



LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

**Chronique hebdomadaire
2 juillet 2018**

Actions : poursuite de la consolidation à court terme ?

La semaine dernière, nous évoquions le match entre l'aversion au risque et la dynamique des BPA à horizon 6 mois. Concentrons-nous ici sur le sentiment de marché à court terme¹.

Regardons les vecteurs de sa dégradation et essayons de voir s'il y a de l'excès.

Les craintes les plus significatives concernent la thématique de la guerre commerciale et ses prolongements, les difficultés du monde émergent et la situation politique européenne.

Commençons par la guerre commerciale. Pour l'instant, l'augmentation effective des droits de douane initiée par l'Administration américaine (en intégrant les 50 mds d'importations chinoises) touche moins de 100 milliards de dollars d'importations américaines, 3,2% du total des importations (0,5% du PIB américain). Si l'on tient compte des « menaces » de nouvelle hausse des tarifs (400 Mds éventuellement sur la Chine, 200 mds sur l'automobile)², c'est un total de plus de 700 Mds qui pourraient être concernés (24% des importations totales et presque 4% du PIB américain).

Il faudrait évidemment aussi tenir compte des mesures de rétorsion (de la part notamment de la Chine et de l'Europe), plus l'impact sur les chaînes de valeur est-asiatiques (très dépendantes de la Chine).

L'impact sur la croissance est très complexe à estimer en fonction de certains paramètres parmi lesquels l'impact sur les prix intérieurs et/ou la dégradation des marges des entreprises importatrices, la substituabilité entre les importations et la production nationale, l'impact sur le taux de change, les détournements de droits de douane via des pays tiers et la redistribution éventuelle des droits de douane aux agents économiques intérieurs.

Sur une base extrême (700 Mds d'importations américaines touchées), hypothèse qu'on ne peut pas complètement exclure au vu des derniers sondages favorables pour Trump, une baisse de 0,4 à 0,6

¹ Voir notre chronique hebdo du 25 juin 2018 : « Le match entre les BPA et l'aversion au risque : qui va gagner ? »

² En cas de taxation sur 450 milliards de dollars d'importations chinoises (pour tenir compte des menaces et sur menaces de Trump), on aboutirait à affecter 15 % des importations américaines 3 % des dépenses de consommation et 2 % du PIB américain.

pb sur le PIB global en volume (à partir d'une hypothèse de 3,5/4% de croissance en PPA) est plausible si une telle escalade prenait corps.

Mais le problème est que la thématique protectionniste comprend d'autres dommages collatéraux tels que l'impact sur la confiance des entreprises et sur leurs projets d'investissement et d'emplois. Pour l'instant, ce n'est clairement visible ni aux USA, ni en Asie de l'Est émergente. En revanche, en Europe, cela est un peu plus clair. En Allemagne, les enquêtes IFO montrent ainsi une chute des anticipations d'exportations dans plusieurs secteurs (chimie, biens d'équipement, biens de consommation, machines-outils, automobile, textile). Même chose au Japon (baisse de la confiance dans le secteur manufacturier de l'enquête Tankan).

Il faut tenir compte également d'une possible extension des tensions sino-américaines sur des ventes massives de bons du trésor américain par la Chine (elle en détient 7,2% de l'encours total) et la baisse du renminbi (-3,3% face au dollar depuis le 15 juin c'est-à-dire depuis que les États-Unis ont confirmé la hausse des droits de douane sur 50 milliards d'importations chinoises).

L'impact du récent resserrement des conditions financières (du fait de la baisse des marchés d'actifs risqués) dans les pays riches devrait également être pris en compte.

Le monde émergent est lui-même fragilisé par le resserrement des conditions macro financières américaine et la menace de guerre commerciale (Mexique, Asie de l'Est via la Chine).

La hausse du dollar (+5,3 % en terme effectif sur les trois derniers mois) renforce les pressions sur un certain nombre de pays émergents, comme nous l'avons déjà signalé³. L'Argentine, très certainement, et la Turquie, très probablement, sont déjà entrées dans une zone de contraction de l'activité. Notons que la pression américaine s'est élargie quelque peu la semaine dernière avec une hausse des taux de la banque centrale indonésienne par exemple.

La baisse du renminbi par rapport au dollar est un facteur aggravant. Avec la baisse du marché actions domestiques chinois, des données d'activité domestique en retrait, cela peut rappeler 2015, l'année du stress chinois. Il convient à ce titre de surveiller les flux de capitaux chinois dans les prochaines semaines.

Enfin, n'oublions pas les incertitudes politiques européennes, non seulement du fait de l'Italie (discussions sur le budget cet été, pression des agences de rating), mais également en raison de la fragilité persistante de la coalition allemande, malgré un accord européen assez vague sur la crise migratoire. Tandis que la zone euro est plus sensible à la guerre commerciale (ainsi qu'aux chocs d'offre pétroliers) et plus exposée aux pays émergents.

Bref, cela fait beaucoup, alors même que la capacité des grandes banques centrales semble un peu plus limitée aujourd'hui du fait de la montée de l'inflation sous-jacente, à l'exception de la Banque Populaire de Chine qui vient à nouveau de baisser le coefficient de réserves obligatoires.

Maintenant, essayons de voir ce que dit le marché. Le marché actions intègre quelque peu le risque de spirale protectionniste (sous-performance de l'auto au sein des indices européens depuis la fin mai, même tendance au niveau mondial quoique moins accentuée); sous performance des

³ Voir notre chronique hebdo du 11 juin : « Au fait, que fait-on des actifs émergents »

émergents est de 11% depuis la mi-mars ; sous performance du Dax vs Eurostoxx de 2% depuis la mi-juin ; baisse des indices S&P 500 et de MSCI World AC de respectivement 2,5 et 3% depuis les « points hauts » de mi-juin⁴.

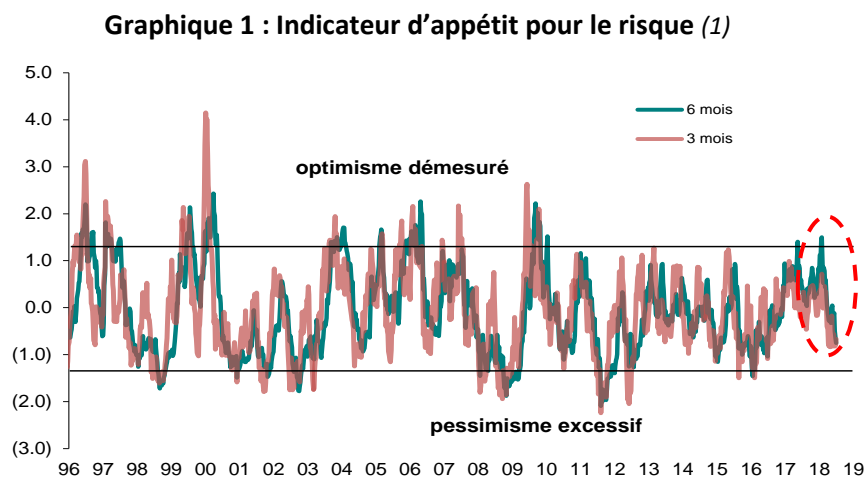
Sur le marché des changes, les positions spéculatives haussières sur le dollar (ainsi que sur le yen et franc suisse) et baissières sur un certain nombre de devises émergentes ne sont pas massives. Ajoutons que le *flight to quality* vers les emprunts d'Etat (T-note et Bund) a été assez faible quoique de façon plus marquée pour le Bund (-36 pb depuis la mi-mai) et cela reflète aussi les tensions politiques en Europe.

De son côté, l'or baisse alors que l'inflation anticipée n'accélère pas.

Au total, on ne peut pas parler d'un pricing de forte dégradation de la thématique protectionniste.

Quid alors des indicateurs de sentiment de marché ?

Actuellement, notre indicateur d'appétit pour le risque de moyen terme se situe sur des niveaux assez faibles (graphique 1), tout en n'étant pas extrêmes.



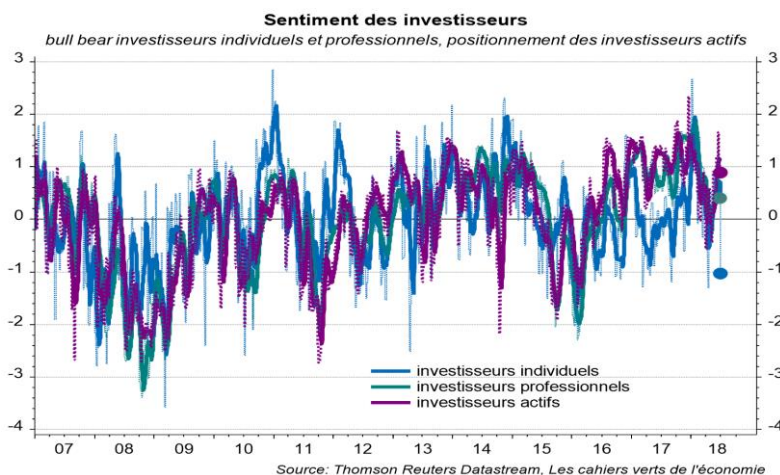
(1) Calculé sur la base du rendement/risque relatif d'actifs risqués et non risqués sur 3 et 6 mois

Sources : Datastream, Les Cahiers Verts

A plus court terme, les indicateurs de sentiment de marché traduisent ainsi une nette dégradation de l'optimisme : cela est généralisé aux RSI absolus et relatifs, au momentum de VIX et dans une moindre mesure aux ratios put-call qui demeurent plus neutres. De son côté, le sentiment des investisseurs, toujours plus retardé, n'est que modérément pessimiste pour le moment après avoir atteint un optimisme certain à la mi-juin (graphique 2).

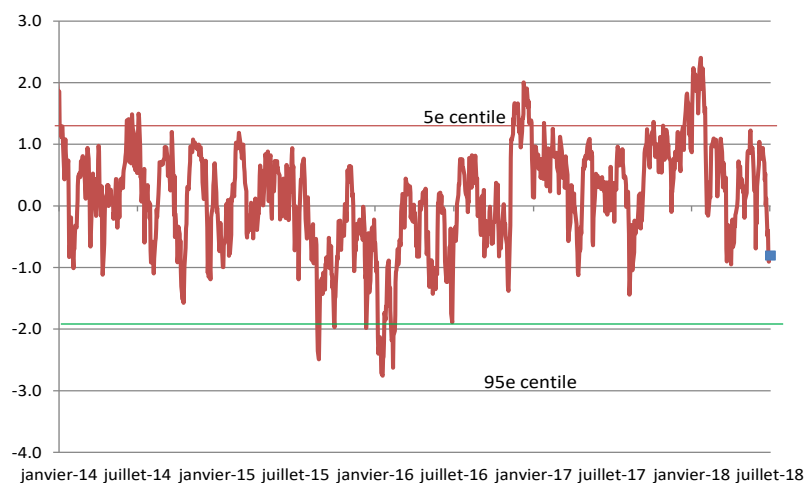
⁴ Sachant que le marché n'avait toujours pas retracé la correction de janvier/février.

Graphique 2



Au total, notre indicateur agrégé d'appétit pour le risque de court terme, qui était en forte hausse jusqu'à la mi-juin, s'est fortement retourné depuis et se situe sur des niveaux faibles actuellement. Mais ces niveaux ne sont pas extrêmes. Ils se situent à des niveaux comparables à ceux observés à la fin mars (graphique 3).

Graphique 3 : Indicateur composite d'appétit pour le risque de court terme *



* basé sur des données de marché (bollinger, RSI) et de confiance des investisseurs

Sources : Datastream, Les Cahiers Verts

Pour notre part, nous avons adopté une position très prudente sur les actions mondiales sur les 2 derniers mois (tableaux de bord de mai et de juin), tout en conservant une légère sur pondération stratégique (6 mois/1 an), du fait notamment du dynamisme des BPA.

Soyons clairs, nous conservons notre légère surpondération stratégique, mais sur le très court terme (prochaines semaines), on peut tabler sur la poursuite de la consolidation (à hauteur d'environ 5%) sur la base d'une légère dégradation du flux de nouvelles.

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.