements plus faibles et plus volatils. Des corrections de marché peuvent survenir en l'absence de récession, les valorisations s'adaptant à un environnement de taux plus élevés. Généralement, de tels replis sont de courte durée et les pertes récupérées dans les mois qui suivent. L'année 2018 a été marquée par deux épisodes majeurs de volatilité, en février et en octobre / novembre (voir graphique 10), voire trois si l'on y ajoute la débâcle des marchés émergents durant l'été. Les marchés ont réagi à la vigueur des données macroéconomiques américaines en réévaluant sensiblement les taux d'intérêt, portant ainsi les rendements nominaux et réels à des sommets pluriannuels. Il n'y avait aucune échappatoire, la corrélation entre les actions et les obligations devenant aussi moins négative. Jusqu'à la mi-octobre, les matières premières ont offert une certaine diversification, soutenues par un secteur de l'énergie tiré par l'offre. Néanmoins, au moment où nous écrivons, toutes les classes d'actifs sont en passe d'afficher des performances annuelles nulles ou négatives (voir graphique 11).

Pour traverser cet environnement 2018 difficile, nous avons été particulièrement sélectifs et prudents en matière d'exposition au risque. A ce stade du cycle, le niveau des taux réels par rapport à la croissance potentielle américaine nous semble le principal indicateur à surveiller. La poursuite du durcissement monétaire accroît en effet le risque d'accidents sur les marchés financiers, les acteurs économiques les plus vulnérables étant mis à rude épreuve par la hausse du coût des capitaux. Le processus de réduction des risques que nous avons entamé au mois de juin a été progressif et axé sur les actifs les moins liquides. Nous avons réduit nos positions en dette émergente libellée en monnaie locale et en monnaie forte tout comme celles en obligations

### 10. Le processus d'ajustement du marché a été similaire en février et en octobre-novembre

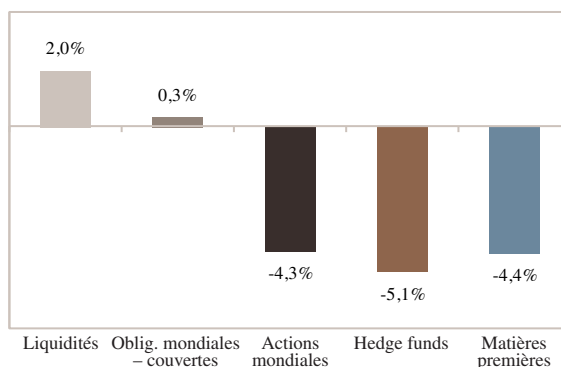
Rendement réel américain à 10 ans et marché des actions



Sources : Bloomberg, calculs Lombard Odier

### 11. Performances des classes d'actifs mondiales (en USD)

Rendements totaux depuis le début de l'année, au 30 novembre 2018



Sources : Bloomberg, calculs Lombard Odier

convertibles, allégeant ainsi l'exposition au segment à haut rendement.

Ces mesures nous assurent une plus grande agilité quelles que soient les conditions du marché. Détenir des actifs liquides nous aidera à ajuster notre exposition au risque dans un contexte d'incertitudes croissantes tandis qu'une position accrue en liquidités nous permettra de saisir de façon sélective les opportunités tactiques qui se présentent. Nous envisageons l'année à venir avec un optimisme prudent pour au moins trois raisons.

Premièrement, la bonne nouvelle est que 2019 débutera avec des valorisations et un positionnement des investisseurs plus favorables. Les valorisations des actifs ont corrigé à la baisse, parfois de façon très brutale. L'indice S&P 500 a par exemple subi sa troisième plus importante contraction des multiples en 40 ans, et ce, en dépit d'une croissance exceptionnelle des bénéfices. De plus, des positions particulièrement courues, telles que la technologie américaine, ont été dénouées.

Deuxièmement, les fondamentaux demeurent solides. La croissance mondiale va ralentir et les bénéfices des entreprises ont peut-être culminé aux Etats-Unis, mais ils offrent encore des perspectives acceptables. Selon notre analyse, la croissance bénéficiaire américaine devrait être proche de sa moyenne de long terme (voir graphique 12) en raison (i) d'une croissance stable du chiffre d'affaires (env. 8%, étant donné que nous pensons que l'affaiblissement de l'USD compensera le ralentissement de la croissance nominale); (ii) d'une poursuite de la forte activité de rachats d'actions, les bilans des entreprises étant toujours riches en liquidités et (iii) d'un léger risque de baisse des marges, attribuable à la hausse des prix des intrants et à la possible application de taxes douanières supplémentaires. Ces estimations sont assez proches des attentes du consensus, qui, fait intéressant, n'ont pas subi de révisions à la baisse notables lors du dernier épisode de volatilité.

Troisièmement, et ce point n'est pas des moindres, les marchés ayant payé le prix de la hausse des taux de la Fed en 2018, un certain retournement ne peut être exclu. Des membres du comité de la Fed, dont le président Jerome Powell, ont reconnu que le taux directeur était désormais proche du niveau neutre, ce qui signifie que la Fed pourrait adopter une approche plus flexible à l'avenir. Les attentes du marché en matière de resserrement

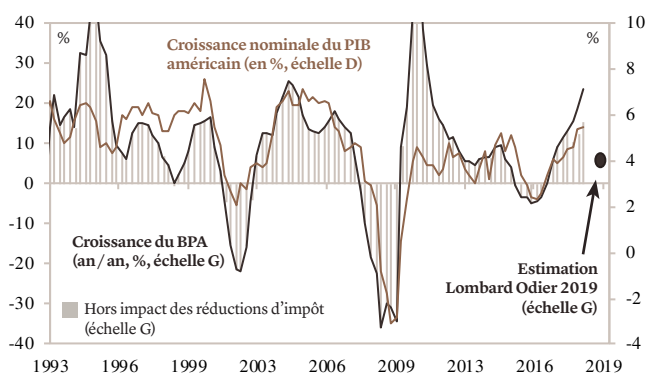
monétaire aux Etats-Unis devraient donc dépendre davantage des données, ce qui réduit le risque d'une flambée des taux réels à court terme. De notre point de vue, le niveau actuel de ces taux, qui reste nettement inférieur à la croissance potentielle estimée, justifie un positionnement de portefeuille neutre, mais non hostile au risque (voir graphique 13).

S'agissant des classes d'actifs, nous privilégions toujours les actions. A ce stade du cycle, les segments des obligations à bêta élevé nous semblent plus sensibles au niveau des taux et susceptibles de souffrir d'illiquidité. Depuis le début de l'année, le coût de financement pour les émetteurs du segment à haut rendement a augmenté de plus de 130 pb à 7,40% (contre respectivement +230 pb et 6,61% pour la dette d'entreprises « investment grade » dans les marchés émergents) et la qualité de crédit est sur le point de se détériorer nettement, suggérant une hausse du risque idiosyncratique (voir graphique 14, page 12). Nous maintenons donc notre sous-pondération du crédit et ne détenons pas d'obligations à haut rendement. A l'inverse, nous pensons que les actions sont moins menacées, leurs valorisations s'étant adaptées au niveau actuel des taux et la rentabilité des entreprises étant peu susceptible de souffrir tant que les taux réels resteront inférieurs à la croissance potentielle.

D'un point de vue régional, la zone euro, le Japon et les marchés émergents paraissent toujours bon marché (voir graphique 15, page 12), mais les chances d'une revalorisation significative en dehors des Etats-Unis nous semblent minces; nous ne modifions donc pas notre allocation. A ce stade, nous privilégions le marché japonais en raison des valorisations relatives, de la hausse des dépenses d'investissement, des réformes de marché porteuses et de l'absence de risque politique. Sur le plan tactique, dans le sillage des résultats positifs du sommet du G20, nous avons récemment renforcé quelque peu notre exposition aux marchés boursiers émergents, considérant que la trêve temporaire entre les Etats-Unis et la Chine se traduira par un repli de la prime de risque liée au commerce et soutiendra le moral des investisseurs. Notre positionnement sur les obligations souveraines diffère selon la monnaie de base des portefeuilles. Dans les portefeuilles en USD, nous avons progressivement acheté des obligations souveraines à mesure que les rendements redevenaient attrayants. Nous avons veillé à maintenir une durée assez courte, tout en équilibrant l'exposition entre obligations

## 12. La croissance bénéficiaire ralentit, mais reste solide

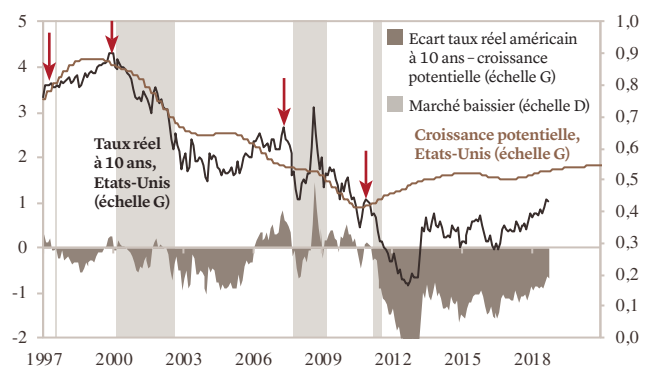
Croissance bénéficiaire du S&P 500 et croissance du PIB américain



Sources : Bloomberg, Datastream, calculs Lombard Odier

## 13. La hausse des taux déstabilise les marchés financiers lorsque le taux réel dépasse la croissance potentielle

En %



Sources : Bloomberg, données économiques de la Réserve fédérale, calculs Lombard Odier

nominales et obligations indexées sur l'inflation afin de préserver le capital en cas de hausse de l'inflation ou d'accélération du rythme de resserrement de la Fed. Par conséquent, notre exposition aux obligations souveraines est désormais neutre dans les portefeuilles en USD, et demeure sous-pondérée dans les portefeuilles européens. Nous avons néanmoins réduit tactiquement notre sous-pondération de longue date des obligations souveraines en EUR pour tirer profit de l'exagération du risque politique italien par les marchés. Les anticipations du consensus concernant le cycle de resserrement de la BCE étant en phase avec les nôtres, le rendement supplémentaire et le roll-down offert par la forte pente de la courbe italienne nous ont semblé particulièrement attractifs.

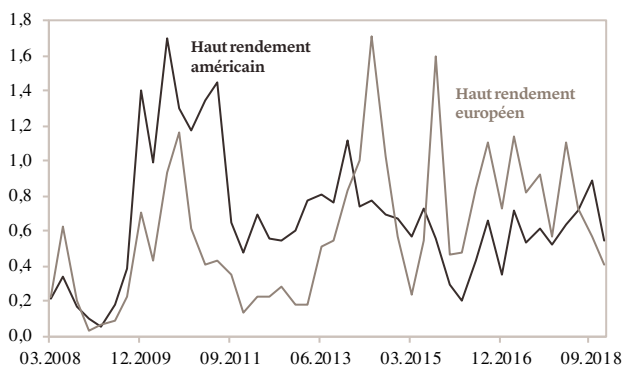
L'histoire nous enseigne que les phases d'arrivée à maturité des cycles conjoncturels peuvent offrir des rendements corrects, mais recèlent également des risques. Les deux principaux sont, à nos yeux, d'une part une surchauffe de l'économie américaine qui contraindrait la Fed à passer d'un rythme progressif et flexible de hausses des taux à un resserrement accéléré et, d'autre part, une guerre commerciale ouverte assortie de tensions géopolitiques accrues à travers le monde. Les obligations gouvernementales n'offrant pas de protection, nous recherchons des possibilités de diversification et de couverture en dehors de ces valeurs refuges traditionnelles, en particulier s'agissant des portefeuilles européens. Sur le front des changes, nous avons déployé des stratégies de couverture tactiques, en achetant le yen japonais contre l'euro dans un premier temps et désormais contre le dollar américain, afin d'avoir un coussin pendant les phases de volatilité. Nous pensons également qu'une exposition diversifiée aux matières premières reste opportune dans cet environnement de fin de cycle et confère une asymétrie intéressante aux portefeuilles multi-actifs. Les niveaux de prix actuels ne reflètent pas l'équilibre serré entre l'offre et la demande, avec un potentiel à la hausse notamment pour le pétrole et les métaux de base dans notre scénario central (nous prévoyons toujours un cours du Brent à USD 75 le baril à 12 mois). En cas d'escalade de la guerre commerciale et/ou de tensions géopolitiques accrues au Proche-Orient, le potentiel de hausse de l'or et/ou du pétrole serait sans aucun doute significatif. Et si le différend commercial entre les Etats-Unis et la Chine devait être réglé, les prix des

métaux de base surperformeraient sensiblement. Enfin, nous avons profité d'un épisode de volatilité induit par des facteurs techniques sur le marché immobilier suisse pour renforcer notre exposition à cette classe d'actifs. A notre avis, ses fondamentaux sont sains et elle reste attractive dans l'environnement actuel de faibles rendements.

*Sophie Chardon, Stratège cross-asset*

**14. La qualité de crédit commence à se détériorer**

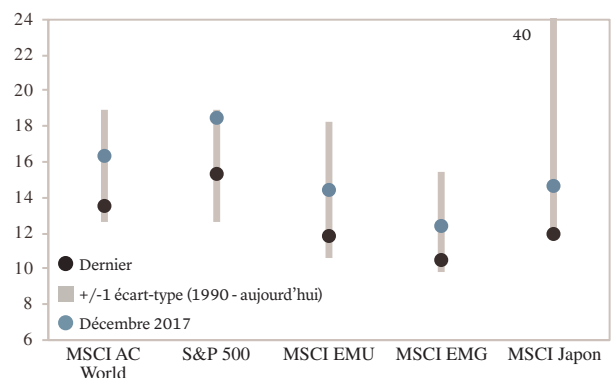
Ratio révisions à la hausse / à la baisse



Sources: Bloomberg, calculs Lombard Odier

**15. Valorisations des actions: la zone euro, le Japon et les marchés émergents paraissent toujours bon marché**

Estimations du PER à 12 mois en comparaison historique



Sources: Datastream, calculs Lombard Odier

# Devises

## 2019 se présente mal pour le dollar

### L'essentiel en bref

- Notre vue sur l'USD est baissière pour 2019 ; nous prévoyons une dépréciation de 8% sur une base pondérée des échanges commerciaux par rapport aux principales monnaies.
- Nous attendons un resserrement de l'écart de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et le reste du monde, dont le niveau actuel est sans précédent, à mesure que les marchés aligneront leurs attentes en matière de politique monétaire sur les fondamentaux (hors Etats-Unis).
- Lorsque les effets des mesures de relance budgétaires se dissiperont, l'économie américaine devra faire face à un ralentissement de la croissance et à un important problème de double déficit.
- Nous identifions un potentiel haussier pour l'EUR, la GBP, le JPY, la NOK, la SEK et le CAD. L'AUD devrait se redresser si la banque centrale australienne opte pour un resserrement de sa politique.
- Notre approche des monnaies émergentes est prudente et sélective. Nous privilégions celles qui affichent des rendements réels élevés, une dynamique dans la mise en œuvre des réformes et une faible dépendance au financement extérieur. Notre préférence va surtout à des opérations axées sur la valeur relative.

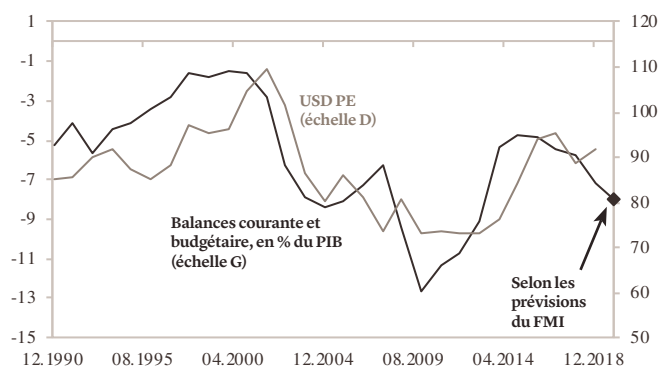
La vigueur de l'USD cette année (en hausse de 3,5% à ce jour en termes pondérés des échanges commerciaux [PE]) a été alimentée par la divergence de croissance entre les Etats-Unis et le reste du monde, qui résulte essentiellement de la relance budgétaire américaine. Le marché a revalorisé les taux d'intérêt américains tout en demeurant, ce qui est assez surprenant,

complaisant à l'égard du durcissement de la politique monétaire par d'autres grandes banques centrales. Il s'en est ensuivi un fossé considérable entre les taux américains et ceux du reste du monde.

Dans le sillage de ces développements, deux thèmes nous semblent se dessiner pour les marchés des changes en 2019. Premièrement, les effets de la relance budgétaire vont commencer à s'atténuer, freinant la croissance américaine. Bien que ce seul fait ne soit pas négatif de facto pour le dollar, l'économie américaine sera par ailleurs confrontée à un problème de double déficit (balance courante et balance budgétaire). Selon les prévisions du Fonds monétaire international (FMI), la balance courante s'établira à -3% du PIB (contre -2,5% en 2018 et -2,3% en 2017) et la balance budgétaire à -5% du PIB (contre -4,6% en 2018 et -3,4% en 2017). La trajectoire de ce « double déficit » est nette et, historiquement, de telles évolutions ont conduit à des dépréciations du dollar sur plusieurs trimestres (voir graphique 16), largement en raison de l'intégration de primes de risque américaines plus élevées. Deuxièmement, l'écart de rendement entre les Etats-Unis et le reste du monde nous semble avoir atteint des niveaux insoutenables par rapport à l'évolution économique relative. Les taux de chômage ont baissé plus rapidement à l'extérieur qu'à l'intérieur des Etats-Unis, tandis que les anticipations de politique monétaire (hors Fed) n'ont évolué que très lentement (voir graphique 17). Nous prévoyons un resserrement de l'écart de taux entre les Etats-Unis et le reste du monde en 2019, à mesure que les marchés aligneront leurs attentes de taux afin de refléter les fondamentaux toujours solides du reste du monde. Cela devrait peser sur le dollar tout au long de l'année.

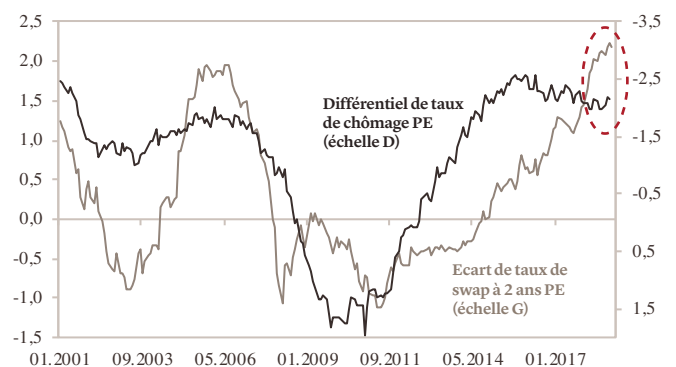
Outre des problèmes spécifiques à des régions (ou pays), nous identifions trois risques principaux concernant cette vue baissière du dollar. D'une part, il se pourrait que le soutien budgétaire

16. Le double déficit pèse sur l'avenir du dollar



Sources: Bloomberg, calculs Lombard Odier

17. L'écart de taux est détaché des fondamentaux relatifs (Etats-Unis / reste du monde)



Sources: Bloomberg, calculs Lombard Odier

américain dure plus longtemps que nous le prévoyons, et continue d'alimenter la divergence de croissance. D'autre part, la possibilité (connexe mais faible) que l'inflation américaine s'accroisse fortement ne peut être exclue, ce qui amènerait la Fed à durcir sa politique de façon plus agressive et déclencherait ainsi un nouveau creusement de l'écart de taux entre les Etats-Unis et le reste du monde. Enfin, un choc négatif majeur sur la croissance mondiale (induit par exemple par une escalade rapide des tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine) déclencherait une fuite des investisseurs vers les valeurs refuges, faisant ainsi grimper le dollar par rapport à un certain nombre de devises à haut rendement et sensibles au cycle.

Sur la base de notre scénario central, et dans l'univers du **G10**, nos choix de devises sont les suivants :

**EURUSD : haussier** – La valorisation ne devrait pas apporter de soutien majeur, mais la monnaie unique devrait bénéficier (i) de la fin des achats d'actifs de la BCE; (ii) d'un rebond de la croissance intérieure, soutenue par de solides dynamiques de demande régionale; (iii) d'une reprise des flux de portefeuille entrants (en partie parce que la BCE n'évincera plus les investisseurs étrangers du marché obligataire); (iv) des attentes de resserrement à venir de la politique monétaire par la BCE, au moment où la Fed approchera de la fin de son propre cycle de resserrement; et (v) d'une faiblesse généralisée du dollar américain.

**GBPUSD : haussier** – En supposant que notre scénario central d'un « soft Brexit » se réalise, la livre sterling devrait bénéficier (i) de l'élimination de la prime liée à un Brexit dur; et (ii) d'une révision à la hausse par le marché de la trajectoire des taux de la Banque d'Angleterre. Toutefois, une sortie désordonnée de l'UE pèserait sur la paire GBPUSD, l'amenant selon nous dans une fourchette de 1,15-1,20.

**USDJPY : baissier** – Nous nous attendons à ce que le yen s'apprécie durant l'année 2019 en raison (i) de sa sous-évaluation encore importante (15 % selon nos estimations); (ii) de probables (mais petits) ajustements de la communication de la BoJ sur la politique monétaire – avec dans un premier temps une possible modification du programme de gestion de la courbe des taux – afin de contrebalancer l'impact négatif sur le secteur bancaire de sa politique monétaire particulièrement accommodante; et

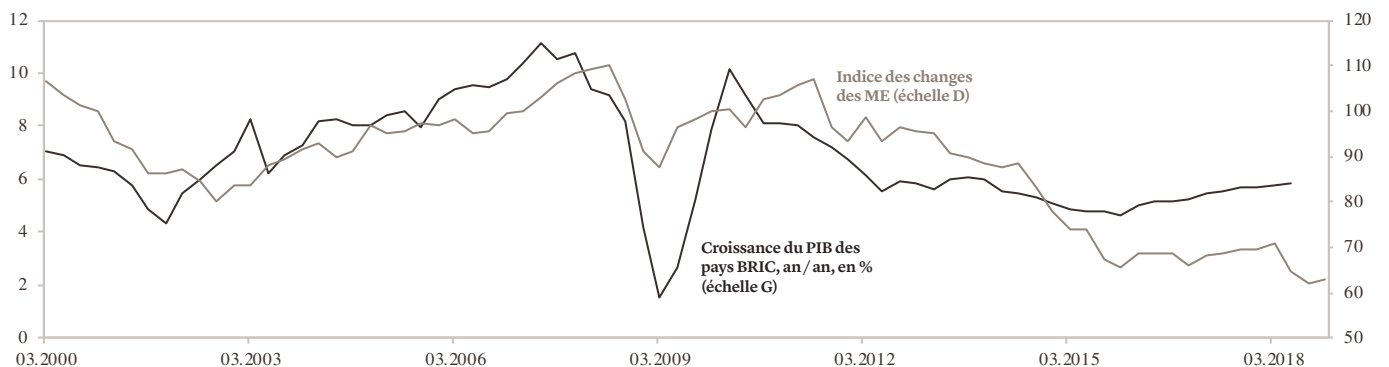
(iii) des fluctuations persistantes du sentiment du marché à l'égard du risque, typiques des phases de fin de cycle américain. **NOK et SEK : haussier par rapport à l'USD et à l'EUR** – Les monnaies scandinaves se négocient en dessous de leur juste valeur depuis plusieurs années, les politiques monétaires étant relativement accommodantes par rapport aux fondamentaux sous-jacents. Nous nous attendons à ce qu'elles rebondissent en 2019 grâce à la normalisation de la politique monétaire (cycle de resserrement), car les capacités excédentaires ont disparu et l'inflation s'est redressée. Le risque principal pour la NOK réside clairement dans les cours du pétrole. Nous prévoyons un rebond aux alentours d'USD 75 le baril – faute de quoi la NOK serait mise sous pression. La chute ou une faiblesse prolongée des cours du pétrole nous inciteraient à adopter un point de vue baissier sur la paire NOKSEK.

**CADUSD : haussier** – Les fondamentaux de l'économie canadienne sont très solides et la banque centrale garde fermement le cap sur le resserrement. Cela ne s'est pas encore traduit par un renforcement de la monnaie en raison de l'effondrement des cours du pétrole. Un rebond sur ce front devrait permettre au CAD de tirer avantage de la solidité des fondamentaux domestiques et de s'approcher de sa juste valeur – que nous estimons à environ 1,25 par rapport à l'USD.

**AUDNZD : haussier** – Nous tablons sur une hausse de la paire car (i) le marché n'intègre pas suffisamment le resserrement monétaire en Australie et (ii) il s'agit, à nos yeux, d'un pari direct sur la divergence de croissance (l'écart de taux de croissance annuel entre l'Australie et la Nouvelle-Zélande est passé de -1 % fin 2016, puis -0,5 % fin 2017 à 0,3 %).

Dans l'univers des **changes des marchés émergents**, la situation est plus complexe en raison de forces opposées. D'un côté, de nombreux vents contraires soufflent : perturbation potentielle du commerce mondial, hausse des coûts de financement en USD, ralentissement de la croissance mondiale et nombreux risques politiques susceptibles de provoquer des chocs plus généraux. De l'autre côté, pris dans son ensemble, le complexe des monnaies émergentes se révèle excessivement bon marché par rapport à la croissance du PIB réel (voir graphique 18) – surtout après la forte correction de 2018 – tandis qu'un certain nombre de données fondamentales, telles que les balances

## 18. Valorisation des monnaies émergentes trop pessimiste à l'égard de la croissance des ME



Sources : Bloomberg, calculs Lombard Odier

courantes et la dépendance vis-à-vis de la dette libellée en devises étrangères, se sont améliorées. De plus, on pourrait s'attendre à ce que la tendance baissière sur le dollar que nous envisageons par rapport à la plupart des monnaies du G10 s'étende aux parités USD-ME. Or, cela n'a pas toujours été le cas. Au cours de ces 18 dernières années, nous avons connu des périodes durant lesquelles le dollar a baissé, mais les monnaies émergentes également (2002 et 2011), ainsi que des périodes où le repli du dollar (par rapport aux principales monnaies) s'est accompagné de faibles gains sur les monnaies émergentes (2006). Dans l'ensemble, nous conservons une approche prudente et pensons que la sélectivité sera de mise. En termes de paris contre l'USD, nous préférons les monnaies affichant des fondamentaux globalement solides et ayant subi d'importantes pertes en 2018, comme le RUB (pour lequel d'éventuelles sanctions constituent cependant un risque) et l'INR (mais nous ne perdons pas de vue les risques liés aux élections législatives). De plus, nous avouons une légère préférence pour des opérations axées sur la valeur relative (afin d'atténuer les risques associés à l'augmentation des coûts de financement en USD), résumées ci-dessous :

**BRLCLP : haussier** – Nous prévoyons une reprise de la croissance brésilienne en 2019 sur fond d'inflation contenue (taux réels élevés). De plus, nous pensons que les réformes progresseront sous l'administration Bolsonaro, tandis que la faible exposition du Brésil au financement extérieur devrait protéger le pays de la hausse des coûts de financement en USD. A l'inverse, la croissance au Chili a culminé, la dynamique de la balance courante s'est détériorée et l'économie est très exposée à la dette extérieure (64% du PIB). Fait important : la paire se négocie avec une décote de plus 25% par rapport à sa moyenne sur 10 ans.

**RUBZAR : haussier** – Les taux réels russes restent parmi les plus élevés de l'univers des marchés émergents, alors que l'économie bénéficie toujours de fondamentaux solides (banque centrale crédible, excédent de la balance courante et réserves de change élevées). En revanche, les taux réels du ZAR ont été amoindris par une inflation élevée et le pays présente l'une des plus importantes expositions à la dette extérieure (54% du PIB) des marchés émergents. Les développements politiques en Afrique du Sud et la volonté/capacité de mener des réformes resteront des obstacles aux investissements étrangers et à un rebond économique après la récession de 2018. Deux risques pèsent sur cette opération, en lien avec la Russie : l'éventualité d'une baisse des cours du pétrole et la menace de nouvelles sanctions. Cela dit, la paire se négocie actuellement à des niveaux plutôt bon marché, environ 17% en dessous de la moyenne sur 10 ans.

*Vasileios Gkionakis, Responsable de la stratégie FX globale*





## Information importante

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Hong Kong:** Le présent document de marketing a été approuvée pour utilisation par Lombard Odier (Hong Kong) Limited, une entité agréée et dont les activités sont soumises à la réglementation et à la surveillance de la Securities and Futures Commission de Hong Kong, pour fournir des informations générales aux investisseurs professionnels et à d'autres personnes, conformément à la Securities and Futures Ordinance (chapitre 571) des lois de Hong Kong.

**Singapour:** Le présent document de marketing a été approuvée pour utilisation par Lombard Odier (Singapour) Ltd. à des fins d'information générale des investisseurs accrédités et d'autres personnes conformément aux conditions des articles 275 et 305 de la Securities and Futures Act (chapitre 289). Les destinataires se trouvant à Singapour devraient prendre contact avec Lombard Odier (Singapour) Ltd., un conseiller financier exempté en vertu du Financial Advisers Act (chapitre 110) et une banque d'affaires soumise à la réglementation et à la surveillance de la Monetary Authority of Singapore, pour toute question découlant du présent document de marketing ou en lien avec ce dernier. Les destinataires du présent document de marketing déclarent et confirment qu'ils sont des investisseurs accrédités ou des personnes autorisées au sens du Securities and Futures Act (chapitre 289).

**Panama:** Le présent document de marketing a été approuvée pour utilisation au Panama par Lombard Odier (Panamá) Inc., une entité également autorisée par la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá. Titulaire d'une licence de conseiller en investissement. Res. SMV No.528-2013.

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

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

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

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

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

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

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

## SUISSE

### GENÈVE

#### **Banque Lombard Odier & Cie SA<sup>1</sup>**

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 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

### ZURICH

#### **Banque Lombard Odier & Cie SA<sup>1</sup>**

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

## EUROPE

### 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 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.<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).

<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.

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

### MOSCOU

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

Letnikovskaya st.2, bld.1 · 115 114 Moscow · Russian Federation · moscow@lombardodier.com  
Placé sous l'autorité de surveillance de la Banque centrale de la Fédération de Russie.

### PARIS

#### **Lombard Odier (Europe) S.A. · Succursale en 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](http://www.orias.fr).

## AFRIQUE | AMERIQUES | ASIE - PACIFIQUE | MOYEN-ORIENT

### BERMUDES

#### **Lombard Odier Trust (Bermuda) Limited**

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

### DUBAÏ

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

Conrad Business Tower · 12th Floor · Sheikh Zayed Road · P.O. Box 212240 · Dubai · UAE  
dubai@lombardodier.com  
Placé sous l'autorité de surveillance de la Banque centrale des Emirats arabes unis.

### HONG KONG

#### **Lombard Odier (Hong Kong) Limited**

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

## ISRAEL

### **Israel Representative Office ·**

#### **Bank Lombard Odier & Co Ltd**

Alrov Tower 11<sup>th</sup> floor · 46 Rothschild Blvd. · Tel Aviv 6688312 · Israel · telaviv@lombardodier.com  
Etablissement non supervisé par l'autorité de contrôle des banques dans la Banque d'Israël, mais par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers qui supervise les activités de la Banque Lombard Odier & Cie SA.

### JOHANNESBURG

#### **South Africa Representative Office ·**

#### **Bank Lombard Odier & Co Ltd**

140 West Street · Sandton · Johannesburg 2196 · South Africa · johannesburg@lombardodier.com  
Prestataire de services financiers agréé sous le numéro 48505.

### MONTEVIDEO

#### **Lombard Odier (Uruguay) SA**

Luis Alberto de Herrera · Torre 2 · Oficina 2305 · 11300 Montevideo · Uruguay  
montevideo@lombardodier.com  
Etablissement supervisé par la Banco Central del Uruguay.

### MONTRÉAL

#### **Lombard Odier & Cie (Canada), Société en commandite**

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

### NASSAU

#### **Lombard Odier & Cie (Bahamas) Limited**

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

### PANAMA

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

Oceania Business Plaza Torre 2000 · Oficina 38-D · Blvd. Pacifica · Urb. Punta Pacifica · Corregimiento de San Francisco · Panamá · panama@lombardodier.com  
Soumise à la surveillance de la Banque centrale des Bahamas et de la Superintendencia de Bancos de Panamá.

#### **Lombard Odier (Panama) Inc.**

Oceania Business Plaza Torre 2000 · Oficina 38-D · Blvd. Pacifica · Urb. Punta Pacifica · Corregimiento de San Francisco · Panamá · panama@lombardodier.com  
Soumise à la surveillance de la Superintendencia del Mercado de valores de Panamá.

### SINGAPOUR

#### **Lombard Odier (Singapore) Ltd.**

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

### TOKYO

#### **Lombard Odier Trust (Japan) Limited**

Izumi Garden Tower 41F · 1-6-1 Roppongi, Minato-ku · Tokyo 106-6041 · Japan  
tokyo@lombardodier.com  
Soumis à la réglementation et à la surveillance de la Financial Services Agency (FSA) du Japon. Titulaire d'une licence d'exploitation fiduciaire (FSA n° 208) et enregistré auprès du Kanto Local Finance Bureau for Financial Product Transactors (n° 470).





**LOMBARD ODIER**  
LOMBARD ODIER DARIER HENTSCH

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