

Stratégie de Placement Clientèle Privée

1/4

Décembre 2019 · 1^{er} trimestre

Perspectives macroéconomiques

Lendemain de crise
commerciale

p.03

Publication de Lombard Odier
Investment Solutions - Strategy
éditée trimestriellement**Informations importantes**
Veuillez lire les informations impor-
tantes figurant à la fin du document.
Clôture de la rédaction :
2 décembre 2019

Points clés

- Notre scénario de base pour la nouvelle année ne prévoit qu'une reprise laborieuse à partir des faibles niveaux d'activité de 2019, à moins que les négociateurs américains et chinois ne parviennent à un accord commercial convaincant et durable.
- Aux Etats-Unis, une consommation solide devrait éloigner le spectre de la récession, sans pour autant empêcher la croissance de ralentir encore vers son niveau potentiel.
- Les facteurs externes devraient permettre une certaine reprise en Europe, qui interviendra probablement de manière progressive à défaut de réel catalyseur.
- Sachant qu'un Brexit avec accord semble désormais possible, la croissance du Royaume-Uni devrait enfin se redresser en 2020, soutenue également par un cap budgétaire plus expansionniste.
- Au Japon, les retombées de la hausse de la TVA ont été pires que prévu. Une relance budgétaire énergique et conséquente est donc à attendre, avec la BoJ en appui.
- La baisse des taux dans nombre de pays émergents a permis de compenser partiellement le ralentissement des échanges commerciaux en 2019 - et cet assouplissement monétaire n'a pas encore pleinement déployé ses effets.
- Avec des valorisations désormais moins attrayantes, le portage (carry) devrait être la stratégie de base dans les portefeuilles multi-actifs - et la flexibilité sera de mise. Au-delà des sources de revenus traditionnelles, notre préférence va à la dette des ME libellée en monnaies fortes, au haut rendement mondial, à l'immobilier et aux infrastructures.
- Les vents favorables au dollar faiblissent à l'approche de la nouvelle année, si bien que sa surévaluation devrait s'estomper.

Allocation d'actifs

Pas de grand changement en
2020 - mais des performances
moindres

p.10

Marchés des changes

Perspectives 2020: le dollar
est-il appelé à baisser
durablement ?

p.12

Lendemain de crise commerciale



Alors que 2019 touche à sa fin, la bonne nouvelle est que la croissance économique globale semble avoir passé le creux de la vague – grâce à des politiques monétaires beaucoup plus accommodantes partout dans le monde et à un léger recul du risque géopolitique. Mais quand bien même une récession mondiale a pu être évitée, quel type de reprise peut-on envisager l'an prochain ?

Vu que la plupart des indicateurs que nous suivons signalent toujours une croissance du PIB inférieure à la tendance, il serait un peu optimiste d'espérer que l'économie mondiale renoue avec son rythme d'après la crise financière. Si la consommation a bien résisté partout dans le monde, aidée par des marchés de l'emploi tendus, le secteur manufacturier – et plus généralement l'économie chinoise – devrait continuer de subir les contrecoups du différend commercial.

A ce sujet, la perspective d'une trêve de « phase 1 » entre négociateurs américains et chinois est de toute évidence une bonne nouvelle, mais ne représente (comme son nom l'indique) qu'une première étape. Certains droits de douane pourraient être abaissés et l'incertitude pourrait s'estomper dans une certaine mesure, mais il est peu probable que les flux commerciaux renouent avec les niveaux affichés avant que Donald Trump ne commence à taxer les marchandises en provenance de Chine (et d'autres pays) (voir graphique 1, page 04). A notre sens, les chances d'un accord viable de plus long terme, impliquant une suppression importante des droits de douane et une certaine assurance qu'ils ne seront pas rétablis à l'avenir, restent limitées.

De plus, au cours de la dernière décennie, chaque ralentissement économique et rebond subséquent a été caractérisé par la mise en place de mesures de relance relativement conséquentes par la Chine. Par trois fois, en 2008 (crise financière mondiale), en 2012 (crise de la dette souveraine européenne) et en 2015 (choc dollar/pétrole), les autorités chinoises ont fortement stimulé le crédit. Or, cette fois-ci, leurs actions dans ce domaine semblent relativement limitées – une bonne nouvelle pour l'endettement du pays, mais pas pour la trajectoire future de

la croissance (voir graphique 2, page 04). Même si les données relatives à l'activité en Chine devraient s'améliorer au cours des prochains trimestres, il est peu probable que nous connaissions une reprise de l'ampleur de celles qui ont suivi les ralentissements susmentionnés.

En Europe, la réticence des autorités allemandes à actionner plus audacieusement le levier budgétaire empêchera la plus grande économie de la zone euro de se remettre pleinement de la crise commerciale et du secteur automobile (voir graphique 3, page 04). Des investissements publics importants pour financer la nécessaire transition énergétique et économique feraient une énorme différence, mais l'orthodoxie budgétaire ne sera sûrement pas abandonnée de sitôt.

En définitive, notre scénario de base – ou plutôt notre principale contrainte d'investissement – pour la nouvelle année ne prévoit qu'une reprise laborieuse à partir des faibles niveaux d'activité de 2019. On peut s'attendre à ce que la croissance mondiale se renforce au cours des premiers trimestres de 2020, mais elle restera convalescente : 1,8% aux Etats-Unis, 0,9% dans la zone euro, 0,4% au Japon et 5,9% en Chine. Il s'ensuit que l'argent bon marché (autrement dit les taux bas) restera la norme. Bien qu'elle se décrive en mode attentiste, la Réserve fédérale (Fed) pourrait en réalité être amenée à opérer deux baisses de taux supplémentaires au cours de l'année.

Que se passerait-il si, cette fois-ci, les Etats-Unis et la Chine parvenaient à un accord commercial à la fois convaincant et durable ? De toute évidence, ce facteur est déterminant pour nos projections 2020 – et constitue le « risque » à la hausse par rapport à notre scénario de base. Les

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

dépenses d'investissement et les flux commerciaux augmenteraient sensiblement, et les taux de croissance renoueraient avec leur potentiel à long terme aux quatre coins de la planète. En pareil cas, la Fed serait évidemment nettement moins encline à assouplir davantage sa politique.

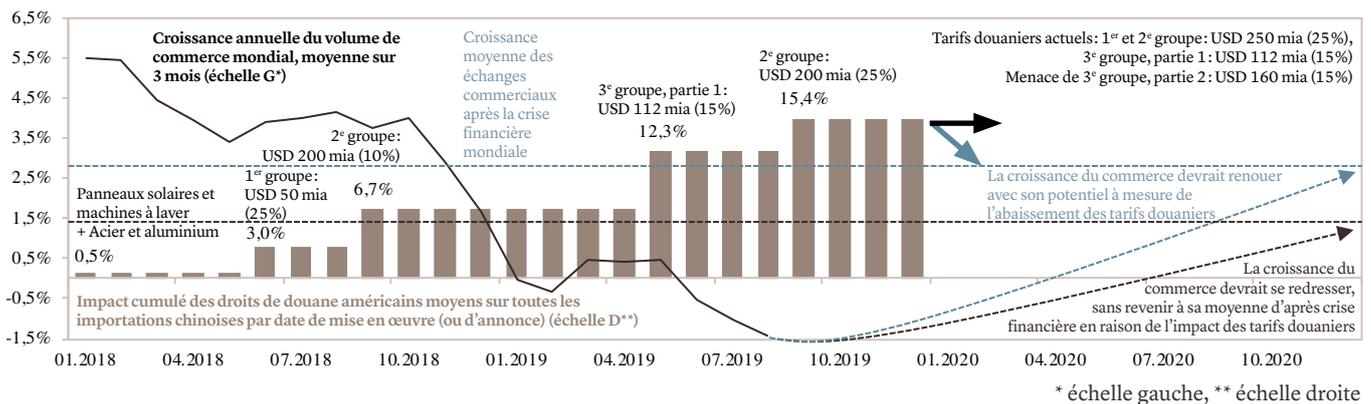
Dans une perspective d'investissement, nous maintenons à ce stade une allocation d'actifs globalement prudente – bien que nous ayons légèrement augmenté notre exposition au risque pour tenir compte des récents développements positifs aussi bien dans

les marchés que sur le plan macroéconomique. Plus spécifiquement, nous avons porté à « neutre » notre exposition aux actions des marchés émergents et à « surpondérée » notre allocation globale au haut rendement. Nous continuons toutefois de considérer que l'or constitue une couverture de portefeuille essentielle et efficace, ainsi qu'un bon outil de diversification.

Samy Chaar, Chef économiste

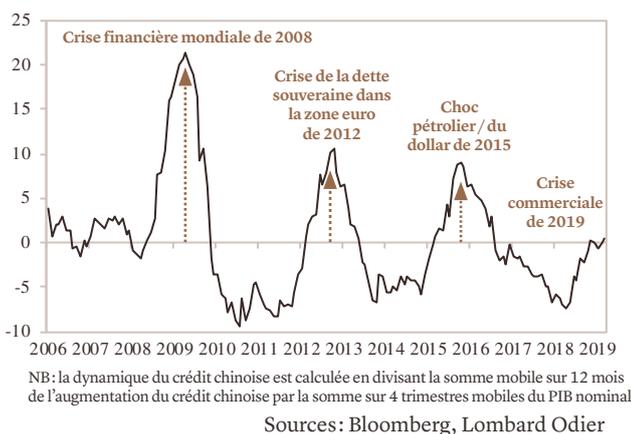
1. La croissance du commerce devrait renouer avec son potentiel si les droits de douane sont fortement abaissés

Des droits de douane substantiels et systématiques ont été mis en place



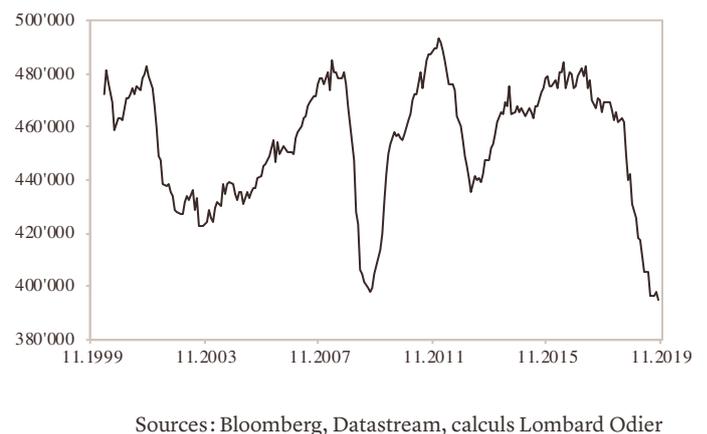
2. Dynamique du crédit chinois

Variation sur douze mois (en %)



3. Production allemande de voitures particulières neuves

Volume mobile sur 12 mois (en millions)



Etats-Unis

Le ralentissement sans récession se poursuit

L'essentiel en bref

- Une consommation solide devrait éloigner le spectre de la récession, sans pour autant empêcher la croissance de ralentir encore vers son niveau potentiel.
- La Fed a opté pour le statu quo dans l'immédiat. Des baisses de taux restent toutefois fort possibles plus tard en 2020, en fonction de l'évolution internationale.
- La politique intérieure dominera l'actualité en 2020 : le Congrès devrait rester divisé, mais l'issue de l'élection présidentielle sera déterminante à de nombreux égards.

Aux Etats-Unis, la situation n'a guère changé à l'aube d'une nouvelle année. Bien que les créations d'emplois marquent le pas, la croissance des revenus réels devrait rester relativement stable. Une évolution qui, conjuguée au taux d'épargne élevé, devrait maintenir la consommation à un niveau suffisamment haut pour éviter une récession, mais ne permettra pas d'empêcher un nouveau ralentissement du PIB vers son niveau potentiel de long terme – d'autant que les effets des mesures de relance budgétaire se sont désormais complètement estompés.

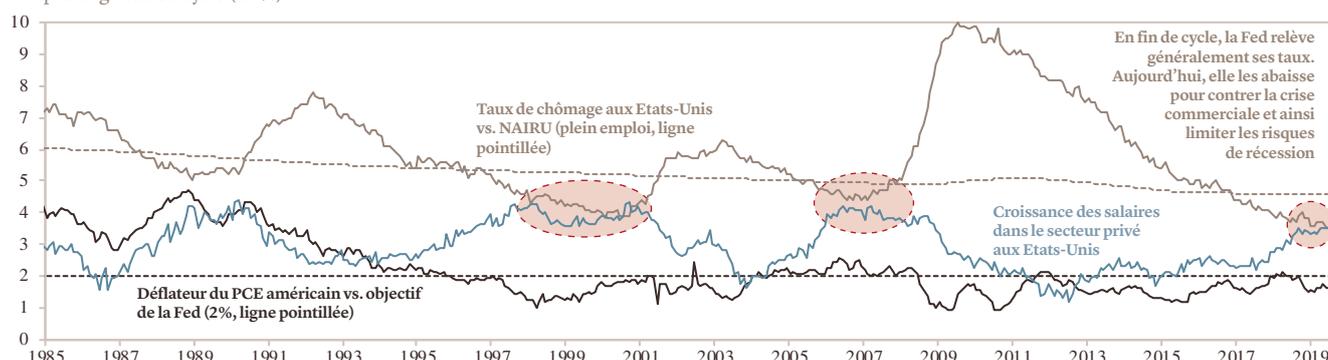
Après avoir brusquement changé de cap en 2019 en opérant trois baisses de taux qui peuvent être considérées comme une police d'assurance économique, la Fed a déclaré qu'elle a désormais l'intention de maintenir le statu quo pendant une période prolongée. Reste qu'elle est la seule grande banque centrale à disposer encore d'une importante marge de manœuvre pour abaisser ses taux. Vu l'absence de pressions inflationnistes, nous pensons qu'elle se servira de ce levier plus tard en 2020, lorsque la mollesse de la reprise mondiale / de l'activité manufacturière deviendra évidente – à moins de grosses surprises sur le front commercial ou d'adoption de plans de relance agressifs par les décideurs chinois et allemands.

Bien entendu, la politique intérieure dominera l'actualité en 2020. Au Congrès, la division devrait rester de mise, entravant l'adoption de lois importantes. Joe Biden et Elizabeth Warren sont les principaux candidats démocrates actuels à la présidence, Pete Buttigieg étant en embuscade et Michael Bloomberg s'étant joint à la mêlée. Une victoire de Joe Biden, Pete Buttigieg ou Michael Bloomberg s'inscrirait à notre sens dans un retour à la normale dans la mesure où elle impliquerait par exemple une approche plus multilatérale et un plus grand respect de l'indépendance de la Fed. Si Elizabeth Warren devenait la première locataire de la Maison Blanche, les priorités politiques seraient soumises à un remaniement général, que ce soit en termes de réglementation commerciale et financière, de politique fiscale ou de programmes de santé – même si ses propositions phares ne pourraient probablement pas être adoptées par un Congrès divisé. Quid en cas de réélection de Donald Trump ? Nous savons maintenant ce que signifie vivre dans un monde très incertain. Les tensions commerciales s'exacerbent probablement à intervalles réguliers et les pressions sur la Fed ne disparaîtraient pas. L'obtention d'un deuxième mandat permettrait d'ailleurs à Donald Trump de désigner le prochain président de la Fed, le mandat de Jerome Powell s'achevant en 2022.

Samy Chaar, Chef économiste

4. Une solide consommation peut éviter une récession en 2020, mais pas un ralentissement

Le taux de chômage, l'inflation et la croissance des salaires évoluent latéralement, tandis que la Fed abaisse ses taux : des arguments en faveur d'une prolongation du cycle (en %)



Sources : Bloomberg, Datastream, calculs Lombard Odier

Europe

L'année marquant le début d'une amélioration ?

L'essentiel en bref

- Les facteurs externes devraient permettre une certaine reprise en Europe.
- Celle-ci interviendra probablement de manière progressive à défaut de réel catalyseur.
- La politique budgétaire n'apportera qu'une maigre contribution, tandis que les effets de l'assouplissement des conditions monétaires atteignent leur limite.

Stabilité est le maître-mot de nos perspectives 2020 pour la zone euro. Une évolution qui peut être considérée comme une amélioration par rapport au ralentissement brutal – presque implacable – observé depuis fin 2017 (voir graphique 5). Il n'empêche que le niveau de croissance actuel du PIB est loin d'être attrayant.

Les facteurs externes pourraient apporter un peu d'oxygène, en cas de trêve dans le litige commercial sino-américain et de diminution de l'incertitude liée au Brexit (cf. page suivante). Cela dit, leur impact sera lent et partiel, à moins que nous n'obtenions de solides éclaircissements sur ces deux dossiers. Pour le reste, l'Europe continuera à être pénalisée par ses problèmes chroniques: une demande intérieure insuffisante, une croissance potentielle faible et une réponse politique trop limitée.

L'absence de mesures politiques efficaces est un problème majeur. La force de frappe monétaire semble largement usée. Après avoir mis en place un système de réserves à étagement pour limiter les effets secondaires des taux négatifs sur le système bancaire, la Banque centrale européenne (BCE) pourrait abaisser encore un peu ses taux de dépôt. Toujours est-il qu'en partant d'un taux directeur à -0,50%, l'un des plus bas au monde, il est peu probable que l'impact soit significatif, à l'instar de ce qui s'est passé avec le train de mesures déployé en septembre dernier. Comme nous l'avions prévu, malgré sa portée et son

ampleur ambitieuses, l'action de la BCE a uniquement permis d'éviter un durcissement des conditions financières, mais pas de fournir une impulsion notable à la croissance.

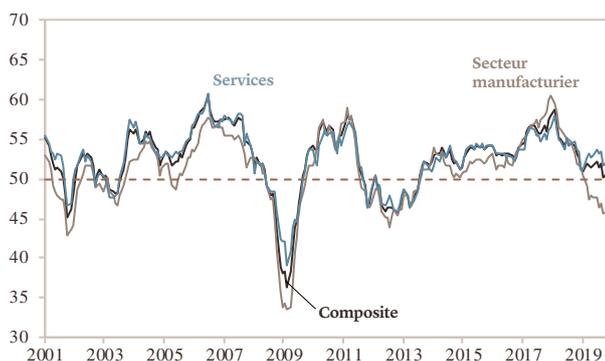
A plusieurs reprises, la BCE a sollicité l'appui de la politique budgétaire qui, en stimulant directement la demande, pourrait vraiment changer la donne. Malgré tous les discours, cet appui fait toujours défaut. Comme le montre le graphique 6, les projections actuelles ne suggèrent qu'un léger assouplissement de l'orientation budgétaire des gouvernements. L'Allemagne, le pays qui dispose de la plus grande marge de manœuvre (et la plus grande économie d'Europe) reste réticente à déployer des mesures conséquentes, du moins tant que la récession ne constitue pas un risque imminent. Le débat politique en Allemagne s'oriente certes vers un assouplissement budgétaire, mais à pas très lents.

Dans l'ensemble, les perspectives sont plutôt équilibrées pour 2020. Une certaine amélioration de l'environnement extérieur, conjuguée à une demande intérieure soutenue par des marchés de l'emploi tendus, une faible inflation et des conditions financières favorables, permettra d'éviter un effondrement de la croissance. Mais des risques continuent de planer, notamment l'interminable saga du Brexit, l'ajustement difficile que vit le secteur automobile ou encore de possibles tensions commerciales entre l'UE et les Etats-Unis. Compte tenu des faibles cartouches politiques disponibles, la stabilité est peut-être ce qu'il y a de mieux à espérer.

Bill Papadakis, Stratège macro

5. PMI de la zone euro: deux années de ralentissement ininterrompu

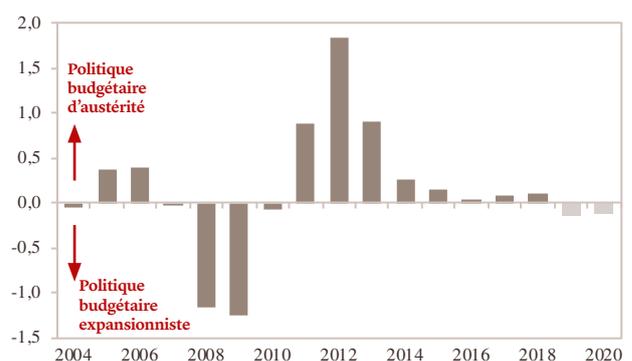
Indices des directeurs d'achat des services, manufacturier et composite



Sources: Markit, Bloomberg, calculs Lombard Odier

6. Assouplissement budgétaire? Bien trop limité pour faire une différence

Variation du solde structurel du budget public (en % du PIB)



Sources: FMI, calculs Lombard Odier

Royaume-Uni

Un peu moins d'incertitude, un peu plus de croissance, « please »

L'essentiel en bref

- Sachant qu'un Brexit avec accord semble désormais possible, les perspectives de croissance du Royaume-Uni devraient enfin commencer à s'améliorer en 2020, grâce aussi à un cap budgétaire plus expansionniste.
- Des négociations cruciales pour l'avenir des relations avec l'UE vont débiter, notamment sur le commerce, un enjeu complexe.
- A cet effet, une prolongation de la « période de transition » (qui prendra fin en décembre 2020) sera nécessaire, malgré l'opposition manifestée publiquement par Boris Johnson.

En 2020, l'économie britannique pourrait enfin connaître une reprise (voir graphique 7) après avoir vu sa croissance ralentir année après année depuis le référendum de 2016, à condition toutefois que le scénario d'une sortie ordonnée de l'UE – qui nous semble désormais clairement le plus probable – se concrétise. Cette évolution tranche avec les différents rebondissements survenus en 2019, qui avaient rendu légitimes les craintes de sortie sans accord.

Les sondages prévoyant actuellement une large victoire du Parti conservateur (voir graphique 8), le Premier ministre Boris Johnson a de bonnes chances de ressortir de ces élections renforcé par une confortable majorité parlementaire, qui permettrait une adoption rapide du projet de loi sur l'accord de retrait, très probablement avant la fin de 2019. Dès lors, le Royaume-Uni cesserait d'être membre à part entière de l'Union européenne (UE) en janvier 2020, démarrant ainsi une « période de transition » durant laquelle il restera membre de la plupart des structures de l'UE (notamment le marché unique et l'union douanière).

Compte tenu de la stabilité inhérente à la période de transition, l'environnement sera vraisemblablement moins incertain qu'il ne l'a été durant ces dernières années. Avec l'impulsion à court terme qui devrait parallèlement être donnée par l'augmentation des dépenses budgétaires (au cœur des promesses électorales des deux grands partis), le contexte semble plus favorable pour 2020.

Cela dit, nous ne pouvons pas passer sous silence les risques qui subsistent. A commencer par la possibilité que le Parlement se retrouve sans majorité et que l'incertitude relative au Brexit refasse surface. Rappelons que les sondages britanniques se sont largement trompés par le passé et que l'avance des Conservateurs pourrait diminuer ces prochains jours.

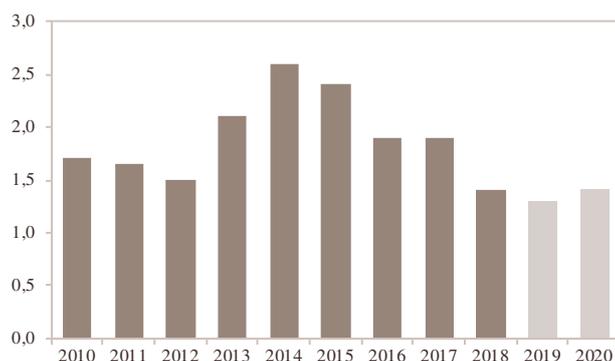
Par ailleurs, même si un processus de sortie en douceur vaut certainement mieux qu'une séparation brutale, tous les problèmes ne seront pas résolus pour autant. Les négociations sur les relations futures ne font que débiter et un accord commercial qui affaiblirait considérablement les liens entre le Royaume-Uni et son principal partenaire commercial nuirait gravement aux perspectives de croissance du pays à long terme.

Enfin, et c'est fondamental, une diminution de l'incertitude susmentionnée exigera une prolongation de la période de transition au-delà de fin décembre 2020. En effet, il sera pratiquement impossible de conclure un accord commercial complexe en quelques mois seulement. Une extension sera donc nécessaire pour éviter une sortie aux simples « conditions de l'OMC ». Nous pensons qu'une telle requête sera (à nouveau) acceptée, mais il convient de surveiller la situation, sachant que Boris Johnson s'est publiquement opposé à cette idée.

Bill Papadakis, Stratège macro

7. Légère amélioration prévue après des années de ralentissement

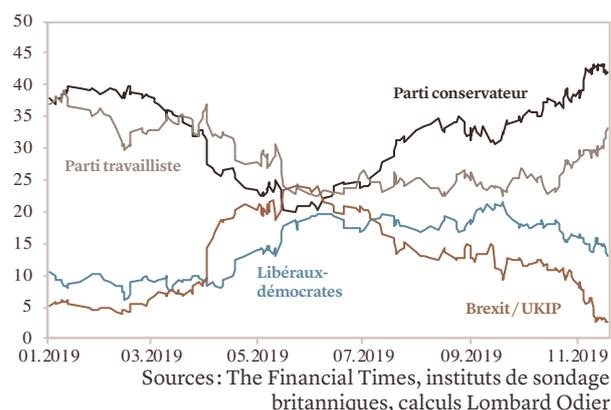
Croissance du PIB réel du Royaume-Uni, période d'après-crise (en %)



Sources: FMI, Lombard Odier

8. Une majorité conservatrice est probable d'après les sondages récents

Moyenne des cinq derniers sondages



Sources: The Financial Times, instituts de sondage britanniques, calculs Lombard Odier

Japon

Ouvrir davantage les vannes budgétaires

L'essentiel en bref

- La hausse de la TVA a eu des retombées pires que prévu, bien que les responsables politiques japonais s'y soient minutieusement préparés.
- Le cabinet de Shinzo Abe introduira probablement des mesures de relance budgétaire agressives et conséquentes pour assurer un rebond rapide au début de la nouvelle année. La Banque du Japon interviendra en soutien, en opérant quelques ajustements supplémentaires.
- Si le différend commercial sino-américain et les événements géopolitiques en Asie du Nord-Est n'occasionnent pas de nouveau choc externe, le Japon a une chance de maintenir une croissance positive, mais toujours faible, en 2020.

Les autorités japonaises s'efforcent toujours de contenir l'impact négatif de la hausse de la TVA opérée en octobre. Au vu de la nette détérioration des données récentes (notamment des ventes au détail et des immatriculations de voitures neuves), il apparaît que le gouvernement Abe et la Banque du Japon (BoJ) devront déployer des mesures plus agressives que celles prévues initialement. Certains signes indiquent également une détente sur le front de l'emploi. Une croissance fortement négative semble donc acquise pour le dernier trimestre 2019, même si elle devrait s'établir autour de 0,9% pour l'ensemble de l'année vu sa meilleure trajectoire plus tôt dans l'année.

Comme nous nous y attendions, le gouvernement nippon a commencé à solliciter une importante rallonge budgétaire pour permettre un rebond rapide. Selon les médias locaux, ces mesures de relance supplémentaires devraient s'élever à au moins JPY 10'000 milliards (voir graphique 10), ce qui est tout à fait possible vu la majorité dont jouit le parti au pouvoir. De fait, nous pensons que le cabinet envisagera également de prolonger les mesures temporaires visant à stimuler la consommation

incluses dans le budget de l'exercice en cours (qui s'achève en mars 2020). Si nous voyons juste, le gouvernement devrait être en mesure d'ouvrir suffisamment les vannes budgétaires (le terme japonais de « mamizu » signifiant « eau fraîche ») pour maintenir la croissance 2020 en territoire positif.

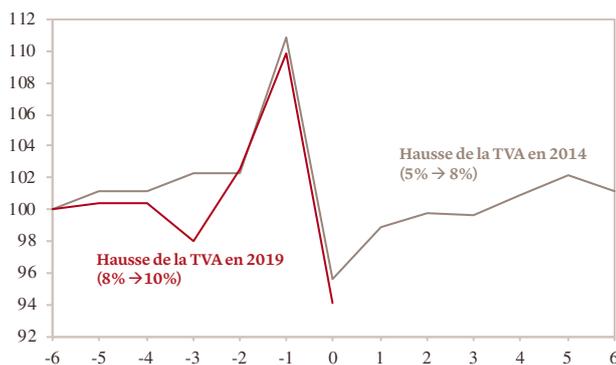
Sur le plan monétaire, le léger ajustement que nous attendions en octobre ne s'est pas concrétisé. L'inflation globale indiquant peu de « répercussions » de la hausse de la TVA sur les prix finaux, la BoJ a pourtant de nombreuses bonnes raisons de coordonner sa réponse politique avec le cabinet Abe. Le fait qu'elle continue à se retenir semble indiquer un malaise par rapport à des réductions de taux agressives ainsi que la volonté de garder des munitions. Nous pensons néanmoins qu'il est fort probable que le gardien monétaire fera au moins un premier pas symbolique en direction d'un cadre comparable à celui de la BCE, à savoir des taux de court terme légèrement plus bas conjugués à un système « d'étagement » en matière de taux punitifs appliqués aux réserves bancaires.

Au final, nous nous attendons à ce que les chiffres de croissance trimestrielle s'améliorent au fil de l'année 2020, soutenus par une légère reprise mondiale ainsi que l'assouplissement monétaire et budgétaire à venir. Les Jeux olympiques de Tokyo pourraient également apporter une contribution légèrement positive à la croissance et l'inflation, tandis que l'éventualité d'une détérioration de l'environnement sécuritaire en Asie du Nord-Est pose un risque, après l'échéance que la Corée du Nord s'est fixée pour les négociations sur la dénucléarisation. Par ailleurs, sur le plan de la politique intérieure, les velléités de révision constitutionnelle de Shinzo Abe représentent aussi un risque majeur.

Homin Lee, Stratège macro - Asie

9. L'impact initial de la hausse de la TVA en 2019 s'avère pire que prévu

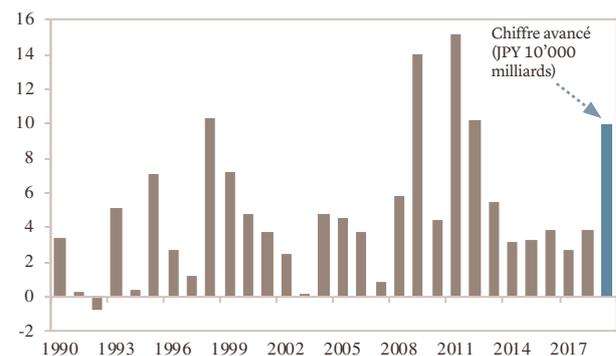
Niveau des ventes réelles autour du relèvement (T=0) de la TVA



Sources : CEIC, calculs Lombard Odier

10. Le budget supplémentaire qui est avancé devrait donner un élan considérable

Budget supplémentaire par exercice - en milliers de mia de JPY



Sources : Ministère des Finances, Lombard Odier

Marchés émergents

Une timide reprise en 2020

L'essentiel en bref

- La baisse des taux dans nombre de pays émergents a permis de compenser partiellement le ralentissement des échanges commerciaux en 2019 – et cet assouplissement monétaire n'a pas encore pleinement déployé ses effets.
- Le fardeau record de la dette est toutefois préoccupant; les économies émergentes devraient profiter des taux plus bas pour allonger les échéances et assainir leurs bilans si elles veulent conserver une crédibilité durement acquise.
- Il convient également de surveiller de près les tensions sociales qui ont éclaté dans certains pays, qui pourraient déclencher une spirale économique négative.

Dans le monde émergent, la vague massive et sans précédent de baisses de taux en 2019 restera gravée dans les annales. Au sein de notre univers comprenant 18 grands pays émergents, 15 ont vu leurs taux directeurs baisser, les seules exceptions étant la Hongrie et la Pologne (où les taux étaient déjà à des niveaux historiquement bas) ainsi que la Colombie. Et cet assouplissement a été d'une ampleur considérable, atteignant en moyenne 100 pb contre 75 pb aux Etats-Unis (voir graphique 11).

Malgré tout, les économies émergentes ont connu un ralentissement assez important, la croissance du PIB réel reculant de 4,9% en 2018 à un taux de 4,5% prévu en 2019. Les tensions commerciales ont eu un impact immédiat sur les économies émergentes, vu leur forte intégration dans des chaînes d'approvisionnement longues et complexes, tandis que les baisses de taux mettent toujours du temps à déployer leurs effets sur l'économie réelle.

Pour 2020, deux bonnes nouvelles méritent d'être soulignées. Premièrement, l'effet différé des baisses de taux signifie que certains de leurs bénéfices sont encore à venir. Deuxièmement, les banques centrales n'ont pas tout à fait terminé leur assouplissement. Même si la Fed est en mode attentiste pour

l'instant, nous continuons de penser qu'elle pourrait abaisser ses taux à deux reprises en 2020 pour contrer le ralentissement progressif de la croissance américaine. On fait par ailleurs souvent l'impasse sur un élément qui a son importance: l'inflation intérieure est faible dans l'ensemble du bloc émergent (voir graphique 12) grâce à l'absence de tensions mondiales sur les prix, bien sûr, mais aussi à l'amélioration des fondamentaux (réduction des déficits de la balance courante ainsi que fiabilité et crédibilité accrues des instances politiques).

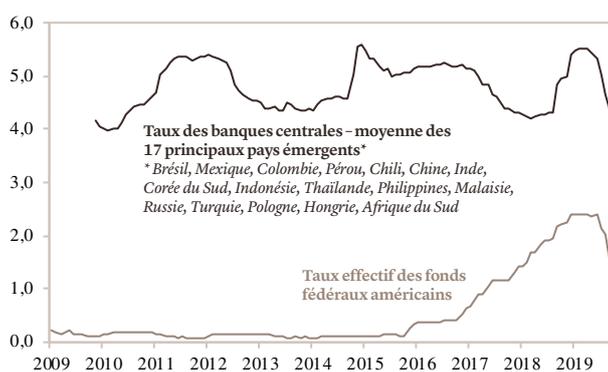
Mais si le potentiel de croissance des marchés émergents reste intact à long terme, nous constatons plusieurs écueils. Totalisant USD 71'400 milliards, soit 220% du PIB (données IIF), la dette émergente totale atteint un niveau record, dont une part importante contractée à court terme par des entreprises non financières. La baisse des taux américains devrait être utilisée pour allonger les échéances et assainir les bilans. Si, au contraire, les pays émergents continuent à profiter des conditions financières favorables pour accroître leur endettement, à une époque où l'indépendance totale de certaines banques centrales pourrait être remise en question (en Turquie notamment, et en Inde dans une moindre mesure), ils risquent de perdre leur crédibilité durement acquise. Dans l'immédiat, le différentiel commercial demeure le principal obstacle à la croissance en 2020. Un accord partiel apporterait évidemment un certain soulagement, mais il en faudra davantage pour libérer pleinement le potentiel de croissance. Enfin, la montée des troubles sociaux (Chili, Pérou, Bolivie, Equateur, Hong-Kong, Liban, etc.) devrait être observée de près, car elle pourrait entraîner un recul des réformes, des déficits plus importants et donc un cercle vicieux d'inflation plus élevée, de politiques monétaires plus strictes et de croissance plus lente.

Globalement, nous prévoyons une reprise de la croissance dans le bloc émergent hors Chine en 2020, qui devrait compenser en partie le ralentissement aux Etats-Unis ou au Japon.

Stéphanie de Torquat, Stratège macro

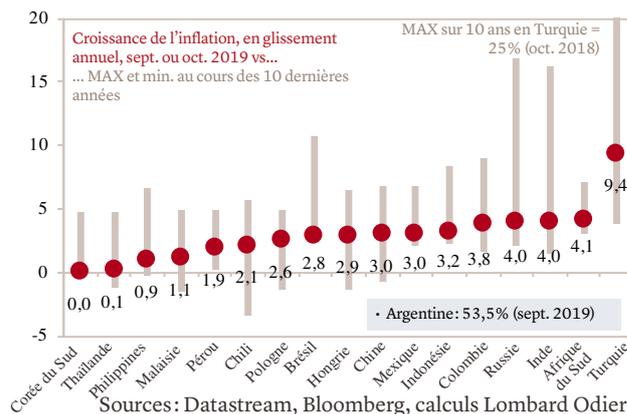
11. Les banques centrales émergentes dans le sillage de la Fed

En %, au 31 octobre 2019



12. Inflation proche de son plus bas niveau sur dix ans dans de nombreux pays

En %



Allocation d'actifs

Pas de grand changement en 2020 – mais des performances moindres

L'essentiel en bref

- En 2019, les performances de la plupart des classes d'actifs ont largement dépassé les attentes, grâce notamment au changement de cap des banques centrales.
- Pour 2020, avec des valorisations désormais moins attrayantes, le portage devrait être la stratégie de base dans les portefeuilles multi-actifs – et la flexibilité sera de mise.
- Les taux durablement bas obligeront aussi les investisseurs à regarder au-delà des sources de revenus traditionnelles : notre préférence va à la dette des ME libellée en monnaies fortes, au haut rendement mondial, à l'immobilier et aux infrastructures.
- Les obligations gouvernementales à rendement négatif n'étant plus un outil de diversification efficace, l'exposition à l'or est aujourd'hui une nécessité plutôt qu'une simple option.

Au final, 2019 aura été une meilleure année pour les marchés financiers que ce que nous et la plupart des investisseurs prévoyions. Il y a douze mois, rares en effet étaient ceux qui tablaient sur des rendements supérieurs à 20% sur les actions mondiales, à 10% sur le crédit d'entreprise et à 10% sur l'or. Cette bonne performance résulte de deux éléments. Premièrement, l'année a commencé avec des valorisations attrayantes dans de nombreuses classes d'actifs : les actions américaines se négociaient à un ratio cours/bénéfices de 14x, les spreads des crédits investment grade américains s'élevaient à environ 140 pb, etc. Et deuxièmement, nous avons assisté à un revirement des banques centrales, notamment de la Fed, qui est passée d'un cycle de resserrement à un cycle d'assouplissement des taux d'intérêt. Pour autant, 2019 n'a pas été une année de tout repos avec l'alternance d'épisodes d'escalade et d'apaisement des tensions commerciales entre les Etats-Unis et

la Chine (avec pour corollaire un ralentissement des échanges mondiaux), des tensions au Moyen-Orient, les négociations sur le Brexit et d'autres événements géopolitiques qui ont fait osciller les investisseurs entre optimisme et pessimisme.

Quelles perspectives alors pour 2020 ? Il convient tout d'abord de prendre en compte les éléments suivants :

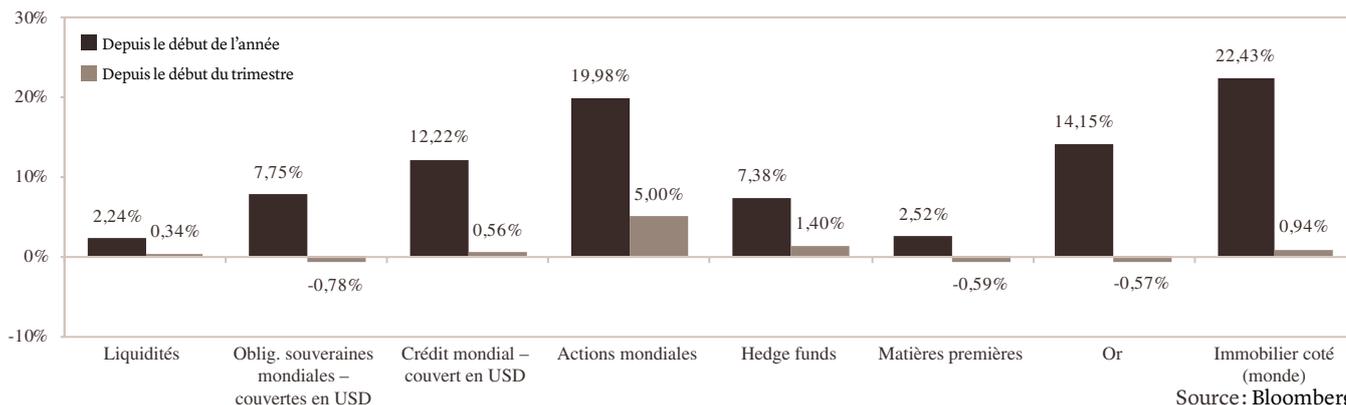
- Nous nous trouvons toujours dans un marché de fin de cycle. Par conséquent, les valorisations des différentes classes d'actifs ne sont pas particulièrement attrayantes et des catalyseurs de marché puissants seront nécessaires pour que les performances puissent rivaliser un tant soit peu avec celles de 2019.
- Sur fond de valorisations peu attrayantes, le portage devrait être la stratégie de base dans les portefeuilles multi-actifs – proposant les meilleurs rendements ajustés au risque. L'environnement actuel de taux bas, qui devrait perdurer en 2020, incite à regarder au-delà des sources de revenu traditionnelles. Nous privilégions la dette des ME libellée en monnaies fortes, le haut rendement mondial (voir graphique 14, page 11), l'immobilier et les infrastructures.
- Les obligations gouvernementales à rendement négatif des pays du noyau dur européen ont perdu de leurs vertus « refuges ». D'une part, elles ne génèrent pas de revenus et, de l'autre, leur potentiel d'appréciation en période de tensions est limité par l'appétit restreint des investisseurs pour des rendements de plus en plus négatifs. Les valeurs refuges moins traditionnelles, comme l'or, acquièrent donc une importance nouvelle dans un portefeuille bien diversifié.

Au regard de ce qui précède, nous entendons positionner notre allocation d'actifs en fonction des thématiques d'investissement suivantes :

- Les banques centrales resteront accommodantes, maintenant les courbes de taux gouvernementaux à des niveaux bas.

13. Performances des classes d'actifs mondiales

Performance totale



- Quoique toujours faible, la croissance sera suffisante pour éviter une hausse des défaillances et permettre une certaine croissance des bénéfices. Le redressement progressif des données économiques apportera un soutien de plus en plus important aux bénéfices au fil de l'année.
- Les portefeuilles devraient conjuguer les stratégies de portage avec un positionnement prudent sur les actions. La flexibilité sera essentielle, en tirant parti des épisodes de volatilité pour ajuster l'exposition globale au risque.
- Les stratégies d'options sont un bon moyen asymétrique de gérer tactiquement l'exposition aux actions.
- L'incertitude commerciale et géopolitique continuera de prévaloir tout au long de l'année.

Le positionnement relativement défensif des investisseurs en 2019 constitue un point de départ raisonnable pour 2020 en termes de performances attendues. Nous prévoyons une progression de l'ordre de 2-5% pour la plupart des classes d'actifs. S'agissant des actions, la performance devrait être tirée par la croissance des revenus et les dividendes. L'augmentation des marges devrait être limitée et les valorisations actuelles ne permettent pas d'espérer d'expansion importante. Le crédit devrait principalement être axé sur le portage, avec des performances probablement proches des rendements actuels, moins les pertes attendues spécifiques au segment du haut rendement. En ce qui concerne les obligations gouvernementales, l'environnement monétaire actuel perdurera en 2020, ce qui implique des rendements évoluant dans une fourchette étroite et des performances similaires aux rendements prévalant actuellement.

Globalement, pour un portefeuille équilibré, notre scénario de base suggère un gain de 3% en EUR et en CHF, 3,75% en GBP et 4,5% en USD en 2020. Cela dit, dans nos scénarios pessimiste et optimiste, ces performances pourraient chuter à -7% ou alors atteindre 6%. Bien que notre scénario de base incite à une certaine prudence l'an prochain, nous resterons flexibles et réactifs, prêts à ajuster notre répartition entre actions et crédit ainsi que notre exposition à la durée, au fil des événements.

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

Pourquoi détenir de l'or ?

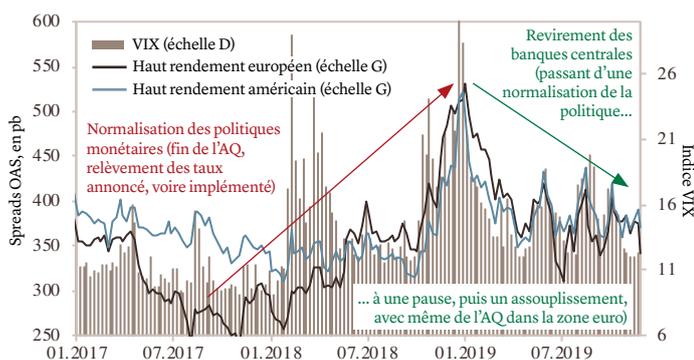
Historiquement, les obligations gouvernementales ont toujours été le premier choix en matière de valeurs refuges ou d'actifs sans risque pour assurer la diversification d'un portefeuille. Toujours est-il que les rendements actuellement négatifs des obligations gouvernementales en Europe et au Japon ont fondamentalement modifié leur valeur relative par rapport à l'or. Dans ces économies, les obligations gouvernementales n'affichent plus un avantage de revenu par rapport à l'or. Leur capacité à s'enfoncer plus encore en territoire négatif sans aliéner les investisseurs est par ailleurs limitée. Cet état de fait a été mis en évidence par le rallye obligataire mondial de l'été 2019 : les rendements à 10 ans américains se sont effondrés de plus de 130 pb, passant de 2,8% à moins de 1,5%. Dans le même temps, les indices de référence allemand et suisse n'ont reculé que de 100 pb, atteignant des planchers historiques de respectivement -0,71% et -1,12% en août. Il est intéressant de noter que les obligations japonaises ont sous-performé leurs homologues en raison du ciblage de la courbe de rendement mis en œuvre par la Banque du Japon, qui vise à ancrer les rendements à 10 ans autour de 0%.

Comme l'or n'a pas de limite à la hausse et bénéficie de la part croissante des obligations portant rendement négatif, nous estimons que le métal jaune pourrait fortement surperformer (potentiel de hausse de près de 14%) dans un environnement défavorable, qui verrait en parallèle les taux réels américains s'enfoncer de façon significative en territoire négatif (voir graphique 15). Dans notre scénario de base, nous maintenons notre objectif à 12 mois inchangé à USD 1'450 / once, prévoyant que la Fed restera en mode attentiste durant les trimestres à venir.

De notre avis, l'environnement de rendement négatif des titres gouvernementaux en euro et en franc suisse va perdurer. Cela a des conséquences importantes pour la construction des portefeuilles à long terme. Les rendements attendus des obligations gouvernementales sont plafonnés en cas de scénario de stress et une allocation à l'or devient une nécessité plutôt qu'une simple option.

14. Surpondérer le haut rendement nous permet d'accroître notre exposition aux stratégies de portage

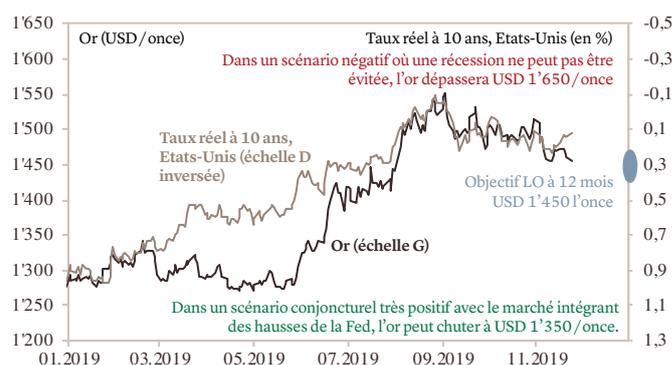
La quête de rendement empêchera les spreads de se creuser



Source : Bloomberg

15. L'or selon nos divers scénarios

Un repli de l'or nettement en deçà de notre objectif serait l'occasion de renforcer notre surpondération



Sources : Bloomberg, estimations Lombard Odier

Devises

Perspectives 2020: le dollar est-il appelé à baisser durablement ?

L'essentiel en bref

- Les vents favorables au dollar faiblissent à l'approche de la nouvelle année, si bien que sa surévaluation devrait s'estomper.
- Un environnement mondial moins incertain et une évolution positive du Brexit devraient soutenir l'euro et la livre sterling.
- La valeur refuge qu'est le yen pourrait perdre du terrain dans un premier temps, mais devrait se redresser plus tard dans l'année, en raison de sa sous-évaluation et de la faiblesse du billet vert.
- Une normalisation du commerce mondial, ainsi que des mesures nationales de relance et une amélioration de la croissance des pays émergents, soutiendront le CNY.
- Dans l'ensemble, les monnaies de marchés émergents semblent bon marché, le RUB, le MYR, le PEN et le MXN étant nos favorites pour 2020.

En 2019, le dollar a réussi à conserver son avance acquise l'année précédente, soutenu par la flambée de l'incertitude politico-commerciale et le ralentissement simultané de la croissance mondiale (voir graphique 16). Mais, à l'approche de 2020, ces facteurs semblent se dissiper.

Premièrement, les négociations commerciales sino-américaines ont pris une tournure légèrement meilleure, ce qui devrait quelque peu fluidifier les circuits commerciaux et, surtout, améliorer le climat du marché et des affaires. Parallèlement, l'activité manufacturière mondiale a passé le creux de la vague et devrait se redresser, quoiqu'à un rythme lent. Enfin, le scénario d'un Brexit défavorable sans accord semble désormais très peu probable. Bien que des incertitudes subsistent, la baisse des primes pour risques extrêmes est donc susceptible d'entraîner

une correction des distorsions fondamentales sur le marché des changes.

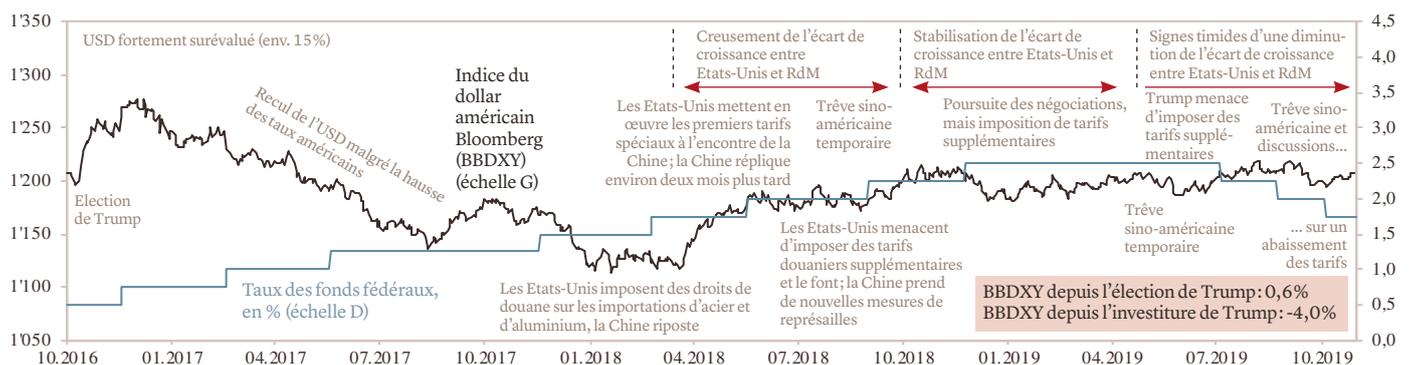
Plus précisément, nous nous attendons à ce que le dollar s'ajuste à la baisse. Sur la base des différentiels de taux d'intérêt, nous estimons que l'USD pondéré des échanges (PE) est actuellement surévalué d'environ 9%. Cette distorsion s'est maintenue au cours d'une période de vives inquiétudes sur le commerce mondial et la croissance (voir graphique 17, page 13) et d'exception américaine. A l'avenir, toutefois, une stabilisation des perspectives mondiales et l'atténuation progressive des effets des impulsions budgétaires aux Etats-Unis devraient ramener le billet vert vers sa juste valeur.

Nous nous attendons à une appréciation de l'EURUSD (vers 1,15) tirée par les valorisations, une stabilisation des flux commerciaux ainsi qu'une évolution positive du Brexit. Le franc suisse devrait légèrement reculer par rapport à l'euro (notre prévision pour fin 2020 est de 1,12) à mesure que l'incertitude diminue. Cela devrait également signifier que l'USDJPY s'appréciera à court terme. Cela dit, nous pensons que le yen finira par regagner du terrain, en raison de sa sous-évaluation et de la faiblesse du billet vert (prévision à 107 pour la fin de l'année).

La livre sterling devrait continuer à progresser, en particulier au début de l'année prochaine. Nous pensons qu'il est probable que le parti conservateur obtienne une majorité suffisante au Parlement britannique pour permettre la ratification de l'accord UE/Royaume-Uni signé en octobre dernier. Les jalons seront ainsi posés pour que l'UE et le Royaume-Uni entament des discussions sur leurs futures relations commerciales. Notre prévision de fin d'année pour la paire GBPUSD s'établit à 1,35.

Nos hypothèses de travail concernant l'évolution de la situation mondiale en 2020 devraient, en plus des valorisations, aussi

16. Evolution du dollar au cours des trois dernières années



Sources : Bloomberg, calculs Lombard Odier

soutenir les dollars australien et canadien. Au sein des devises nordiques, nous nous attendons à ce que la paire NOKSEK gagne du terrain à mesure que la surperformance de la Norvège par rapport à la Suède deviendra plus évidente.

Pour ce qui est de la Chine, nous pensons que le CNY sera soutenu par une relative normalisation du commerce mondial, l'impact différé des mesures (limitées) de relance intérieure, ainsi que le rebond de la croissance des marchés émergents (attribuable à la fois à l'apaisement des tensions commerciales et à des politiques monétaires nettement plus accommodantes). Nous estimons que la paire USDCNY devrait s'établir à 6,80 d'ici fin 2020.

Bien que la dispersion reste élevée parmi les monnaies émergentes, celles-ci semblent globalement bon marché. Une grande partie de la sous-évaluation observée depuis la mi-2018 a coïncidé avec la forte augmentation de l'incertitude politique (et commerciale) mondiale. Dans l'hypothèse d'un apaisement des tensions, nous pensons que les monnaies émergentes pourraient se redresser. Nous visons une progression de 3 à 4% pour l'indice GBI EMFX.

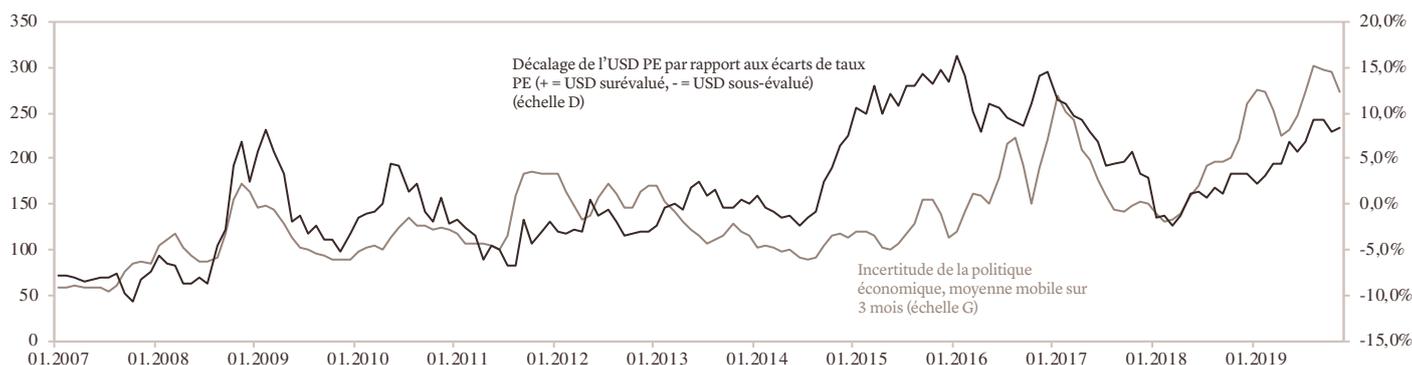
Nos monnaies émergentes préférées sont le RUB dans la région CEEMEA (Europe centrale et orientale, Moyen-Orient et Afrique), le MYR en Asie et le PEN et le MXN en Amérique latine. Ces monnaies sont toutes sous-évaluées et bénéficieront probablement de facteurs idiosyncratiques au cours de l'année à venir. Le rouble russe devrait bénéficier de la saisonnalité positive typique du premier trimestre, tout assouplissement de la politique budgétaire offrant également un soutien. Le ringgit de Malaisie permet de s'exposer à une reprise des volumes d'échanges mondiaux, à de solides balances extérieures et à une reprise des flux de portefeuille. Le sol péruvien pourrait profiter d'une stabilisation des prix du cuivre. Des soldes extérieurs solides, une faible volatilité et un rendement correct (similaire à celui du bien plus volatil BRL) rendent les opérations de portage attrayantes. Enfin, le peso mexicain est bon marché bien qu'il soit confronté à un certain nombre de risques, tels que la ratification de l'Accord Etats-Unis-Mexique-Canada (AEUMC), l'entreprise publique Pemex et le virage controversé que pourrait opérer le président AMLO en matière de réformes. Par ailleurs, la dette publique est relativement faible et la morosité des entrées de

capitiaux des portefeuilles reflète probablement déjà nombre de ces inquiétudes.

Nos prévisions d'évolution des monnaies en 2020 sont accompagnées de risques à la hausse comme à la baisse. D'une part, une résolution plus « abrupte » du conflit commercial – impliquant un retrait significatif des droits de douane en place – ferait probablement baisser beaucoup plus le billet vert. D'un autre côté, une rupture totale des négociations entre les Etats-Unis et la Chine entraînerait le risque d'une récession mondiale, une ruée vers les valeurs refuges déclenchant une nouvelle envolée du dollar.

Vasileios Gkionakis, Responsable de la stratégie FX globale

17. La surévaluation de l'USD s'explique par l'incertitude politique



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.

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

SUISSE

GENÈVE

Banque Lombard Odier & Cie SA¹

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 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

ZÜRICH

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).

LONDRES

Lombard Odier (Europe) S.A. UK Branch²

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).

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 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. · Sucursale 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 · 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 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.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