



LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

**Chronique hebdomadaire
9 avril 2018**

Comment se couvrir face au risque d'emballlement protectionniste ?

Nous pensons qu'un rebond assez durable des marchés d'actifs risqués est très probable (grâce à la qualité des résultats des sociétés au T1 et à la dynamique des rachats d'actions aux USA) si l'ensemble des conditions suivantes sont réalisées ; arrêt des surprises haussières d'inflation aux USA ; non durcissement du discours de la Fed ; stabilisation du momentum manufacturier mondial ; affaiblissement des menaces protectionnistes. Les 2 dernières conditions ne sont pas réunies. Et c'est surtout la persistance de la crainte protectionniste qui explique la volatilité actuelle.

Nous avons déjà abordé plusieurs fois cette question, mais nous y revenons compte tenu de son caractère central dans les stratégies d'investissement de court ou moyen terme. Les autorités américaines et chinoises ont publié la semaine dernière la liste des produits potentiellement susceptibles d'être affectés par de nouveaux droits de douane. Il n'y a rien de surprenant ni nouveau sur les grandes masses annoncées (les hausses tarifaires concernent de chaque côté 50 Mds d'importations)¹. La liste des produits peut paraître excessivement précise mais il faut savoir qu'elle peut changer dans le cadre de la section 301 du Trade Act de 1974.

Encore une fois, nous ne croyons pas en la réalisation concrète d'un scénario de « guerre commerciale ». Nous excluons un scénario d'emballlement des tensions protectionnistes qui n'aboutirait à terme qu'à un processus stagflationniste². Dans ce cas, les stratégies de protection réelle des portefeuilles seraient rares (or, obligations indexées, ...).

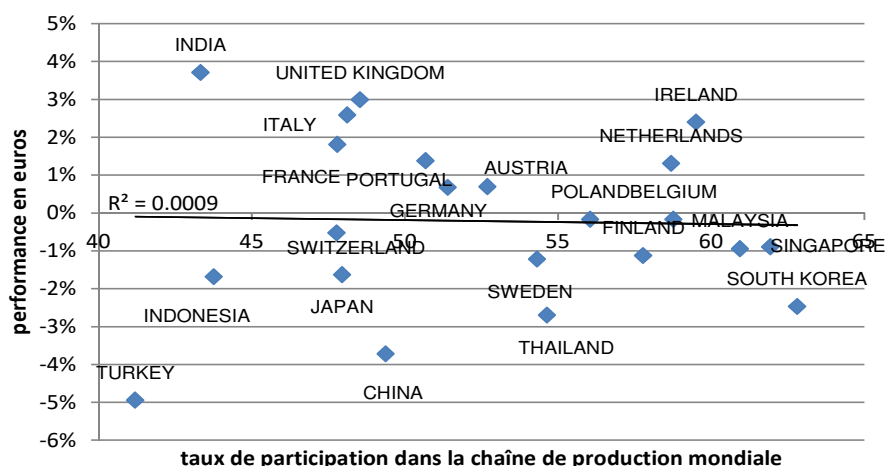
Néanmoins, nous pensons que cette thématique peut encore, à partir des tensions sino-américaines, être de nature à affecter les marchés au cours des prochaines semaines³. En effet, nos différents indicateurs ne suggèrent pas qu'une aggravation de la situation ait été pricée depuis le 1er mars (faiblesse de la performance de l'or, du yen, franc suisse et euro, baisse des anticipations d'inflation et de la prime de terme, bonne résistance des émergents, ...), c'est-à-dire depuis les premières mesures Trump sur l'acier et l'aluminium. Et plus récemment, depuis l'annonce des nouveaux tarifs sur la Chine le 22 mars, la discrimination des marchés actions sur le critère à la participation à la chaîne de production mondiale n'a pas été significatif (voir graph ci-dessous).

¹ Rappelons que les mesures prises du côté américain affectent ainsi 2,2% des exportations totales chinoises.

² Voir ainsi notre chronique hebdo du 12 mars dernier ; « Guerre commerciale et allocation d'actifs ».

³ En principe, la date-limite de négociation pour les mesures américaines à l'encontre des exportations chinoises est le 22 mai.

Evolution des marchés actions en euros depuis le 22 mars vs participation dans la chaîne de production mondiale (*)



Sources : Datastream, Les Cahiers Verts * Taux de participation à la chaîne de production mondiale : valeur ajoutée étrangère utilisée dans les exports du pays considéré en % des exports + valeur ajoutée domestique du pays considéré utilisée dans les exports d'un pays tiers en % des exports

Bref, l'évolution relative des actifs traduit plus une baisse de l'appétit pour le risque (liée également à d'autres phénomènes comme le ralentissement manufacturier mondial et les difficultés de la tech) qu'un pricing substantiel du protectionnisme au niveau mondial.

Pour un investisseur européen, l'aggravation de cette thématique justifierait de renforcer les valeurs domestiques vs. internationales (déjà potentiellement pénalisées par la hausse de l'euro). Elle justifierait aussi de renforcer des positions long short FTSE MIB/Dax qui sont fondées par ailleurs (caractère plus domestique du marché italien, décote du marché italien, rerating des bancaires italiennes, sensibilité du Dax au momentum manufacturier mondial qui décélère, ...). Rappelons que le Dax est l'indice boursier parmi les 4 principaux de la Zone Euro le plus exposé à la demande mondiale extra-européenne, alors que le MIB est le moins exposé. Au plan macro, rappelons également que l'Allemagne est le grand pays européen le plus ouvert sur l'extérieur et en particulier sur la Chine et les USA (les exportations adressées à la Chine et aux USA représentent respectivement 2,8 et 3,4% du PIB allemand vs 0,8 et 1,5% pour la France). On retrouve d'ailleurs une bonne corrélation historique entre la croissance des exportations allemandes et celle du Dax.

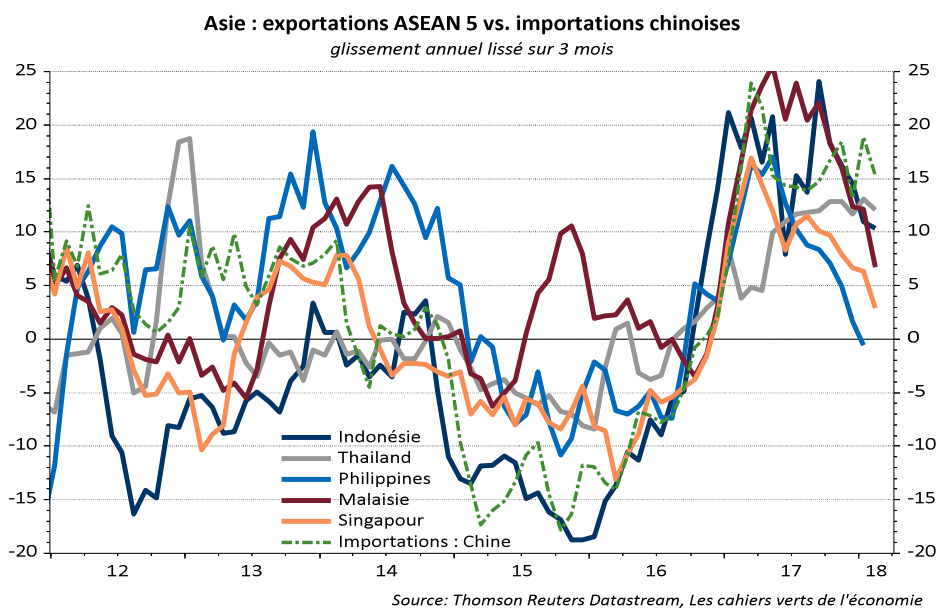
Dans ce cadre, jouer les financières vs les cycliques se justifierait également. Non seulement parce que les financières sont nettement moins exposées à l'international, mais aussi parce que les valorisations des cycliques sont élevées et que le ralentissement du momentum manufacturier mondial devrait peser négativement. De leur côté, les bancaires bénéficient d'une valorisation encore favorable d'un point de vue historique.

Il conviendrait également d'être très prudent sur les marchés émergents asiatiques très impliqués dans les chaînes de valeur chinoises. La taxation des exportations chinoises vers les USA ne va pas seulement affecter les exportateurs chinois, mais aussi l'ensemble des pays exportateurs de produits intermédiaires vers la Chine et qui sont assemblés et exportés vers les États-Unis⁴. 40% environ des exportations chinoises vers les USA provient de pays tiers dont l'essentiel se situe en Asie de l'Est (Hong Kong, Taïwan, Corée, Singapour, ...). Et dans ce cadre, les pays émergents est-asiatiques sont à

⁴ Notons que, de façon similaire, le Mexique serait pour partie affecté par les mesures douanières prises par la Chine à l'encontre des USA.

risque. Un proxy de cette exposition peut être illustré par le graphique ci-dessous qui met en évidence les exportations des pays de l'ASEAN et les importations chinoises.

C'est pourquoi un long short MSCI emerging markets/ MSCI ASEAN pourrait se révéler approprié.



Parallèlement, la tech, déjà affectée par des incertitudes (risque réglementaire, risque fiscal, ...) devrait souffrir dans la mesure où le hardware est impliqué dans les chaînes de valeur. Les mesures tarifaires des Etats-Unis à l'encontre de la Chine affectent donc pour partie la tech (équipements électroniques).

Enfin, rappelons qu'un accroissement des tensions commerciales devrait se traduire par un affaiblissement du dollar vs yen et euro ainsi que d'un renforcement de l'or.

Bien évidemment, ces stratégies de couverture ne s'entendent que si l'on anticipe un renforcement verbal et/ou effectif des menaces protectionnistes entre les USA et la Chine au cours des prochaines semaines. En cas d'extension généralisée à un nombre croissant de pays ou de secteurs, ce sont les stratégies de protection face au risque stagflationniste (voir supra) qui se justifieraient. Et il va sans dire que dans le cas inverse où des perspectives de négociation se dégagent, c'est une hausse de l'appétit pour le risque qu'il faudrait envisager.

Cette procédure s'achèvera du côté américain en principe le 22 mai; cela laisse donc à priori un mois et demi de négociations entre les deux parties. On va sans doute en savoir un peu plus sur la teneur des discussions très prochainement avec notamment le discours de Xi Jinping au forum de Bo 'ao forum du 10 avril et la publication du US Treasury Report du 15 avril.

**Copyright tous droits réservés. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive des clients de SOCOFI (Les Cahiers Verts de l'économie).
Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de SOCOFI.**