

Stratégie de Placement Clientèle Privée

2/4

Avril 2019 · 2^{ème} trimestre

Perspectives macroéconomiques

La faiblesse actuelle de l'économie mondiale est principalement due au commerce

p.03

A la une

- Notre scénario de base pour les trimestres à venir est celui d'une stabilisation de la croissance mondiale, voire d'une certaine reprise – à condition que les négociateurs chinois et américains parviennent à régler le différend commercial.
- Face au ralentissement de la croissance américaine, aux tensions commerciales mondiales et à une inflation contenue, la Fed a décidé d'interrompre son processus de normalisation.
- La faiblesse persistante de la zone euro, bien que largement imputable à des facteurs exogènes, est préoccupante – d'autant plus que la politique monétaire semble avoir atteint ses limites.
- Les conditions cycliques ont été assez difficiles cette année pour le Japon. Le nouveau budget de JPY 101'000 milliards du Premier ministre témoigne toutefois de sa détermination à mettre en œuvre une dernière hausse de la TVA.
- La Fed ayant interrompu son resserrement et les monnaies se stabilisant, les banques centrales émergentes ne devraient pas être amenées à durcir significativement leur politique monétaire cette année, contrairement à 2018.
- Les craintes d'une récession induite par les banques centrales se sont largement dissipées, mais le risque qu'un ralentissement prolongé des échanges commerciaux freine l'économie mondiale demeure – justifiant toujours une approche équilibrée et disciplinée du risque global de portefeuille.
- Sur les marchés des changes, la combinaison de la décélération américaine, d'une Fed plus accommodante et d'une reprise progressive de la croissance mondiale plaide en faveur d'un affaiblissement du dollar, sauf contre euro (du moins pour l'instant), lui-même freiné par une BCE ultra-accommodante.

Marchés des changes

Poursuite de la baisse du dollar, mais la paire EURUSD reste confrontée à des vents contraires à court terme

p.12

Egalement

Brexit:
un chemin pavé d'embûches –
mais le bout du tunnel est
proche

La faiblesse actuelle de l'économie mondiale est principalement due au commerce



C'est la chute soudaine et brutale des échanges commerciaux qui a entraîné le ralentissement global actuel. Dans notre monde intégré, caractérisé par la grande diversité des partenaires commerciaux, des comptes courants et en capital ouverts, ainsi que des liens financiers internationaux étroits, tout choc commercial déploie directement ses effets sur l'activité économique mondiale.

La bonne nouvelle est que ce canal de transmission devrait également fonctionner dans le sens inverse. Si les Etats-Unis et la Chine enterrent la hache de guerre commerciale et si une solution est trouvée pour le Brexit, l'activité devrait rebondir. C'est la raison pour laquelle notre scénario de base pour les trimestres à venir est celui d'une stabilisation de la croissance mondiale, voire d'une certaine reprise. Une amélioration des perspectives du commerce mondial profiterait particulièrement à l'Asie et à l'Europe, où les pressions externes ont le plus lourdement pesé sur les tendances économiques (voir graphiques 1 et 2 – page 04).

Si les signes d'amélioration ne se manifestent que lentement, un certain nombre d'indicateurs d'activité incitent tout de même à l'optimisme. L'indice PMI du secteur manufacturier mondial a cessé de baisser au mois de mars (inchangé à 50,6) et 75% des pays se situent au-dessus du seuil de 50 (c'est-à-dire en territoire expansionniste), soit le meilleur ratio depuis le mois de novembre. La composante de services de l'indice PMI mondial a progressé à 53,7, avec 77% des pays en territoire expansionniste. Les indices Harpex et Baltic Dry, reflets directs de l'activité mondiale du transport maritime de conteneurs, semblent former un plancher (voir graphique 3 – page 04). Enfin, et plus spécifiquement, le pouls chinois commence à s'accélérer quelque peu, avec une plus forte croissance du crédit et un rebond encourageant du PMI manufacturier qui vient d'atteindre un record sur huit mois à 50,8 (synonyme d'une croissance annuelle du PIB d'environ 6%). Cette embellie a ensuite été confirmée par un indice PMI Caixin des

services meilleur que prévu : à 54,4, il a atteint son plus haut niveau depuis janvier 2018.

Nous reconnaissons que ces premiers signes de relance demeurent timides et qu'ils auront besoin, pour se renforcer, d'un accord commercial entre les Etats-Unis et la Chine. Seul un tel pas en avant permettrait aux incertitudes de se dissiper et à la confiance et à l'activité de se redresser plus vigoureusement. Si les négociations sino-américaines ne devaient pas aboutir, la dynamique de la demande intérieure en Europe et en Asie, mais également aux Etats-Unis, serait incapable de résister à la faiblesse de la demande extérieure.

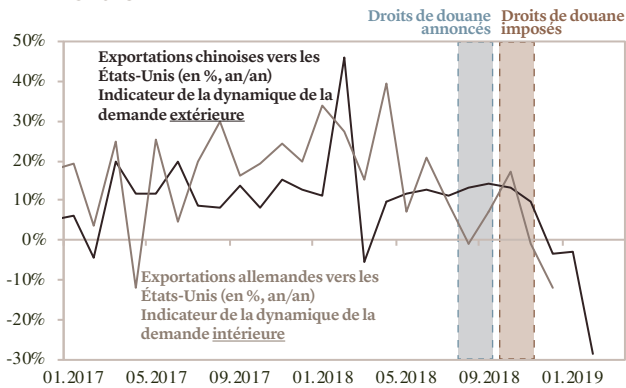
Pour l'heure, les discussions vont dans la bonne direction, les dommages déjà subis ayant incité les deux parties à trouver un terrain d'entente. Du côté chinois, malgré la transition en cours vers des moteurs nationaux, l'économie reste très sensible aux flux commerciaux. Quant aux Etats-Unis, même si les exportations pèsent moins lourd dans le PIB, le ralentissement mondial provoqué par la guerre commerciale s'est révélé très éprouvant pour les entreprises. Nous gardons donc espoir – mais demeurons vigilants, car une erreur politique ne peut pas être exclue – qu'un accord sino-américain soit finalement conclu qui n'impliquerait pas de hausse supplémentaire des droits de douane, voire prévoirait la suppression de certaines des taxes existantes.

La Réserve fédérale américaine (Fed) ayant adopté une approche plus accommodante quelques semaines seulement après que la décision de la Banque centrale européenne (BCE) de repousser toute hausse potentielle des taux

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

1. **Le commerce pénalisé par l'effondrement de la demande chinoise**

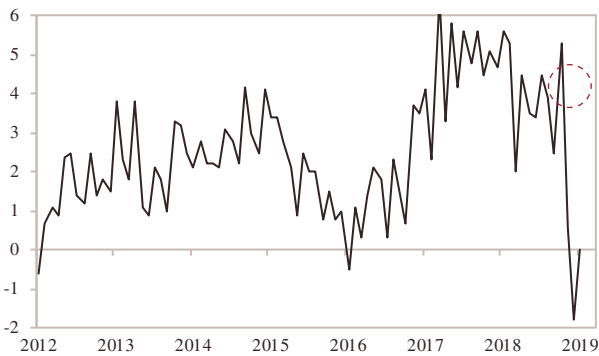
Les exportations allemandes vers la Chine sont tombées en flèche au 2S 2018



Sources: Datastream, Bloomberg, Calculs Lombard Odier

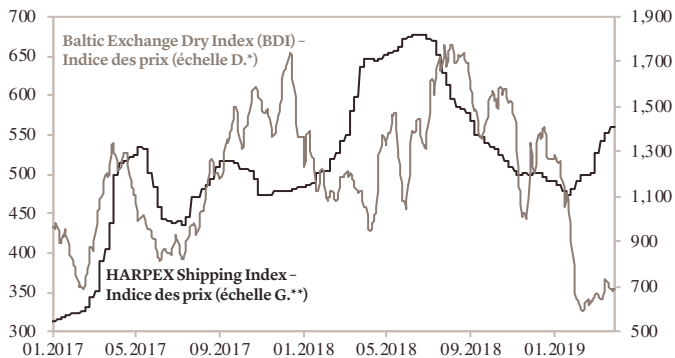
2. **Les taxes américaines ont lourdement pesé sur les flux commerciaux mondiaux**

Croissance du volume des échanges, en %, an/an



Sources: Datastream, Bloomberg, Calculs Lombard Odier

3. **Indices du transport maritime : un indicateur très actuel des flux commerciaux mondiaux**



* échelle droite, ** échelle gauche

Sources: Datastream, Bloomberg, Calculs Lombard Odier

d'intérêt à 2020 et de lancer une nouvelle série d'opérations ciblées de refinancement de long terme (TLTRO), le changement de tendance sur le front de la politique monétaire est notable. Le risque à court terme d'un durcissement des conditions financières menaçant le cycle conjoncturel a faibli. Si les questions du commerce et du Brexit restent à surveiller, cette orientation plus accommodante de la politique monétaire constitue un changement important. Elle devrait non seulement rendre l'environnement plus prévisible pendant un certain temps, mais pourrait aussi aider à prolonger le cycle. En conclusion, nous soulignons toujours que le contexte actuel de l'investissement est sans précédent à bien des égards. Le thème de long terme d'une faible croissance des économies occidentales associé aux dangers plus immédiats liés au commerce a conduit les banques centrales à maintenir plus longtemps des conditions monétaires favorables. La Fed a interrompu son cycle de resserrement avant même d'atteindre le taux neutre et en dépit d'une situation de plein emploi, tandis que la BCE pourrait ne jamais parvenir à normaliser sa politique de taux. Notre stratégie de placement reste donc axée sur l'exploitation optimale de ce contexte de « faible croissance et bas coût du capital ».

Samy Chaar, Chef économiste

Etats-Unis

Récession ou atterrissage en douceur?

L'essentiel en bref

- Face au ralentissement de la croissance américaine, aux tensions commerciales mondiales et à une inflation contenue, la Fed a décidé d'interrompre son processus de normalisation : aucune hausse supplémentaire des taux n'est attendue cette année.
- Ces projections étonnamment accommodantes de la part de la Fed ont provoqué une inversion de certains segments de la courbe des taux, suscitant des craintes de récession.
- Pour l'instant, toutefois, la consommation reste bien soutenue, augurant plutôt d'un atterrissage en douceur.

Les décisions prises par la Fed au mois de mars ont été plus conciliantes que prévu. Les prévisions de taux de l'autorité monétaire (le fameux « dot plot » - voir graphique 4) n'indiquent pour ainsi dire aucune hausse future. Et la fin du processus de normalisation du bilan a été avancée : il devrait désormais ralentir en mai et se terminer en octobre.

Sans que cela marque nécessairement la fin de son cycle de resserrement, la Fed a effectivement décidé, au regard du ralentissement de la croissance intérieure, des risques commerciaux et de l'inflation contenue, de patienter pendant une longue période. Notre scénario de base n'inclut donc plus de hausse des taux en 2019.

Les conditions financières se sont assouplies dans le sillage du ton plus conciliant adopté par la Fed, provoquant l'inversion, pour la première fois depuis 2007 (voir graphique 5), de certains segments de la courbe des taux, et suscitant du coup des craintes de récession. Si nous prenons au sérieux le signal donné par la courbe des taux, nous estimons aussi qu'il doit encore être confirmé, tant sur l'ensemble des échéances que du point de vue des indicateurs économiques (d'autant plus que la Fed pourrait ne jamais atteindre une approche restrictive).

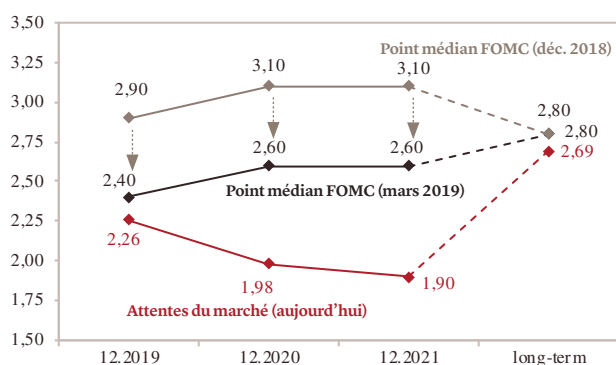
Nous notons par ailleurs que les récessions américaines se sont toujours produites avec un décalage (de 9 à 24 mois) par rapport aux inversions de la courbe. Malgré sa maturité, nous considérons donc toujours que ce cycle conjoncturel ne touche pas encore à sa fin.

En particulier, nous tenons à souligner la solidité de l'emploi et la vigueur de la consommation. Au regard des nombreux soutiens (plein emploi, progression des salaires, bas prix du pétrole, disponibilité du crédit) dont bénéficie actuellement la consommation (qui représente 70% du PIB américain), il est difficile d'imaginer une récession prochaine. De plus, la baisse des taux hypothécaires va stimuler l'investissement résidentiel et, partant, la vente de maisons et le secteur de la construction. Au final, le taux directeur réel de la Fed, proche de zéro, plaide en faveur d'un atterrissage en douceur plutôt que d'une récession. Tant que la Fed n'est pas contrainte de reprendre le chemin de la normalisation monétaire, en raison de l'évolution de l'emploi et des salaires, voire d'un endettement excessif dans les secteurs public et des entreprises, l'économie américaine devrait continuer à croître à un rythme proche de sa moyenne pour ce cycle.

Samy Chaar, Chef économiste

4. Fed « dot plot » et attentes du marché

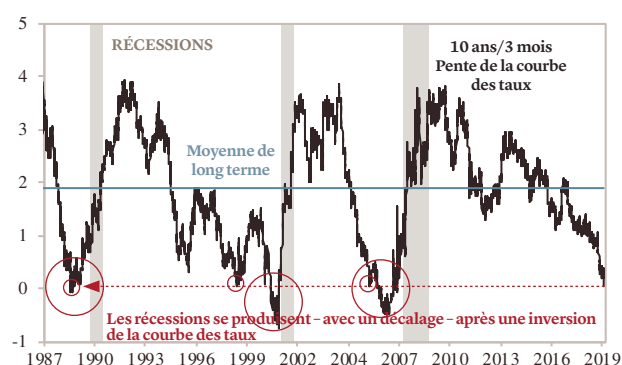
En %



Sources: Datastream, Bloomberg, Calculs Lombard Odier

5. Certains segments de la courbe des taux se sont inversés

Ecart entre le rendement des bons du Trésor à 10 ans et à 3 mois, en %



Sources: Bloomberg, Datastream, Calculs Lombard Odier

Europe (Quand) le ralentissement prendra-t-il fin?

L'essentiel en bref

- La faiblesse économique actuelle de la zone euro est largement imputable à des facteurs exogènes, la consommation intérieure étant jusqu'à présent soutenue par de solides tendances sur le marché de l'emploi.
- Sa persistance est toutefois préoccupante – d'autant plus que la politique monétaire semble avoir atteint ses limites à ce stade.
- Bien qu'elles constitueraient une réponse plus efficace, des mesures de relance budgétaires ont peu de chances de se concrétiser si l'on en juge par l'histoire récente. Une amélioration du commerce mondial et l'absence de nouveaux incidents semblent donc être les conditions préalables à une reprise de la croissance.

Les perspectives à court terme de la zone euro dépendent de deux questions : la faiblesse actuelle va-t-elle persister et quelle est la probabilité qu'elle se propage de façon significative à la demande intérieure ? Les réponses sont bien entendu liées : plus longtemps les échanges commerciaux resteront faibles, plus la confiance, les investissements, l'emploi et la consommation risquent d'être affectés. Bien que toujours troubles, les perspectives du commerce mondial sont un peu moins sombres aujourd'hui qu'à la fin de 2018. Si les récents signes d'amélioration se confirment et amènent un redressement des échanges commerciaux à l'échelle mondiale, la zone euro en profitera assurément. A l'inverse, la dernière chose dont les économies européennes ont besoin en ce moment serait la concrétisation d'un risque supplémentaire, comme une décision américaine d'imposer des droits de douane sur les voitures européennes. La demande intérieure est soutenue par la croissance de l'emploi, la hausse des salaires et, du fait de la faiblesse de l'inflation, un important pouvoir d'achat. Ces moteurs sont puissants et peu volatils, raison pour laquelle nous leur accordons beaucoup

d'importance. Cela dit, les secteurs axés sur le marché intérieur montrent, eux aussi, quelques signes de faiblesse. Le secteur des services a ralenti moins fortement que le secteur manufacturier, mais il n'a pas été épargné. Et le rythme des créations d'emplois est appelé à faiblir à mesure qu'avancera le cycle.

Le facteur le plus critique est le manque de latitude pour une réponse politique. Autant la BCE insiste sur le fait qu'elle dispose d'une boîte à outils prête à l'emploi, autant nous pensons que l'impact serait minime à ce stade. Les déclarations faites au mois de mars en sont un bon exemple : la BCE a prolongé sa « forward guidance » sur les taux d'intérêt et annoncé de nouveaux programmes TLTRO. Elles écartent certes le spectre d'un resserrement injustifié, et les marchés en ont pris bonne note (voir graphique 6), mais ne devraient pas permettre de relancer sensiblement la croissance.

Le fait que la faiblesse conjoncturelle présente soit principalement imputable à des facteurs exogènes complique la donne.

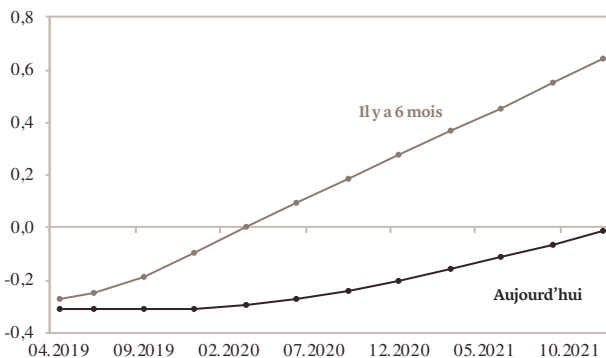
Un assouplissement de la politique monétaire peut être utile lorsque la demande intérieure est en berne ou lorsque le canal du crédit est interrompu – mais rien ne semble attester d'une telle situation aujourd'hui. En réalité, comme le montre le graphique 7, la croissance monétaire de la zone euro a très peu ralenti en dépit de la fin de l'assouplissement quantitatif (AQ).

Et le fort repli boursier des banques européennes après la réunion du mois de mars met aussi en lumière les effets potentiellement négatifs de l'orientation monétaire actuelle. Une réponse budgétaire serait plus efficace en période de taux d'intérêt négatifs – mais les espoirs d'une politique budgétaire plus expansionniste dans la zone euro ont souvent été déçus jusqu'ici, les pays qui disposent de la plus importante marge de manœuvre n'étant pas disposés à y recourir. La réponse politique étant susceptible de briller par son absence ou de se révéler inefficace, l'Europe ne peut qu'espérer une amélioration du commerce mondial – et une absence d'incidents (voir discussion sur le Brexit).

Bill Papadakis, Stratège macro

6. Réajustement significatif des anticipations des taux directeurs de la BCE

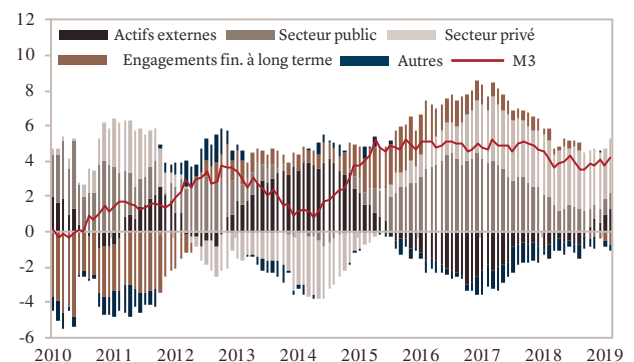
Attentes de taux dérivées des prix des contrats à terme Euribor (en %)



Sources: Bloomberg, Calculs Lombard Odier

7. Impact limité de la fin de l'AQ sur la croissance monétaire de la zone euro

Croissance de l'agrégat M3 et contributions, en %, an/an



Sources: Bloomberg, Calculs Lombard Odier

Un chemin pavé d'embûches – mais le bout du tunnel est proche

Les premières échéances sont passées, mais la saga du Brexit se poursuit – toujours plus compliquée. La première partie de l'histoire – les négociations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne (UE) des 27 – s'était pourtant étonnamment bien déroulée. Mais l'accord de retrait auquel elle a abouti n'a ensuite pas été ratifié par le Parlement britannique, qui l'a rejeté par deux fois à une large majorité. Pour sortir de cette impasse et éviter un Brexit sans accord le 29 mars, le gouvernement britannique a donc sollicité un report de l'échéance. L'UE a donné son assentiment, mais n'a prolongé le délai que jusqu'à la mi-avril – un délai plus long aurait contraint le Royaume-Uni à participer aux élections européennes.

Depuis le début du processus, notre scénario de base est celui d'un Brexit plutôt ordonné, avec un accord de retrait et une période de transition de plusieurs années. Ce point est essentiel, car un scénario sans accord serait beaucoup plus perturbateur, principalement en raison de l'absence d'une telle période indispensable aux agents économiques pour s'adapter au nouveau statu quo. Si la voie pour y parvenir s'est rétrécie, un Brexit en douceur reste notre scénario principal et nous pensons que la nette opposition du Parlement britannique à une sortie sans accord soutient ce point de vue. Par conséquent, nous envisageons une hausse de la livre sterling à moyen terme, la paire GBPUSD s'appréciant vers les 1,35-1,40 et la paire EURGBP baissant à environ 0,82 (voire davantage). De fait, l'acceptation par le Parlement britannique d'un accord de retrait entraînerait la disparition de la prime de Brexit sans accord (ou de ce qu'il en reste) et la prise en compte éventuelle d'un resserrement de la politique monétaire par la Banque d'Angleterre.

Pour autant, l'incapacité de Theresa May à obtenir un soutien suffisant pour son accord à un stade aussi avancé du processus est inquiétante. Plus récemment, la Première ministre britannique s'est indiquée prête à envisager un Brexit plus souple, par exemple avec le maintien d'une union douanière avec l'UE, en cherchant à établir un consensus entre les partis autour de cet objectif. Ce changement d'attitude pourrait donner l'impulsion nécessaire pour éviter une sortie sans accord, mais rien ne dit que cela fonctionnera.

Jusqu'à présent, les marchés ne se sont pas beaucoup souciés des pires scénarios. Comme l'illustre le graphique 8, tant le marché des actions britannique que l'évolution de la GBP suggèrent que la plupart des investisseurs tiennent pour acquise une résolution en douceur. Depuis que la Cour de justice européenne (CJE) a décidé que le Royaume-Uni pouvait révoquer unilatéralement la notification au titre de l'article 50 et rester dans l'UE, l'indice boursier FTSE 250, axé sur le marché intérieur, a progressé de 8%, tandis que la livre sterling s'appréciait de plus de 5% en termes pondérés des échanges commerciaux.

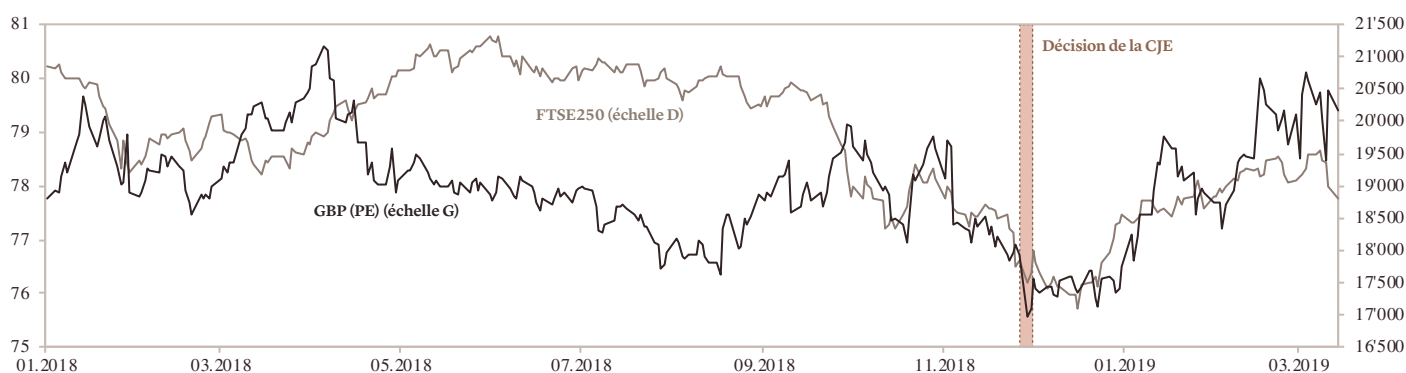
Les marchés ont clairement été rassurés par cette décision juridique, mais nous prônons une approche plus prudente. Le fait que le gouvernement britannique ait le droit de révoquer cette notification ne signifie pas qu'il le fera valoir, d'autant qu'une telle décision ne bénéficie que d'un très faible soutien au sein du Parti conservateur au pouvoir et qu'elle serait source de divisions.

Il n'est pas certain qu'un scénario de «soft Brexit» prévaudra, et bien moins encore qu'un scénario «sans Brexit» se produira. En d'autres termes, la possibilité d'un Brexit sans accord ne doit pas être exclue. Compte tenu de l'impact potentiellement élevé d'une telle issue et des conditions de marché favorables, il est judicieux de couvrir le risque de baisse de la livre sterling (au moyen d'options de vente GBPUSD de courte échéance) : en cas de scénario défavorable, la baisse de la monnaie britannique serait en effet substantielle. Au lendemain du résultat du référendum, la paire GBPUSD était tombée à environ 1,20, soit 23% en dessous de l'estimation que nous faisons alors de sa juste valeur (1,57). Nos modèles suggérant aujourd'hui une juste valeur d'environ 1,40 pour la paire GBPUSD, une divergence de la même ampleur pourrait la faire chuter à 1,15-1,10, soit une baisse d'environ 15% par rapport aux niveaux actuels.

Bill Papadakis, Stratège macro et Vasileios Gkionakis, Responsable de la stratégie FX globale

8. Les marchés se sont montrés étonnamment sereins quant au risque de sortie sans accord

Historique des cours de l'indice boursier FTSE250, axé sur le marché intérieur, et de la GBP PE



Sources: Bloomberg, Calculs Lombard Odier

Japon

Les 101'000 milliards de Shinzo Abe

L'essentiel en bref

- Les conditions cycliques ont été assez difficiles cette année en raison des incertitudes économiques externes ; si le 2e trimestre n'est pas solide, la croissance pour l'ensemble de l'année 2019 pourrait être quasi-nulle.
- Le nouveau budget de JPY 101'000 milliards du cabinet de Shinzo Abe témoigne de la détermination du Premier ministre à mettre en œuvre une dernière hausse de la TVA – et probablement de sa volonté de recourir plus activement à la politique budgétaire à l'avenir.
- La Banque du Japon pourrait prendre de nouvelles mesures si la croissance s'avère inférieure aux attentes, mais les obstacles à un véritable changement de cap demeurent conséquents.

L'économie japonaise a connu un ralentissement assez marqué au 1er trimestre, voire une légère contraction, en raison de la faiblesse du commerce mondial, de la prudence du milieu des affaires et des limites fondamentales du marché de l'emploi. La tendance devrait s'inverser en milieu d'année, en supposant que la croissance mondiale rebondisse sur fond de consommateurs résilients et d'amélioration des politiques macroéconomiques et commerciales. Toutefois, la perte de vitesse observée en cette année de nouvelle hausse de TVA met Shinzo Abe et la Banque du Japon (BoJ) dans une posture délicate.

Sur le plan budgétaire, le gouvernement semble néanmoins déterminé à poursuivre sur sa lancée. Le nouveau budget de JPY 101'000 milliards du Premier ministre pour l'exercice 2019 – qui vient d'être adopté par les deux chambres de la Diète – marque la plus forte augmentation des dépenses de son mandat (voir graphique 9).

Il reflète simplement les promesses de campagne faites lors des dernières élections anticipées à la Chambre basse du Parlement japonais. Shinzo Abe s'était engagé à utiliser les nouvelles recettes fiscales provenant de la hausse de la TVA pour subventionner l'éducation gratuite et la garde des enfants, en plus de mesures conventionnelles telles que les investissements publics pour compenser l'impact négatif sur les ménages. L'engagement budgétaire pris est un signe clair que le cabinet est prêt à aller de l'avant avec les mesures correspondantes visant à augmenter les recettes.

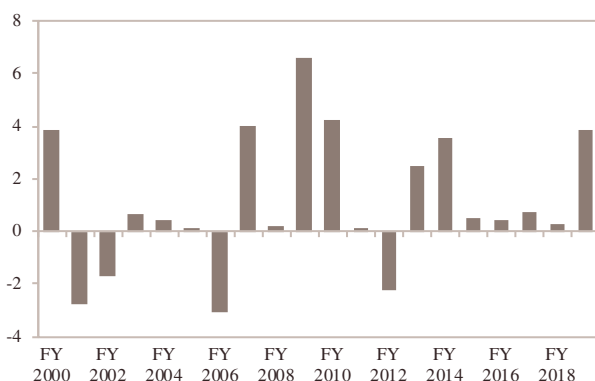
Sur le front monétaire, l'obstacle à un assouplissement supplémentaire n'est pas aussi important, mais la BoJ rechigne probablement à utiliser activement ses instruments de politique monétaire pour l'instant. En raison notamment des contraintes (tant juridiques que politiques) imposées sur l'achat d'actifs étrangers, toute nouvelle annonce d'objectifs quantitatifs sur les actifs nationaux induirait immédiatement des craintes de pénuries à long terme – dans la mesure où la BoJ détient déjà quasiment la moitié des obligations gouvernementales et près de 80% des Exchange Traded Funds (ETF) indexés négociés en bourse (voir graphique 10). Le public et le lobby bancaire s'opposant fermement à des taux d'intérêt encore plus négatifs, il est peu probable que la BoJ envisage des baisses de taux plus agressives ou un changement des taux cibles en l'absence d'un événement externe marquant.

En d'autres mots, les décideurs politiques japonais continueront à évoluer avec prudence en raison de la trame serrée de contraintes politiques et techniques avec laquelle ils doivent composer dans leurs efforts de relance. A moins d'un choc externe, la voie empruntée restera probablement la même : Shinzo Abe tentera de recourir plus activement à des mesures budgétaires, tandis que la BoJ n'apportera qu'un soutien secondaire.

Homin Lee, Stratège macro – Asie

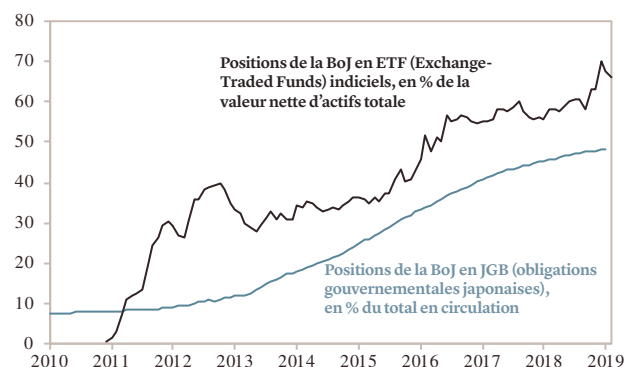
9. Croissance du budget annuel initial du Japon

%, an/an



Source : Ministère des Finances

10. La BoJ a accumulé des positions énormes en actifs nationaux



Sources : CEIC, Japan Investment Trust Association

Marchés émergents

Le nouveau ton de la Fed change-t-il la donne pour les marchés émergents ?

L'essentiel en bref

- La Fed ayant interrompu son cycle de resserrement, les monnaies se stabilisant et les effets de base du cours du pétrole étant favorables, les banques centrales émergentes ne devraient pas être amenées à durcir significativement leur politique monétaire cette année, contrairement à 2018.
- Les fondamentaux des marchés émergents sont globalement sains et les maillons les plus faibles ont déjà cédé : la croissance économique devrait donc se poursuivre cette année, sans toutefois s'accélérer nettement.
- L'agenda politique est néanmoins à surveiller, en particulier les élections en Inde, en Afrique du Sud, en Argentine et en Indonésie.

Le virage vers une politique plus accommodante pris par les principales banques centrales occidentales au 1^{er} trimestre incite, à juste titre, les investisseurs à se demander si ce revirement ne change pas la donne pour les économies émergentes.

En effet, de nombreuses banques centrales émergentes ont resserré leur politique monétaire l'année dernière, plus ou moins en phase avec la Fed, afin de soutenir leur monnaie et de contenir les tensions inflationnistes naissantes. La moitié des 18 pays de notre univers émergent affichent ainsi des taux directeurs plus élevés qu'à la fin de 2017 (voir graphique 11). La Fed ayant interrompu son cycle de resserrement, les monnaies se stabilisant et les effets de base favorable du cours du pétrole sur une base annuelle atténuant les pressions inflationnistes, ce cycle de resserrement semble appelé à s'interrompre en 2019. En outre, les fondamentaux des marchés émergents sont globalement sains : les balances courantes se sont améliorées au

cours des cinq dernières années, les réserves officielles sont plus élevées et les politiques budgétaires et monétaires sont pour l'essentiel « orthodoxes ». Les maillons les plus faibles parmi les grandes économies émergentes – la Turquie et l'Argentine – ont cédé l'année dernière. Les autres grandes économies ne présentent pas les mêmes vulnérabilités, raison pour laquelle les crises idiosyncratiques de 2018 ne devraient pas se répéter. En fait, étant donné que les cycles économiques sont encore relativement jeunes et présentent un potentiel de progression, la croissance des marchés émergents devrait se maintenir cette année.

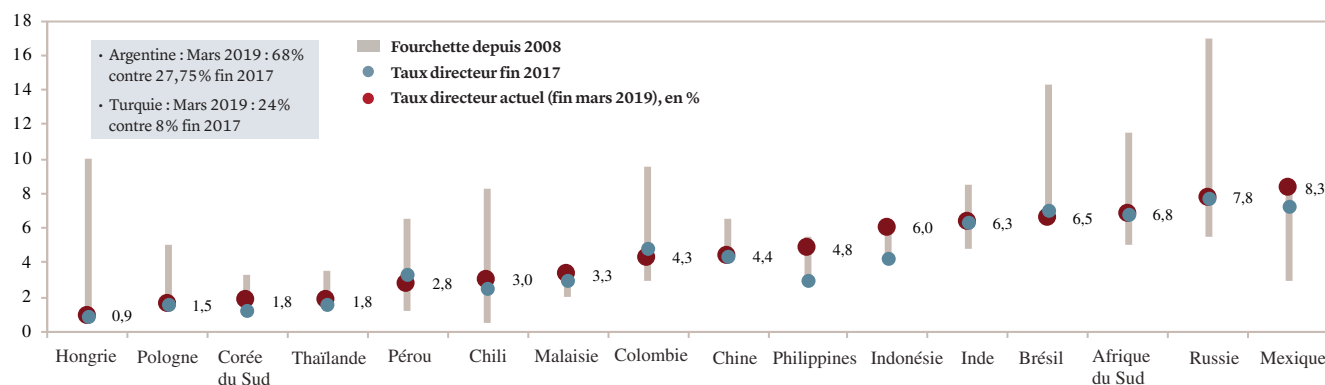
Pour autant, nous ne nous attendons pas à une accélération significative. Les effets différés du resserrement monétaire passé ne doivent pas être sous-estimés.

De plus, la dynamique économique mondiale a marqué le pas ces deux derniers trimestres et la croissance des échanges commerciaux pourrait bien rester inférieure à la moyenne, même en cas d'accord entre la Chine et les Etats-Unis. Enfin, l'agenda politique émergent est particulièrement chargé cette année, avec d'importantes élections législatives en Inde (11 avril-19 mai), en Afrique du Sud (mai), en Argentine (octobre) et en Indonésie (avril). Enfin, il faut se garder d'un optimisme démesuré à l'égard des développements politiques dans d'autres pays tels que le Brésil (le président Bolsonaro parviendra-t-il à réformer le système de sécurité sociale ?), le Mexique (le président AMLO adoptera-t-il un style de gouvernance totalement imprévisible ?) ou la Turquie (le président Erdogan exercera-t-il de nouvelles pressions sur la banque centrale pour soutenir la croissance au détriment de la stabilité de la devise ?).

Stéphanie de Torquat, Stratège macro

11. La politique monétaire est devenue moins accommodante en 2018....

... Mais la plupart des cycles de resserrement des ME pourraient s'interrompre avec la Fed



Sources: Bloomberg, Calculs Lombard Odier

Allocation d'actifs

Les taux resteront bas plus longtemps

L'essentiel en bref

- Le changement de cap de la Fed et de la BCE a ravivé la propension au risque des investisseurs, entraînant un fort rebond des actifs risqués depuis le début de l'année.
- Les craintes d'une récession induite par les banques centrales se sont largement dissipées, mais le risque qu'un ralentissement prolongé des échanges commerciaux freine l'économie mondiale demeure – justifiant toujours une approche équilibrée et disciplinée du risque global de portefeuille.
- Privilégiant actuellement les stratégies de portage (carry) dans le segment obligataire, nous avons notamment arbitré notre surpondération des actions des marchés émergents au profit de la dette locale et augmenté notre exposition aux obligations d'entreprise.
- Nous sommes neutres sur les actions, toutes régions confondues, et préférons les grandes capitalisations aux petites pour des questions de risque de liquidité.
- Ailleurs, nous voyons des opportunités de diversification/couverture dans l'or et le yen et avons profité de la moindre volatilité pour protéger les portefeuilles des risques extrêmes au moyen de stratégies optionnelles.

Après une fin d'année 2018 douloureuse, la tendance boursière s'est complètement inversée depuis le début de l'année. La Fed ayant annoncé que son cycle de resserrement monétaire est interrompu au moins jusqu'à la fin de l'année et la BCE repoussant sa première hausse jusqu'en 2020, le sentiment du marché a tourné, au profit des actifs risqués. L'environnement de faibles rendements est manifestement appelé à perdurer, apaisant les craintes qu'un resserrement excessif des banques

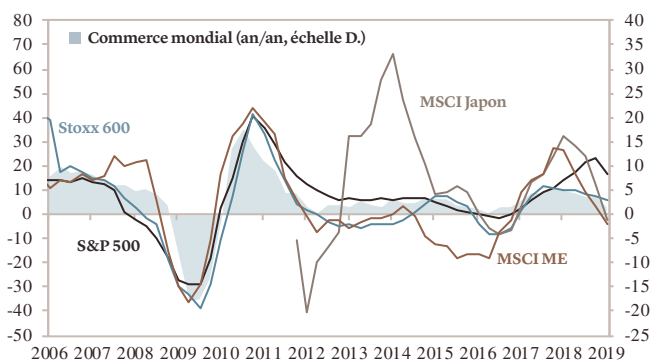
centrales ne menace le cycle conjoncturel. Le principal risque dans notre scénario de base consiste désormais en un ralentissement prolongé des échanges commerciaux à l'échelle mondiale et son impact sur les bénéfices des entreprises (graphique 12) – ce qui justifie le maintien d'une approche équilibrée et disciplinée en termes d'exposition au risque des portefeuilles.

Historiquement, un ralentissement de la croissance associé à une interruption de resserrement par la Fed soutient les stratégies de portage (carry). Sur les marchés émergents (ME), notre valeur cible fondamentale pour les actions ayant été atteinte, nous avons pris des bénéfices sur la surpondération initiée début décembre 2018. La progression des actions des ME (près de 10% depuis le début de l'année) est principalement attribuable à des revalorisations, avec une moindre contribution de la dynamique des bénéfices. Au cours des trois derniers mois, les analystes ont ainsi fortement – peut-être trop fortement même – réduit leurs prévisions de croissance bénéficiaire pour 2019 à 6% contre 13% précédemment. Nous avons donc décidé de basculer l'exposition aux ME vers les obligations et les monnaies émergentes. Tandis que les obligations devraient tirer profit de l'orientation plus accommodante des banques centrales des ME, les pressions de la Fed et de l'inflation s'atténuant, les monnaies semblent encore sous-évaluées et devraient bénéficier de la quête de rendement des investisseurs (voir rubrique sur les marchés des changes).

Nous avons par ailleurs utilisé nos liquidités (qui avaient atteint une forte surpondération suite au processus de réduction du risque mené au 2e semestre 2018) pour réduire la sous-pondération des obligations d'entreprise dans tous les profils. La hausse des coûts de financement ne représentant plus un risque, les taux de défaut devraient rester contenus (graphique 13), tandis que la part croissante des rendements des obligations gouvernementales en territoire négatif contraindra les investisseurs à se tourner vers les obligations d'entreprise. Le fait

12. Un ralentissement prolongé du commerce mondial constitue le principal risque pour notre scénario de base

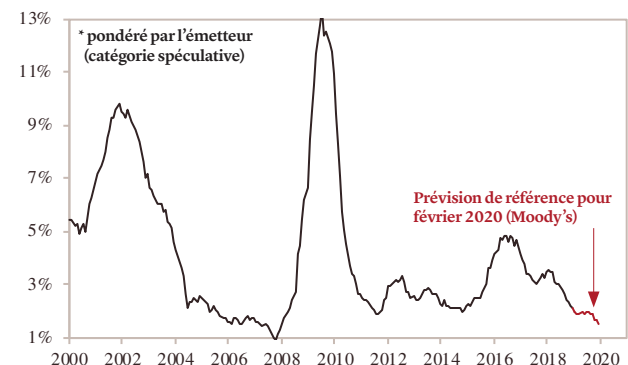
Croissance du BPA sur les 12 derniers mois, en %



Sources: Datastream, Bloomberg, Calculs Lombard Odier

13. Prévisions de taux de défaut proches des planchers historiques, car les conditions de crédit resteront favorables

Taux de défaut mondial sur les 12 derniers mois*, en %



Sources: Datastream, Bloomberg, Calculs Lombard Odier

que le cycle conjoncturel américain soit très avancé suggère qu'il est plus prudent de privilégier le segment investment-grade, plutôt que de descendre le long de l'échelle des notations. Cela dit, la qualité de crédit des entreprises européennes est meilleure, grâce à un moindre endettement, si bien que le segment BBB-BB peut également être envisagé pour de tels investissements. Plus spécifiquement, au sein des portefeuilles en USD, où le niveau des taux permet une allocation obligataire plus équilibrée, nous avons décidé de prendre des bénéfices sur nos positions en obligations indexées sur l'inflation à court terme et de réinvestir le produit dans le crédit investment-grade. Pour nos portefeuilles en CHF, nous avons opté pour un investissement en obligations d'entreprise et en immobilier coté – une autre classe d'actifs sensible aux taux d'intérêt. En effet, les valorisations de l'immobilier coté suisse restent correctes dans cet environnement de faibles rendements, tandis que le rendement du dividende, proche de 2,7%, dépasse largement celui des obligations d'entreprise (le spread est actuellement proche de niveaux historiques). Même si l'immobilier coté suisse a fortement rebondi depuis que la mise en place de notre surpondération fin novembre 2018, les afflux devraient être renforcés par le retour en territoire négatif des rendements des obligations gouvernementales.

Notre positionnement sur les actions est neutre sur l'ensemble des régions, avec une préférence pour les grandes capitalisations par rapport aux petites. Les valorisations resteront soutenues par l'environnement de faibles rendements, et nous ne décelons aucun signal fort en terme de valeur relative. La dynamique bénéficiaire sera donc décisive. La publication des résultats du 4e trimestre 2018 a été décevante en Europe, mais la tendance devrait s'améliorer dans les mois à venir, conformément à nos prévisions de reprise de l'activité économique. Aux Etats-Unis, les bénéfices devraient marquer le pas par rapport à leur niveau exceptionnel de 2018, tout en conservant un rythme acceptable et plus conforme avec l'historique de long terme. L'orientation relativement défensive du marché américain et sa surexposition aux secteurs que nous privilégions, en particulier les technologies de l'information, nous conduisent également à maintenir cette allocation inchangée. En termes de styles, nous appelons une nouvelle fois à la prudence à l'égard des petites capitalisations, qui pourraient souffrir d'illiquidité en cas de correction du marché (graphique 14).

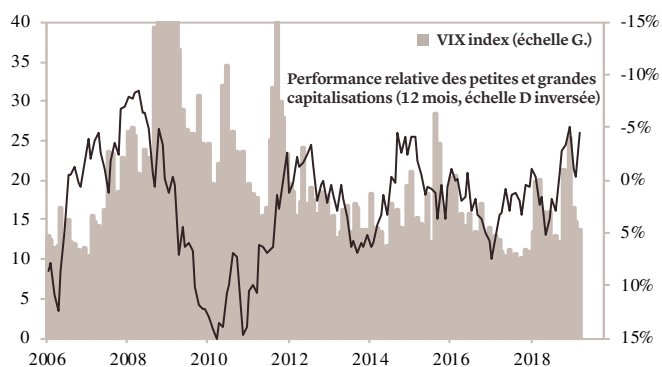
Ailleurs, nous continuons à rechercher des opportunités de diversification pour les portefeuilles. Dans un environnement de faibles rendements, la capacité de couverture des refuges traditionnels tels que le Bund allemand s'est nettement amoindrie (graphique 15). Les investisseurs qui ne sont pas basés en USD doivent trouver des alternatives à leurs obligations gouvernementales nationales pour atténuer le risque global de portefeuille. Cela explique pourquoi l'or a bien résisté et continue d'attirer des capitaux, en dépit du regain de propension au risque et de l'appréciation du dollar (un environnement qui n'est habituellement pas favorable à l'or). L'influence négative de la hausse des taux réels sur l'or tend par ailleurs à se dissiper à mesure que les investisseurs intègrent la fin du cycle de resserrement américain. Aussi avons-nous concentré notre position auparavant diversifiée dans les matières premières sur l'or.

Le yen japonais nous a également aidé à couvrir le risque global du portefeuille. Il a bien rempli cette mission lors des épisodes de volatilité des mois de mai, août et décembre 2018. Même si certains vents contraires soufflent à court terme (augmentation de la propension au risque, retour des opérations de portage), nous maintenons notre exposition au yen en tant que couverture. Enfin, nous sommes plus actifs et opportunistes sur les stratégies d'options sur actions et devises en particulier : nous avons ainsi profité de la faible volatilité pour acheter des protections contre des risques extrêmes tels que le Brexit ou les négociations commerciales entre les Etats-Unis et la Chine.

Sophie Chardon, Stratège cross-asset

14. Les petites capitalisations sous-performent lorsque la volatilité augmente

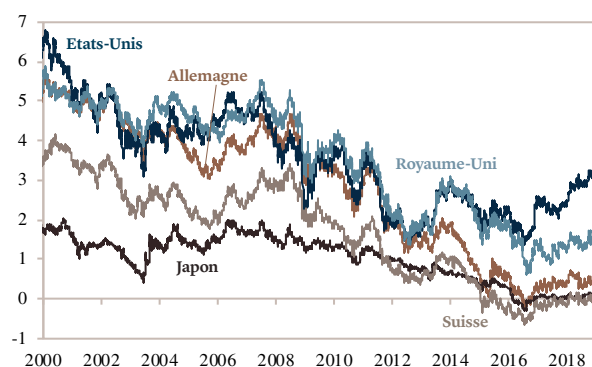
Performance relative de l'indice MSCI Monde (en %) et indice VIX



Sources: Datastream, Bloomberg, Calculs Lombard Odier

15. Les rendements resteront faibles plus longtemps dans les pays développés

Rendements à 10 ans, en %



Sources: Datastream, Bloomberg, Calculs Lombard Odier

Devises

Poursuite de la baisse du dollar, mais la paire EURUSD reste confrontée à des vents contraires à court terme

L'essentiel en bref

- Notre scénario de base d'une décélération de l'économie américaine, d'une Fed plus accommodante et d'une reprise progressive de la croissance mondiale plaide en faveur d'un affaiblissement du dollar, sauf contre euro (du moins pour l'instant), lui-même freiné par une BCE ultra-accommodante.
- Nous conservons une vue constructive sur les monnaies émergentes : les opérations de portage (carry) devraient continuer à prévaloir, soutenues par les faibles écarts de rendements souverains, la baisse des taux américains et le rallye boursier.
- Le risque de forte détérioration de la croissance mondiale ne peut cependant pas être écarté, appelant à surveiller de près les données économiques. En pareil cas, les investisseurs afflueraient probablement vers le dollar et le yen, tandis que les monnaies des ME (en particulier celles des pays présentant des déséquilibres extérieurs et des problèmes politiques) pâtiraient.

Le marché des changes est actuellement pris en étau entre deux forces (interdépendantes). D'un côté, les principales banques centrales (la Fed et la BCE) ont adopté une orientation nettement plus accommodante que prévu, augmentant la probabilité que des politiques monétaires généreuses perdurent.

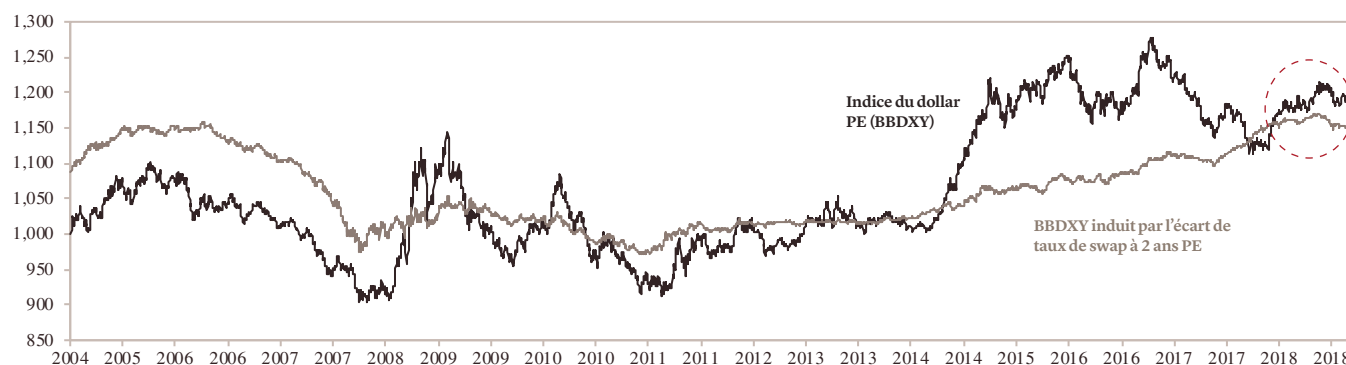
Cette perspective soutient, en principe, les monnaies à bêta élevé et les monnaies des ME. D'un autre côté, le ralentissement de la croissance mondiale pèse sur le sentiment de marché et donc sur les monnaies risquées – le plongeon de plus de 5% de la livre turque le 22 mars dernier témoigne bien des inquiétudes des investisseurs.

La victoire de l'une ou l'autre de ces forces antagonistes dépendra en grande partie de la gravité et de la durée du ralentissement.

Notre scénario central reste celui d'une stabilisation conjoncturelle, plutôt qu'un ralentissement plus marqué (ou, pire, une récession). Cela dit, nous devons reconnaître que ce processus prend plus de temps que nous le pensions il y a quelques mois. Mais certains signes suggèrent que le pire est probablement passé. S'il n'a pas encore rebondi de façon significative, l'indice PMI composite de la zone euro s'est pour le moins stabilisé au-dessus du seuil de 50 (qui marque la séparation entre expansion et contraction). Les dernières données des PMI chinois ont montré un rebond sensible, tandis que la croissance des investissements en immobilisations semble avoir formé un plancher, soutenue par les mesures de relance budgétaire des autorités. L'indice Baltic Exchange Dry (qui reflète les expéditions de marchandises en vrac – un indicateur fiable du commerce mondial) semble s'être stabilisé depuis le mois de février, après s'être effondré entre la mi-décembre et fin février (voir graphique 3, page 04).

Dans le monde tel que nous l'envisageons, c'est-à-dire caractérisé par une Fed étonnamment accommodante, un ralentissement de l'économie américaine depuis des niveaux artificiellement élevés (dus aux mesures de relance budgétaire) et une reprise très progressive de la croissance dans le reste du monde, nous restons convaincus que le dollar américain va s'affaiblir au fil du temps. Fait marquant : le différentiel du taux de swap à 2 ans en termes pondérés des échanges commerciaux (PE) entre les Etats-Unis et leurs sept principaux partenaires commerciaux s'est resserré de 19 pb depuis la dernière réunion du Federal Open Market Committee (20 mars), les taux américains ayant baissé sur l'ensemble des échéances. Sur la base de cette seule mesure, le dollar PE apparaît surévalué d'environ 5% (voir graphique 16), un niveau proche des estimations jointes de nos modèles BEER¹ et FEER². Cet écart n'est pas extrême à ce stade et ne devrait pas être un facteur dominant. Pour autant, dans l'hypothèse d'une stabilisation des données mondiales, les questions de valorisation s'ajouteront probablement à l'attitude plus accommodante de la

16. La baisse des taux américains suggère une légère surévaluation du dollar



Sources: Datastream, Bloomberg, Calculs Lombard Odier

Fed, et à l'affaiblissement de l'impact des mesures de relance budgétaire, pour faire reculer le dollar – d'autant plus que les primes de risque américaines sont appelées à augmenter avec le creusement du double déficit (balance courante et balance budgétaire) aux Etats-Unis.

La faiblesse du billet vert ne devrait toutefois pas être partagée par l'ensemble des grandes monnaies, tout au moins ces trois à six prochains mois. La paire EURUSD est notamment contrainte, à nos yeux, par l'orientation ultra-accommodante de la BCE dont la récente « forward guidance » suggère un renforcement du risque de voir les taux demeurer négatifs plus longtemps. Seule une amélioration significative des données économiques permettrait à la paire EURUSD de se redresser, le niveau de 1,15 constituant toujours un important seuil de résistance.

Nous continuons à voir un potentiel baissier marqué sur la paire USDJPY en raison d'une valorisation très attrayante (d'environ 9% selon nos estimations) et du recul des rendements américains (le rendement à 10 ans a maintenant perdu tout le terrain gagné en 2018).

Dans le reste des pays du G10, nous nous attendons toujours à ce que les monnaies disposant d'un coussin confortable (à savoir des balances courantes et budgétaires solides) surperforment, notamment la couronne norvégienne et la couronne suédoise. Nous voyons aussi un léger potentiel de hausse pour les dollars australien et canadien, en grande partie parce que nous jugeons exagérément baissières les attentes des marchés à l'égard de la trajectoire des politiques monétaires de ces pays.

Notre vue sur les monnaies des ME est constructive, attendant encore de belles performances sur les opérations de portage (carry), quoiqu'à un rythme moins soutenu que celui observé depuis septembre 2018. Notre modèle de juste valeur pour l'univers des monnaies émergentes (basé sur les rendements américains à 10 ans, la dette totale des ME en % du PIB, le différentiel de croissance entre les Etats-Unis et les ME, ainsi que les épisodes précédents de récession américaine) suggère que les monnaies des ME sont globalement sous-évaluées de 5-6% (voir graphique 17). Si nos prévisions concernant la croissance (ralentissement aux Etats-Unis, légère amélioration dans les ME) et le recul des rendements américains se réalisent, alors la juste valeur des changes des ME devrait encore progresser, laissant entrevoir un potentiel de hausse pour les monnaies émergentes. De plus, les facteurs historiquement bien corrélés avec les opérations de portage (carry) restent en place.

Plus précisément, les écarts de rendements souverains des ME sont faibles (mais ont affiché une légère hausse vers la fin du 1er trimestre qu'il convient de surveiller), les taux américains ont nettement baissé par rapport à leur pic de novembre 2018 (le taux de swap américain à 10 ans a chuté de 86 pb sur cette période), tandis que les marchés des actions ont poursuivi leur tendance haussière. Certains de ces soutiens pourraient s'affaiblir quelque peu à mesure que les investisseurs se montreront plus prudents en raison du stade avancé du cycle américain, mais nous considérons toujours que les monnaies à haut rendement peuvent réaliser de bonnes performances sur un horizon de trois à six mois. Nous continuons à privilégier les monnaies émergentes à haut rendement qui sont sous-évaluées et susceptibles de bénéficier de facteurs idiosyncratiques positifs, telles que le rouble (hausse du cours du pétrole) et le réal brésilien (mise en œuvre des réformes). Le peso mexicain – monnaie à haut rendement traditionnelle – devrait également tirer son épingle du jeu. La livre turque et le rand sud-africain restent les jokers : leurs perspectives politiques sont particulièrement confuses et compliquées, avec une myriade de risques potentiels, mais elles se classent historiquement parmi les monnaies enregistrant les meilleures performances lorsque les opérations de portage (carry) sont en vogue.

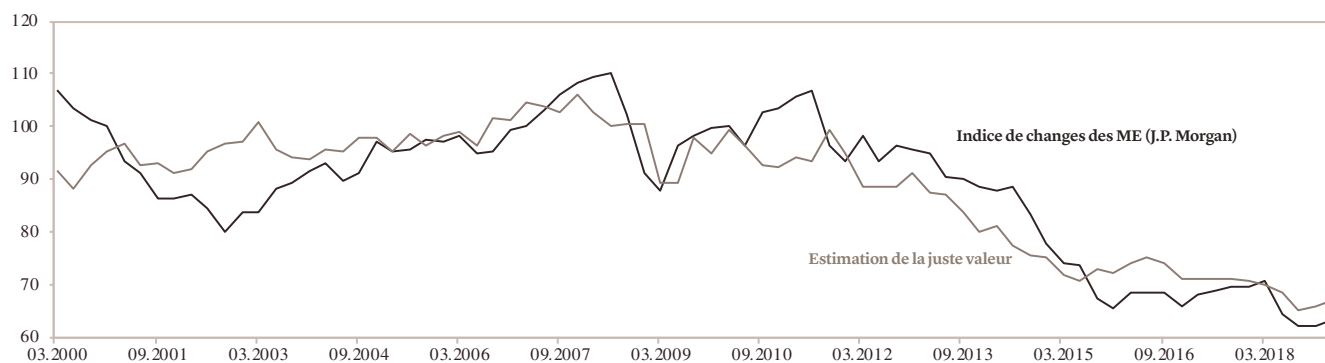
Le risque qui pèse sur l'ensemble des vues présentées ici serait une franche détérioration des perspectives de croissance mondiale – une éventualité qui ne peut pas être écartée à ce stade. Les indicateurs de confiance mondiaux et les données concrètes seront donc à surveiller de près au cours des prochains mois afin de déceler tout signe d'inversion potentielle de la croissance mondiale. Si cela se produisait, l'aversion au risque s'envolerait et les investisseurs se précipiteraient vers les actifs sûrs. Le dollar et le yen seraient probablement les principaux bénéficiaires d'un tel mouvement, tandis que les monnaies des ME – en particulier celles des pays affichant un déséquilibre extérieur et des difficultés politiques, comme le rand sud-africain et la livre turque – subiraient de lourdes pertes.

Vasileios Gkionakis, Responsable de la stratégie FX globale

¹ Le modèle BEER (Behavioral Equilibrium Exchange Rate) utilise des méthodes économétriques pour estimer les taux de change d'équilibre sur la base d'un ensemble de variables macroéconomiques (conditions d'échange, investissement en pourcentage du PIB et taux réels sur un échantillon de données parmi les monnaies du G10).

² Le modèle FEER (Fundamental Equilibrium Exchange Rate) calcule le taux de change nécessaire pour atteindre l'équilibre macroéconomique (plein emploi, faible inflation et balance des comptes courants à un niveau soutenable).

17. Monnaies émergentes sous-évaluées par rapport aux fondamentaux



Sources: Datastream, Bloomberg, Calculs Lombard Odier

Information importante

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

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

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.

Média: Pour votre information, Lombard Odier vous joint la Stratégie de Placement – Clientèle Privée.

En relation avec l'utilisation du document ci-joint, Lombard Odier attire votre attention sur certaines particularités / conditions. Les informations sont destinées à votre usage personnel uniquement. Si vous citez Lombard Odier, merci de ne le faire qu'à titre de source d'informations. Pour la bonne règle, Lombard Odier vous rappelle que vous êtes entièrement responsable de l'utilisation des citations et du respect de la réglementation en vigueur. Les informations fournies ne constituent en aucun cas un conseil en placement ni une offre de services financiers, notamment à destination du public. Lombard Odier vous rappelle que la distribution du document reçu à des tiers sans son approbation préalable est interdite.

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

Protection des données: Il se peut que vous receviez cette communication parce que vous nous avez fourni vos coordonnées. Si tel est le cas, veuillez noter que nous sommes susceptibles de traiter vos données à caractère personnel à des fins de marketing direct. Si vous souhaitez vous opposer à ce traitement, veuillez vous adresser au responsable de la protection des données du Groupe : Banque Lombard Odier & Cie SA, Group Data Protection Officer, 11, Rue de la Corraterie, 1204 Genève, Suisse. E-mail : group-dataprotection@lombardodier.com. Pour de plus amples informations sur la politique de protection des données de Lombard Odier, veuillez consulter le site www.lombardodier.com/privacy-policy.

© 2019 Banque Lombard Odier & Cie SA – Tous droits réservés. Réf: LOCH/LOESA-GM-fr-032019.

SUISSE

GENÈVE

Banque Lombard Odier & Cie SA¹

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

Lombard Odier Asset Management (Switzerland) SA

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

FRIBOURG

Banque Lombard Odier & Cie SA · Bureau de Fribourg¹

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

LAUSANNE

Banque Lombard Odier & Cie SA¹

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

VEVEY

Banque Lombard Odier & Cie SA · Agence de Vevey¹

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

ZURICH

Banque Lombard Odier & Cie SA¹

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

EUROPE

BRUXELLES

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

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

GIBRALTAR

Lombard Odier & Cie (Gibraltar) Limited

Suite 921 Europort · P.O. Box 407 · Gibraltar
gibraltar@lombardodier.com
Société agréée et réglementée par la Gibraltar Financial Services Commission (FSC) pour exercer des activités de services bancaires et d'investissement.

LONDRES

Lombard Odier (Europe) S.A.²

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

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

Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited

Queensberry House · 3 Old Burlington Street · London W1S 3AB · United Kingdom
london@lombardodier.com
Société d'investissement soumise à la réglementation et à la surveillance de la Financial Conduct Authority (registre de la FCA n° 515393).

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

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

LUXEMBOURG

Lombard Odier (Europe) S.A.

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

Lombard Odier Funds (Europe) S.A.

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

MADRID

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

Paseo de la Castellana 66 · 4^a Pl. · 28046 Madrid · España · madrid@lombardodier.com
Etablissement de crédit supervisé en Espagne par Banco de España et la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Lombard Odier Gestión (España) S.G.I.I.C, S.A.U

Paseo de la Castellana 66 · 4^a Pl · 28046 Madrid · España · madrid@lombardodier.com
Société de gestion soumise à la surveillance de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

MILAN

Lombard Odier (Europe) S.A. · Succursale in Italia²

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

MOSCOU

Bank Lombard Odier & Co Ltd · Representative Office Moscow

Letnikovskaya st.2, bld.1 · 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 France²

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

AFRIQUE | AMERIQUES | ASIE - PACIFIQUE | MOYEN-ORIENT

BERMUDES

Lombard Odier Trust (Bermuda) Limited

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

DUBAÏ

Bank Lombard Odier & Co Ltd · Representative Office Dubai

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

HONG KONG

Lombard Odier (Hong Kong) Limited

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

ISRAEL

Israel Representative Office ·

Bank Lombard Odier & Co Ltd

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

JOHANNESBURG

South Africa Representative Office ·

Bank Lombard Odier & Co Ltd

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

MONTEVIDEO

Lombard Odier (Uruguay) SA

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

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