

Investment viewpoint

Trump défie les technologiques et le commerce mondial

Gestion d'actifs

Avril 2018

Après s'être stabilisés à la mi-février, les marchés actions poursuivent leur correction, notamment en raison :

1. des préoccupations grandissantes au sujet de la politique commerciale américaine et les risques associés d'une guerre commerciale mondiale ; et
2. des répercussions du scandale Facebook-Cambridge Analytica, avec notamment la possibilité d'une surveillance gouvernementale accrue sur la conduite des affaires des grandes entreprises technologiques. Par ailleurs, les attaques incessantes du président Trump envers Amazon et les questions concernant l'usage de la trésorerie de Tesla pèsent également sur le secteur des technologies.

Malgré la volatilité du marché et la forte baisse de la valeur des actions qui ont pris de l'ampleur, nous estimons que les perspectives macroéconomiques mondiales sous-jacentes demeurent favorables. Nous allons examiner ci-dessous quelques risques macroéconomiques récents sur les marchés d'investissement, et débattre des événements sur lesquels nous pensons que les investisseurs devraient garder un œil.

Titres technologiques – approche spécifique plutôt que macroéconomique

Ces derniers jours, les valeurs technologiques ont subi de fortes pressions à la baisse, entraînées dans le sillage de la chute soudaine des titres « FA ANG » (Facebook, Apple, Amazon, Netflix et Google).¹ L'exposition au risque de variation des cours n'a pas été étrangère à ce phénomène. Toutefois, la raison première derrière les mouvements boursiers de ces valeurs technologiques éphémères réside dans le risque d'une surveillance accrue des autorités réglementaires.

Le cas qui nous semble le plus sérieux parmi toutes les histoires signalées est celui de Facebook, dont le modèle d'affaires – à prédominance de monétisation des données des utilisateurs – a des chances d'être sérieusement remis en question par le changement des lois sur la protection de la vie privée, conséquence possible du scandale Cambridge Analytica.

Derrière la question émergente sur la valeur intrinsèque à long terme de Facebook se cachent des enjeux plus préoccupants. Une réglementation plus sévère (par ex. : traitement fiscal du commerce électronique) et l'effet de contagion qui pourrait affecter l'ensemble du secteur – et par extension, le marché, sont à craindre sérieusement. De notre point de vue,



Charles St-Arnaud
Senior Investment Strategist chez
Lombard Odier IM



Salman Ahmed
Chief Investment Strategist



Jamie Salt
Analyst

¹ Toute référence à une société ou à un titre spécifique ne constitue pas une recommandation en vue d'acheter, de vendre, de détenir ou d'investir directement dans la société ou les titres.

ces préoccupations sont liées à la fois aux fortes valorisations actuelles et aux variations historiques, la performance du secteur technologique ayant été l'un des grands gagnants de ces dernières années. Nous ne pensons pas que les soubresauts actuels (susceptibles de perdurer) constituent une menace macro en tant que telle, de par la grande diversité des entreprises de technologie et du fait que les évolutions réglementaires – encore incertaines quant à leur portée et leur calendrier – vont probablement cibler des entreprises individuelles.

LIBOR-OIS – explications bénignes de l'« écart de la mort »

La poussée de l'écart de taux LIBOR-OIS américain (écart entre le taux interbancaire offert de Londres et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour aux États-Unis) a sérieusement commencé à attirer l'attention. Ce soi-disant « écart de la mort » était pour mémoire un indicateur-clé des risques systémiques du secteur financier durant la crise de 2008/09. Nous sommes d'accord avec l'avis émergent des analystes comme quoi l'élargissement de cet écart provient de facteurs spécifiques au marché et n'a qu'une valeur instructive limitée quant à la santé du secteur financier.

Les facteurs-clés qui sous-tendent l'élargissement actuel de l'écart LIBOR-OIS sont notamment :

- la forte croissance dans les émissions de bons du Trésor suite au relèvement du plafond de l'endettement américain ; et
- le rapatriement de dollars de la part d'entreprises américaines. Ce phénomène provient en partie de la taxe « base and anti-abuse tax » (BEAT) qui rend, par la nouvelle réforme fiscale de décembre 2017, la levée de dollars américain à l'étranger via des swaps de devises plus chère pour les entreprises non américaines.

Par ailleurs, nous n'assistons pas à un élargissement analogue pour les écarts LIBOR-OIS en d'autres devises, ce qui justifie d'autant plus notre thèse que ce phénomène est circonscrit aux seuls États-Unis.

Le risque principal, ici, est que la faiblesse du dollar américain offshore se traduise par un renforcement accéléré du dollar Américain qui, selon nous, aurait pour effet d'ajouter dans l'environnement actuel une pression supplémentaire sur les actifs risqués. Dans l'ensemble, nous ne voyons pas ces brutales variations de l'écart comme systémiques. Nous surveillons attentivement la situation pour voir si la forte augmentation des coûts de financement en dollar américain offshore commence à impacter l'évolution de la devise.

Commerce – beaucoup de bruit pour peu d'effet

Les menaces protectionnistes qui se multiplient rendent les marchés nerveux. La probabilité d'une véritable guerre commerciale s'est accrue ces dernières semaines, à la suite de l'imposition américaine

de tarifs douaniers sur les importations d'acier, d'aluminium ainsi que sur près de 50 milliards de dollars US de biens chinois et la réponse chinoise d'une imposition de tarifs douaniers sur 50 milliards de dollars de biens américains.

Depuis l'automne dernier, nous avons insisté sur la menace d'un protectionnisme en hausse et nous avons maintenu notre opinion sur le fait que les renégociations en cours de l'ALÉNA offrent une bonne approximation de l'approche de l'administration Trump sur le commerce (voir **NAFTA 2.0 : The impact is unlikely to be contained to North America**).

Sous cet angle de vue, une certaine récurrence semble se dégager dans la manière de négocier des États-Unis : de fortes exigences sont tout d'abord exprimées, qui captent l'attention des médias, puis survient la menace d'abandonner la table des négociations, pour enfin aboutir à un assouplissement des demandes. Ceci semble s'illustrer avec la disposition concernant les règles d'origine dans l'ALÉNA. C'est également le cas pour l'acier et l'aluminium : après avoir communiqué toute une série de tarifs douaniers, puis compris que des mesures de rétorsion pourraient s'ensuivre de la part de partenaires commerciaux comme l'UE, les États-Unis ont annoncé une liste d'exemptions, où figurent ses principaux partenaires commerciaux pour ces mêmes produits.

Nous pensons que les communiqués du président Trump ont pour but de montrer à sa base électorale à quel point il prend à cœur les questions de protectionnisme. Au bout du compte cependant, ses demandes sont bien plus atténuées que celles émises à l'origine.

De plus, maintenant que la Chine a annoncé ses représailles contre les tarifs américains, la balle est dans le camp de l'administration Trump pour savoir s'ils veulent escalader le conflit. (voir **La fin du conte de fées? et "America First": the bear who might scare Goldilocks away?**).

Inflation – le risque oublié

Avec la volatilité accrue des marchés financiers, les risques d'inflation ont été repoussés à l'arrière-plan des préoccupations des investisseurs. Ce phénomène est d'autant plus intéressant que la surprenante robustesse de la croissance des salaires américains a porté le blâme pour avoir été à l'origine de la première phase de la correction du marché en février dernier.

Mais peut-être le retour à une croissance modérée en mars a-t-il réduit les inquiétudes au sujet de l'inflation ? Malgré tout, nous maintenons notre opinion exprimée depuis un certain temps déjà, que l'inflation va reprendre cette année et nous continuons à croire que les pressions inflationnistes vont probablement prendre de la vigueur vers le milieu de l'année. Nous estimons que le resserrement des conditions sur le marché du travail, au-delà de sa position d'équilibre, continuera de mettre des pressions à la hausse

sur les salaires et l'inflation. De plus, la dépréciation du dollar US et le renforcement des prix des matières premières constatés au cours de la dernière année devraient également créer des pressions sur l'inflation sous-jacente.

Cela continuera à mettre de la pression à la hausse sur les rendements des obligations du Trésor américain, via les anticipations d'inflation, et sous-tend notre point de vue selon lequel la Réserve fédérale augmentera ses taux trois fois de plus cette année.

Aversion au risque, obligations du Trésor américain et dollar – les étrangers continuent à boudier les obligations du gouvernement américain

Le dollar américain et les obligations du Trésor américain se sont comportés de manière très intéressante lors du dernier épisode d'aversion au risque des investisseurs. En temps normal, une augmentation de l'aversion au risque et la liquidation des actions provoquent une demande accrue de ces deux actifs, ce qui en fait monter les cours. Pourtant, dans la liquidation du marché en cours, le dollar américain est resté stable, après avoir été sur une tendance baissière pendant presque une année, alors que les rendements des obligations du Trésor à 10 ans sont restés principalement inchangés depuis février, ne diminuant que de 10 pb cette dernière semaine, au moment de la rédaction de ces lignes.

Il s'agit d'une petite baisse comparativement au recul d'environ 30 pb des Bunds, Gilts et des obligations canadiennes et australiennes depuis la mi-février. Ceci laisse à penser que certains des éléments qui ont causé le déclin du dollar américain et la remontée des rendements des obligations du Trésor américain sont

encore susceptibles d'agir et suggère que la demande étrangère pour ces actifs reste faible du fait, entre autres, de l'incertitude sur le plan politique et du coût de couverture pour le risque de devise.

Les faibles mouvements du dollar américain et des obligations du Trésor américain pourraient impacter les investisseurs qui les utilisent habituellement pour couvrir leur portefeuille ; par le passé, la chute des rendements et la croissance du cours des obligations sont venues indemniser partiellement les investisseurs, dans des moments de dégradation des marchés boursiers. De plus, cela suggère qu'une fois que l'appétit pour risque se sera stabilisée, le dollar américain pourrait continuer à se déprécier et les rendements des obligations du Trésor américain à augmenter.

Implication pour les placements

Comme nous le disons depuis un moment déjà, le contexte favorable aux placements constaté en 2017 est révolu. Toutefois, au regard d'un environnement macroéconomique qui continue à être positif, avec une croissance mondiale robuste qui se poursuit et des taux d'intérêt en hausse, nous maintenons notre perspective favorable sur les actifs risqués. Ceci étant dit, avec une volatilité accrue qui n'est pas près de s'estomper et la forte incertitude politique qui perdure, les investisseurs doivent considérer leur exposition avec discernement, car des opportunités vont apparaître dans l'environnement actuel. Nous demeurons positifs tout en restant prudents sur les marchés émergents, sachant que le risque accru d'une guerre commerciale a des chances de continuer à obérer la performance, jusqu'à ce que l'incertitude disparaisse.

INFORMATION IMPORTANTE

DOCUMENT DESTINE AUX INVESTISSEURS PROFESSIONNELS UNIQUEMENT.

Ce document est publié par Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited, autorisée et supervisée par l'autorité de surveillance des services financiers (Financial Conduct Authority ou FCA) et enregistrée sous le numéro 515393 dans le registre de la FCA. Lombard Odier Investment Managers ("LOIM") est un nom commercial.

Ce document est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre ou une recommandation d'acquiescer ou de vendre un instrument financier ou un service. Ce document n'est pas destiné à être distribué ni utilisé dans des juridictions où une telle distribution ou utilisation serait illégale. Ce document ne contient pas de recommandations ou de conseils personnalisés et n'est pas destiné à remplacer des conseils professionnels au sujet d'investissements dans des produits financiers. Avant de conclure toute transaction, l'investisseur doit examiner attentivement l'adéquation de cette opération à sa situation propre et, le cas échéant, obtenir des conseils professionnels indépendants au sujet des risques, ainsi que des conséquences juridiques, réglementaires, financières, fiscales ou comptables. Ce document est la propriété de LOIM et est adressé à son destinataire pour son usage personnel exclusivement. Il ne peut être reproduit (en partie ou en totalité), modifié ou utilisé dans un autre but sans l'accord écrit préalable de LOIM. Ce document contient les opinions de LOIM, à la date de publication.

Le contenu du présent document est destiné aux investisseurs professionnels avertis et qui sont autorisés ou réglementés pour opérer sur les marchés financiers ou qui ont été approuvés par LOIM comme disposant de l'expertise, de l'expérience et des connaissances des investissements présentés dans ce document et à propos desquels LOIM a reçu la garantie de leur capacité à prendre leurs propres décisions d'investissement et à comprendre les risques associés aux investissements tels que ceux décrits dans ce document, ou d'autres investisseurs que LOIM a expressément confirmés être les destinataires appropriés de ce document. Si vous n'appartenez pas à l'une des catégories susmentionnées, nous vous demandons de renvoyer ce document à LOIM ou de le détruire et vous recommandons expressément de ne pas vous fier à son contenu, de ne considérer aucune question présentée dans ce document en relation avec des investissements, et de ne pas le transmettre à des tiers, quels qu'ils soient. Ce document contient les opinions de LOIM, à la date de publication.

Ce document contient les opinions de LOIM, à la date de publication. Les informations et analyses contenues dans ce document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Cependant, LOIM ne garantit pas l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité des informations contenues dans ce document, pas plus qu'il n'assume de responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de l'utilisation de ces informations. Toutes les informations et opinions exprimées peuvent changer sans préavis.

Ni ce document ni aucune copie de ce dernier ne peuvent être envoyés, emmenés ou distribués aux Etats-Unis, dans l'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 « Personne américaine » désigne un ressortissant, national ou résident des Etats-Unis d'Amérique, une association organisée ou existant dans tout Etat, territoire ou possession des Etats-Unis d'Amérique, une société constituée conformément aux lois des Etats-Unis d'Amérique ou de l'un de leurs Etats, territoire ou possession, ou toute succession ou tout trust dont le revenu est imposable aux Etats-Unis, quelle qu'en soit l'origine.

Sources : Sauf indication contraire, les données émanent de LOIM.

Bien que certaines informations aient été obtenues de sources publiques et réputées fiables, sans vérification indépendante, nous ne pouvons garantir leur exactitude et exhaustivité.

Les avis et opinions sont exprimés à titre informatif uniquement et ne constituent pas une recommandation de LOIM pour l'achat, la vente ou la détention de quelque titre que ce soit. Les avis et opinions sont donnés en date de cette présentation et sont susceptibles de changer. Ils ne devraient pas être interprétés comme des conseils en investissement. Aucune partie de ce document ne saurait être (i) copiée, photocopiée ou reproduite sous quelque forme que ce soit ou (ii) distribuée à toute personne autre qu'un employé, cadre, administrateur ou agent autorisé du destinataire sans l'accord préalable de Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited. Au Royaume-Uni, ce document constitue une promotion financière et a été approuvé par Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited, qui est autorisée et réglementée par la Financial Services Authority.

©2018 Lombard Odier IM. Tous droits réservés