

# Stratégie de Placement Clientèle Privée

---

# 3/4

Juillet 2018 · 3<sup>e</sup> trimestre

## Perspectives macroéconomiques

Le point sur les tensions  
commerciales

# p.03

### À la une

- Nous continuons de penser que les tensions commerciales resteront circonscrites, même s'il faut reconnaître que l'éventualité d'une guerre commerciale est devenue un risque à prendre au sérieux.
- Les indicateurs avancés ne signalent pas de récession imminente aux Etats-Unis – d'autant que la Réserve fédérale américaine n'a aucune raison de hâter son resserrement monétaire.
- L'économie de la zone euro a marqué le pas, mais la baisse de régime observée depuis le début de l'année n'est pas annonciatrice d'un ralentissement durable et la Banque centrale européenne (BCE) s'est engagée à maintenir plus longtemps sa politique accommodante.
- Au Japon, la progression constante des salaires et le rebond de l'activité apaiseront les craintes suscitées par le recul du PIB au 1<sup>er</sup> trimestre ; malgré sa rhétorique accommodante, la Banque du Japon s'est engagée dans la voie d'un « tapering » discret.
- L'environnement mondial n'est pas propice à l'essor des marchés émergents, mais les pays les plus touchés jusqu'à présent sont ceux qui affichent les fondamentaux les plus faibles ou les risques politiques les plus élevés.
- Le repli essuyé par les économies hors Etats-Unis devrait avoir touché à sa fin, permettant aux fondamentaux de tenir solidement le cap et d'étayer ainsi notre positionnement pro-croissance. Cela dit, l'incertitude politique grandissante appelle des ajustements dans la gestion du risque et une recherche régulière d'opportunités sur positions asymétriques.

---

### Egalement

L'OPEP affiche une volonté de  
stabiliser le cours du pétrole

---

#### Informations importantes

Veuillez lire les informations importantes  
figurant à la fin du document.  
Clôture de la rédaction: 2 juillet 2018



# Le point sur les tensions commerciales



Au vu des derniers événements, l'éventualité d'une guerre commerciale, qui se résumait à un simple scénario hypothétique aux premiers jours de l'administration Trump, est devenue un risque à prendre plus au sérieux.

Les Etats-Unis ont déjà mis en œuvre des mesures visant plusieurs partenaires commerciaux. Pour l'heure, elles consistent à taxer les importations de panneaux solaires et de machines à laver, d'acier et d'aluminium, et une longue liste d'exportations chinoises à destination des Etats-Unis. L'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) est en passe d'être renégocié, mais le processus piétine, n'est guère concluant et tourne souvent au vinaigre. Parallèlement, le ton ne cesse de monter entre Etats-Unis et la majorité des autres pays du G7.

Vu l'ampleur actuelle du déficit courant des Etats-Unis (voir graphique I, page 04), la focalisation de Donald Trump sur la réduction des déficits commerciaux bilatéraux fera de nombreux pays des cibles, que ce soit parmi ses alliés sur le plan de la sécurité, tels que le Japon et l'Allemagne, ou parmi ses rivaux, à commencer par la Chine, premier pays dans le collimateur de l'administration Trump. Les récriminations américaines portent tant sur l'ampleur de l'excédent commercial chinois vis-à-vis des Etats-Unis (env. USD 350 milliards (mia) en 2017), que sur ses politiques industrielles, y compris le traitement de la propriété intellectuelle et de la technologie américaines.

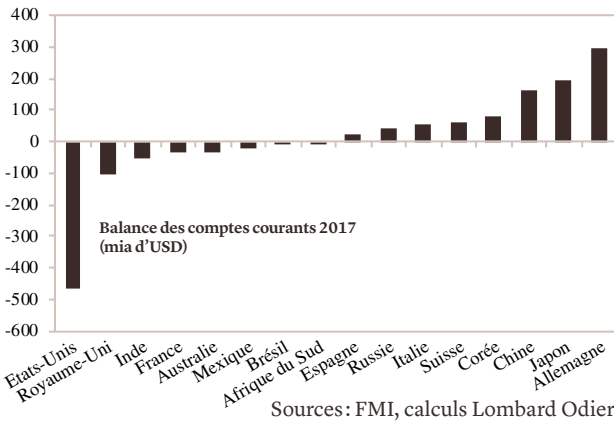
Les premières salves commerciales entre les Etats-Unis et la Chine seront tirées début juillet. Les Etats-Unis vont imposer des droits de douane de 25% sur environ USD 50 mia d'exportations chinoises, et l'empire du Milieu devrait riposter par des taxes d'une ampleur similaire. La menace d'un second tour de mesures de rétorsion a également été brandie, essentiellement

par les Etats-Unis qui, vu le volume global de leurs importations en provenance de Chine (env. USD 500 mia), ont plus de latitude pour une offensive de ce type. Les conséquences des taxes et droits de douane imposés à une économie s'apparentent à un choc d'offre négatif typique : la production chute et les prix grimpent. Compte tenu du taux d'inflation américain actuel, un tour de vis monétaire n'est pas impossible. Le coût économique direct des taxes annoncées à ce jour est modeste, de l'ordre de 0,1-0,2% du PIB (produit intérieur brut). Vu la vigueur actuelle des échanges économiques mondiaux (voir graphique II, page 04), les mesures prises récemment ne constituent pas un risque majeur pour l'économie mondiale. La facture pourrait toutefois s'alourdir à l'avenir, par exemple si les taxes que le locataire de la Maison Blanche a menacé d'imposer sur USD 200 mia d'importations chinoises supplémentaires ou des droits de douane généralisés sur les importations d'automobiles venaient à se concrétiser (voir graphique III, page 04). Pour les marchés financiers toute pression exercée sur les marges des entreprises constituerait une source d'inquiétude, de même que des perturbations plus générales de la marche des affaires – effritement des chaînes d'approvisionnement mondiales par exemple. L'impact pourrait être amplifié par les effets secondaires du bras de fer commercial : détérioration du climat des affaires et des intentions d'investissements productifs, ou possible vague d'aversion au risque qui pèserait à son tour sur l'environnement financier.

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

**I. Les Etats-Unis affichent de loin le plus important déficit courant, ce qui crée des tensions politiques**

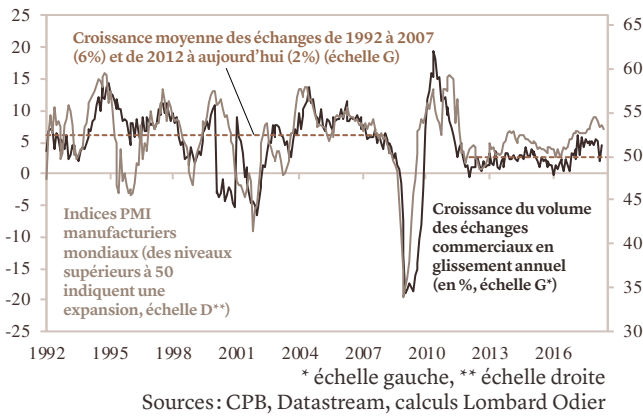
Balances des comptes courants des grandes économies en 2017



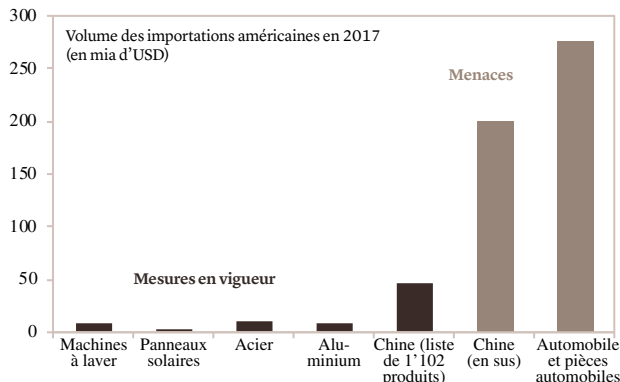
Les acteurs du marché relativisent avec des facteurs atténuants tels que l'opposition des milieux des affaires américains (même au sein du Parti républicain) aux mesures protectionnistes et la sensibilité de l'administration Trump aux réactions négatives du marché. A notre sens, le scénario central le plus raisonnable est le suivant: les tensions commerciales devraient rester circonscrites et les intérêts économiques de toutes les parties empêcher l'éclatement d'une guerre commerciale ouverte. Cela dit, au vu des derniers développements et des enjeux, une guerre commerciale est un risque dont les investisseurs devront désormais tenir compte dans leurs analyses de scénarios.

*Bill Papadakis, Stratège macro*

**II. Le commerce mondial et la production industrielle à des niveaux sains**



**III. Le volume des échanges pénalisés par les mesures déjà imposées est marginal, mais il pourrait grimper en cas de mise à exécution des autres menaces**



# États-Unis

## Difficile de faire mieux

### L'essentiel en bref

- L'expansion de l'économie américaine dépasse largement son potentiel et ne devrait pas connaître de nouveau coup d'accélérateur.
- Les dépenses des ménages en particulier devraient être freinées par une moindre croissance de l'emploi et des pressions grandissantes sur les prix.
- Les indicateurs avancés ne signalent cependant pas de récession imminente – d'autant que la Fed n'a aucune raison de hâter son resserrement monétaire.

L'économie américaine continue de croître à un rythme soutenu, mais ne peut pas, selon nous, accélérer durablement la cadence, malgré les incitations budgétaires. Autant dire qu'aux Etats-Unis la situation ne pourrait être meilleure dans ce contexte de déficit budgétaire qui ne cesse de s'alourdir et de goulets d'étranglement qui commencent à émerger au niveau des capacités, signes que des risques cycliques commencent à se former.

Pour autant, nous n'anticipons pas de tassement conjoncturel important tant que les taux d'intérêt réels n'auront pas augmenté davantage et commencé à mettre à l'épreuve la résistance des tendances actuelles. Il n'empêche qu'une croissance du PIB nominal de 5% (2,8% de croissance réelle) semble un peu exagérée par rapport au point d'ancrage qu'est la croissance potentielle.

Typiquement, le ralentissement de la croissance de l'emploi consécutif à l'atteinte du plein emploi devrait peser sur les dépenses de consommation, les revenus des ménages étant déjà pénalisés par la remontée de l'inflation et la hausse du prix de l'essence.

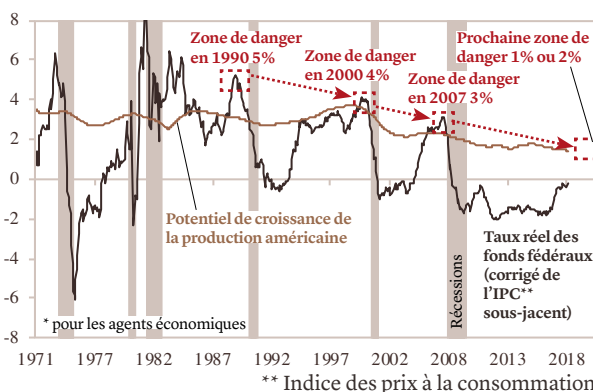
Il est possible qu'une baisse de l'épargne stimule la consommation, mais son faible niveau actuel (3,2%) ne plaide guère en faveur d'un tel scénario. En revanche, une croissance réelle de la consommation inférieure à 3% nous semble être une hypothèse tenable pour l'ensemble de l'année (voir graphique IV). Les dépenses d'investissement sont pour leur part réparties à la hausse depuis de bas niveaux, en partie grâce à la baisse de l'impôt sur les sociétés. Et les indicateurs avancés qui servent habituellement à anticiper les renversements de cycle économique suggèrent toujours que la récession est un spectre lointain aux Etats-Unis (voir graphique V).

S'agissant de la politique monétaire, nous nous attendons à ce que la Fed maintienne la cadence actuelle en relevant ses taux une fois par trimestre, tout en continuant à réduire graduellement son bilan, au moins jusqu'à la fin de l'année. L'inflation et les salaires progressent, mais à un rythme lent, si bien que la Fed ne devrait pas se voir forcée de remettre en question sa stratégie.

*Samy Chaar, Chef économiste*

#### IV. Taux réels à court terme toujours faibles par rapport au potentiel de croissance de la production

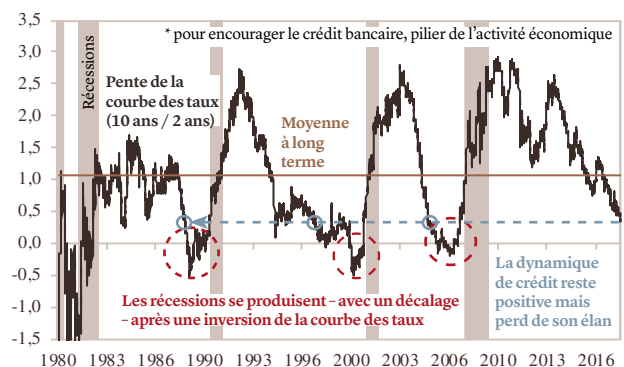
Le taux directeur réel est loin d'être prohibitif\*



Sources : Bloomberg, Datastream, calculs Lombard Odier

#### V. Pente de la courbe des taux américains (échéance 10 ans – 2 ans, en %)

La courbe des taux est suffisamment pentue\*



Sources : Datastream, calculs Lombard Odier

# Europe

## Une baisse de régime passagère

### L'essentiel en bref

- La baisse de régime observée depuis le début de l'année n'est pas annonciatrice d'un ralentissement durable.
- Lors de sa réunion de juin, la BCE a fait une série d'annonces que les participants du marché ont logiquement interprétées comme conciliantes.
- Plus que l'insolvabilité, c'est un dérapage budgétaire qui constitue le risque pour l'Italie.

Après avoir affiché des taux de croissance parmi les plus robustes depuis au moins une décennie, l'économie de la zone euro a marqué le pas ces derniers mois. Heureusement, les dernières statistiques macroéconomiques sont rassurantes et indiquent que la baisse de régime observée début 2018 n'est pas le prélude à un tassement conjoncturel durable.

Les économies européennes continuent, au contraire, de profiter du retour d'une croissance supérieure à la moyenne et de nombreux voyants sont encore au vert sur le plan des fondamentaux. Hausse de l'emploi, confiance élevée, conditions de financement accommodantes, rebond du commerce et des investissements et rentabilité solide des entreprises : tous ces éléments suggèrent que la reprise a encore de beaux jours devant elle. On constate par ailleurs enfin des signes d'inflation. L'indice de base des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a récemment dépassé 1%, et la croissance des salaires commence également à montrer des signes encourageants (voir graphique VI).

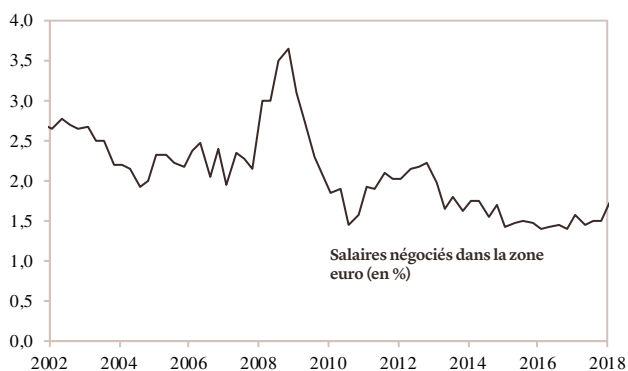
La BCE continue de soutenir l'économie, même si sa politique monétaire s'achemine clairement vers un cap moins accommodant. Le montant mensuel des rachats d'actifs sera réduit une nouvelle fois en septembre. Le programme sera ainsi

poursuivi à un rythme inférieur de EUR 15 mia, avant l'abandon total de l'assouplissement quantitatif, vraisemblablement en décembre (voir graphique VII). La BCE a également précisé ses intentions en matière de taux d'intérêt, s'engageant à les maintenir inchangés à leurs faibles niveaux actuels jusqu'en septembre 2019. La nouvelle a surpris les acteurs du marché, qui s'attendaient à un resserrement monétaire plus précoce. Mais la normalisation des taux d'intérêt reste au cœur de notre scénario central. Nous tablons sur un abandon d'ici décembre 2019 de la politique de taux d'intérêt négatifs menée dans la zone euro. Sur le plan politique, nous insistons sur le fait que l'Italie de 2018 n'est pas la Grèce de 2011. Les balances courantes des pays périphériques de la zone euro, y compris l'Italie, sont passées en excédent, écartant toute crainte d'insolvabilité – et le spectre d'une nouvelle crise de la dette publique. Bien que le nouveau gouvernement italien soit formé de partis en marge de l'échiquier politique traditionnel, les sondages ne signalent pas de biais en faveur d'une sortie de la zone euro ou de l'Union européenne (UE), et il n'est pas prévu qu'une telle question soit soumise à référendum. Plutôt que la possible sortie de l'euro, nous considérons que le risque à surveiller en Italie réside dans un dérapage budgétaire et dans la relation de la Péninsule avec les autres membres de l'UE.

Samy Chaar, Chef économiste

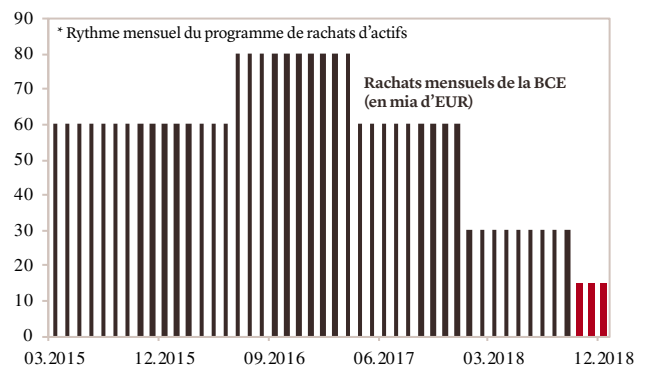
### VI. Les salaires commencent enfin à progresser dans la zone euro

Taux de croissance annualisé des salaires négociés, en %



Sources : BCE, Bloomberg, calculs Lombard Odier

### VII. Le rythme mensuel des rachats d'actifs de la BCE sera réduit de moitié en septembre, puis le programme devrait être abandonné en décembre\*



Sources : BCE, calculs Lombard Odier

# Japon

## « Tapering » discret

### L'essentiel en bref

- La progression constante des salaires et le rebond des données sur l'activité apaiseront les craintes suscitées par le recul du PIB nippon au 1<sup>er</sup> trimestre.
- Les négociations salariales de printemps ont abouti à ce qui devrait être la meilleure croissance des rémunérations de base depuis 1998.
- La Banque du Japon (BoJ) prétend maintenir une politique accommodante, message qui ne cadre pas avec la réduction, en toute discrétion, de ses rachats d'actifs et les controverses autour de la stabilité financière.

Des chiffres récents confirment que l'économie japonaise rebondit après un 1<sup>er</sup> trimestre difficile. La production industrielle et les ventes au détail ont progressé en avril. A en croire les données sur les échanges commerciaux, les exportations devraient considérablement alimenter la croissance du PIB au 2<sup>e</sup> trimestre, soutenues par la légère baisse du yen. Les commandes de machines de base (qui donnent une indication approximative sur les dépenses d'investissement des entreprises) révèlent également que les entreprises nippones restent relativement disposées à investir.

La dynamique salariale semble enfin se renforcer et le taux de chômage (2,5% en avril) frôle des niveaux bas que l'on n'avait plus observé depuis plusieurs décennies. Bien que la volatilité des gratifications ait pesé sur les gains en espèces totaux, la composante régulière des gains en espèces a maintenu au mois d'avril son rythme d'expansion le plus rapide depuis deux décennies (+1,2%). Par ailleurs, les négociations salariales de printemps (« Shuntō ») semblent avoir abouti à une hausse annuelle de 0,53% de toutes les grilles de rémunération (système

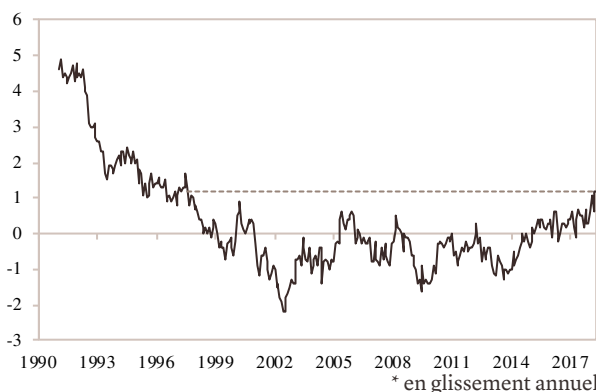
unique propre au Japon et basé sur l'ancienneté). Depuis 1998, le Shuntō n'avait jamais été aussi fructueux (voir graphique VIII). Vu les chantiers ouverts en amont des Jeux olympiques de 2020, le marché de l'emploi devrait rester tendu, même si le gouvernement procède à une deuxième hausse de la taxe à la consommation en 2019.

Le tableau est plus mitigé en ce qui concerne les chiffres de l'inflation générale et sous-jacente. Consciente du risque que le décrochage s'installe, la BoJ a redoublé de prudence dans ses perspectives d'inflation, qui seront mises à jour en juillet. Pour autant, le fait que la BoJ n'indique plus, dans ses déclarations, à quel moment son objectif d'inflation de 2% pourrait être atteint ne doit pas être interprété comme un signal accommodant. Si l'autorité monétaire avait réellement voulu atteindre cet objectif, elle aurait déployé des mesures pour faire décoller les anticipations d'inflation et accélérer la remontée des prix. Par ailleurs, les comptes rendus des dernières réunions du comité de politique monétaire de la BoJ révèlent que certains membres ont exprimé des craintes sur la stabilité financière, une manière indirecte de s'inquiéter de la persistance de taux bas et de l'illiquidité du marché obligataire. A en juger par l'historique des rachats d'actifs de la BoJ, les revendications du secteur bancaire n'ont pas été vaines sur ces questions: malgré sa largesse de façade, le gardien monétaire a nettement réduit ses interventions sur le marché obligataire depuis 2016, tolérant occasionnellement des coupes notables dans ses positions en obligations gouvernementales japonaises (OGJ) (voir graphique IX). De fait, la BoJ s'est servie de son objectif de rendement à 10 ans pour dissimuler une politique monétaire plus neutre, aidée par les hausses des taux en dehors de l'Archipel.

*Homin Lee, Stratège macro - Asie*

### VIII. Meilleure croissance des rémunérations de base au Japon depuis 1998

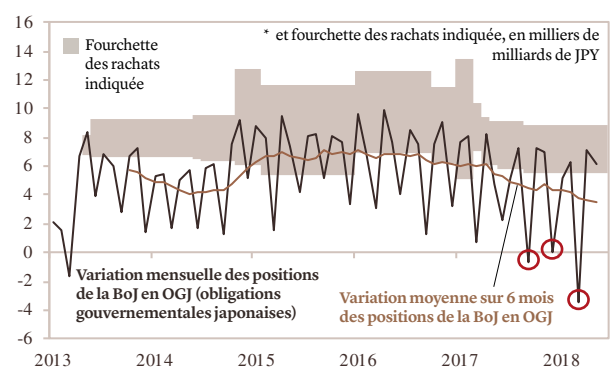
Croissance de la composante régulière des gains en espèces (% a/a\*)



Sources: Bloomberg, calculs Lombard Odier

### IX. La BoJ vend occasionnellement des OGJ dans le cadre de son « tapering » discret

Variation mensuelle des positions en OGJ de la BoJ\*



Sources: Banque du Japon, CEIC, Bloomberg, calculs Lombard Odier



# Marchés émergents

## Les risques aux prises avec les fondamentaux

### L'essentiel en bref

- L'environnement mondial n'est pas propice à l'essor des marchés émergents, mais les pays les plus touchés jusqu'à présent sont ceux qui affichent les fondamentaux les plus faibles ou les risques politiques les plus élevés.
- Tant que le billet vert ne s'apprécie pas fortement ou qu'une guerre commerciale ouverte ne devient pas réalité, les marchés émergents ne posent pas de risque systémique.
- Une approche prudente et sélective reste donc de mise.

Les économies émergentes doivent affronter plusieurs vents contraires, notamment la hausse des rendements américains, la fermeté du dollar, la menace d'une guerre commerciale et les risques politiques nationaux. Le taux de change global pondéré des échanges commerciaux n'accuse qu'un repli de 1,7% depuis le début de l'année, mais certaines monnaies émergentes ont dévissé. Il s'agit sans surprise de celles des pays aux fondamentaux les plus faibles ou aux risques politiques les plus élevés : Argentine (-30%), Turquie (-15%), Brésil (-9%), Afrique du Sud (-8%), Russie (-6%) et Hongrie (-6%). La correction a été moins sévère pour les autres pays émergents. Ainsi, des pays comme la Thaïlande, la Chine, le Pérou, la Malaisie, la Colombie et même le Mexique ont vu leur monnaie s'apprécier au 1<sup>er</sup> semestre 2018 (voir graphique X).

Il semble donc inopportun d'évoquer un risque systémique concernant les marchés émergents. Les problèmes rencontrés semblent être de nature idiosyncratique et des pays commencent à s'y attaquer : l'Argentine a conclu un accord stand-by avec le Fonds monétaire international (FMI) et la Turquie a consenti d'importants relèvements de taux.

Il ne fait aucun doute que, dans un scénario d'appréciation continue et substantielle du billet vert, les économies émergentes auraient du mal à échapper à un cercle vicieux « sorties de capitaux, affaiblissement de la monnaie, resserrement monétaire et ralentissement de la croissance ». De la même manière, si la Chine et les Etats-Unis se livraient une guerre commerciale ouverte, les conséquences seraient très négatives pour les pays émergents.

Mais si le dollar se stabilise voire baisse légèrement et si les tensions commerciales s'apaisent, les fondamentaux des marchés émergents ne sont en aucun cas aussi préoccupants que ne le suggèrent les évolutions boursières récentes ou le sentiment des investisseurs.

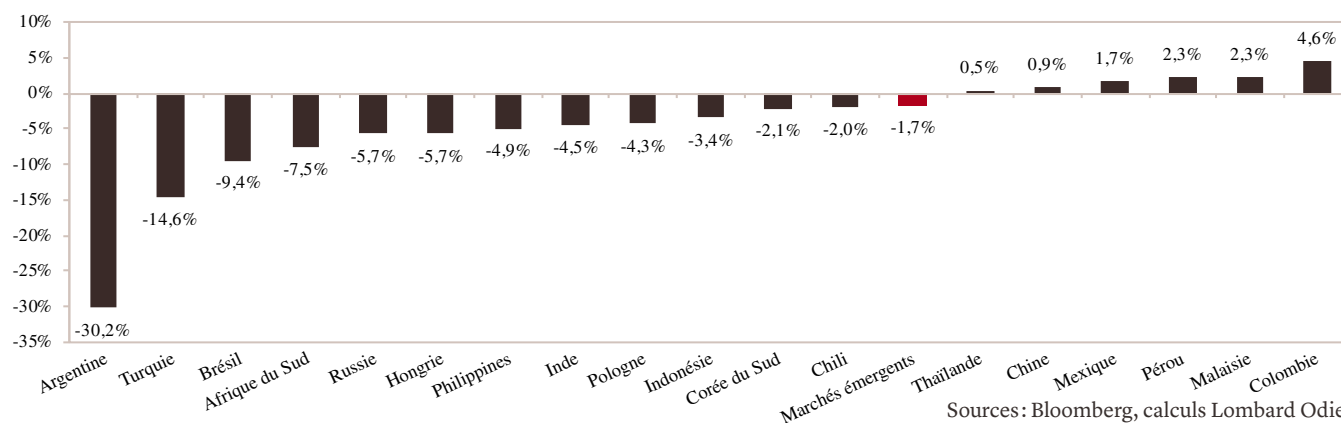
L'accumulation de dettes des entreprises non financières a atteint son point culminant en 2016 et s'est stabilisée depuis. S'il existe bel et bien un potentiel d'amélioration du côté de la dette extérieure et des déficits budgétaires, leurs niveaux demeurent gérables pour les deux tiers des 18 plus grands pays émergents. Les déficits de la balance courante se sont contractés, réduisant considérablement la vulnérabilité au financement externe. Du reste, la reprise n'a que 3-4 ans d'âge dans les pays émergents, alors qu'elle court depuis quasiment une décennie aux Etats-Unis. Les pressions inflationnistes sont donc rares et les taux d'intérêt demeurent à des niveaux très bas – offrant aux banques centrales une marge de manœuvre pour défendre leurs monnaies.

Ainsi, malgré un contexte mondial indéniablement tendu, avec pour corollaire une volatilité toujours élevée, les marchés émergents recèlent également de la valeur économique et financière pour les investisseurs prudents et sélectifs.

*Stéphanie de Torquat, Stratège macro*

### X. Taux de change nominaux effectifs (indices J.P. Morgan)

Evolution depuis le début de l'année, au 30 juin 2018





# Allocation d'actifs

## Des fondamentaux à nouveau positifs? Comment gérer l'incertitude grandissante

### L'essentiel en bref

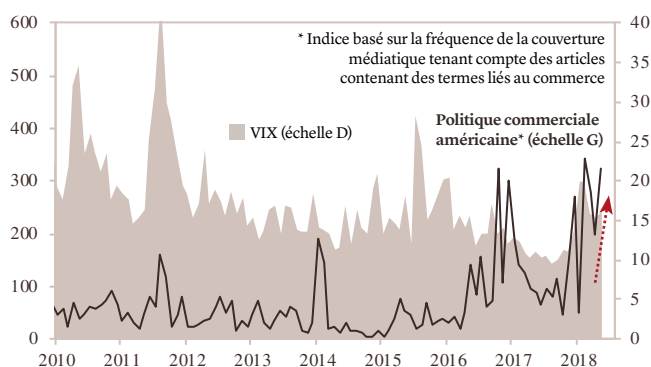
- Le repli essuyé par les économies hors Etats-Unis devrait avoir touché à sa fin, permettant aux fondamentaux de tenir solidement le cap et d'étayer ainsi notre positionnement pro-croissance.
- Avec une croissance plus synchrone, les marchés financiers subiront moins la pression du dollar – éliminant un des principaux détracteurs actuels de notre performance de portefeuille.
- Pour autant, nous ne pouvons nier que le cycle économique continue d'avancer et que les actifs de croissance sont de plus en plus sensibles aux défis macroéconomiques et politiques potentiels. Sur fond d'incertitude croissante, nous continuons de rechercher des positions asymétriques.
- Une surchauffe économique aux Etats-Unis, qui déclencherait des mesures perturbatrices de la Fed, et/ou un protectionnisme accru sont les deux risques pesant sur notre scénario central. Nous continuerons de suivre de près la courbe des taux américains, l'évolution du billet vert et les données publiées sur les échanges mondiaux, et nous nous tiendrons prêts à ajuster notre allocation d'actifs en conséquence.

La mi-année est une bonne occasion de jeter un regard en arrière et de faire le point sur nos principales recommandations pour 2018. Si nous avons eu raison d'anticiper des rendements moins élevés sur les actifs financiers et une résurgence de la volatilité de marché alimentée par l'inflation et la politique monétaire, force est de constater que les facteurs géopolitiques ont eu un impact plus fort que prévu. Depuis la dernière édition de la Stratégie de

placement, la politique a été au centre de l'attention, que ce soit dans les pays développés (Italie, droits de douane américains) ou dans les pays émergents (élections en Turquie, au Brésil et au Mexique). Et les marchés financiers ne sont pas restés de marbre face à cette instabilité (voir graphique XI).

L'actualité politique s'est chargée précisément au moment où le cycle conjoncturel mondial suscitait quelques déceptions, à l'exception notable de l'économie américaine, dont le redressement unilatéral est attribuable, du moins en partie, à l'impulsion budgétaire; d'où le raffermissement du dollar américain, et ses victimes habituelles: les marchés émergents. Nous surveillerons de près les développements sur ce front, sachant que la trajectoire monétaire de la Fed pourrait détonner dans un environnement monétaire où les autres principales banques centrales (BCE et BoJ) demeurent un peu plus accommodantes. A ce stade, nous pensons néanmoins que les marchés ont largement intégré les actions de la Fed et de la BCE au cours des trimestres à venir (voir graphique XII), ce qui explique notre position neutre sur l'EUR/USD avec un objectif légèrement revu (de 1,23 à 1,20 sur un horizon à 12 mois). Notre scénario central ne prévoit pas que les différends commerciaux dégénèrent en une guerre ouverte. Autrement dit, nous n'anticipons pas de tassement significatif de la croissance. Les dernières publications des indices PMI des directeurs d'achat ont d'ailleurs signalé une reprise dans la plupart des économies cycliques – ce qui constitue généralement un bon indicateur avancé (voir graphique II, page 04). Nous allons surveiller toute retombée indirecte sur les dépenses d'investissement par le biais de la confiance des milieux d'affaires si l'actualité devait rester morose trop longtemps. Les indications données par les entreprises lors de la publication des résultats du 1<sup>er</sup> trimestre étaient toujours bien orientées. Elles ne traduisaient pas d'inquiétudes concernant l'éventuelle application de droits de

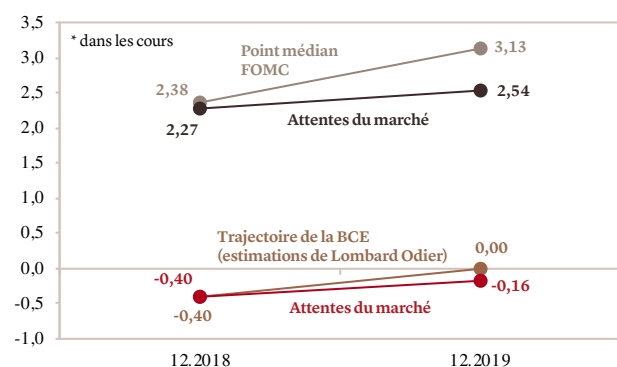
### XI. La couverture des différends commerciaux par la presse commence à peser sur les marchés financiers



Sources: Bloomberg, Baker, Scott R.

### XII. Projections de la BCE et de la Fed comparées aux attentes du marché

La politique des banques centrales est presque entièrement intégrée\*



Sources: Bloomberg, calculs Lombard Odier

douane par les Etats-Unis et une hausse des dépenses d'investissement était annoncée pour les prochains trimestres. Cela étant, les résultats en passe d'être publiés pour le 2<sup>e</sup> trimestre livreront sûrement de nouvelles clés sur ce point. En effet, sachant que les autorités chinoises commencent à hausser le ton et promettent des mesures de représailles qualitatives, les perspectives pourraient s'assombrir pour les entreprises américaines générant d'importants revenus en Chine ou souhaitant investir dans de nouvelles installations de production dans ce pays. Comme évoqué plus haut, imposer des droits de douane s'apparente, en particulier pour l'économie américaine, à un choc de l'offre négatif typique (baisse de la production, hausse des prix), une situation susceptible d'entraîner un resserrement monétaire. L'extrémité longue de la courbe étant plafonnée par les incertitudes politiques (la prime à dix ans demeure ancrée en territoire négatif), on ne peut exclure un aplatissement plus rapide de la courbe des taux en cas de détérioration de la situation.

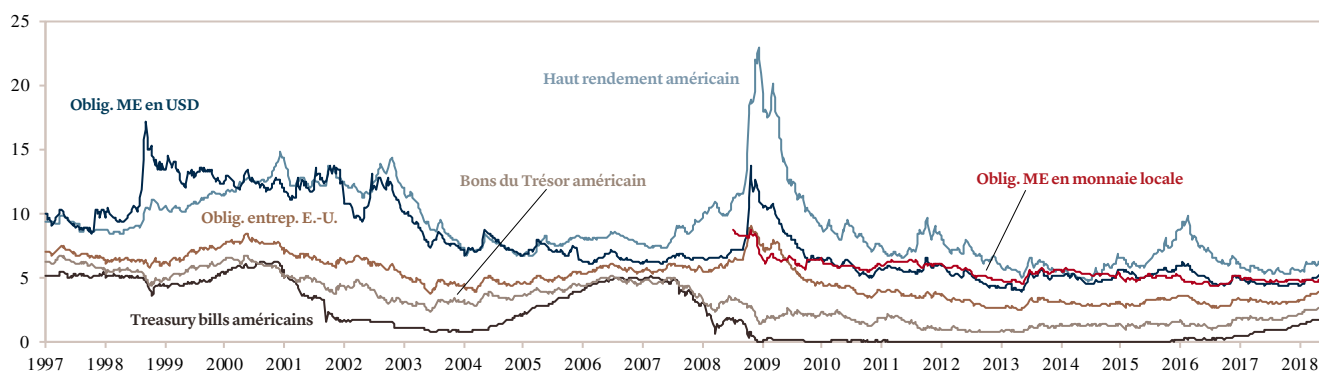
Dans ce contexte, nous avons entamé un processus de réduction graduelle de notre risque actif. Tout d'abord, nous avons ramené à neutre notre exposition aux obligations émergentes libellées en monnaie locale dans les portefeuilles en USD. Sachant que le rendement des liquidités commence à être intéressant aux Etats-Unis et pourrait encore progresser compte tenu des déclarations de la Fed, l'écart de valeur entre ces deux classes d'actifs devenait moins évident (voir graphique XIII). Nous conservons cependant une exposition à la dette émergente dans les portefeuilles en EUR, GBP et CHF, car le portage reste attractif. Notre position neutre sur le billet vert devrait permettre d'éviter de nouvelles pertes sur le front des changes, alors que les niveaux historiquement bas de l'inflation excluent une envolée des taux d'intérêt. Bien évidemment, la dette émergente libellée en monnaie forte restera sensible aux taux d'intérêt américains. Les quelques risques de surréaction qui planent devraient toutefois n'être que passagers, ce qui nous conduit à maintenir notre exposition.

Nous avons ensuite réduit le risque actif inhérent à notre allocation régionale aux actions en diminuant la sous-pondération des actions américaines par rapport à leurs

homologues européennes et émergentes. En effet, le ratio cours/bénéfices américain à 12 mois s'approchant de sa moyenne à long terme de 16x, l'argument des valorisations n'est plus pertinent (voir graphique XIV, page 11). De plus, la dynamique des bénéfices américains est favorable, tirée essentiellement par les effets de second tour, maintenant que le plan budgétaire déploie tous ses effets. Nous maintenons une surpondération (plus modeste) des actions européennes, car nous pensons que la faiblesse des données économiques publiées récemment n'est que passagère et nous nous attendons à des surprises positives sur le front de la croissance. Cependant, nous avons ramené à neutre notre exposition aux actions émergentes, si bien que notre allocation d'actifs tactique est désormais alignée avec notre allocation d'actifs stratégique – en gardant à l'esprit que cette dernière comporte un risque émergent certain suite aux ajustements opérés en septembre dernier (voir Stratégie de placement du 4<sup>e</sup> trimestre 2017). Nous avons ainsi procédé à des prises de bénéfices sur les positions en actions émergentes mises en place il y a deux ans, considérant que la dynamique bénéficiaire et les valorisations offrent un moindre attrait relatif à court terme et que la volatilité pourrait persister tout au long du trimestre prochain. Cela dit, nous restons positifs à l'égard de la région du Pacifique, y compris du Japon, où les réformes des marchés commencent à déployer leurs effets et le contexte fondamental demeure solide. D'un point de vue sectoriel, nous avons relevé à surpondéré les banques américaines et les télécoms, secteurs qui étaient respectivement neutre et sous-pondéré, et l'industrie à neutre. Enfin, notre opinion positive du segment des petites capitalisations garde sa validité compte tenu de son exposition accrue aux politiques fiscale et de relance, ainsi que sa sensibilité moindre aux risques commerciaux. Dans le segment du revenu fixe, même si nous continuons de préférer le crédit aux obligations souveraines, l'attrait de cette classe d'actifs s'est encore dégradé sur les marchés en EUR et CHF, nous conduisant à abaisser notre exposition pour la deuxième fois cette année. La durée des indices culminant à des plus hauts historiques, le crédit est de plus en plus vulnérable à la volatilité des taux d'intérêt. Vu le faible niveau des coupons, nous ne voyons pas de scénario plausible qui soit susceptible de

### XIII. Valeur relative au sein du segment obligataire américain: retour des liquidités en tant que classe d'actifs

Rendement à l'échéance, en %



Source: Bloomberg

générer des rendements positifs, voire juste de dépasser les rendements des liquidités. Dans notre scénario central (rendement du Bund à 10 ans à 0,80% et léger creusement des écarts de crédit), les rendements attendus sont négatifs. En cas d'accélération de l'activité économique, la hausse des taux et le resserrement modéré des écarts entraîneraient également des rendements négatifs. Et dans un scénario défavorable, la baisse des taux d'intérêt ne suffirait pas à contrebalancer le creusement des écarts.

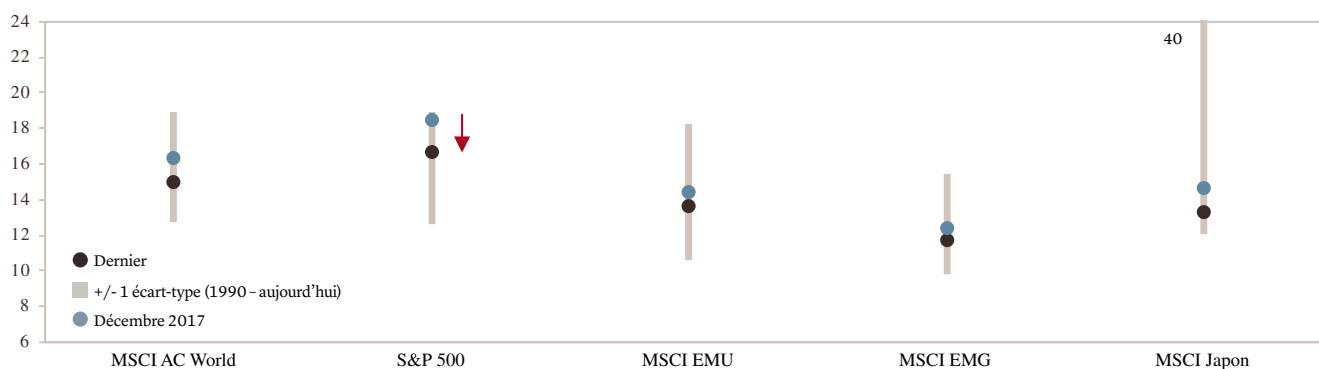
Toutefois, considérant que le contexte économique actuel continue de soutenir la création de valeur dans le segment des entreprises et vu le rendement toujours faible des liquidités en EUR et CHF, nous avons réinvesti le produit dans les hedge funds. Tout en affichant un bêta peu élevé, les gérants equity long/short sont bien placés pour bénéficier de la dispersion accrue des secteurs et des titres. La dispersion au sein des instruments est également importante et les opinions exprimées par les gérants macro sont aujourd'hui plus divergentes que ces dernières années, ce qui devrait à la fois limiter les positions plus courues et permettre aux meilleurs gérants de s'imposer. Concernant les marchés des changes, nous avons ajusté notre objectif sur l'EUR/CHF de 1,20 à 1,18 pour tenir compte des incertitudes politiques à court terme en Italie. Nous gardons une opinion positive à l'égard du yen, en attendant un ajustement officiel de la politique monétaire de la BoJ. La livre sterling, quant à elle, devrait continuer de souffrir de la volatilité étant donné que les problèmes fondamentaux liés au Brexit (Irlande du Nord, accords douaniers) n'ont toujours pas été résolus. En conclusion, considérant que l'accès de faiblesse des économies hors Etats-Unis au cours des premiers mois de l'année devrait n'être que passagère, nous conservons notre positionnement axé sur les actifs de croissance, préférant le risque d'entreprise au risque souverain et recherchant des positions plus asymétriques. C'est pourquoi, suite aux précédentes incursions sur le yen (sur lequel nous avons pris des bénéfices en mai) et les obligations convertibles (que nous détenons toujours), nous avons utilisé en avril une partie de nos liquidités pour accroître notre exposition aux matières premières. Cette classe d'actifs peut apporter de l'asymétrie dans un

portefeuille multi-actifs : ses rendements devraient être corrects dans notre scénario central (essentiellement grâce aux métaux de base), tandis que le risque baissier devrait être limité par les contraintes de capacité du côté de l'offre, avec même un important potentiel haussier pour le pétrole et/ou l'or si l'un des scénarios de risque venait à se concrétiser. Cela étant, le niveau d'incertitude entourant la donne politique et, partant, financière nous incite à être particulièrement vigilants et à nous préparer à agir en cas de forte détérioration des indicateurs que nous suivons.

*Sophie Chardon, Stratège cross-asset*

#### XIV. La valorisation des actions américaines est moins tendue

Ratio cours/bénéfices à 12 mois



Sources : Thomson Reuters I/B/E/S, calculs Lombard Odier

## L'OPEP affiche une volonté de stabiliser le cours du pétrole

Lors de sa dernière réunion, qui s'est tenue fin juin, l'OPEP (Organisation des pays exportateurs de pétrole) et la Russie ont conclu un accord prévoyant une augmentation de la production pétrolière de l'ordre d'un million de barils par jour à compter du 1<sup>er</sup> juillet. Le respect à 100% des quotas a été un autre point à l'ordre du jour. Il faut dire que ce niveau frôle les 150% depuis janvier 2017, notamment du fait de l'effondrement de la production vénézuélienne (voir graphique XV, page 13).

Seule une poignée de membres de l'organisation (Arabie saoudite, Koweït, EAU) ainsi que la Russie ont la capacité d'augmenter leur production très rapidement. L'Arabie saoudite a confirmé avoir déjà accru ses exportations, tandis que le ministre russe de l'Energie a indiqué que l'augmentation des exportations de son pays serait plus graduelle, car elle requiert des forages supplémentaires.

Conséquence : malgré cet accord, le marché pétrolier devrait dans le meilleur des cas être équilibré cette année, mais il pourrait souffrir d'une offre insuffisante si la demande grimpe plus vite que ne le prévoit l'Agence Internationale de l'Energie. Pour 2019, nous anticipons une situation relativement équilibrée au niveau de l'offre et de la demande. Les stocks pourraient augmenter quelque peu en termes absolus, mais resteront inférieurs à leur moyenne sur cinq ans (voir graphique XVI, page 13). Au vu des capacités disponibles limitées et du peu d'investissements consentis ces dernières années, le pétrole pourrait toutefois devenir plus sensible aux perturbations et aux évolutions géopolitiques.

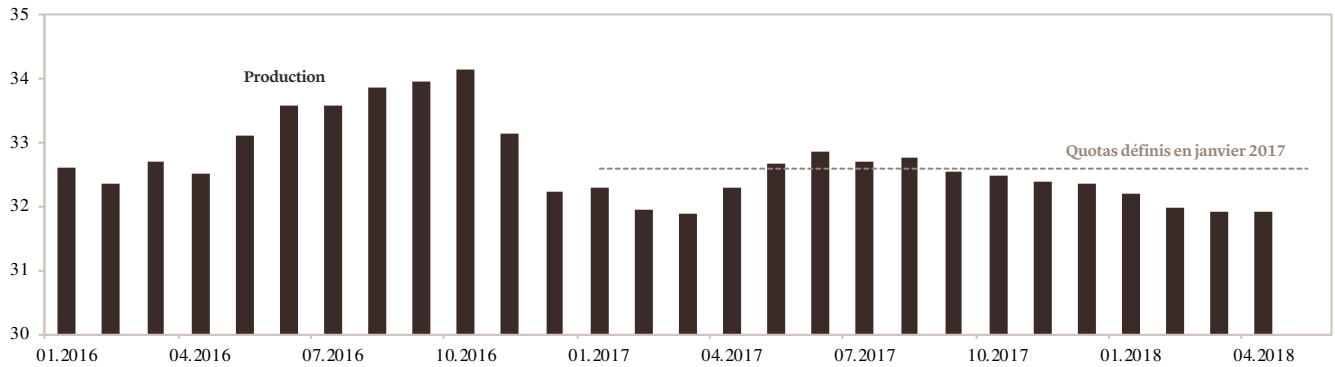
Quelles sont les implications pour notre thèse d'investissement ? Nous conservons notre point de vue positif sur les matières premières en tant que classe d'actifs, car elle offre une protection contre les risques géopolitiques et inflationnistes. Nous maintenons une opinion neutre sur le pétrole, avec un objectif de cours de USD 70. L'OPEP est manifestement déterminée à défendre ce niveau de prix, confortable tant pour les producteurs que pour les consommateurs.

A court terme, vu que les exportations saoudiennes supplémentaires ne devraient pas être livrées avant août, le cours du pétrole restera soutenu par la récente recrudescence des perturbations de l'offre (Libye, Nigeria, Canada). Le marché devrait rester nettement en déport (avec des cours des futures inférieurs aux cours au comptant), offrant des opportunités de portage pour les investisseurs.

*Pour en savoir plus : [www.lombardodier.com/contents/corporate-news/investment-insights/2018/june/oil-on-settled-waters-opec-antic.html](http://www.lombardodier.com/contents/corporate-news/investment-insights/2018/june/oil-on-settled-waters-opec-antic.html)*

**XV. Production pétrolière de l'OPEP**

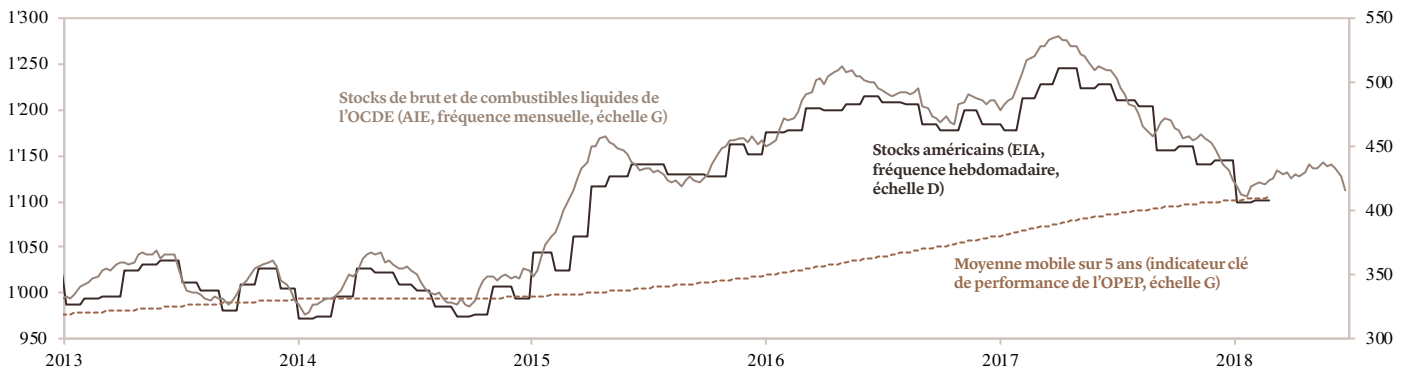
Les membres de l'OPEP ont convenu de ramener à 100% le respect des quotas



Source: Bloomberg

**XVI. Mission accomplie: les stocks excédentaires ont été résorbés**

En millions de barils (Mb)



Source: Bloomberg

## 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 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 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.

**Suisse:** Le présent document a été approuvé 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-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**

82 Sadovnicheskaya Street · 115 035 Moscow · Russian Federation · moscow@lombardodier.com

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

### PARIS

#### **Lombard Odier (Europe) S.A. · Succursale en France<sup>2</sup>**

8, rue Royale · 75008 Paris · France.

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

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

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

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

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)