

Commerce États-Unis/Chine : négociier tout en combattant



Vincent Mortier
CIO Adjoint Groupe



Alessia Berardi
Responsable déléguée de
la Recherche
Macroéconomique



Angelo Corbetta
Responsable Actions Asie



Qinwei Wang
Économiste Sénior

- *Nous pensons que l'idée d'une rupture des pourparlers doit être écartée, même si des incertitudes subsistent. Pour parvenir à un accord, la Chine exige des États-Unis qu'ils suppriment toutes les surtaxes, fixent des objectifs pour les achats de biens chinois en fonction de la demande réelle et veillent à ce que le texte de l'accord soit « équilibré », garantissant la « dignité » des deux pays.*
- *Paradoxalement, nous sommes bien plus proches d'un accord qu'il y a quelques mois, dans la mesure où les deux parties ont fait des efforts concrets aux niveaux intermédiaire et inférieur, travaillant jour et nuit sur les détails et la formulation d'un accord. En d'autres termes, nous entrons dans la phase finale qui est peut-être également la plus difficile, car les questions en suspens sont aussi importantes que délicates.*
- *Des droits de douane plus élevés pénaliseraient tout le monde, les exportateurs chinois comme les consommateurs américains. Toutefois, compte tenu des différents niveaux d'intervention des pouvoirs publics, l'impact sur la croissance et le commerce mondial devrait, dans une certaine mesure, rester contenu et nous ne prévoyons pas de scénario de récession à proprement parler, que ce soit en Chine ou aux États-Unis. Contrairement à ce qui s'est passé en 2018, les autorités chinoises sont désormais mieux équipées pour compenser les chocs externes et le sentiment local semble moins fragile, et, pour sa part, la Réserve fédérale a, depuis l'an dernier, adopté une politique plus accommodante. Ce sont en fait les pays dont les chaînes de production sont les plus intégrées avec la Chine qui souffriraient le plus, tandis que les pays exportateurs qui sont en concurrence avec la Chine pourraient bénéficier d'une augmentation de leur part des exportations vers les États-Unis et de la délocalisation de la production de certains secteurs industriels.*
- *Selon le consensus, l'économie chinoise devrait atteindre le creux de la vague au deuxième trimestre de cette année. Toutefois, cela pourrait prendre, selon nous, un peu plus de temps. Nous pensons que certains secteurs pourraient offrir plus de valeur que d'autres sur le marché des actions A¹, car la demande intérieure pourrait servir de tampon contre les dommages causés par les surtaxes douanières et les investissements du gouvernement central devraient se maintenir à des niveaux élevés. Nous sommes optimistes à l'égard des entreprises non cycliques et technologiques de consommation.*
- *La hausse des tarifs douaniers aura inévitablement un impact significatif dans les pays asiatiques, étant donné leur forte corrélation avec le commerce mondial et le rôle économique de la Chine dans la région. Les pays les plus touchés par les droits de douane pourraient être la Corée, Hong Kong et Taïwan, tandis que l'Inde devrait être le pays de la région le moins touché. En termes sectoriels, c'est l'industrie automobile qui, avec le reste du secteur industriel, occupe la position la plus faible.*
- *Notre scénario central prévoit que les États-Unis et la Chine trouveront un accord en fin de compte, que l'économie mondiale se redressera au second semestre de cette année et que les banques centrales resteront accommodantes. Nous sommes désormais à l'affût d'épisodes de volatilité des marchés qui pourraient créer des points d'entrée attrayants sur des marchés présentant des valorisations convaincantes. Toutefois, de manière générale, les écueils restent nombreux et nous incitent, à ce stade, à la prudence. En particulier, nous croyons qu'une escalade des tensions commerciales n'a pas encore été pleinement intégrée par les marchés et que, par conséquent, elle pourrait avoir un impact sur le sentiment à court terme et déclencher une correction importante des actifs à risque. Pour l'heure, ceci ne fait toutefois pas partie de notre scénario central.*

1. Actions libellées en yuans, réservées aux Chinois résidents.

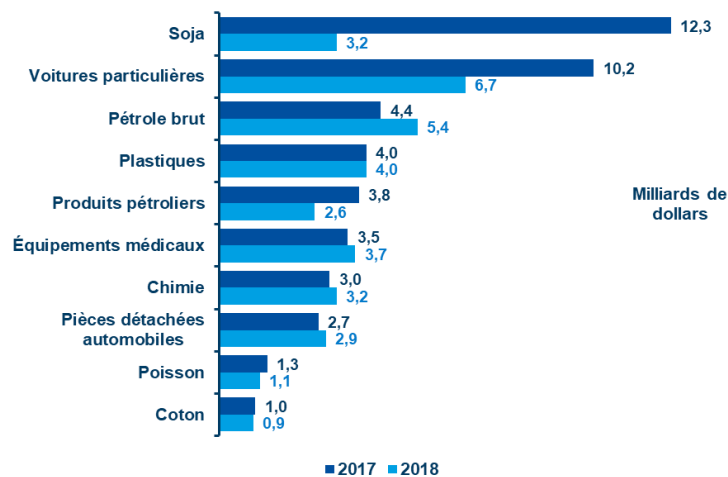
Où en sommes-nous dans les négociations États-Unis/Chine ?

Après la hausse des surtaxes américaines de 10 % à 25 % sur 200 milliards de dollars de produits chinois, la Chine a annoncé des mesures de rétorsion sur 60 milliards de dollars de marchandises américaines qui entreront en vigueur le 1^{er} juin. Plus précisément, ces nouvelles surtaxes s'appliqueront aux produits qui étaient déjà taxés à 5 % et 10 % depuis septembre dernier et qui le seront désormais à 5 % (595 produits), 10 % (974 produits), 20 % (1 078 produits) et 25 % (2 493 produits). De plus, les États-Unis continuent à mettre de la pression avec un nouveau plan visant à taxer toutes les importations restantes en provenance de Chine (environ 300 milliards de dollars) et dont les détails ont été annoncés lundi. Selon certaines informations, les États-Unis ont demandé à la Chine de conclure l'accord d'ici un mois, faute de quoi des droits de douane seraient imposés à toutes ses exportations.

« Les travaux récents se sont concentrés sur des détails ainsi que la formulation du texte, tandis que quelques difficultés importantes subsistent »

Nous commençons à avoir une idée plus claire de ce qui s'est passé ces derniers jours en combinant les informations émanant de Chine et des États-Unis. Les travaux récents se sont concentrés sur certains détails et la formulation du texte, l'essentiel du document étant déjà prêt. Toutefois, certaines questions importantes encore en suspens devront être tranchées par Donald Trump et Xi Jinping. Ainsi, le vice-Premier ministre chinois Liu He a révélé pour la première fois que, pour parvenir à un accord, les États-Unis devraient supprimer toutes les surtaxes imposées depuis l'an dernier, fixer des objectifs pour les achats chinois de biens en fonction de la demande réelle (ce dernier commentaire de Liu révélant que les États-Unis insistent pour que les achats chinois soient plus importants que ce qui avait été initialement convenu au G20 afin de réduire le déséquilibre commercial) et accepter un accord « équilibré » garantissant « égalité » et « dignité » sans saper la « souveraineté » chinoise. En d'autres termes, la Chine estime que l'accord est déséquilibré, ce dernier exigeant de la Chine la quasi-totalité des concessions tandis que les États-Unis n'en font que peu en retour, ce qui serait difficile à accepter par les populations locales.

10 principaux produits exportés par les États-Unis vers la Chine qui font face à une hausse des droits de douane



Source : U.S. Census Bureau, Amundi. Données au vendredi 10 mai 2019. Remarque : les droits de douane sur les produits agricoles ont été imposés en juillet 2018 et la plupart des autres en septembre 2018.

« Nous sommes bien plus proches d'un accord qu'il y a quelques mois, mais les pourparlers entrent désormais dans leur phase la plus difficile. »

Pensez-vous qu'un accord soit proche ?

À ce stade, il y a peu d'espoir qu'un accord soit trouvé à très court terme, étant donné la récente augmentation des surtaxes douanières, les représailles de la Chine et le ton durci des deux parties. Toutefois, pour l'instant du moins, aucune des parties ne semble souhaiter une rupture complète, les deux ayant indiqué que les négociations allaient se poursuivre. Si la Chine semble toujours très désireuse de parvenir à un accord, il semble que les États-Unis vont devoir faire certaines concessions.

Paradoxalement, dans une perspective de long terme, nous sommes bien plus proches d'un accord qu'il y a quelques mois, dans la mesure où les deux parties ont fait des efforts concrets aux échelons intermédiaire et inférieur des administrations, ces dernières réalisant d'importantes avancées sur les détails et la formulation de l'accord. En d'autres termes, nous entrons dans la phase finale qui est peut-être également la plus difficile, car les questions en suspens sont aussi importantes que délicates. La Chine a jusqu'à présent agi avec prudence, bien qu'elle ait promis des représailles. Toutefois, l'annonce des mesures a été retardée, permettant d'éviter une escalade trop rapide et de laisser de la marge pour de nouvelles négociations. Par ailleurs, le principal conseiller économique de Donald Trump, Larry Kudlow, a déclaré que les représentants américains avaient été invités à Beijing pour la prochaine série de pourparlers (bien qu'il n'y ait pas encore de plan détaillé) et a également souligné la possibilité d'une réunion cordiale entre les présidents Trump et Jinping lors de la réunion du G20 à Osaka le 28 juin. Il existe cependant aussi un risque que les États-Unis campent fermement sur leurs positions face à une Chine qui est prête à accuser le coup. Un scénario qui mettrait une énorme pression sur les deux parties.

Quel impact pour les nouvelles surtaxes ?

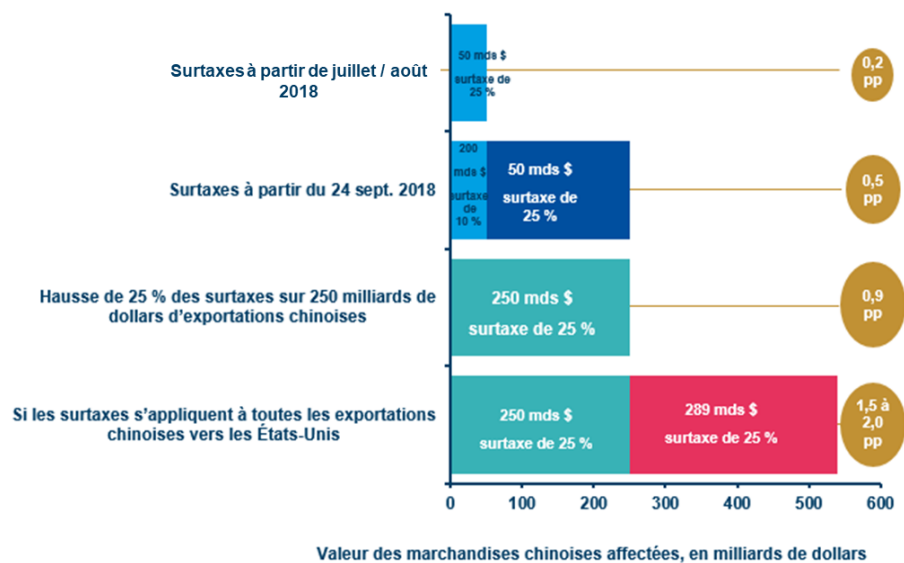
Globalement, l'incertitude face à un risque que la plupart des investisseurs et des analystes pensaient être en baisse et sur le point de trouver une solution est repartie à la hausse. Des droits de douane plus élevés pénaliseraient tout le monde, que ce soient les exportateurs chinois ou les consommateurs américains. Si l'on se base sur un horizon d'un ou deux mois, l'inflation aux États-Unis sera touchée, étant donné qu'un plus grand nombre de biens de consommation sont assujettis aux droits de douane et que les entreprises américaines auront besoin de temps pour modifier leur chaîne d'approvisionnement. La capacité des entreprises américaines à absorber l'augmentation des coûts aura un impact sur leurs résultats nets. Toutefois, compte tenu des différents niveaux d'intervention des pouvoirs publics, l'impact sur la croissance et le commerce mondiaux devrait, dans une certaine mesure, rester contenu et nous ne prévoyons pas de scénario de récession à proprement parler, que ce soit en Chine ou aux États-Unis. Contrairement à ce qui s'est passé en 2018, les autorités chinoises sont désormais mieux équipées pour compenser les chocs externes et le sentiment local semble moins fragile. La Réserve fédérale a, pour sa part, adopté depuis l'an dernier une politique plus accommodante. Une réévaluation des perspectives serait nécessaire si les droits de douane sur les biens importés restants (environ 300 milliards de dollars) étaient effectivement appliqués.

« Des droits de douane plus élevés pénaliseraient tout le monde, les exportateurs chinois comme les consommateurs américains. »

« Une réévaluation des perspectives mondiales serait nécessaire si les surtaxes sur les biens importés restants étaient appliquées. »

Compte tenu du large éventail de produits concernés (environ 6 000 produits), nous réaffirmons que ces nouvelles taxes peuvent avoir différents types de conséquences. Les pays dont les chaînes de production sont les plus intégrées avec la Chine souffriraient le plus, tandis que les pays exportateurs qui sont en concurrence avec la Chine pourraient bénéficier d'une augmentation de leur part des exportations vers les États-Unis et de la délocalisation de la production de certains secteurs industriels. Le Vietnam et le Mexique font partie des pays qui pourraient en bénéficier, avec néanmoins certaines réserves en lien avec la politique étrangère américaine. En effet, le Vietnam pourrait être ajouté à la liste des pays manipulateurs de devises (si la liste est élargie et certains paramètres davantage réduits), tandis que le Mexique attend toujours la ratification par le Congrès de l'USMCA (United States-Mexico-Canada Agreement).

Impact des surtaxes sur l'économie chinoise



Source : Bloomberg, U.S. International Trade Commission, Amundi. Données au vendredi 10 mai 2019. Note : les bulles indiquent l'impact cumulé sur la croissance annuelle.

« Notre scénario central est toujours celui d'un ralentissement modéré de la Chine accompagné d'interventions politiques. »

Les récentes surtaxes ont-elles modifié le scénario de référence pour la Chine ?

Nous continuons de croire que la Chine est sur la bonne voie pour gérer le ralentissement économique au moyen d'interventions stratégiques des autorités. Plus précisément, la Chine a entamé une transition en profondeur vers une économie plus équilibrée et plus durable et ses responsables politiques sont pleinement mobilisés par un exercice d'équilibre délicat impliquant la gestion du désendettement, la prévention d'un ralentissement déstabilisateur (6 % est un seuil critique pour le marché), la correction des erreurs d'allocation des capitaux et des mesures de relance adaptées. La transition, qui consiste à s'élever dans la chaîne de valeur et à passer d'un modèle de croissance axé sur l'investissement et les exportations à un modèle axé sur les secteurs domestiques et la consommation (bien qu'elle soit encore peu développée), devrait, si elle réussit, permettre au final à l'économie de gagner en vigueur en étant moins exposée aux variations cycliques.

« La hausse des tarifs douaniers peut avoir un impact important en Asie, notamment dans le secteur l'automobile. Attention aux devises asiatiques. »

Quels sont les pays et les secteurs les plus à risque en Asie et, le cas échéant, les principaux points à surveiller pour les investisseurs ?

La hausse des tarifs douaniers pourrait avoir un impact significatif dans les pays asiatiques étant donné leur forte corrélation avec le commerce mondial et le rôle économique de la Chine dans la région. Les pays les plus touchés par les droits de douane pourraient être la Corée, Hong Kong et Taïwan, tandis que l'Inde devrait être le pays de la région le moins touché. Dans l'ensemble, la tendance à la mondialisation a profité à la plupart des pays asiatiques au cours des 25 dernières années. L'enlèvement de cette tendance devrait inévitablement les faire souffrir désormais. En termes sectoriels, c'est l'industrie automobile qui, avec le reste du secteur industriel, occupe la position la plus faible.

L'évolution des principales devises asiatiques par rapport au dollar américain est un facteur très pertinent à surveiller. Le dollar de Hong Kong (HK\$), le yuan chinois (RMB) et le won coréen (KRW) ont récemment commencé à montrer des signes de faiblesse et, tant que ces monnaies resteront faibles, un scénario d'aversion au risque sera de mise sur les actions des pays émergents.

Quel positionnement préconisez-vous sur le marché actions chinois ?

Les investisseurs étrangers ont commencé à réduire leurs positions il y a quelques semaines, compte tenu des mauvais résultats attendus au deuxième trimestre, tandis que les investisseurs locaux étaient moins enclins à fermer des positions et prendre des bénéfices.

D'une manière générale, le consensus est que l'économie chinoise devrait atteindre le creux de la vague au deuxième trimestre de cette année. Toutefois, cela pourrait prendre, selon nous, un peu plus de temps.

En termes relatifs, nous pensons que le marché des actions A est pour le moment plus risqué que celui des actions H¹, une correction de 5 % du marché des actions A étant même anticipée au cours des trois prochains mois. Nous pensons toutefois que certains secteurs pourraient offrir davantage de valeur que d'autres sur le marché des actions A, car la demande intérieure, bien soutenue par une politique budgétaire expansionniste, pourrait servir de tampon contre les dommages causés par les surtaxes douanières. En outre, des secteurs comme l'éducation, l'industrie pharmaceutique, les semi-conducteurs et les technologies de l'information continueront de bénéficier d'investissements importants de la part du gouvernement central dans le but de réduire l'écart technologique avec les États-Unis. En ce qui concerne nos préférences sectorielles, nous sommes plus optimistes quant aux entreprises des secteurs de la consommation non cyclique et de la technologie tandis que les secteurs de la finance, des communications, de la consommation cyclique et des industries énergétiques nous semblent moins intéressants.

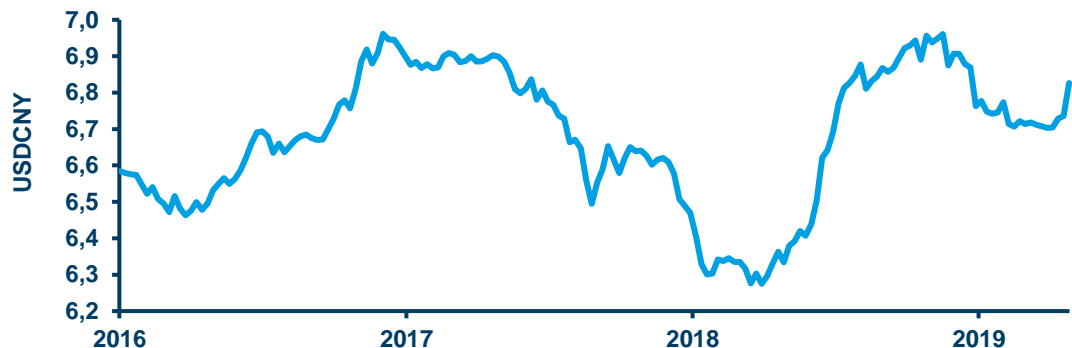
Anticipez-vous des mouvements importants du yuan par rapport au dollar ?

Pour l'instant, nous nous attendons à ce que le yuan chinois (RMB) évolue dans une fourchette de 6,7 à 7,0 pour 1 dollar américain, mais sans dépasser le niveau de résistance de 7,0, perçu par le marché comme un seuil dangereux. Nous pensons que les responsables politiques sont prêts à intervenir si nécessaire (le contrôle des capitaux a été renforcé depuis l'an dernier). Les mesures de relance chinoises favorisent le climat intérieur et stimulent les entrées de capitaux grâce à l'inclusion des valeurs dans les indices de référence. En outre, la dynamique de la balance courante laisse présager un meilleur équilibre à moyen terme, et nous ne nous attendons pas à une forte détérioration à court terme. Si les négociations entre les États-Unis et la Chine progressaient mal, avec notamment des surtaxes américaines sur le reste des 300 milliards de dollars de produits chinois, il se pourrait bien que la Chine laisse le RMB franchir la barre des 7,0.

1. Actions émises par des sociétés chinoises, mais qui sont directement cotées à Hong Kong, et sont libellées en dollars de Hong Kong.

« Selon nous, les actions A pourraient offrir plus de potentiel, car certains secteurs continueront de bénéficier d'une demande intérieure favorable et d'investissements publics importants. »

Dollar vs Renminbi (onshore)



Source : Bloomberg, Amundi. Données au lundi 13 mai 2019.

« Notre scénario central prévoit que les États-Unis et la Chine trouveront probablement un accord. Nous suggérons néanmoins de rester prudent en cas d'escalade des tensions. »

Quelles réactions du marché anticipez-vous au vu de l'actualité récente et des évolutions potentielles du commerce ?

L'escalade des tensions sur le commerce mondial est clairement négative pour les actifs à risque. Toutefois, le recul du marché est resté contenu jusqu'à présent, peut-être dans l'attente des résultats des pourparlers, la poursuite des négociations étant considérée comme un indice suggérant que les deux parties sont toujours désireuses de parvenir à un accord.

Pour l'heure, bien que les pourparlers progressent lentement, notre scénario central prévoit toujours que les États-Unis et la Chine trouveront un accord. Nous maintiendrons ce scénario tant que nous continuerons de voir des signaux encourageants des deux parties laissant à croire que les négociations peuvent continuer (Xi Jinping a écrit une « belle lettre » à Donald Trump, qui déclara par la suite que les relations entre les États-Unis et la Chine restaient très fortes et que, selon lui, les négociations avec la Chine seraient un succès). Cela dit, la voie vers un accord final pourrait être plus difficile et plus longue qu'initialement prévu.

Les marchés devraient désormais entrer dans une phase de consolidation, tout en essayant de déterminer quels pourraient être les prochaines évolutions et d'anticiper les surprises à la hausse ou à la baisse de la croissance mondiale et des résultats des entreprises. Notre scénario central prévoit que l'économie mondiale se redressera au second semestre de cette année, que les banques centrales resteront accommodantes. Des épisodes de volatilité des marchés pourraient, en outre, créer des points d'entrée attrayants sur des marchés présentant des valorisations convaincantes, comme notamment, les actions européennes ou celles des pays émergents.

Toutefois, de manière générale, les écueils restent nombreux, ce qui nous incite, à ce stade, à la prudence. En particulier, nous croyons qu'une escalade des tensions commerciales (les États-Unis appliquant de fait des surtaxes sur l'ensemble des importations chinoises, la Chine annonçant de nouvelles mesures de rétorsion voire même une rupture complète des négociations) n'a pas encore été pleinement intégrée par les marchés et que, par conséquent, elle pourrait avoir un impact sur le sentiment à court terme et déclencher une correction importante des actifs à risque. Il est certain que les récents progrès macroéconomiques seraient également compromis si les négociations échouaient, ce qui nous amènerait à réévaluer nos estimations actuelles de croissance et

nos prévisions de bénéfices. Pour l'heure, ceci ne fait toutefois pas partie de notre scénario central.

AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

Amundi Investment Insights Unit (AIIU) vise à transformer l'expertise du CIO et la connaissance globale de l'investissement d'Amundi en idées applicables et en outils adaptés aux besoins des investisseurs. Dans un monde où les investisseurs sont exposés à de multiples sources d'information, nous visons à devenir un partenaire de choix dans la fourniture d'opinions claires, régulières, actualisées, pertinentes et éclairantes à même d'aider nos clients à prendre les bonnes décisions d'investissement.

Venez découvrir Amundi Investment Insights sur www.amundi.com



Informations importantes

Sauf indication contraire, les informations contenues dans le présent document sont publiées par Amundi Asset Management, au 11 mai 2019.

La diversification ne garantit pas de générer un bénéfice ou de protéger contre une perte.

Corrélation : degré d'association entre deux ou plusieurs variables ; en finance, il s'agit du degré dans lequel les prix d'actifs ou de classes d'actifs ont évolué les uns par rapport aux autres. La corrélation s'exprime selon un coefficient de corrélation qui varie de -1 (toujours dans la direction opposée) à 0 (indépendance absolue) et à 1 (toujours dans la même direction).

Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles des auteurs et pas nécessairement d'Amundi Asset Management. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction de la part d'un produit d'Amundi Asset Management. Rien ne garantit que les prévisions de marché présentées se réaliseront ou que les tendances décrites se poursuivront. Ces opinions sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Les investissements impliquent certains risques, y compris politiques et de change. La performance d'investissement et la valeur en principal peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse et peuvent entraîner la perte de l'intégralité du capital investi.

Ce document ne constitue pas une offre d'achat ou une sollicitation à la vente à l'égard de toute part d'un fonds d'investissement ou de tout service.

Date de première utilisation : lundi 13 mai 2019.

Directeurs de la publication

Pascal BLANQUÉ

Directeur des investissements

Vincent MORTIER

Directeur adjoint des investissements
