



## LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

### Chronique hebdomadaire

16 juillet 2018

### Conjoncture mondiale vs Trump : qui va l'emporter sur le marché actions ?

Commençons par les faits. La croissance mondiale en volume (en PPA) s'est probablement établie à un niveau de 4 % en rythme annualisé au deuxième trimestre 2018, c'est-à-dire au même niveau qu'il y a un an. Le secteur manufacturier sous performe la croissance mondiale de l'ordre d'un point, mais les services, très dépendants du dynamisme de la demande finale, compensent la baisse du momentum manufacturier.

Pas de problème alors ? Si bien sûr.

D'abord, cette croissance mondiale est un peu plus volatile et un peu moins alimentée par l'investissement productif (malgré le maintien d'une bonne dynamique de la profitabilité mondiale) que l'an dernier. Surtout, elle est moins synchrone, avec une probable et récente entrée en récession de certains pays du G20 (Argentine, Turquie), une perte de momentum macro dans certaines régions (zone euro, Brésil,...). Elle est ainsi très dépendante des États-Unis et est donc de ce fait plus vulnérable. D'ailleurs, en cas de retour de la croissance américaine vers les 2,5/3% au S2, la croissance mondiale devrait légèrement s'effriter vers les 3,7/3,9%.

Au total, ce n'est donc pas le niveau mais la « qualité » de cette croissance qui est plus faible.

De plus et surtout, cette croissance semble plus menacée que l'an dernier. Pour le S2 et la suite, il y a plusieurs vecteurs de risque (risque italien, poursuite éventuelle du choc d'offre pétrolier, approfondissement des difficultés de certains pays émergents du fait des problèmes politiques internes et du resserrement des conditions financières américaines). Mais il paraît évident que les orientations protectionnistes de Trump constituent la principale menace, au moins pour les marchés d'actifs risqués.

Nous avons déjà dit que l'impact mécanique de la hausse des tarifs douaniers sur la croissance est très complexe à estimer. En effet, il dépend de nombreux 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. Le problème est aussi que la thématique protectionniste comprend d'autres dommages collatéraux indirects : impact négatif sur la confiance des entreprises

et sur leurs projets d'investissement et d'emplois, perturbation des chaînes de valeur, dégradation des conditions macro-financières (baisse des marchés d'actifs risqués), aggravation des difficultés dans certains pays émergents (hausse du dollar, baisse des matières premières, exposition à la Chine,...).

Pour l'instant, l'augmentation effective des droits de douane initiée par l'Administration américaine touche moins de 100 milliards de dollars d'importations américaines, soit 3,2% du total des importations (0,5% du PIB américain). Autrement dit, pas grand-chose. Mais si l'on tient compte des « menaces » de nouvelle hausse des tarifs (400 Mds sur la Chine et près de 300 Mds sur l'automobile ainsi et les pièces détachées automobiles), c'est environ 800 mds qui pourraient être concernées en fonction de nos dernières estimations (27% des importations totales, un tiers des importations de biens et environ 4,5% du PIB américain). Soyons clair, il s'agirait alors de la plus sérieuse vague protectionniste initiée par les États-Unis depuis Richard Nixon au début des années 70. Mais nous serions néanmoins encore à des années-lumière de la spirale protectionniste des années 30.

Voit-on d'ores et déjà un quelconque impact de la démarche protectionniste américaine sur la croissance mondiale à l'échelle mondiale ? Non, pas réellement. L'impact mécanique des mesures déjà décidées est quasi-nul. Quant à l'impact indirect, il est très maigre. L'impact sur la confiance corporate est faible à l'échelle mondiale. Ceci se constate dans différentes enquêtes auprès des chefs d'entreprises industrielles au niveau mondial, que ce soit du côté de l'emploi ou sur les attentes de nouvelles commandes. En effet, dans la plupart des pays-clé, les chefs d'entreprises restent confiants quant à leurs carnets de commandes. On ne note pas non plus de repli significatif des sous-indices emploi.

Quid de la suite ?

Si l'on se base sur l'hypothèse de 800 Mds de dollars d'importations américaines affectées (avec les mesures de rétorsion qui suivront), l'hypothèse d'un impact négatif global de 0,4 à 0,6 points sur la croissance mondiale à horizon 12/18 mois (dommages collatéraux inclus) nous paraît plausible, comme nous l'avons déjà indiqué. Sachant qu'il y aurait très probablement des phénomènes compensateurs : baisse des prix des matières premières, changement de la forward guidance des banques centrales, effet des mesures de relance de la demande intérieure en Chine,... D'ores et déjà, les autorités chinoises ont ainsi annoncé ou envisagé des mesures de soutien à la demande intérieure : baisse des réserves obligatoires, élargissement du traitement fiscal préférentiel pour les PME et hausse des déductions fiscales sur les dépenses d'investissement, soutien spécifique aux entreprises exportatrices, baisse de l'impôt sur le revenu,...

La question de fond se résume ainsi : que souhaite Trump au juste ? Il ne s'agit pas pour nous de prétendre « se faufiler » dans le cerveau du président américain, mais notre point de vue là-dessus est double.

D'abord, Trump a besoin d'une majorité « trumpienne » et non pas seulement républicaine au Congrès. Cela est la condition de l'aboutissement d'un certain nombre de ses projets. La construction du mur avec le Mexique suppose un engagement budgétaire de 20 à 70 milliards de dollars, ce qui suppose l'assentiment du Congrès. Une grande loi sur l'immigration (et non pas seulement quelques mesures de police sur les migrants clandestins) suppose également l'accord du Congrès. Ajoutons

que l'éloignement du risque d'une procédure d'impeachment (sachant que l'enquête du procureur Mueller se poursuit) implique également cette majorité<sup>1</sup>.

Dès lors les tensions sino américaines se limiteraient pour l'essentiel à la période précédant le 6 novembre, date des prochaines élections de mi-mandat.

Ensuite, nous pensons néanmoins que les tensions sino américaines reflètent également une transformation plus profonde qui va au-delà du court terme et de Trump. Il s'agit de la montée en puissance de la Chine, non seulement au plan commercial et économique, mais également et surtout au plan politique, militaire et même technologique dans la période récente. Une montée en puissance de nature à remettre en cause à terme le leadership américain. Un épisode qui rappelle celui de la fin du XIXème siècle où la montée en puissance de l'Allemagne bismarckienne remettait en cause le leadership britannique. Période qui se traduit par une bonne vingtaine d'années de tensions protectionnistes. Nous ne sommes donc pas certains que les tensions commerciales cesseront au-delà du 6 novembre, ni même au-delà de Trump si celui-ci n'est pas réélu en novembre 2020. Elles devraient cependant être moins marquées entre novembre 2018 et la campagne pour la présidentielle qui devrait démarrer au début 2020.

Quelles conséquences opérationnelles tirer de tout cela du point de vue de la stratégie d'investissement à horizon 6/12 mois ?

Nous conservons une légère surpondération sur les actions mondiales. D'abord parce que l'hypothèse de la mise en œuvre de 800 Mds d'importations américaines affectées par de nouveaux tarifs douaniers n'est pas encore certaine. Ensuite parce que le marché « price » une partie de l'impact négatif de la guerre commerciale. Depuis mars dernier, les multiples phases de consolidation du marché actions ont trouvé leur origine dans les initiatives de Trump dans ce domaine. Depuis la mi-mai, la discrimination des marchés actions sur le critère à la participation à la chaîne de production mondiale a été aussi significative. Ainsi, les pays les plus liés à la chaîne de production mondiale ont sous-performé dans leur ensemble (pays est-asiatiques notamment comme la Corée, Singapour, Thaïlande) à l'inverse de ceux qui y sont moins liés (Inde, Indonésie notamment).

Quid de l'impact de l'hypothèse de 800 Mds d'importations américaines affectées sur les BPA mondiaux ? Cela se traduirait selon nous par une révision en baisse de 7 à 10% des BPA (voir notre dernière revue mensuelle Asset Allocation). Ainsi, le marché actions mondial devrait se replier dans ce cas de 7 à 10% pour des raisons fondamentales sans compter l'éventuelle montée de l'aversion au risque, toutes choses égales par ailleurs. Nous serions encore loin du bear market.

Au-delà, les actions restent aujourd'hui moins chères qu'avant la correction de janvier/février, surtout après les sensibles révisions haussières de BPA aux États-Unis. En outre, le potentiel de choc monétaire et de taux longs est assez faible et l'appétit structurel pour le risque est nettement plus réduit qu'en début d'année. Au-delà, la résistance de la croissance mondiale et celle des BPA<sup>2</sup>, indépendamment des tensions commerciales, devrait permettre au marché actions de rester en territoire positif.

---

<sup>1</sup> Rappelons que la procédure d'impeachment fait intervenir à la fois la Chambre des représentants et le Sénat.

<sup>2</sup> Cf notre chronique hebdo du 26 juin dernier ; « *Le match entre les BPA et l'aversion au risque : qui va gagner ?* »

Il nous semble cependant que les marchés actions émergents ressortent plus à risque actuellement face à ce risque et devraient souffrir d'une plus forte volatilité. Cela dégrade naturellement leur attrait d'un point de vue rendement/risque, malgré la chute des valorisations relatives qui apparaissent assez attractives (9% de décote vs les actions mondiales au plan de P/E fwd un an). Nous préférons ainsi réduire notre exposition aux marchés actions émergents au profit du marché actions américain. Notons en outre que les tensions commerciales ont un effet haussier sur le dollar et qu'augmenter le poids du marché actions américain permet, d'une certaine manière, de se couvrir contre ce risque et donc de réduire la volatilité du portefeuille.

**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.**