

# Guerre commerciale États-Unis/Chine : sur le fil du rasoir



**Didier BOROWSKI**  
Responsable de la recherche  
macroéconomique



**Angelo CORBETTA**  
Responsable Actions Asie



**Abbas AMELI-RENANI**  
Gérant, Dette  
émergente



**Francesco SANDRINI**  
Directeur Multi-  
Asset Balanced,  
Income & Real  
Return

Avec la contribution  
de :

**Manuele MOI**  
Gérant, Actions Asie

- **Récente escalade** : Donald Trump a proposé d'appliquer à compter du 1<sup>er</sup> septembre des droits de douane à hauteur de 10 % sur 300 milliards USD d'importations chinoises. Cette menace est d'autant plus surprenante que les deux pays semblaient avoir trouvé un terrain d'entente lors du sommet du G20 en juin dernier. La trêve a cependant été de courte durée, et la Chine a répliqué en suspendant les importations agricoles en provenance des États-Unis et en dévaluant sa devise. Une série de mesures qui pourraient bien accentuer plus encore le conflit.
- **Répercussions économiques** : Le commerce international restera sous pression. Rien n'indique qu'une récession est à prévoir, mais l'impact sur la croissance sera suffisant pour influencer sur les politiques économiques, à commencer par un assouplissement monétaire. Les banques centrales des pays émergents ont, pour la plupart, également adouci le ton. Le risque est que la guerre commerciale se transforme en une guerre des changes. Mais cette guerre commerciale pourrait redéfinir la carte mondiale des chaînes de valeur et ainsi permettre à certaines économies de bénéficier des nouveaux investissements directs étrangers.
- **Conséquences sur les marchés émergents** : La poursuite sur le long terme d'une guerre commerciale pourrait freiner la croissance mondiale dans le cas d'un ralentissement en Chine et aux États-Unis. Mais le conflit entre ces deux géants pourrait tout aussi bien être une course pour la suprématie mondiale. Certaines économies émergentes davantage tournées vers la demande locale et la restructuration des chaînes d'approvisionnement mondiales pourraient être mieux équipées pour affronter la volatilité. Celles qui sont en revanche mieux intégrées dans les chaînes technologiques actuelles pourraient être les plus durement touchées. Les investisseurs ont tout intérêt à ne pas adopter de positionnement extrême et à suivre, à l'inverse, une approche plus défensive. Si nous sommes convaincus que les liquidités injectées par les banques centrales continueront de soutenir la dette émergente en devise forte, nous conservons une approche prudente vis-à-vis des devises émergentes, en particulier en Asie.
- **Conséquences sur l'allocation d'actifs** : Malgré les déclarations des États-Unis, qui accusent la Chine de manipuler le renminbi, on ne connaît pourtant pas exactement les mesures qui pourraient être prises par les deux parties. Une chose est sûre, les investisseurs n'apprécieront vraisemblablement pas les incertitudes ni l'impact de ces mesures sur les décisions des entreprises. La phase de fin de cycle actuelle nous incite à privilégier une approche prudente qui se traduit par un positionnement positif (mais toutefois réduit depuis le vif rebond) sur les bons du Trésor américain et modéré sur les actions. Cet épisode de volatilité pourrait selon nous ouvrir un certain nombre d'opportunités sur les marchés des actions émergentes et développées. L'or pourrait également permettre de limiter la volatilité. C'est pourquoi, dans le contexte de marché actuel, nous privilégions les thèmes défensifs.

**Pensez-vous que la récente escalade du conflit commercial a atteint un point déterminant ? Quelles sont les répercussions de ces nouveaux droits de douane sur le commerce international, l'économie chinoise et la croissance économique mondiale ?**

La trêve dans la guerre commerciale sino-américaine annoncée fin juin lors du sommet du G20 s'est avérée de courte durée. Donald Trump a fait le choix de « déterrer la hache de guerre ». Force est de constater qu'il est de plus en plus difficile de faire une distinction entre les simples effets d'annonce (destinés en majorité à satisfaire sa base électorale) et une véritable stratégie

de confrontation avec la Chine. Si un terrain d'entente reste envisageable entre les autorités américaines et chinoises, les récents événements ne sont, de toute évidence, pas favorables à un accord imminent. Inéluctablement, les tensions entre les États-Unis et la Chine se poursuivront, tout du moins dans un avenir proche.

Et Donald Trump peinera à calmer les esprits. Car même si la situation venait à s'apaiser, le mal a été fait. Le commerce international restera sous pression en raison du caractère récurrent et imprévisible des tensions engendrées dans ce conflit. Selon les simulations macroéconomiques publiées par l'OCDE au printemps, la croissance des économies développées pourrait perdre quelques dixièmes de point de pourcentage. Parallèlement, les tensions ébranlent les chaînes de valeur mondiales et pèsent sur les investissements des entreprises, en particulier dans les pays sensibles aux échanges commerciaux, qu'ils relèvent de l'univers développé comme émergent. En conséquence, le secteur manufacturier pourrait se détériorer davantage. Dans la zone euro, l'économie allemande est manifestement la plus sensible au commerce international. Mais la région dans son ensemble, qui est deux fois plus ouverte qu'aux États-Unis, n'en sortira naturellement pas indemne. *In fine*, l'année prochaine, la croissance pourrait simultanément chuter en deçà de son potentiel aux États-Unis, en Europe et au Japon.

### **Pensez-vous que la probabilité d'une récession est plus importante à l'heure actuelle ? Et pensez-vous que la Fed accélérera le rythme de ses réductions de taux afin de protéger l'économie américaine des retombées négatives de la guerre commerciale ?**

À ce stade, rien n'indique qu'une récession est à prévoir, mais l'impact sur la croissance sera suffisant pour influencer les politiques économiques, à commencer par un assouplissement monétaire. La Fed devrait continuer d'abaisser ses taux. Les marchés anticipent d'ores et déjà une correction de plus de 100 pb au cours des 12 prochains mois, mais ces prévisions nous semblent excessives. Pour l'heure, les secteurs des services et de la consommation font preuve de résistance. L'assouplissement des conditions monétaires devrait alimenter la demande locale et compenser, en partie tout du moins, l'impact négatif qu'exerce le conflit commercial sur la croissance du PIB. En outre, les politiques budgétaires se montreront plus favorables dans le cas où la croissance venait à être menacée.

Lorsque le sentiment d'aversion au risque s'intensifie, les rendements souverains sont généralement pénalisés par le repli des investisseurs vers les actifs refuge (fuite vers la qualité). La chute des taux américains à long terme est d'autant moins surprenante que les marchés des actions ont déjà dégagé de belles performances depuis le début de l'année. De son côté, la Fed a même déjà commencé à abaisser son taux directeur. En outre, les actifs liquides et les valeurs refuge sont très recherchés dans le monde, et les bons du Trésor américain sont les seuls titres, ou presque, à offrir des rendements clairement positifs parmi les pays développés bien notés. Il est intéressant de noter que, toutes maturités confondues, les rendements obligataires ont chuté (le spread entre les taux à 10 et 2 ans demeure positif).

### **La Chine a dévalué sa devise et le renminbi a franchi le seuil des 7 yuans face au dollar. Cette intervention pose-t-elle le risque que la PBoC se serve volontairement du renminbi comme un outil politique dans cette guerre commerciale ?**

Il est fort peu probable que la Chine manipule sa monnaie de manière proactive, comme en témoignent d'ailleurs les mesures prises par la Banque populaire de Chine (PBoC) pour limiter la dépréciation du RMB<sup>1</sup>. Pékin n'a aucun intérêt à laisser sa devise se dévaluer car l'effet se révélerait contreproductif pour le consommateur chinois. En outre, la Chine cherche à faire du RMB une devise de réserve, ce qui n'est pas compatible avec une monnaie trop affaiblie. Le renminbi devrait jouer le rôle de monnaie d'ancrage pour la région.

En toute vraisemblance, les autorités chinoises cherchent à stabiliser le taux de change effectif nominal afin de compenser les effets négatifs des droits de douane sur la compétitivité des

**« Le commerce international restera sous pression. Rien n'indique qu'une récession est à prévoir, mais l'impact sur la croissance sera suffisant pour influencer sur les politiques économiques. »**

**« La Chine cherche à faire du RMB une devise de réserve, ce qui n'est pas compatible avec une monnaie trop affaiblie. »**

<sup>1</sup> RMB = renminbi chinois

produits chinois. Le ralentissement économique chinois est inéluctable et parfaitement accepté par Pékin, dont l'objectif consiste avant tout à préserver les intérêts à long terme de la Chine. La priorité est de garantir un ralentissement méthodique. Pour ces raisons, nous tablons davantage sur une intervention visant à soutenir la demande locale plutôt qu'à déprécier le taux de change. À court terme, nous ne saurions toutefois exclure un nouvel accès de faiblesse du RMB, ce qui constituerait un avertissement pour les États-Unis et, par conséquent, pour Donald Trump.

### Que pensez-vous des politiques des principales banques centrales ?

Les banques centrales des pays émergents ont, pour la plupart, adouci le ton. L'affaiblissement du dollar recherché par Donald Trump pourrait les inciter à abaisser une fois de plus leur taux directeur. Le risque est que la guerre commerciale se transforme en une guerre des changes. Les banques centrales cherchent aujourd'hui toutes à réduire leurs taux, ce qui devrait accentuer la volatilité sur le marché des changes. Gardons cependant à l'esprit que le conflit sino-américain peut se révéler favorable pour certains pays, notamment ceux qui bénéficieront, à moyen terme, des délocalisations des systèmes de production vers leur territoire. Aussi est-il nécessaire de faire une nette distinction entre les effets à court terme (préjudiciables pour tous), des conséquences à moyen et long termes. Le conflit commercial permettra de redéfinir la carte des chaînes de valeur mondiales. Et certaines économies bénéficieront des nouveaux investissements directs étrangers qui en résulteront. Très ironiquement, la montée des risques crée des opportunités.

**« Les banques centrales des pays émergents ont, pour la plupart, adouci le ton. Le risque est que la guerre commerciale se transforme en une guerre des »**

### CONSÉQUENCES SUR LES MARCHÉS ÉMERGENTS

#### La guerre commerciale constitue le principal risque pour les investissements dans les régions émergentes. Quelles évolutions des risques et opportunités anticipez-vous à l'égard des actions émergentes et, plus particulièrement, des actions chinoises ?

La guerre commerciale sino-américaine est l'une des grandes problématiques auxquelles les investisseurs doivent faire face en s'exposant aux marchés émergents. En effet, le conflit aura un impact non négligeable sur la croissance mondiale, en particulier en Asie (Japon, Corée et Taïwan, notamment) et en Amérique latine. Mais ce qui a commencé comme une simple guerre commerciale s'apparente de plus en plus à une véritable course à l'hégémonie entre les États-Unis et la Chine. La projection des taux de croissance annualisée actuels indique que l'économie chinoise dépassera celle des États-Unis d'ici 10 ou 11 ans. Et tout laisse à penser que Washington cherche à empêcher, ou tout du moins à freiner autant que possible, la concrétisation de ce scénario. Tout n'est donc pas question de commerce. Les technologies ont également un rôle à jouer dans ce conflit, notamment parce que les États-Unis ont toujours une longueur d'avance face à leur concurrent chinois, en particulier dans le domaine des semi-conducteurs. Néanmoins, la Chine, qui progresse à vitesse grand V dans le domaine technologique, occupe déjà la première place dans un certain nombre de domaines tels que les véhicules électriques, la technologie 5G ou encore l'intelligence artificielle.

**« La guerre commerciale aura un impact non négligeable sur la croissance mondiale, en particulier en Asie et en Amérique latine. »**

En Asie, certains pays devraient être mieux armés pour faire face aux incertitudes. C'est le cas notamment de l'Inde, qui profiterait d'une vaste économie locale en grande partie isolée de la guerre commerciale. D'autres pays de la région ASEAN à l'instar du Vietnam, de la Thaïlande et de l'Indonésie pourraient bénéficier des délocalisations chinoises des sites de production. La plupart de ces pays, les Philippines y comprises, profiteraient par ailleurs des taux d'intérêt plus bas, que ce soit à l'échelle mondiale ou locale. Mais une éventuelle hausse du dollar pourrait entraîner quelques turbulences. D'un autre côté, les pays susceptibles d'être pénalisés sont les économies les plus tournées vers l'international, comme par exemple le Japon, Hong Kong, la Corée du Sud et Taïwan. Ces pays devraient connaître des perturbations sur leurs chaînes d'approvisionnement et, éventuellement, sur leur potentiel d'exportation.

Sur le plan sectoriel, les investisseurs pourraient privilégier l'immobilier, les REIT, la consommation et les services, qui devraient être moins impactés par les droits de douane. À

**« Certains pays tels que l'Inde, le Vietnam ou la Thaïlande devraient être mieux armés pour faire face aux incertitudes. Mais d'autres, comme la Corée du Sud et Taïwan, pourraient connaître des perturbations sur leurs chaînes d'approvisionnement. »**

l'inverse, les secteurs de la finance et des technologies pèseront sur les rendements. Il est à nos yeux périlleux d'adopter un positionnement extrême car, en raison de leur nature imprévisible, les événements futurs pourraient être rapidement bouleversés par la publication d'un nouveau tweet de Donald Trump. Aussi, sommes-nous convaincus qu'une approche défensive est la mieux adaptée pour les investisseurs.

### **En 2019, les investisseurs ont été nombreux à partir en quête de rendements dans les obligations émergentes. Comment les investisseurs doivent-ils réagir face à la montée des risques ?**

L'escalade de la guerre commerciale a de toute évidence accentué les risques baissiers sur la croissance mondiale. L'affaiblissement du renminbi entraînera par ailleurs un élan désinflationniste à l'échelon mondial. Malgré tout, les banques centrales du monde disposent encore d'une certaine marge de manœuvre pour assouplir leur politique monétaire. Les répercussions seront limitées sur les marchés émergents dans la mesure où le ralentissement de la croissance s'accompagnera d'une augmentation de la liquidité. Bien que nous restions particulièrement prudents vis-à-vis de la guerre commerciale qui oppose les États-Unis à la Chine et que la probabilité d'un accord durable nous semble peu élevée à court terme, nous pensons que la récession mondiale/américaine n'est pas imminente et que les liquidités injectées par les banques centrales permettront de compenser les risques de récession. Pour ces raisons, nous pensons que la dette émergente en devise forte est capable de dégager de nouvelles performances totales positives. En devise locale, nous restons constructifs sur les taux émergents car ils devraient bénéficier des risques baissiers qui pèsent sur l'inflation mondiale et de la possibilité de nouvelles mesures accommodantes de la part des banques centrales émergentes.

Nous sommes bien plus défensifs à l'égard des devises émergentes, en particulier en Asie, car cette classe d'actifs a besoin d'une dynamique de croissance positive. Et c'est justement ce qui lui manque. À mesure que la date d'expiration (19 août) de la licence générale temporaire approche, nous surveillerons tout signe d'un assouplissement des restrictions sur Huawei, ce qui pourrait constituer un élément déclencheur.

Malgré leur solide performance cette année, les actifs obligataires émergents restent sous-évalués par rapport à leurs équivalents développés. Les rendements réels des économies du G10 ont aujourd'hui atteint des niveaux négatifs sans précédent. Les taux émergents ont eux aussi perdu de la valeur lors du dernier épisode haussier, et les taux réels approchent désormais de leurs niveaux de 2013 (« taper tantrum »). Le différentiel de taux réels entre les marchés émergents et les marchés développés reste toutefois proche de ses écarts maximums cycliques. De même, en ce qui concerne les titres en devise forte, nous pensons que les emprunts d'État émergents sont mieux positionnés que les obligations américaines à haut rendement pour faire face au conflit commercial et au ralentissement de la croissance. Dans l'éventualité d'un nouvel effondrement des cours des matières premières, les emprunts d'État émergents bénéficieront de taux de change flexibles, ce qui leur permettra de limiter l'impact négatif sur les indicateurs de crédit.

La sélection de titres, qu'ils soient libellés en devise forte ou locale, est aujourd'hui plus importante que jamais. Nous avons une préférence pour les obligations émergentes de haute qualité et tablons sur une décompression des spreads entre les segments Investment Grade (IG) et à haut rendement (HY).

### **CONSÉQUENCES SUR L'ALLOCATION D'ACTIFS**

#### **Parlons de l'allocation d'actifs : que pensez-vous des actions développées vs émergentes, des bons du Trésor américain et des obligations émergentes ?**

Même si les dernières évolutions et les récentes déclarations des États-Unis, qui accusent la Chine de manipuler sa devise, sont à nos yeux symboliques, les risques sont bien réels pour les marchés financiers. Bien que l'on ne connaisse pas exactement les mesures qui pourraient être prises par les parties concernées, des consultations formelles sur l'évolution des monnaies

**« L'absence de récession et l'injection de liquidités par les banques centrales devraient continuer de soutenir la dette émergente en devise forte ; nous sommes bien plus défensifs à l'égard des devises émergentes. »**

**« Notre approche demeure défensive. Néanmoins, la récente correction des actions est selon nous l'occasion tactique de rechercher avec précision de nouveaux points d'entrée dans des actions développées et émergentes. »**

seront certainement envisagées. Après avoir annoncé la mise en application de nouveaux droits de douane, les États-Unis ont formellement accusé la Chine de manipuler le renminbi. Ces déclarations, qui doivent être considérées conjointement, renforcent les incertitudes et inciteront vraisemblablement les entreprises à repousser leurs décisions d'investissement, ce qui finira par pénaliser les échanges commerciaux internationaux et la croissance économique.

D'un point de vue multi-actifs, nous sommes entrés en fin de cycle économique. C'est pourquoi nous avons entamé la période estivale conscients d'un éventuel risque de récession du marché, avec un positionnement positif sur la duration des bons du Trésor américain mais prudent vis-à-vis des actions. Le récent repli des actions développées et émergentes nous donne l'occasion tactique de renforcer avec précision nos expositions et de rechercher de nouveaux points d'entrées. Dans l'univers des devises, nous avons adopté un positionnement positif à moyen terme sur les devises émergentes afin de profiter de la prime de portage offerte avec l'USD (qui devrait progressivement afficher des niveaux plus cohérents avec ses fondamentaux). Néanmoins, les dynamiques défavorables à court terme des devises asiatiques et émergentes, générées par les incertitudes qui entourent le conflit commercial, nous incitent pour l'heure à faire preuve de prudence vis-à-vis des devises émergentes.

**« Les investisseurs peuvent ajouter de l'or à leurs portefeuilles et investir dans quelques actifs américains indexés à l'inflation. »**

### **En réponse à l'escalade de la guerre commerciale, quel comportement les investisseurs doivent-ils adopter pour limiter la volatilité ?**

Pour limiter les risques, les investisseurs doivent suivre une stratégie de couverture actions adaptée, en investissant par exemple dans l'or physique ou des producteurs d'or. Cette couverture les protégera contre une escalade de la guerre des changes entre les États-Unis et la Chine. Un positionnement positif sur la duration des titres américains peut également servir de couverture, mais il faudra penser à la réduire légèrement après un vif rebond des taux. Les actifs américains indexés à l'inflation, qui affichent aujourd'hui des points morts d'inflation extrêmement bas, offrent également de belles opportunités. Dans l'ensemble, le marché pourrait bien privilégier les thèmes défensifs, sans chercher à combler l'écart de performance avec les secteurs plus cycliques.

## AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

Amundi Investment Insights Unit (AIU) 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](http://www.amundi.com)     

### Définitions

- **Duration** : mesure de la sensibilité du prix (valeur du principal) d'une obligation en cas de variation des taux d'intérêt, exprimée en nombre d'années.
- **Devises** : désignent les marchés des changes sur lesquels les participants peuvent acheter et vendre des devises.
- **Volatilité** : mesure statistique de la dispersion des rendements d'un titre ou d'un indice boursier donné. Habituellement, plus la volatilité est élevée, plus le titre ou le marché est risqué.
- **Point mort d'inflation** : mesure des anticipations d'inflation du marché. Elle correspond à l'écart entre le rendement nominal d'une obligation classique et celui d'une obligation indexée sur l'inflation, assortie d'une maturité similaire.

### Informations importantes

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont datées du 6 août 2019. La diversification ne garantit pas de générer un bénéfice ou de se protéger contre une perte. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur 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 rien ne garantit 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. Tout investissement implique des 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 : 7 août 2019.

---

### Directeurs de la publication

**Pascal BLANQUÉ**

*Directeur des Investissements*

**Vincent MORTIER**

*Directeur adjoint des*

---