

# Stratégie de Placement Clientèle Privée

---

# 4/4

Octobre 2019 · 4<sup>e</sup> trimestre

## Perspectives macroéconomiques

Le choc commercial continue de freiner la croissance mondiale – mais l'économie américaine n'est pas au bord d'une récession

# p.03

## Points clés

- En l'absence d'une véritable désescalade entre les Etats-Unis et la Chine et d'une réduction significative des droits de douane existants, il ne faut pas s'attendre à une reprise de la production et du commerce mondiaux.
- Résiliente, la consommation a porté la croissance aux Etats-Unis ces derniers mois – mais la situation se corse à mesure que les créations d'emploi ralentissent et que certains développements, notamment dans le secteur manufacturier et les investissements des entreprises, soulèvent des inquiétudes.
- En Europe, la BCE jette toutes ses forces dans la bataille pour contrer la poursuite, voire l'extension, du ralentissement, mais l'efficacité de ses mesures est incertaine.
- Après avoir mis en œuvre la hausse tant attendue de la TVA, les dirigeants japonais vont maintenant s'efforcer d'en maîtriser les conséquences économiques à court terme.
- Les incertitudes commerciales pèsent sur les économies émergentes, mais l'amélioration des fondamentaux et l'assouplissement monétaire considérable les aident à affronter l'environnement mondial plus difficile.
- Le 4<sup>e</sup> trimestre pourrait voir se poursuivre la récente dynamique du marché, les perspectives du commerce mondial déterminant l'appétit des investisseurs pour les actions. Nous maintenons une allocation d'actifs défensive, sous-pondérant les actions et surpondérant l'or et le yen japonais – tout en privilégiant clairement les stratégies de portage (carry).
- Bien qu'il soit appelé à conserver son statut de valeur refuge, nous anticipons toujours un léger affaiblissement du dollar à moyen terme – la déconnexion entre valeur et fondamentaux se creuse et les futures baisses des taux américains pèseront probablement sur le billet vert.

## Allocation d'actifs

Une stratégie prudente de portage reste de mise

# p.09

---

## Marchés des changes

Comment se positionner sur les changes dans un contexte de banques centrales toujours plus accommodantes

# p.12

---



# Le choc commercial continue de freiner la croissance mondiale – mais l'économie américaine n'est pas au bord d'une récession



La guerre commerciale sino-américaine prive l'économie mondiale de son oxygène.

Les banques centrales font tourner les pompes monétaires à plein régime pour rendre l'atmosphère plus respirable et prévenir d'importantes défaillances – sans être en mesure de compenser entièrement la pression. Allons-nous au-devant de jours meilleurs ?

Rien ne laissant raisonnablement espérer une reprise significative de la production et du commerce mondiaux en l'absence d'une véritable désescalade dans le différend qui oppose les Etats-Unis et la Chine, le débat sur la reprise mondiale est de nature plus structurelle que cyclique.

Un « happy end » demeure certes possible. Mais plusieurs séries de droits de douane ont déjà été mises en œuvre et, même en admettant que des considérations politiques conduisent à un accord avant les élections américaines de 2020, celui-ci ne comporterait probablement pas de réduction significative des tarifs existants. Les flux commerciaux et les chaînes d'approvisionnement ont été déstabilisés dès la fin de 2018 (voir graphique 1, page 04), et une entente susceptible de ramener les tarifs douaniers aux niveaux qui prévalaient alors semble peu probable. Naturellement, toute trêve temporaire entre les deux grandes puissances mondiales serait la bienvenue, mais nous doutons de l'imminence d'un retrait majeur des droits de douane. Les Démocrates comme les Républicains semblent en effet soutenir une stratégie d'endiguement économique de la Chine.

Dès lors, la question est de savoir si le choc commercial entraînera une récession aux Etats-Unis et, par extension, dans le monde entier.

Selon nous, les conditions ne sont pas (encore) réunies pour déclencher une récession aux Etats-Unis au cours des prochains trimestres. Il faudrait pour cela que la consommation américaine marque le pas et que le risque de crédit devienne significatif – deux évolutions que rien ne semble annoncer pour l'instant. Pour l'heure, les conditions monétaires et de

crédit aux Etats-Unis – et d'ailleurs même en Europe – n'enregistrent qu'une détérioration modeste, pour ne pas dire inexistante (voir graphique 2, page 04).

Quant aux inquiétudes à l'égard de la consommation américaine, qui représente plus de 70% de l'économie, elles ne se justifient qu'à partir du moment où les entreprises commenceront à se séparer de leur main-d'œuvre. Aujourd'hui, le marché de l'emploi reste tendu. Dans un contexte de pleine capacité mais de réticence de la part des entreprises à s'engager dans des plans de développement à long terme en raison du climat très incertain, la main-d'œuvre est nécessaire pour pallier le manque de dépenses d'investissement. Notons par exemple que le secteur manufacturier, bien qu'en nette contraction, a créé en moyenne 11'000 emplois par mois au cours de l'année écoulée.

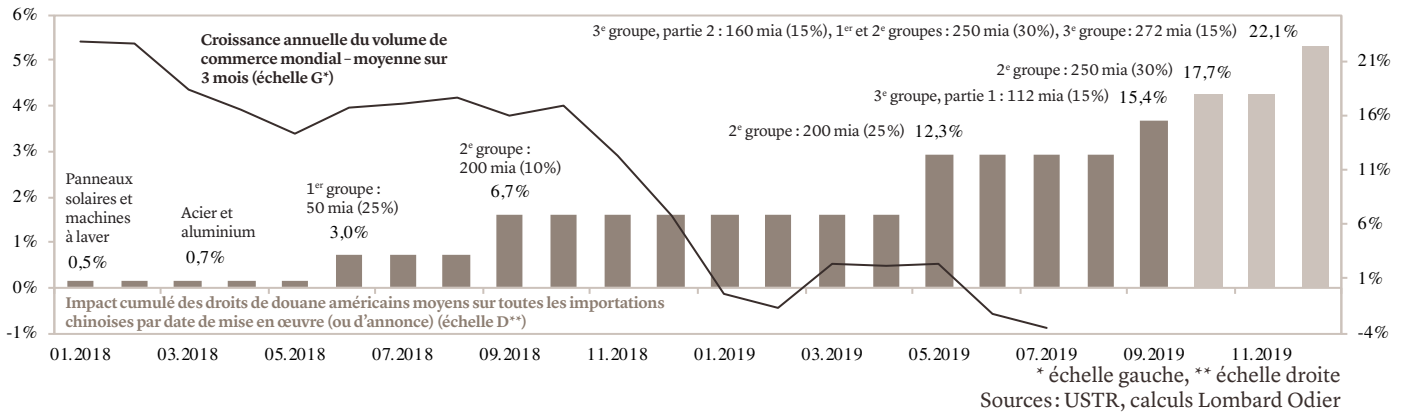
Si le ralentissement d'origine extérieure venait à se répercuter sur l'économie nationale, nous observerions dans un premier temps une hausse du nombre d'inscriptions au chômage. Historiquement, cette hausse devance de façon significative les pics de la masse salariale ainsi que les récessions. Le taux de chômage, autre indicateur à surveiller, marque quant à lui généralement un creux en amont des récessions.

Enfin, licencier des salariés est une solution de dernier recours pour les entreprises. Dans les périodes difficiles, elles tentent dans un premier temps de diminuer les coûts de main-d'œuvre en réduisant la semaine de travail moyenne, en augmentant le nombre d'employés travaillant à temps partiel pour des raisons économiques et en recourant à des mises à

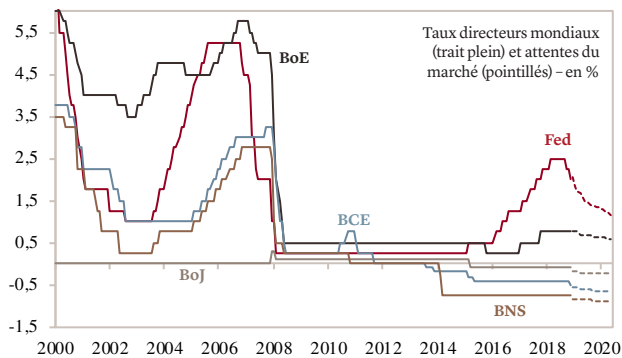
Note : Sauf indication contraire, les données mentionnées dans cette publication sont basées sur les sources suivantes : Datastream, Bloomberg, calculs Lombard Odier.

1. Droits de douane moyens sur l'ensemble des importations chinoises (USD 522 mia) et volume du commerce mondial

En % - Des tarifs substantiels et systématiques ont été mis en œuvre (barres foncées) et annoncés (barres claires)



2. A l'exception de la Fed, les grandes banques centrales ont une marge de manœuvre limitée pour baisser les taux et un important assouplissement est déjà pris en compte



piéd temporaires. Or, aucun de ces indicateurs n'amorce de changement de tendance pour l'instant.

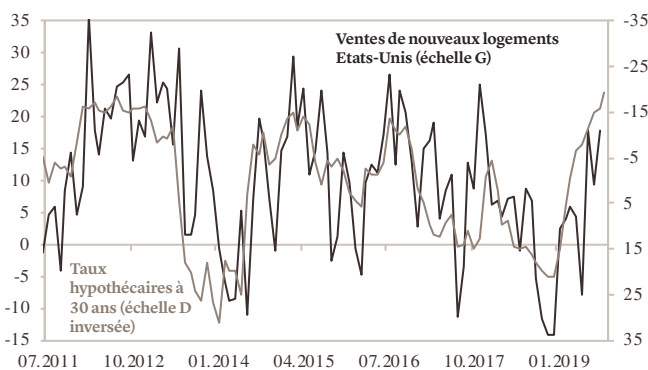
En résumé, nous devons nous attendre à ce que la croissance reste faible, mais une récession ne semble pas imminente - la consommation américaine reste soutenue par un marché du travail tendu, une croissance solide des salaires, de faibles prix des carburants (voir encadré page 11), un taux d'épargne élevé et un secteur immobilier en plein essor grâce au faible coût de la dette (voir graphique 3).

Dans ce contexte de risques marqués pour la croissance mondiale (au choc commercial évoqué plus haut s'ajoutent la saga du Brexit et les tensions croissantes au Proche-Orient) - mais sans récession américaine en vue - et donc de taux d'intérêt appelés à rester bas, nous continuons à privilégier un biais légèrement défensif sur les actions, des stratégies de portage (carry) sur le segment obligataire et des protections contre la volatilité telles que le yen, l'or et les options de vente (put).

Samy Chaar, Chef économiste

3. La baisse des taux a contribué à stimuler les ventes de maisons

En %, an/an



# Etats-Unis

## Atterrissage en douceur: une mission délicate

### L'essentiel en bref

- Résiliente, la consommation a porté la croissance au cours des derniers mois même si, conformément aux attentes, l'économie ralentit et revient sur sa moyenne.
- La situation générale se corse à mesure que les créations d'emploi ralentissent, que les incertitudes relatives au commerce perdurent et que certains développements, notamment dans le secteur manufacturier et les investissements des entreprises, soulèvent des inquiétudes.
- L'évolution sur le front du commerce sera déterminante, en particulier si les droits de douane américains annoncés sur une vaste gamme de produits de consommation sont effectivement appliqués, car ils pousseraient l'inflation à la hausse et entameraient la confiance des consommateurs.

Les perspectives de l'économie américaine prennent un tour nettement plus contrasté qu'aux stades antérieurs du cycle. La croissance globale du PIB a quelque peu ralenti, mais elle reste soutenue par une consommation vigoureuse. A l'inverse, le secteur manufacturier continue de souffrir, comme en témoigne l'indice ISM des directeurs d'achat, qui a fortement chuté au cours de l'année écoulée et indique désormais une contraction (voir graphique 4).

Parallèlement, la croissance de l'emploi, bien que toujours solide, ralentit progressivement depuis le début de l'année, avec une moyenne sur trois mois aujourd'hui inférieure d'environ 100'000 postes créés par rapport au niveau de janvier dernier. Les révisions préliminaires des données passées suggèrent que le rythme de création d'emplois pourrait même avoir été encore plus lent et à peine supérieur au seuil d'équilibre nécessaire pour suivre la croissance démographique.

Beaucoup dépend désormais des perspectives du commerce, qui constituent à nos yeux un risque majeur pour le dernier trimestre de cette année. Les nouveaux droits de douane sur les importations chinoises devant entrer en vigueur le 15 décembre toucheraient un large éventail de produits de consommation. Ils auraient de ce fait un impact plus direct sur l'inflation et, potentiellement, sur la confiance des consommateurs – qui a déjà commencé à vaciller selon certains sondages.

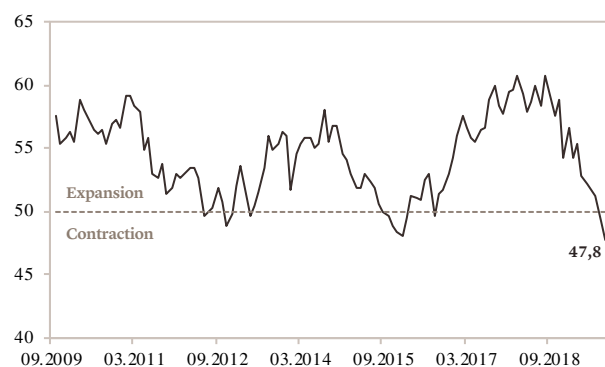
Tant que la pression sur les prix était modérée, la Réserve fédérale (Fed) pouvait « s'offrir le luxe » d'adopter une approche patiente et même d'assouplir sa politique. Or, la tendance de l'inflation s'est inversée depuis le milieu de l'année. L'IPC sous-jacent dépasse déjà les pics de 2018 et le déflateur du PCE, quoiqu'encore inférieur à la cible de 2% de la Fed, s'inscrit également à la hausse (voir graphique 5). Vu les conditions de fin de cycle et l'impact des tarifs douaniers encore à venir, la Fed pourrait voir sa marge de manœuvre diminuer au cours des prochains mois.

Dans un tel contexte, parvenir à un atterrissage en douceur est une mission complexe. La Fed pourrait bientôt être confrontée à une inflation non pas inférieure à ses attentes, mais au contraire suffisamment élevée pour restreindre sa liberté d'action. Dans le même temps, l'important déficit budgétaire et un Congrès divisé rendent l'adoption de mesures de relance budgétaire improbable en cas de ralentissement conjoncturel. La vigueur de la consommation a, jusqu'ici, apporté un soutien important à l'économie, mais l'affaiblissement du marché de l'emploi, une inflation plus élevée et des incertitudes persistantes pourraient constituer de nouveaux risques à mesure que l'économie ralentit et revient sur sa moyenne. La tâche de Jerome Powell pourrait bientôt devenir plus ardue.

*Bill Papadakis, Stratège macro*

#### 4. La croissance globale a bien résisté mais le secteur manufacturier donne des signes d'inquiétude

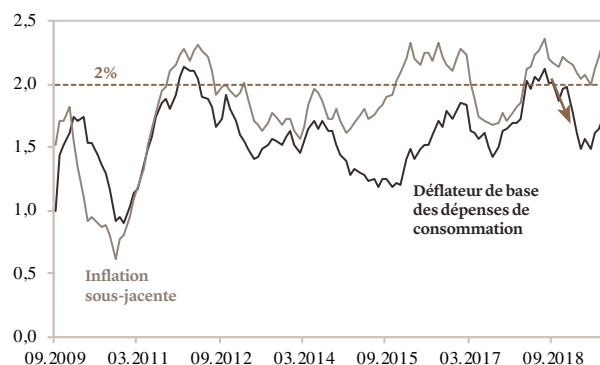
Sondage ISM manufacturier (historique sur 10 ans)



Sources: ISM, Bloomberg, calculs Lombard Odier

#### 5. L'inflation a commencé à se redresser

Evolution de l'IPC sous-jacent et du déflateur du PCE - En %, an / an



Sources: BEA, Bloomberg, calculs Lombard Odier

# Europe

## La politique budgétaire à la rescousse ?

### L'essentiel en bref

- Le ralentissement européen se poursuit et s'accroît, dans un contexte de risque lié aux tensions commerciales et au Brexit.
- La BCE jette toutes ses forces dans la bataille pour contrer les pressions à la baisse sur l'économie, réduisant ses taux et rétablissant les achats mensuels d'actifs, mais l'efficacité de ses mesures est incertaine.
- Un assouplissement budgétaire coordonné tirant profit des faibles coûts d'emprunt pour les gouvernements serait particulièrement utile à ce stade, mais les gouvernements tardent à agir.

La politique monétaire a constitué la première ligne de défense contre le ralentissement persistant de la zone euro. En septembre, la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé toute une série de mesures, incluant une baisse du taux de dépôt, un système de réserves par paliers protégeant les banques de l'impact des taux négatifs, une reprise des achats d'actifs et des conditions plus favorables pour les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO).

En dépit des ambitions affichées de la BCE, l'impact direct sur la croissance et l'inflation pourrait se révéler limité. Le taux directeur était déjà à un niveau très bas et la croissance du crédit a été si vigoureuse que certains régulateurs nationaux ont imposé des mesures macroprudentielles afin de prévenir les excès.

Une augmentation des dépenses publiques aurait un impact plus marqué. Mais le degré de coordination entre politiques monétaires et politiques budgétaires requis pour combattre le ralentissement en cours fait tout simplement défaut dans la zone euro. Pouvons-nous espérer un changement sur ce front ?

L'un des effets décisifs – et insuffisamment souligné – du paquet de mesures de la BCE est la création d'une marge de manœuvre budgétaire. Avec les achats d'actifs à durée indéterminée et la poursuite des réinvestissements, les rendements des obligations gouvernementales vont rester faibles. La BCE a même joint la parole aux actes, appelant explicitement les gouvernements à actionner le levier budgétaire. Cette invitation s'adressait surtout aux pays du noyau dur, qui disposent d'une grande marge de manœuvre budgétaire (voir graphique 6), mais ont refusé jusqu'ici de l'utiliser.

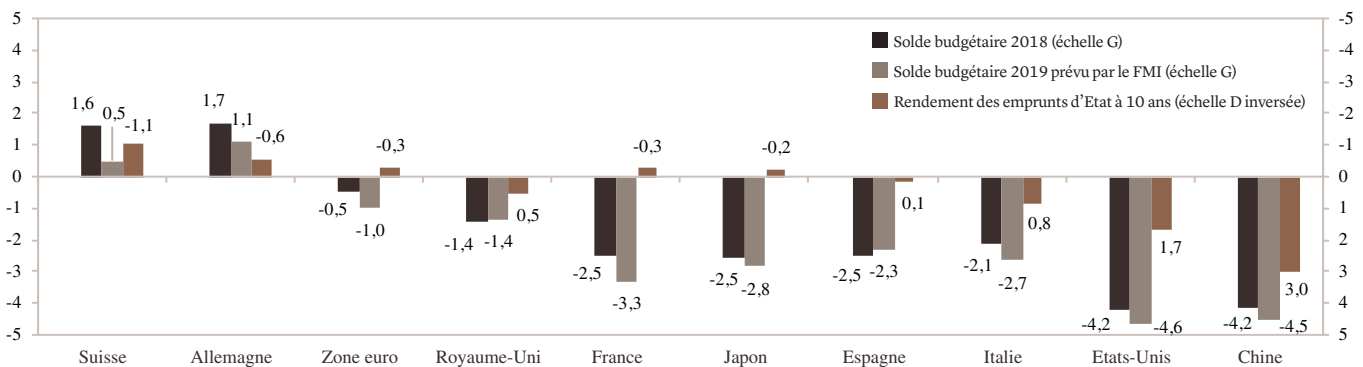
La faiblesse persistante de l'économie et les coûts d'emprunt extrêmement bas sont autant d'arguments convaincants en faveur de l'adoption de mesures de relance budgétaire. Et de premiers signes encourageants commencent à poindre. Le gouvernement néerlandais a récemment annoncé un assouplissement budgétaire équivalant à environ 1% du PIB dans son budget 2020, ainsi qu'un fonds d'investissement pluriannuel pour améliorer la croissance potentielle. Si l'Allemagne se montre toujours réticente, le débat semble prendre à aussi une nouvelle tournure (l'annonce récente d'un plan pluriannuel pour la protection du climat et la transition énergétique pourrait constituer un premier pas dans cette direction).

Tandis que la réponse apportée par la politique monétaire dans la zone euro a souvent dépassé les attentes, celle de la politique budgétaire a eu tendance à les décevoir. Un changement radical semble peu probable, mais nous restons à l'affût de signes indiquant que le vent tourne, car une posture budgétaire plus équilibrée améliorerait sensiblement les perspectives de moyen terme. La situation doit peut-être encore se détériorer pour que des signes plus clairs apparaissent, mais ce moment semble beaucoup plus proche aujourd'hui qu'il y a quelques mois.

*Bill Papadakis, Stratège macro*

### 6. Le faible coût d'emprunt et un solde public sain sont autant d'arguments en faveur d'une relance budgétaire dans la zone euro

Solde budgétaire (en % du PIB) et rendement des emprunts d'Etat à 10 ans (en %)



Sources : Bloomberg, FMI, calculs Lombard Odier

# Japon

## L'après hausse des taxes à la consommation

### L'essentiel en bref

- Après avoir mis en œuvre la hausse tant attendue de la TVA, les dirigeants japonais vont maintenant s'efforcer d'en maîtriser les conséquences économiques à court terme.
- La BoJ suivra probablement l'exemple de la BCE, s'appuyant davantage sur des taux négatifs, mais elle est confrontée à des contraintes politiques et techniques importantes.
- Le contexte politique reste favorable à une mise en œuvre progressive de l'Abénomie, même si la volonté d'Abe Shinzo de réviser la Constitution fait planer un risque sur la dynamique des réformes au cours des prochaines années.

C'est fait: le 1<sup>er</sup> octobre, le Japon a porté la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) de 8% à 10% sur l'ensemble des biens et services, à l'exception des denrées alimentaires et des boissons. Cette quatrième hausse depuis 1989 sera sans conteste la principale source de volatilité des indicateurs de la consommation intérieure au cours des prochains mois. L'anticipation de certains achats (confirmée par le bond des ventes de détail au mois d'août) et la hausse des prix vont peser au moins temporairement sur la consommation, comme lors des précédentes hausses de TVA (voir graphique 7).

Il va sans dire que les responsables politiques vont maintenant devoir se consacrer presque exclusivement à la maîtrise de l'impact de cette mesure. Nous avons souligné précédemment que le cabinet de Shinzo Abe semble beaucoup mieux préparé cette fois-ci, avec des exemptions plus spécifiques, des systèmes d'incitation progressifs pour les consommateurs (rabais pour les transactions sans espèces) et un soutien budgétaire ciblé pour les ménages. De plus, si des mesures supplémentaires devaient

s'avérer nécessaires, le parti au pouvoir dispose d'un nombre largement suffisant de sièges à la Diète pour les faire adopter rapidement. Parallèlement, la Banque du Japon (BoJ) a déjà signalé qu'elle examinera activement l'opportunité de changements de politique lors de sa réunion de fin octobre.

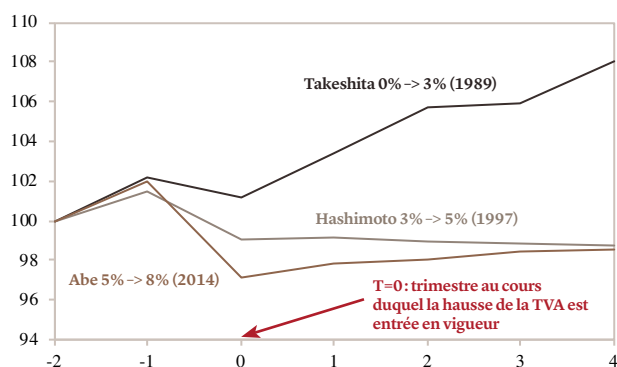
Aucun des instruments d'assouplissement dont dispose actuellement la BoJ ne serait cependant aisé à mettre en œuvre. Elle ne peut envisager des achats directs d'actifs étrangers en raison des sensibilités du G7 (en particulier des Etats-Unis) et ses achats intérieurs sont limités par la pénurie d'actifs financiers disponibles. L'option la plus évidente pour la BoJ consiste donc à associer des taux d'intérêt encore plus négatifs à un système de réserves par paliers – soit précisément les solutions retenues par la BCE. Par rapport à cette dernière, la BoJ pourrait toutefois se heurter à une opposition encore plus vive du secteur bancaire, très contrarié par l'impact des taux négatifs sur son activité (voir graphique 8). Le prochain ajustement de la politique monétaire pourrait donc se résumer à une réduction de 10 pb du taux appliqué à une partie des réserves excédentaires des banques.

La bonne nouvelle pour le Japon est que le contexte politique reste favorable à une mise en œuvre régulière de l'Abénomie. Après la récente victoire à la Chambre haute, le Premier ministre a remanié son cabinet en faveur de proches alliés et a coopté intelligemment ses plus jeunes rivaux – renforçant ainsi sa capacité à maintenir le cap pendant le reste de son mandat et à agir sur les questions de libre-échange, d'énergie nucléaire et autres réformes. Cela dit, le fait qu'Abe Shinzo semble vouloir laisser un héritage à long terme signifie qu'il continuera de chercher à réviser la Constitution du pays. Il s'agit là d'un risque majeur pour la dynamique de réforme au Japon à moyen terme.

*Homin Lee, Stratège macro - Asie*

### 7. L'impact de la TVA se fera sentir au 4T 2019

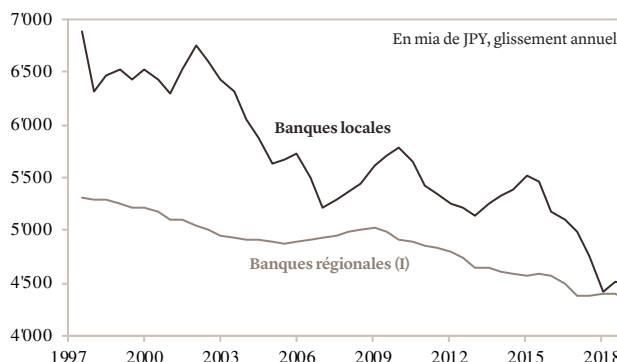
Niveau de consommation réelle autour des précédentes hausses de TVA (niveau T-2 = 100)



Sources: CEIC, Bloomberg, calculs Lombard Odier

### 8. Les banques japonaises restent mécontentes des marges d'intérêt

Marge d'intérêt des banques locales et régionales (I)



Sources: CEIC, calculs Lombard Odier



# Marchés émergents

## Une vague massive de baisses de taux

### L'essentiel en bref

- Les perturbations dans les échanges commerciaux et l'incertitude généralisée ont pesé sur le monde émergent.
- Par chance, l'amélioration des fondamentaux et l'assouplissement monétaire considérable aident les économies émergentes à affronter l'environnement mondial plus difficile.
- Cette résilience serait mise à l'épreuve dans un scénario d'aversion au risque généralisée ou de détérioration marquée des fondamentaux intérieurs – entraînant des sorties de capitaux, une dépréciation des devises et une résurgence de l'inflation.

Que les marchés émergents ralentissent en raison du différend commercial entre les deux plus grandes puissances économiques mondiales n'a rien de surprenant. Bien que des forces séculaires puissent également jouer un rôle, la plupart des économies émergentes sont ouvertes, dépendantes des exportations et/ou des importations et fermement intégrées dans des chaînes de valeur mondiales de plus en plus complexes.

Au 1<sup>er</sup> trimestre 2019, la croissance du PIB du bloc émergent a ainsi atteint un plus bas (hors épisodes de crise), aucune région n'échappant au reflux. Sans surprise, l'Asie, grand producteur / exportateur étroitement lié à la Chine, a immédiatement fait les frais des perturbations commerciales. L'Amérique latine a, pour sa part, signé la moins bonne performance régionale, souffrant non seulement de la baisse des prix des matières premières et de la montée des incertitudes sur le plan mondial, mais aussi d'un certain nombre de problèmes idiosyncratiques. Enfin, s'agissant de l'Europe de l'Est, sa trajectoire économique est étroitement corrélée aux indicateurs manufacturiers de la zone euro, et plus particulièrement à ceux de l'Allemagne, qui ont fortement baissé.

Cela dit, le léger rebond enregistré sur la période d'avril à juin suggère que les économies émergentes sont capables de résilience. Leurs fondamentaux se sont améliorés ces dernières années, notamment en termes de balance courante et de réserves de change, ce qui renforce leur crédibilité et la confiance à leur égard à plus long terme. Autre point important, les banques centrales émergentes ont été en mesure de baisser les taux, emboitant le pas à leurs homologues américaine et d'autres pays développés. Le bloc émergent a ainsi connu une importante vague d'assouplissement financier cette année: 14 des 18 autorités monétaires que nous suivons ont baissé leur taux directeur (voir graphique 9) et au moins 10 d'entre elles disposent d'une marge de manœuvre suffisante pour prendre des mesures supplémentaires.

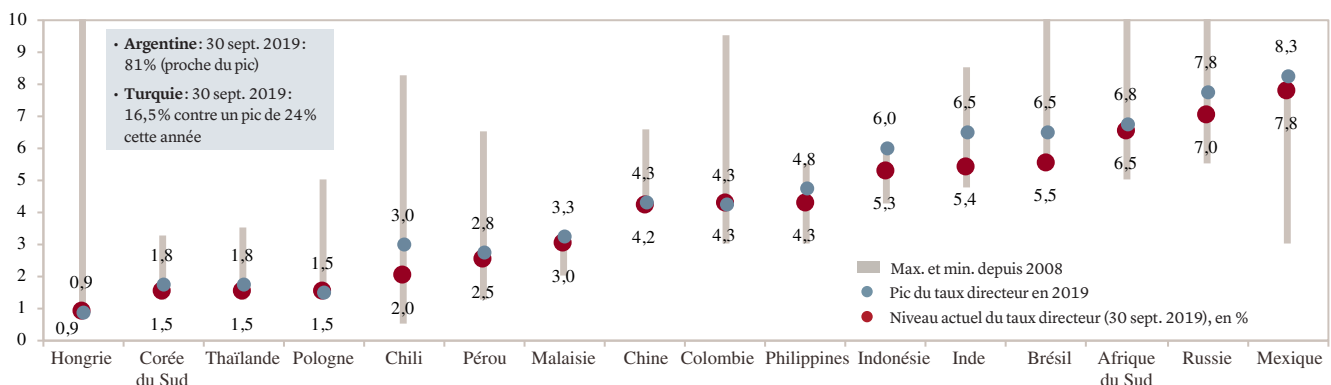
Naturellement, dans un scénario d'aversion au risque généralisée qui verrait des sorties de capitaux exercer une pression à la baisse sur les monnaies et, partant, compliquer le service de la dette extérieure et alimenter l'inflation, cette tendance à l'assouplissement monétaire serait interrompue. Une telle fuite des capitaux pourrait également être déclenchée par des problèmes fondamentaux intérieurs, au premier titre desquels une augmentation de la dette (qui atteint aujourd'hui un niveau record d'USD 69'000 milliards ou 216% du PIB).

Au final, en l'absence d'un règlement clair du différend commercial sino-américain, le mieux que l'on puisse attendre des marchés émergents est qu'ils s'en sortent tant bien que mal.

*Stéphanie de Torquat, Stratège macro*

### 9. Taux directeurs des principales banques centrales émergentes

Niveau actuel, pic de 2019 et min./max. sur 10 ans



Sources : Bloomberg, calculs Lombard Odier



# Allocation d'actifs

## Une stratégie prudente de portage reste de mise

### L'essentiel en bref

- Au trimestre dernier, deux forces se sont opposées : d'un côté l'approche nettement plus accommodante des banques centrales et, de l'autre, une nouvelle escalade du différend commercial sino-américain.
- Les prix du pétrole ont grimpé brutalement mi-septembre suite à l'attaque contre des installations pétrolières saoudiennes – preuve que le risque géopolitique reste bien présent.
- Les actions mondiales et les spreads de crédit ont pour ainsi dire effectué un aller-retour, mais le trimestre s'est terminé sur une baisse des rendements des obligations gouvernementales ainsi qu'une appréciation du dollar américain et de l'or.
- Le 4<sup>e</sup> trimestre pourrait voir se poursuivre la récente dynamique du marché, les perspectives du commerce mondial déterminant l'appétit des investisseurs pour les actions.
- Au cours des trois derniers mois, nous avons maintenu inchangé le niveau de risque de notre allocation d'actifs. Nous avons clôturé notre surpondération des obligations émergentes en monnaie locale et décidé de surpondérer plutôt leurs homologues libellées en monnaies fortes. Nous avons également réduit notre surpondération de l'or dans les portefeuilles en EUR et en CHF et accentué notre exposition à l'immobilier direct dans les portefeuilles en EUR.

nouveau repli marqué des rendements gouvernementaux (voir graphique 10) et des spreads globalement inchangés. Ainsi, le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans et celui du Bund allemand à 10 ans sont tombés à leurs plus bas niveaux depuis le début de l'année à respectivement +146 pb et -71 pb.

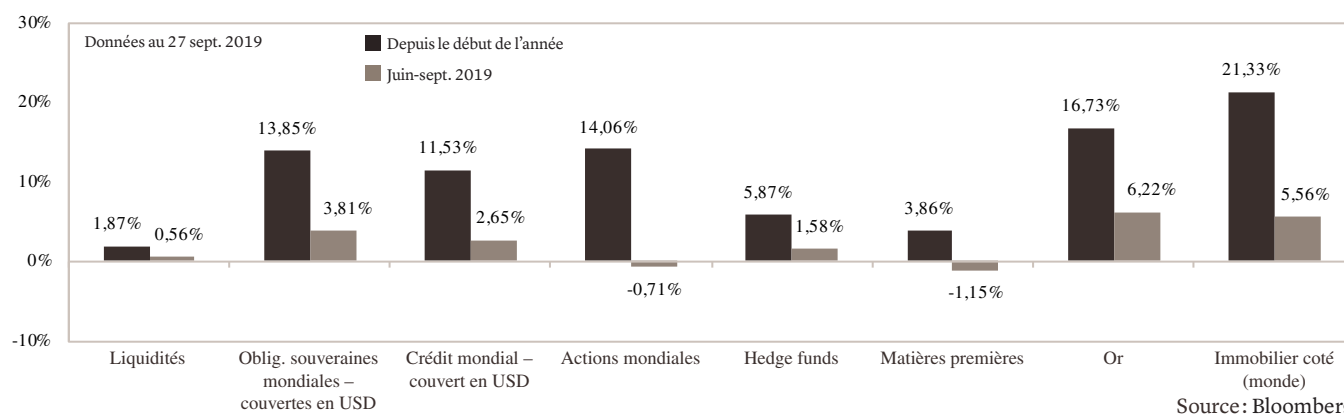
Deux forces opposées ont été à l'œuvre pendant la période. D'un côté, les banques centrales ont adopté une orientation résolument plus accommodante. La Fed a procédé à deux baisses de taux de 25 pb chacune et la BCE a abaissé son taux directeur de 10 pb, tout en annonçant de nouveaux achats d'actifs et des mesures d'assouplissement supplémentaires. De l'autre côté, le différend commercial entre les Etats-Unis et la Chine s'est encore aggravé, les deux parties promettant des droits de douane supplémentaires. De ce fait, la volatilité des marchés déjà observée au 2<sup>e</sup> trimestre s'est poursuivie, exacerbée par une faiblesse saisonnière de la liquidité au mois d'août. La saison de publication des résultats des sociétés a été globalement conforme aux attentes et a confirmé que nous demeurons dans un contexte de faible croissance des bénéfices. Enfin, les prix du pétrole ont grimpé brutalement mi-septembre suite à l'attaque contre des installations pétrolières saoudiennes. Même s'ils sont depuis lors quasiment retombés à leurs niveaux d'avant l'attaque, force est de constater que le risque géopolitique reste bien présent (voir encadré, page 11).

Les actions mondiales et les spreads de crédit ont pour ainsi dire effectué un aller-retour, mais le trimestre s'est terminé sur une baisse des rendements des obligations gouvernementales (voir graphique 11, page 10) ainsi qu'une appréciation du dollar américain et de l'or. Notons également que les marchés actions ont connu une importante rotation au mois de septembre, des titres de croissance vers les titres de valeur (voir le graphique 12, page 10). Le tableau en ce début octobre est celui d'un recul des rendements des obligations d'Etat et d'une dynamique boursière mondiale faible. La demande d'actifs refuges perdure et les

Le trimestre qui vient de prendre fin a connu une dynamique de marché similaire à celle observée au trimestre précédent. Entre juillet et septembre, les actions mondiales et les matières premières ont dégagé une performance nulle ou négative, tandis que le crédit mondial restait en territoire positif, soutenu par un

### 10. Performances des classes d'actifs mondiales

Performance totale



investisseurs semblent être positionnés de manière globalement défensive.

Nous nous attendons à ce que les récentes tendances macroéconomiques perdurent durant le 4<sup>e</sup> trimestre, le soutien des banques centrales compensant dans une certaine mesure les incertitudes commerciales, sur fond de ralentissement de la croissance et de faible inflation. S'agissant des marchés financiers, nous pourrions voir se poursuivre la dynamique des six derniers mois, les perspectives du commerce mondial déterminant l'appétit des investisseurs pour les actions. Dans l'univers du crédit, les écarts devraient évoluer dans une fourchette et les rendements provenir de la composante de portage (carry). Enfin, les rendements des obligations d'Etat devraient rester faibles et continuer de soutenir les valorisations des actions.

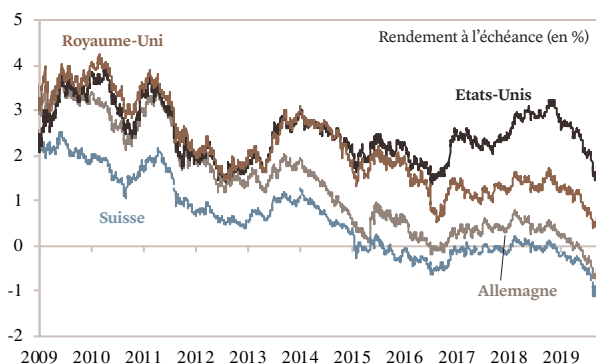
**Au cours des trois derniers mois, nous avons maintenu inchangé le niveau de risque de notre allocation d'actifs. Nous avons clôturé notre surpondération des obligations émergentes en monnaie locale et décidé de surpondérer plutôt leurs homologues libellées en monnaies fortes – dans l'ensemble des portefeuilles. Dans les portefeuilles en EUR et en CHF, à des fins de diversification supplémentaire, nous avons également réduit notre surpondération de l'or. Et nous avons accentué notre exposition à l'immobilier direct dans les portefeuilles en EUR.**

Globalement, nous conservons une allocation d'actifs défensive, sous-pondérant les actions et surpondérant l'or et le yen japonais. Notre préférence va toujours clairement aux stratégies de portage (carry) – les obligations émergentes en monnaies fortes et l'immobilier en sont deux exemples – qui bénéficient de la conjugaison du ralentissement de la croissance mondiale et de l'orientation très accommodante des banques centrales. Nous conservons des protections à la baisse supplémentaires sous la forme d'options de vente (put) sur des indices larges d'actions.

*Carolina Moura Alves, Responsable de l'allocation d'actifs  
Sophie Chardon, Stratège cross-asset*

### 11. Les rendements tendent toujours à la baisse

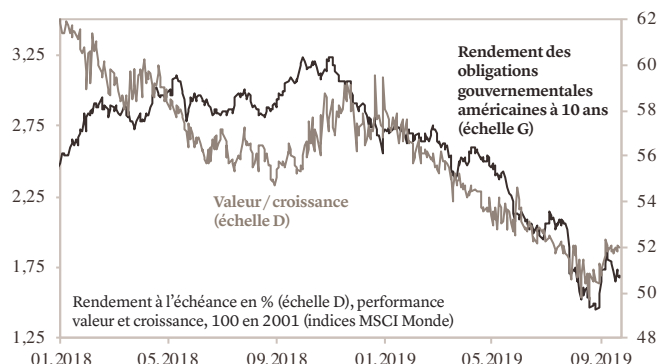
Les rendements européens se sont enfoncés plus avant en territoire négatif



Source: Bloomberg

### 12. Les titres de valeur ont surperformé en septembre...

... en parallèle avec l'évolution des rendements



Source: Bloomberg

## Implications des attaques en Arabie saoudite pour les marchés pétroliers

Les marchés pétroliers ont été secoués à la mi-septembre par les attaques perpétrées sur des installations pétrolières en Arabie saoudite (voir graphique 13). Après la publication du communiqué de Saudi Aramco, le risque d'un choc pétrolier de longue durée a considérablement diminué, le marché disposant d'un calendrier précis pour évaluer l'avancement des réparations (voir graphique 14). De notre point de vue, les deux principales implications pour le marché pétrolier sont (i) que l'événement n'aura pas d'impact sur le marché physique puisque les stocks saoudiens compenseront les pertes de production jusqu'à ce que les installations aient recouvré leur niveau normal d'activité (prévu pour fin septembre), mais (ii) que le marché pétrolier sera vulnérable à de nouvelles perturbations, du fait de capacités disponibles limitées en Arabie saoudite pendant plusieurs mois.

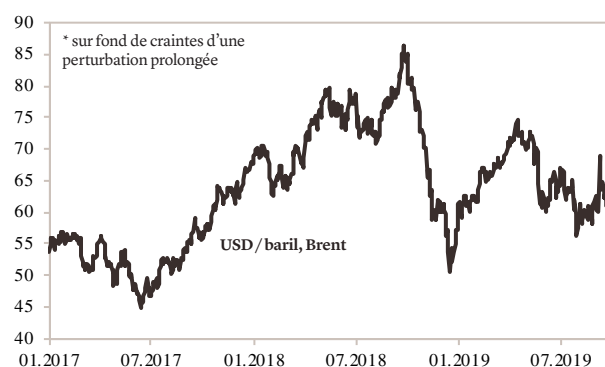
Si Saudi Aramco respecte son échéancier de réparations, élément déterminant que les acteurs du marché surveilleront de près, l'impact sur notre modèle d'offre / demande, et sur les stocks en particulier, restera limité. **Notre scénario central prévoit donc toujours un Brent se négociant aux alentours d'USD 60 le baril**, la demande souffrant des incertitudes qui pèsent sur le commerce mondial. Durant l'été, nous avons en effet revu à la baisse nos prévisions à 12 mois pour le Brent, les amenant à ce niveau pour tenir compte du ralentissement économique en cours et de ses conséquences en termes de demande de pétrole pour le reste de l'année et en 2020. De nouvelles mesures seraient nécessaires de la part de l'OPEP / la Russie pour limiter l'offre excédentaire (des réductions supplémentaires de la production figureront probablement à l'agenda de leur prochaine réunion) et maintenir les cours du Brent au-dessus de USD 60 / baril (cours que l'organisation considère comme un plancher).

Cela dit, même si le contexte fondamental reste inchangé, **nous identifions au moins trois risques susceptibles de soutenir une volatilité haussière des prix du pétrole à court terme**: (i) la vulnérabilité accrue du marché pétrolier en l'absence des habituelles capacités excédentaires saoudiennes, (ii) la montée du risque géopolitique au Proche-Orient et (iii) les incertitudes quant à la réparation des installations de production, qui pourrait prendre plus de temps que prévu initialement.

L'OPEP aime se définir comme la banque centrale du marché pétrolier, fournissant ou retirant des liquidités lorsque cela est nécessaire pour atténuer la volatilité des prix. Mais en réalité, l'Arabie saoudite a toujours été le principal pourvoyeur de ces liquidités. Jusqu'à la mi-septembre, le pays produisait 9,8 millions de barils par jour (mb/j), ce qui correspond à une capacité de réserve théorique de 1,3 mb/j – temporairement indisponible. En dehors de l'Arabie Saoudite, nous estimons à environ 0,8 mb/j les capacités excédentaires restantes, réparties entre la Russie, les Emirats arabes unis et le Koweït. L'OPEP disposera donc d'une marge de manœuvre très réduite jusqu'à ce que l'Arabie saoudite recouvre ses pleines capacités de production.

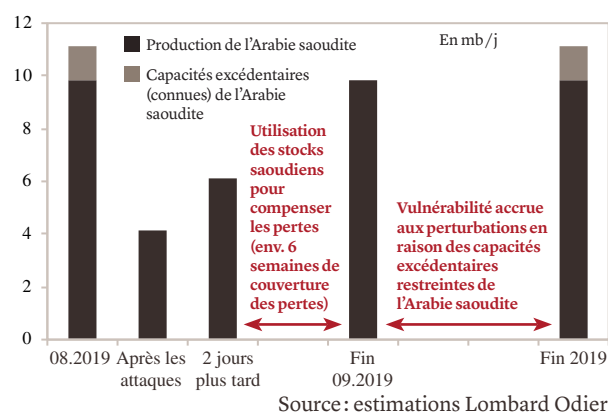
### 13. Les attaques en Arabie Saoudite ont réduit de moitié la production quotidienne du royaume

Les cours du pétrole ont progressé de près de 15% en une journée\*



### 14. Evolution prévue de la production et des capacités excédentaires de l'Arabie saoudite au cours des prochains mois

... selon le communiqué officiel



## Devises

# Comment se positionner sur les changes dans un contexte de banques centrales toujours plus accommodantes

### L'essentiel en bref

- Bien qu'il soit appelé à conserver son statut de valeur refuge, nous anticipons toujours un léger affaiblissement du dollar à moyen terme – la déconnexion entre valeur et fondamentaux se creuse et les futures baisses des taux américains pèseront probablement sur le billet vert.
- L'euro intègre déjà une bonne part des facteurs négatifs : un retournement des données allemandes ou des indices explicites de relance budgétaire nous inciterait à constituer des positions longues avec une plus forte conviction.
- Nous conservons notre position neutre sur le CHF (la BNS devrait défendre un taux de change de 1,08-1,09), préférons rester à l'écart de la GBP tant que la probabilité d'un Brexit sans accord n'aura pas nettement diminué, et apprécions toujours le JPY à des fins de couverture (malgré le caractère saisonnier défavorable à court terme).
- Hors intensification des frictions, nous ne voyons guère de raison que le CNY s'affaiblisse nettement.

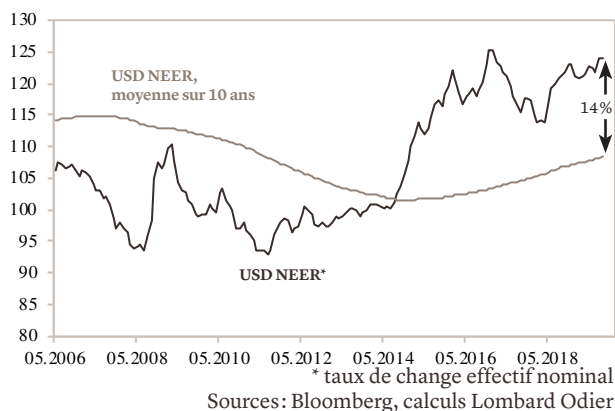
Suite aux mesures supplémentaires d'assouplissement décidées par les deux principales banques centrales (Fed et BCE), les marchés des changes devraient se retrouver aux prises avec des forces opposées : des conditions monétaires plus accommodantes poussant les investisseurs vers des opérations de portage (positif pour le risque), mais aussi des incertitudes persistantes liées au différend commercial sino-américain et, potentiellement, à la récente escalade des tensions entre l'Arabie saoudite et l'Iran (négatif pour le risque).

Globalement, le dollar américain conservera son statut de valeur refuge en cette période de risques géopolitiques et conjoncturels accrus. La surévaluation du billet vert (par rapport aux différentiels de taux et à la tendance à long terme) s'est cependant considérablement renforcée et devrait commencer à

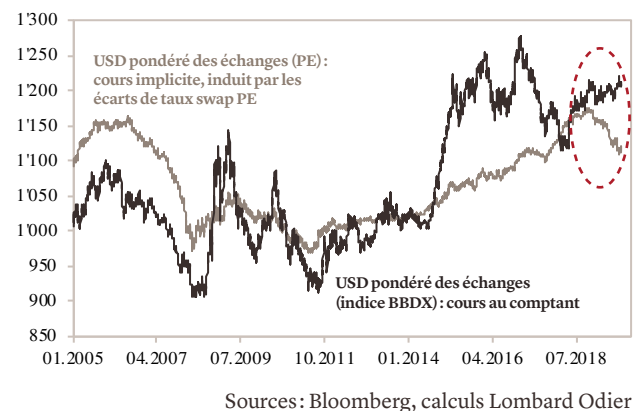
exercer une pression baissière (voir graphiques 15 et 16). De plus, et malgré le fait que les prévisions de la Fed (points médians du « dot plot ») ne pointent pas vers un assouplissement supplémentaire, il faut souligner que sept des dix-sept membres du Federal Open Market Committee (FOMC) se sont exprimés en faveur d'une baisse des taux avant la fin de l'année. Jerome Powell a également corroboré – assez subtilement – ce biais accommodant lors de sa conférence de presse. Il a souligné à plusieurs reprises les principaux risques pesant sur les perspectives (commerce, géopolitique, économie mondiale) et affirmé que des réductions importantes pourraient être nécessaires en cas de nouvelle détérioration de l'activité macroéconomique. Le président de la Fed a également déclaré que, face à des risques croissants, il convient d'agir de manière préventive plutôt que d'adopter une position attentiste. Aucun élément ne nous incite à changer notre scénario central de modeste affaiblissement du dollar américain à moyen terme, d'autant que la déconnexion par rapport aux fondamentaux a atteint des niveaux historiquement compatibles avec un retournement de tendance. Cela dit, ce ne se fera pas sans soubresauts.

S'agissant de l'euro, nous conservons notre léger biais à la hausse sur l'EURUSD pour les prochains mois. En dépit de leur ampleur, les mesures de la BCE n'ont pas suffi à freiner la monnaie unique. Les taux courts ont grimpé en flèche depuis la réunion de la BCE, apportant un certain soutien à l'euro. De plus, les différentiels de taux avec les Etats-Unis laissent penser que l'EURUSD devrait dépasser ses niveaux actuels (voir graphique 17, page 13). Enfin, nous pensons qu'une grande partie des facteurs négatifs (ralentissement de la zone euro et assouplissement de la BCE) a déjà été prise en compte. Certes, notre prévision d'un EURUSD à 1,15 à la fin 2019 pourrait devoir être revue à la baisse, mais notre message reste que les chances sont plus élevées de voir la paire terminer l'année plus

15. Dollar nettement au-dessus de sa moyenne de long terme



16. USD déconnecté des différentiels de taux



haut que le niveau actuel. Nous préférons néanmoins ne pas exposer les portefeuilles. Un retournement des données allemandes et/ou des indices explicites des autorités du pays laissant entrevoir une relance budgétaire nous inciteraient à constituer des positions longues avec une plus grande conviction.

Nous maintenons notre position neutre sur le franc suisse. D'une part, la propension au risque demeure timide, ce qui constitue un facteur de soutien pour la monnaie. D'autre part, cependant, la Banque nationale suisse (BNS) sera présente sur le marché des changes et nous pensons qu'elle pourrait raisonnablement vouloir défendre un niveau de 1,08-1,09, bien que ses interventions resteront probablement modestes. De plus, les importantes révisions à la baisse de ses prévisions d'inflation suggèrent que la BNS n'exclut pas totalement une baisse des taux – ou du moins que les taux resteront bas durablement.

Concernant la livre sterling, les récents développements donnent à penser que la probabilité d'un Brexit sans accord au 31 octobre a sensiblement diminué. Cela dit, ce risque extrême ne s'est pas entièrement dissipé, raison pour laquelle la livre intègre toujours une prime de risque conséquente. Selon nos estimations, la GBPUSD est sous-évaluée d'environ 11% et l'EURGBP surévaluée de plus de 7% (voir graphique 18). Nous préférons rester à l'écart pour l'instant et attendons d'y voir plus clair sur la date d'une éventuelle élection générale, les possibles alliances entre partis (p. ex. Conservateurs et parti du Brexit) ainsi que les sondages sur les intentions de vote. La probabilité d'une sortie sans accord devrait finir par diminuer fortement (selon notre scénario central), et la livre sterling s'appréciera alors nettement. Mais nous n'en sommes pas encore là.

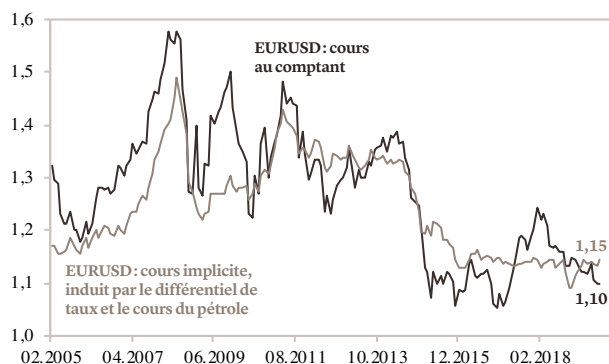
Après son envolée plus tôt cette année et en raison des effets saisonniers négatifs en octobre-novembre, le yen devrait prochainement connaître une phase de consolidation. Cependant, le cycle arrive à maturité et la monnaie est plutôt sous-évaluée (de près de 10% par rapport au dollar américain selon nos estimations). Nous pensons par ailleurs que des positions courtes sur l'USDJPY dans des portefeuilles mondiaux diversifiés permettent toujours de se prémunir contre les risques commerciaux et géopolitiques croissants. Somme toute, l'USDJPY pourrait baisser encore quelque peu sur le moyen terme.

La Chine a, selon nous, fait preuve de prudence et de retenue dans la gestion de son différend commercial avec les Etats-Unis, ce qui explique pourquoi l'USDCNY, après avoir atteint près de 7,20, s'est replié à environ 7,10. Nous estimons que cela s'inscrit dans le droit fil de la volonté de la Chine, affichée de longue date, d'assurer la stabilité de sa monnaie et de ses marchés financiers. Hors intensification des frictions, nous ne voyons guère de raison que le CNY s'affaiblisse nettement.

Au sein des devises nordiques, nous préférons la couronne norvégienne à sa consœur suédoise en raison de meilleurs fondamentaux sous-jacents (et d'un bon portage au sein du G10), des prix du pétrole et du risque pesant selon nous sur la couronne suédoise d'un retour de la Riksbank à une politique plus accommodante. Dans l'univers des monnaies liées aux matières premières, nous pensons que le dollar australien est proche d'un creux car fortement sous-évalué après plusieurs mois de dépréciation (plus de 17%). Nous nous attendons aussi à ce que le dollar canadien s'apprécie marginalement sur fond de hausse des prix du pétrole et de développements positifs sur le marché de l'emploi.

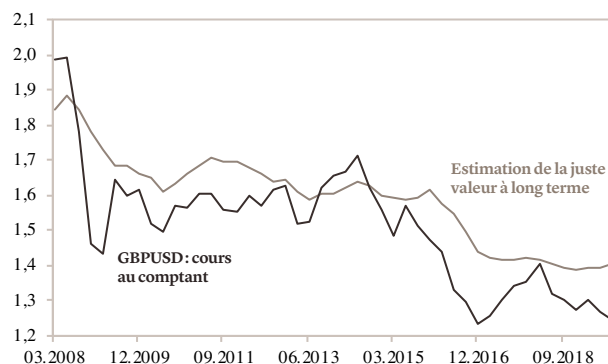
*Vasileios Gkionakis, Responsable de la stratégie FX globale*

#### 17. EURUSD légèrement sous-évalué



Sources: Bloomberg, calculs Lombard Odier

#### 18. Livre sterling fortement sous-évaluée en raison de la prime de risque liée au Brexit



Sources: Bloomberg, calculs Lombard Odier



## Information importante

Le présent document de marketing a été préparé par Banque Lombard Odier & Cie SA (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 Regulation Authority (PRA) et soumise à une réglementation limitée par la Financial Conduct Authority (FCA) et la 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 et réglementation par la FCA. La réglementation britannique sur la protection des clients privés au Royaume-Uni et les indemnités définies dans le cadre du Financial Services Compensation Scheme ne s'appliquent pas aux investissements ou aux services fournis par une personne à l'étranger (« overseas person »).** Par ailleurs, la publication du présent document de marketing a également été approuvée pour utilisation par l'entité suivante domiciliée au sein de l'Union européenne: **Espagne:** Lombard Odier Gestión (España) SGIIC., 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 de marketing a été approuvée pour utilisation en Suisse par Banque Lombard Odier & Cie SA Genève, une banque et négociants en valeurs mobilières soumise à la réglementation de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). **Etats-Unis:** Ni ce document ni aucune copie de ce dernier ne peuvent être envoyés, emmenés, distribués ou remis aux Etats-Unis d'Amérique ou dans un de leurs territoires, possessions ou zones soumises à leur juridiction, ni à une Personne américaine ou dans l'intérêt d'une telle personne. A cet effet, le terme « US-Person » désigne tout citoyen, ressortissant ou résident des Etats-Unis d'Amérique, tout partenariat organisé ou existant dans un Etat, territoire ou possession des Etats-Unis d'Amérique, toute société soumise au droit des Etats-Unis d'Amérique ou d'un Etat, territoire ou possession des Etats-Unis d'Amérique, ou toute propriété ou tout trust soumis à l'impôt fédéral des Etats-Unis d'Amérique quelle que soit la source de ses revenus.

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

**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.

**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](http://www.lombardodier.com/privacy-policy).

© 2019 Banque Lombard Odier & Cie SA – Tous droits réservés. Réf. LOCH/LOESA-GM-fr-062019.



## SUISSE

### GENÈVE

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

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

#### Lombard Odier Asset Management (Switzerland) SA

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

### FRIBOURG

#### Banque Lombard Odier & Cie SA · Bureau de Fribourg<sup>1</sup>

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

### LAUSANNE

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

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

### VEVEY

#### Banque Lombard Odier & Cie SA · Agence de Vevey<sup>1</sup>

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

### ZÜRICH

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

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

## EUROPE

### 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).*

### LONDRES

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

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

*La banque est supervisée par la Prudential Regulation Authority (PRA) et assujettie à certaines des règles de la Financial Conduct Authority (FCA) et de la PRA. Sur demande, vous pouvez obtenir auprès de notre banque de plus amples informations 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 et autorisé par 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 supervisé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) au Luxembourg.*

### Lombard Odier Funds (Europe) S.A.

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

### MADRID

#### Lombard Odier (Europe) S.A. · Sucursal en España<sup>2</sup>

Paseo de la Castellana 66 · 4<sup>a</sup> Pl. · 28046 Madrid · España · madrid@lombardodier.com

*Etablissement de crédit supervisé en Espagne par Banco de España et la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).*

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

Paseo de la Castellana 66 · 4<sup>a</sup> Pl. · 28046 Madrid · España · madrid@lombardodier.com

*Société de gestion soumise à la surveillance de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).*

### MILAN

#### Lombard Odier (Europe) S.A. · Succursale in Italia<sup>2</sup>

Via Santa Margherita 6 · 20121 Milano · Italia  
milano-cp@lombardodier.com

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

### MOSCOU

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

Letnikovskaya st.2, bld.1 · 115114 · 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.fi.*

## AFRIQUE | AMERIQUES | MOYEN-ORIENT

### ABU-DHABI

#### Bank Lombard Odier & Co Ltd · Abu Dhabi Global Market Branch

Al Maryah Island · Abu Dhabi Global Market Square · Al Sila Tower · Abu Dhabi  
abudhabi@lombardodier.com

*Etablissement d'offres en investissement · Conseil en investissement ou en crédit · Octroi de crédits. Réglementé par l'Autorité de réglementation des services financiers de l'ADGM.*

### 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.*

## ISRAËL

### 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.*

### 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. Titulaire d'une licence de conseiller en investissement. Res. SMV No.528-2013.*

## ASIE - PACIFIQUE

### 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.*

### 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 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)