



## LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

### **Chronique hebdomadaire 12 mars 2018 Guerre commerciale et allocation d'actifs**

Beaucoup d'investisseurs s'interrogent sur les contours du risque de « guerre commerciale », après les initiatives de Trump sur les importations d'acier et d'aluminium. Revenons alors quelque peu sur cette thématique déjà abordée la semaine dernière<sup>1</sup>, sans aborder tous les points.

Sur le fond, nous considérons toujours cette décision comme parfaitement irrationnelle et incohérente d'un point de vue économique. Illustrons ce point par 2 faits.

a) La Chine et l'Allemagne sont les 2 principaux pays à l'origine du déficit commercial américain. Or, ces 2 pays ne seront finalement que peu impactés par une telle décision. En effet, leurs exportations d'acier à destination des États-Unis ne représentent qu'environ 5% de leurs exportations totales.

b) l'objectif de réduction du déficit commercial via des mesures protectionnistes va se heurter à un choc de signe opposé bien plus important, la relance budgétaire et fiscale. En soutenant la demande et l'investissement, celle-ci conduira nécessairement à une hausse des importations et donc, à un creusement du déficit commercial. Compte tenu de la réforme de décembre, du nouveau package annoncé il y a quelques semaines (400Mds de dollars sur 2 ans) et des élasticités habituelles, on peut s'attendre à un élargissement du déficit commercial d'un peu moins d'1 point de PIB.

Dès lors, cette décision de Trump correspond toujours selon nous à une posture politique vis-à-vis de 2 acteurs-clé. D'une part, il s'agit de se mettre en position de force vis-à-vis des partenaires commerciaux lors de discussions futures. La pression potentielle sur le Mexique et le Canada dans le cadre de la renégociation de l'ALENA est à cet égard essentielle. Rappelons ainsi que le Canada est son plus gros fournisseur dans les 2 secteurs concernés (16% de ses importations d'acier et 42% de ses importations d'aluminium). D'autre part, c'est une source de légitimité vis-à-vis de ses électeurs (l'acier emploie par exemple 140 000 salariés) avant les élections du midterm ; ainsi s'explique sa « mise en scène » lors de la signature des fameux décrets jeudi dernier.

Sur le fond, la position de Trump s'est d'ailleurs « assouplie » le 8 mars, en signalant que le Mexique et le Canada en seront exemptés, du moins temporairement<sup>2</sup>. Parallèlement, il a semblé permettre aux autres pays alliés des USA de négocier de possibles exemptions. Et les marchés ont globalement bien réagi à cette inflexion.

Néanmoins, il est possible que la thématique de la guerre commerciale reste présente dans les marchés au cours des prochaines semaines et prochains mois. La démission récente de Gary Cohn et

---

<sup>1</sup> Voir notre chronique de la semaine dernière: *“Il paraît qu'une guerre commerciale se prépare : tous aux abris ?”*

<sup>2</sup> Ce week-end, c'est l'Australie qui a bénéficié d'une exemption.

les enquêtes actuelles de la *US International Trade Commission* sur le respect des règles de propriété intellectuelle en Chine (qui doivent déboucher sur un rapport l'été prochain) constituent des signaux d'alerte. Rappelons notamment que la Chine totalise 20% des importations américaines (soit, 2,5% du PIB américain).

Sur le fond, cette question est sérieuse pour les marchés. Depuis 30 ans, le niveau moyen des droits de douane dans le monde est ainsi passé de 60 à 22%. Parallèlement, le taux d'ouverture des échanges (exportations + importations en % du PIB) est passé de 40 à 60%. Cette internationalisation des échanges s'est particulièrement développée dans la période récente par le biais des échanges intra-branches et surtout intra-firme, d'où la création de chaînes de production mondiales. Comme nous l'avons indiqué la semaine dernière, une généralisation (plus ou moins forte) des tensions protectionnistes constituerait un choc d'offre négatif, avec des implications stagflationnistes (baisse de la croissance réelle et hausse de l'inflation).

Que faire en termes d'allocation d'actifs ? Si, comme nous le pensons, cette tension va rester circonscrite à quelques produits de faible importance (comme c'est le cas régulièrement depuis 35 ans, voir la chronique de la semaine dernière), l'allocation d'actifs peut rester agressive, avec notamment une légère sur pondération des actions. Rappelons que l'ensemble des mesures restrictives prises par Trump en matière de droits de douane (bois, panneaux solaires, machines à laver, aluminium, acier) touchent environ 3% des importations américaines et 0,3% du PIB américain.

Si l'on souhaite malgré tout se couvrir face au risque d'accroissement des tensions commerciales, l'expérience de 1993-95 (tensions USA-Japon sur l'automobile) et de 2001-02 (tensions USA-UE sur l'acier) montre qu'il faut shorter le dollar vs. les autres devises de réserve (euro et yen) ainsi que renforcer l'or.

Si l'on croit à une légère extension du risque (en termes de discours et/ou d'action) à partir des décisions récentes, notamment vis-à-vis de la Chine, il faut aller plus loin, en particulier shorter les actifs émergents (dette souveraine et corporate, devises émergentes, marchés actions Mexique et Chine) ainsi que les métaux et matériaux de base au sein des actions.

Si l'on croit à une dynamique plus étendue de « guerre commerciale » (extension des mesures restrictives à un nombre croissant de pays et de secteurs), il s'agit alors de jouer un processus stagflationniste, similaire à la dynamique des années 70. Rappelons qu'au cours de cette période, les actifs financiers (actions, obligations, crédit, cash) ont pratiquement tous dégagé des performances réelles négatives au cours des années 70. L'or constitue pour nous dans ce cas la meilleure protection (baisse des taux réels, montée de l'aversion au risque. Sur les marchés de taux souverains, il faudrait jouer assez rapidement l'aplatissement de la courbe des taux d'intérêt et les obligations indexées.

**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.**