

# NOS CONVICTIONS

**INFO  
DU  
MOIS**
**BULLETIN MENSUEL - MAI 2018**
**UN BON CAFÉ**

C'est un rituel immuable, un acte de socialisation presque incontournable, chaque matin, comme des millions de personnes dans le monde, nous prenons un café. Cet acte qui peut sembler d'un moi aussi rare banalité relève pourtant d'une grande complexité. En effet, lorsque nous lixivions des graines de café torréfiées et moulues, notre but inconscient est de préparer une boisson psychotrope et dopaminergique. Mais pour que l'expérience soit parfaite, que le café révèle toutes ses subtilités aromatiques, il est important voire essentiel d'équilibrer acidité et amertume, deux saveurs antagonistes qui, bien combinées permettent d'offrir une expérience unique. De la qualité du café à la durée d'extraction, les variables mécaniques permettant d'obtenir un bon arábica sont nombreuses, mais l'équilibre est fragile. Si votre mouture est trop fine, votre café sera amer et astringent, si votre temps d'extraction est trop court, il sera acide et insipide. En temps qu'allocataire d'actifs nous retrouvons ces distorsions chaque jour dans nos portefeuilles. Dans la conception d'un fonds comme dans celle d'un café, chaque variation même minime d'une variable peut impacter le « goût » et la structure transformant le résultat en une expérience plus ou moins réussie.

Pour le mois de mai tant la recette, - comprendre les scénarios -, que leurs proportions restent identiques. Nous conservons ainsi notre scénario de « scénarios politiques qui (peinent à) entament la confiance » avec une probabilité d'occurrence de 10%. Les conséquences en revanche perdent en intensité, les marchés actions ne rendant que de 5 à 7,5% en fonction des zones. Notre scénario central de bonne dynamique de la croissance (60%) anticipe toujours une progression raisonnable des marchés actions (+2,5% sur les pays développés) dans un contexte de normalisation des taux. Enfin, nous resterons vigilants quant à un dérapage des anticipations d'inflation qui ferait basculer les marchés (30% de probabilité). Dans ce scénario, les taux et les actions baisseraient de concert et seul l'or et les points morts d'inflation pourraient apporter un peu de performance.

Dans ces conditions nous abaissons notre curseur actions à 95 et maintenons le curseur obligataire à 90.

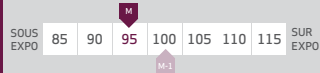
**ÉTATS-UNIS**

**Les taux 10 ans US**

 franchissent la barre des **3%**.

Une première depuis décembre 2013.

**NIVEAUX D'EXPOSITION en %**
**90%**
**TAUX**

**95%**
**ACTIONS**

**DANS CE NUMÉRO**
**ACTIONS THÉMATIQUES**
**NOTRE FUTUR SE FAÇONNE MAINTENANT...**
**PRÉPARONS LE ENSEMBLE**
**Fanny Cutard**

Responsable marketing retail

**CONJONCTURE ÉCONOMIQUE**
**STRATÉGIE DE NÉGOCIATION OU VÉRITABLE GUERRE COMMERCIALE ?**
**Laetitia Baldeschi**

Co-responsable des études et de la stratégie

**PROCHAIN RENDEZ-VOUS**
**12 & 14  
JUIN 2018**

CONFÉRENCE

**PETITS DÉJEUNERS  
INVESTISSEURS**
**ACTUALITÉ - LANCEMENT**
**MÉGATENDANCES**
**Notre futur se  
façonne maintenant...  
PRÉPARONS LE  
ENSEMBLE**

 En savoir plus [www.cpr-am.com](http://www.cpr-am.com)

## INDICATEURS CLÉS

## QUE PENSER DU TAUX 10 ANS AMÉRICAIN À 3% ?

En ce début d'année, une grande majorité d'investisseurs avait la cible de 3% sur le taux 10 ans américain. Nous y sommes, pour la première fois depuis 2013. La seule question à présent est : allons-nous continuer plus haut ou bien nous stabiliser et revenir un peu plus bas en taux ? Pour essayer de répondre à cela, il faut revenir sur les causes de cette hausse des rendements. Après une courte période de repli en mars, suite aux légères baisses des indices de confiance, et au problème des taxes à l'import soulevé par l'administration de D. Trump, les rendements sont repartis à la hausse.

Après 3 semaines de rhétorique, il semblerait que cette façade cache des négociations intenses et que nous avons très probablement passé le pic de tension sur le sujet, laissant la place à la longue négociation. Sur le plan international, le problème de la Corée du Nord s'estompe très sensiblement, avec les Etats-Unis et la Corée du Sud. Ainsi, cette baisse de l'aversion pour le risque se déroule dans un cadre macroéconomique et financier inchangé, à savoir très dynamique, avec des « output gap » positifs dans la quasi-totalité des pays développés. L'inflation globale aux États-Unis devrait atteindre 3% dans les prochains mois, et plus de 2% sur le « core PCE », mesure favorite de l'inflation de la Fed. Dans ces conditions, il semble difficile pour les taux de rendement à long terme de ne pas continuer à monter.

ÉVOLUTION DU TAUX 10 ANS US



Source: Bloomberg

## TAUX ÉTATS-UNIS

## LE 10 ANS FRANCHIT MOMENTANÉMENT LES 3%

Les taux longs 10 ans américains sont en hausse et ont franchi la barre symbolique des 3%. Cet événement marque le mois d'avril, car c'est une première depuis plus de 4 ans. Ce niveau reste néanmoins très loin de celui des 5% atteint en 2007 avant le déclenchement de la crise. Cette remontée des taux est alimentée, en premier lieu, par la vitalité de l'économie, mais également par une hausse des anticipations d'inflation. Pour autant, nous ne pensons pas à un mouvement d'emballlement qui contraindrait la Banque centrale à sur-réagir. Les taux 10 ans finissent le mois en hausse de 22 pbs à 2,95%, après avoir franchi le 25 avril dernier la barre des 3% à 3,02%.

90%  
TAUX  
US

	85	90	95	100	105	110	115	
SOUS EXPO								SUR EXPO
		M						
	M-1							

## TAUX EURO

## LA BCE DANS LA CONTINUITÉ

Le statu quo monétaire est maintenu, comme anticipé lors de la réunion de la BCE. Il en est de même pour le montant mensuel des achats d'actifs, et il n'est plus fait mention de la date de fin du QE. Ce dernier sera maintenu jusqu'à septembre 2018 voire plus tard si nécessaire. Par ailleurs, on ne constate pas de réactions particulières de la part du taux de change EUR/ USD. Le président de la Banque centrale se contente de remarquer que ce dernier s'est stabilisé et que la volatilité s'est réduite. Le taux 10 ans allemand remonte légèrement de 6 pbs à 0,56%, et le taux 10 ans espagnol grimpe de 9 pbs à 1,25%. Le taux 10 ans italien, quant à lui, ne bouge pas, à 1,78%, insensible pour le moment à l'absence de gouvernement.

90%  
TAUX  
EURO

	85	90	95	100	105	110	115	
SOUS EXPO								SUR EXPO
		M						
	M-1							

## ANALYSE À SUIVRE

## RÉSULTATS D'ENTREPRISES DU PREMIER TRIMESTRE : LES ATTENTES SONT-ELLES TROP ÉLEVÉES ?

Un tiers des sociétés du S&P500 a publié ses résultats du premier trimestre. Ces publications sont suivies avec attention par le marché dans un contexte où la valorisation du marché américain apparaît élevée à de nombreux investisseurs. À ce stade, les premières publications sont encourageantes aux États-Unis. Elles ont surpris positivement dans près de 80% des cas, ce qui est un chiffre supérieur à ce qui est observé historiquement. En moyenne, la croissance des résultats ressort 6% au-dessus des estimations. Les chiffres d'affaires apparaissent également au-dessus des attentes dans 70% des cas. Les valeurs qui contribuent le plus à ces bons chiffres sont issues des secteurs financiers et cycliques. Les entreprises américaines semblent profiter dans l'ensemble des mesures fiscales votées en janvier. Parmi les autres facteurs favorables, on trouve la hausse des taux qui favorise le secteur financier, la hausse du baril qui soutient le secteur de l'énergie et la faiblesse du dollar, favorable aux valeurs exportatrices.

Si la menace d'une déception sur les résultats semble écartée, une hausse des taux rapide reste un risque pour le marché actions. Si elle a été favorable dans le passé récent, la tendance pourrait s'inverser au-delà d'un niveau absolu proche du niveau actuel. De plus, les marges nettes des entreprises américaines sont à 11,2%, un plus haut historique, et avec des perspectives supérieures pour les trimestres suivants. Toutefois, plusieurs sociétés mettent en garde sur ce point haut, avec notamment des coûts en augmentation (Caterpillar, Phillip Morris, Coca-Cola) et certainement des difficultés à faire passer des hausses de prix au deuxième semestre.

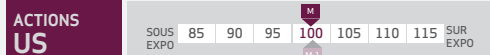
Pour ce qui est de l'Europe, les annonces de résultats sont moins avancées, mais la réponse est moins convaincante qu'aux États-Unis. Les surprises sont plutôt négatives, et les baisses, pour avoir publié sous les attentes ou émis une guidance neutre ou négative, vont de -5% à -20%. Seuls les secteurs des télécommunications et des services aux collectivités locales surprennent positivement au niveau des bénéfices, ainsi que les secteurs du pétrole et de nouveau les services aux collectivités locales pour les revenus.

## ACTIONS ÉTATS-UNIS

## LE MARCHÉ HÉSITE

Portés par une nouvelle salve de résultats d'entreprises plutôt rassurants, les marchés actions américains ont fait preuve de beaucoup d'hésitation. Les craintes n'ont pas été déclenchées par des tweets de D. Trump, mais semblent provenir de la remontée des taux des obligations américaines à 10 ans qui ont dépassé les 3%. Pour autant, cette hausse ne devrait pas trop fragiliser les entreprises qui ont réussi à accroître leur capacité d'autofinancement ces dernières années, aidées également par le passage de la loi fiscale. Sur le mois, le S&P500 progresse de 2,5% en euro grâce, en partie, à l'appréciation de plus de 1,5% sur le mois, du dollar face à la devise européenne.

100%

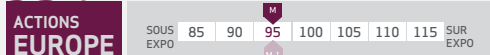


## ACTIONS EUROPE

## LE MARCHÉ BÉNÉFICIE DE LA BAISSSE DE L'EURO

En zone euro, les résultats d'entreprises publiés sont convenables, avec de meilleures publications au niveau des ventes que des bénéfices. Pour une fois, le marché européen a résisté aux à-coups subis par le marché américain et progresse sensiblement. Selon nous, cela est à mettre sur le compte de la baisse de l'euro face au dollar qui redonne de l'intérêt aux actions de la zone. Sur la période, le MSCI EMU progresse de 4,87%.

95%

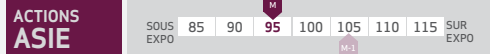


## ACTIONS ASIE

## LE MARCHÉ LOCAL CHINOIS SANCTIONNÉ

Les bourses chinoises locales ont fortement baissé au mois d'avril, toujours fragilisées par les inquiétudes sur un conflit commercial avec les États-Unis, ainsi que par les difficultés de l'équipementier chinois ZTE accusé de fraudes sur l'embargo des autorités américaines. Ces dernières ont décidé de mettre fin aux exportations de composants. L'instabilité du marché des actions américaines a également pesé sur le moral des investisseurs. Le marché japonais s'est quant à lui stabilisé, bénéficiant de la dépréciation du yen face au dollar. Sur le mois, le Topix progresse de 3,19% et le MSCI AC Asia Pacifique ex Japon de 2,95%.

95%



## LES SCÉNARIOS FINANCIERS À 3 MOIS À FIN AVRIL 2018

RAPPEL À FIN MARS 2018 1 > 60% 2 > 10% 3 > 30%

### 60% SCÉNARIO CENTRAL : POURSUITE DE LA BONNE DYNAMIQUE DE LA CROISSANCE MONDIALE

La situation macro économique reste bien orientée. Aux Etats-Unis, l'activité reste soutenue. Les enquêtes de conjoncture en zone euro montrent un léger tassement. Taux directeurs : remontée aux États-Unis (2%), stabilité au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : remontée aux États-Unis (3,1%) et en zone euro (0,75%), stabilité au Japon (0,05%). Actions : +2,5% aux Etats-Unis, au Japon, en zone euro et dans les pays émergents d'Amérique latine, +5% dans les pays émergents asiatiques. La parité EUR-USD reste au niveau de 1,22.



### 10% SCÉNARIO ALTERNATIF 1 : LES TENSIONS POLITIQUES ENTAMENT LA CONFIANCE

Montée de l'aversion au risque, les catalyseurs étant multiples : risques politiques (Etats-Unis, Europe) et géopolitiques. Taux directeurs : remontée aux États-Unis (2%), stabilité au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : baisse aux États-Unis (2,60%), au Japon (0%) et en zone euro (0,35%). Actions : -7,5% dans les pays émergents et au Japon, -5% aux Etats-Unis et en Europe. La parité EUR-USD baisse à 1,20.



### 30% SCÉNARIO ALTERNATIF 2 : CHANGEMENT DE PERCEPTION DE L'INFLATION

Une remontée de la perception de l'inflation se matérialise enfin et entraîne une remontée marquée des taux longs. Taux directeurs : remontée aux États-Unis (2%), stabilité au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : remontée aux États-Unis (3,50%) au Japon (0,10%) et en zone euro (0,95%). Actions : -5% aux Etats-Unis, au Japon et en zone euro, -7,5% dans les pays émergents. L'EUR-USD baisse à 1,20.



## PERFORMANCES AU 24.04.2018

LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉJUGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES.

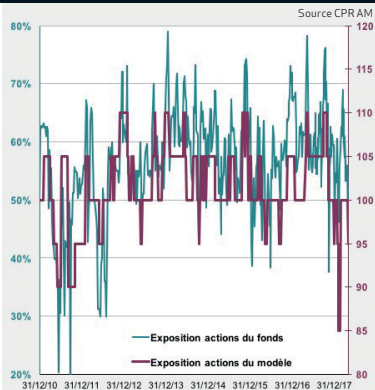
	Depuis le 31.12.17			Niveau au 24.04.18	
	sur 1 an	sur 5 ans			
<b>États-Unis</b>	0,51%	1,35%	2,86%	<b>1,75%</b>	Taux directeur
	-4,08%	-3,61%	1,01%	<b>2,98%</b>	Taux 10 ans
	-0,54%	3,19%	26,05%	<b>286</b>	High Yield US
	1,72%	12,45%	-6,01%	<b>1,22</b>	Euro/dollar
	-1,46%	10,97%	66,87%	<b>2 635</b>	S&P 500
<b>Europe</b>	0,00%	0,00%	0,55%	<b>0,00%</b>	Taux directeur
	-1,78%	-1,70%	16,05%	<b>0,63%</b>	Taux 10 ans
	-0,24%	3,86%	36,10%	<b>284</b>	High Yield Europe
	0,20%	-1,86%	29,93%	<b>3 511</b>	DJ EuroStoxx 50
<b>Japon</b>	-2,14%	18,02%	60,93%	<b>22 278</b>	Nikkei 225

## PRÉVISIONS DES SCÉNARIOS en %

	CENTRAL 60% de proba.	ALTERNATIF 1 10% de proba.	ALTERNATIF 2 30% de proba.
Taux directeur	2,00%	2,00%	2,00%
Taux 10 ans	3,10%	2,60%	3,50%
High Yield US	270	340	330
Euro/dollar	1,22	1,20	1,20
S&P 500	2,50%	-5,00%	-5,00%
Taux directeur	0,00%	0,00%	0,00%
Taux 10 ans	0,75%	0,35%	0,95%
High Yield Europe	280	350	340
DJ EuroStoxx 50	2,50%	-5,00%	-5,00%
Nikkei 225	2,50%	-7,50%	-5,00%

## ÉVOLUTION DE L'ALLOCATION DE CPR CROISSANCE RÉACTIVE

Portés par une nouvelle salve de résultats d'entreprises, notamment ceux plutôt rassurants des géants de la technologie, les marchés actions ont poursuivi leur rebond amorcé fin mars, non sans quelques doutes qui n'ont pas été cette fois-ci amorcés par des tweets de D.Trump. A l'origine de ces craintes, les taux longs américains remontent et franchissent pour la première fois depuis plus de 4 ans la barre des 3%. Pour autant, cette remontée a profité au dollar américain qui s'est apprécié face aux principales devises, et notamment face à l'euro et au yen, permettant ainsi aux marchés actions de rebondir. A noter que les places émergentes ont moins bien performé ce mois-ci avec la baisse marquée des places chinoises. Ces dernières sont fragilisées par les accusations de fraude portées par le régulateur américain et par les relents de guerre commerciale. Sur le front obligataire, on a assisté à une remontée plus marquée des taux d'emprunt d'Etat outre Atlantique, alors que les taux européens se stabilisaient avec une légère remontée du taux 10 ans allemand à 0,55%. Côté allocation, nous maintenons une position constructive sur les actions tout en réduisant l'exposition globale. Nous relevons notre exposition aux actions de la zone euro au détriment des actions américaines. Nous remontons également notre exposition au dollar américain. La sensibilité obligataire est maintenue inchangée à des niveaux faibles.



## ACTIONS THÉMATIQUES

## NOTRE FUTUR SE FAÇONNE MAINTENANT... PRÉPARONS-LE ENSEMBLE



Fanny Cutard

Responsable marketing retail

**Le monde change. Vieillesse de la population, raréfaction des ressources, puissances émergentes, transition énergétique, intelligence artificielle... Tous ces sujets font notre actualité : ce sont les mégatendances. Et avec elles des enjeux d'avenir à l'origine d'interrogations multiples. Gouvernements, ONG, entreprises, citoyens..., nous sommes tous concernés et nos investissements aussi.**

### MÉGATENDANCES, POUVEZ-VOUS NOUS PRÉCISER CE TERME ?

Ce terme « mégatendances » ou « tendance de fond » a été popularisé au début des années 80 par John Naisbitt, auteur du bestseller éponyme « Megatrends ». Il désigne les transformations majeures qui se déploient sur plusieurs décennies et transforment durablement le monde dans lequel nous vivons. Chez CPR AM, nous les regroupons en quatre catégories : les changements démographiques & sociaux, les mutations économiques, les révolutions technologiques et les défis environnementaux. Toutes ces transformations nécessitent des réponses de la part des entreprises, notamment via des adaptations de leurs modes de production et de distribution.



## MÉGATENDANCES

### VOUS AVEZ LANCÉ CPR INVEST - MEGATRENDS EN DÉCEMBRE 2017, POUVEZ-VOUS REVENIR SUR LA GÈNESE DU FONDS ET SA PHILOSOPHIE ?

Depuis le lancement de CPR Silver Age en 2009 et la création d'un pôle d'expertise en actions thématiques pour le Groupe Amundi chez CPR AM en 2015, nous nous positionnons comme un acteur de référence sur l'investissement en actions thématiques. Lorsque nous présentons nos stratégies, deux questions reviennent systématiquement : comment identifier et capturer la bonne thématique ? Comment identifier le bon point d'entrée pour investir ? Alors en créant CPR Invest - Megatrends, nous avons souhaité proposer une solution clé en main, pour les investisseurs, qui réponde notamment à ces deux questions. Megatrends est un fonds de fonds actions thématiques qui vise à capter les tendances que nous considérons les plus porteuses à long terme et reportant les convictions des gérants à court terme, selon le cycle de marché identifié.

### COMMENT EST DÉFINI L'UNIVERS D'INVESTISSEMENT ?

L'univers d'investissement se compose majoritairement des fonds actions thématiques gérés au sein du Groupe Amundi et bénéficiant de ces tendances de long terme. Les gérants de Megatrends bénéficient ainsi de la proximité des gérants de chaque thématique et des échanges qu'ils ont en continu ensemble. Sont représentés aujourd'hui dans l'univers les thèmes du vieillissement de la population, le défi alimentaire, les nouvelles tendances de consommation, l'émergence des classes moyennes, les nouveaux pôles d'influences économiques, les innovations de rupture dans tous les domaines, l'urbanisation, les énergies et ressources naturelles, ...

### L'UNIVERS DE DÉPART EST TRÈS CONCENTRÉ. COMMENT EST DÉTERMINÉ L'ALLOCATION ?

L'allocation de CPR Invest - Megatrends est déterminée

mensuellement à la suite du comité d'allocation thématique qui réunit l'ensemble des gérants de l'équipe Actions Thématiques. Conduit sur la base des scénarios macro-économiques de CPR AM, il permet d'échanger et analyser les événements et tendances sur les secteurs, facteurs & styles qui pourraient impacter de façon positive ou négative l'univers. Au préalable, chacun des fonds de l'univers est analysé de façon qualitative et quantitative afin d'identifier ses risques et opportunités intrinsèques. La proximité avec les gérants des fonds composant l'univers est donc un atout majeur. Ces 2 étapes permettent aux gérants d'établir leurs convictions sur l'exposition à chacune des thématiques à détenir. Le poids de chaque fonds est ensuite contrôlé par un modèle de risques développé en interne, qui combine des indicateurs de volatilité et de corrélation. Le portefeuille final - composé d'environ 8 à 10 fonds - résulte ainsi de la combinaison des convictions ajustée du risque. Au-delà de son objectif d'investissement, le portefeuille final répond ainsi à un double objectif : capter structurellement le potentiel de croissance de long terme des thématiques tout en ajustant le portefeuille des risques et du cycle de marché. Cela permet de dynamiser ou préserver de façon tactique la performance du portefeuille.

## QUELLE EST L'ALLOCATION ACTUELLE DU PORTEFEUILLE ?

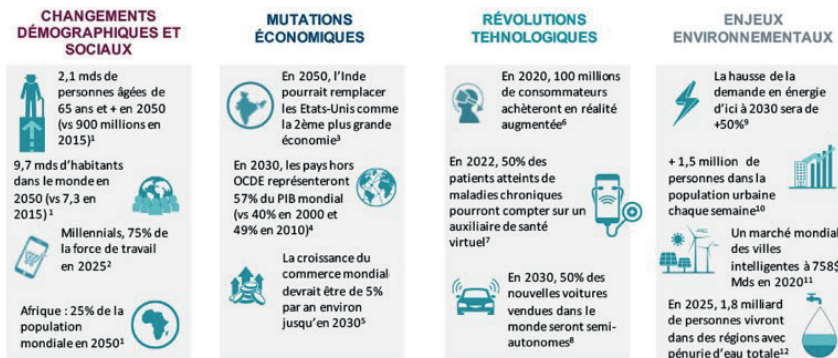
Le contexte de croissance économique globale synchronisée devrait soutenir les marchés actions sur le moyen terme. Néanmoins, quelques sources de

volatilité demeurent à court terme. Les investisseurs recherchent donc des supports bénéficiant de facteurs propres de croissance et décorrélés de l'environnement macroéconomique. Nos convictions principales se portent vers nos stratégies « Silver Age » et « Lifestyles ». Ces deux fonds en lien direct avec la consommation mondiale, - respectivement consommation des seniors et nouveaux styles de vie & modes de consommation - sont particulièrement adaptés au contexte de marché actuel. Global Disruptive Opportunities nous apparaît, par ailleurs, comme un actif décorrélant en investissant sur des valeurs qui créent de nouveaux marchés. A l'inverse, nous sommes peu exposés aux Infrastructures pour qui l'environnement de taux d'intérêt bas n'est pas favorable avec des valeurs au profil quasi obligatoire. Le portefeuille est aujourd'hui composé de 10 fonds.

## QUELQUES MOTS SUR LES GÉRANTS :

La gestion est assurée par Florian Peudevin et Guillaume Uettwiller. Florian et Guillaume ont participé à la création de la thématique Mégatendances et gèrent le fonds ensemble depuis. Florian participe à la gestion des thématiques Vieillesse et Restructurations. Guillaume prend part quant à lui à la gestion de CPR Silver Age. Pour la gestion de ce fonds de fonds internes, la proximité avec les gérants des fonds de l'univers est essentielle. Le binôme peut ainsi s'appuyer sur l'expertise de toute l'équipe.

## 4 FORCES MAJEURES TRANSFORMANT NOTRE MONDE, EN CHIFFRES



1. United Nations, World Population Prospects, 2017 Revisions
2. Deloitte
3. PWC, The World in 2050
4. OECD, Perspectives on Global Development 2010; Shifting Wealth, 2010
5. HSBC, Global Connections Report
6. Gartner's Top 10 Strategic Predictions for 2017
7. Gartner, Maverick Research : Endangered! How technology will cause extinction of the Primary Care Tier of Medicine
8. McKinsey Global Institute, Automotive Revolution - Perspectives towards 2030
9. National Intelligence Council
10. PWC Analysis (United Nations Population Division, 2014)
11. Markets & Markets
12. FAO

### PROFIL DE RISQUE CPR INVEST - MEGATRENDS

Risque de perte en capital : oui  
 Risque lié au marché actions : oui, y compris pays émergents et petites capitalisations  
 Risque de volatilité : oui  
 Risque de contrepartie : oui  
 Risque de change : oui (y compris pays

émergents)  
 Risque taux et crédit : oui  
 Risque de liquidité : oui  
 Échelle de risque selon DICI<sup>®</sup>: 5 / 7  
 Durée minimum de placement recommandée : supérieur à 5 ans



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

\* Ces informations doivent être complétées par le prospectus disponible sur le site [cpr-am.com](http://cpr-am.com) ou sur simple demande auprès de CPR AM. \*\* Le DICI (Document d'Information Clé pour l'Investisseur) comporte les informations essentielles sur l'OPCVM, et doit être remis à l'investisseur avant toute souscription.

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM. Elles sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos, et elles ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM. Sous réserve du respect de ses obligations, CPR AM ne pourra être tenu responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement.

## CONJONCTURE ÉCONOMIQUE

## STRATÉGIE DE NÉGOCIATION OU VÉRITABLE GUERRE COMMERCIALE ?



Laetitia  
Baldeschi

Co-responsable  
des études et de  
la stratégie

### LA « GUERRE COMMERCIALE », FACILE À GAGNER SELON LE PRÉSIDENT D. TRUMP, EST AU CENTRE DES PRÉOCCUPATIONS DES MARCHÉS DEPUIS LE DÉBUT DU MOIS DE MARS. EST-CE SURPRENANT ?

La thématique « America First » a repris une place centrale dans la rhétorique du président Trump depuis le début du mois de mars, après une année centrée sur la réforme fiscale. Alimentée, comme on commence à en avoir l'habitude, par des tweets agressifs, elle a provoqué une poussée d'aversion au risque sur les marchés, remettant en cause la croissance attendue des bénéfices des entreprises.

### EST-CE UNIQUEMENT UNE GUERRE CONTRE LA CHINE QUI A DÉBUTÉ EN MARS ?

Dans un premier temps, les discussions sur les accords commerciaux ne visaient pas la Chine puisqu'elles étaient centrées sur la renégociation de l'ALENA, accord entre les Etats-Unis, le Canada et le Mexique que le président Trump souhaitait tout bonnement rompre. La renégociation, qui a débuté courant 2017, pourrait aboutir dans les prochaines semaines, avec finalement des conséquences limitées pour les pays partenaires. Dans un deuxième temps, le gouvernement Trump s'en est pris, en janvier 2018, aux pays exportateurs de machines à laver et de panneaux solaires, avant de s'attaquer au commerce de l'acier et de l'aluminium début mars, deux marchés sur lesquels la Chine n'est pas le pays en première ligne, à la différence de l'Europe, du Japon, du Canada ou de la Corée. Les exemptions accordées pour certains pays arrivent d'ailleurs à échéance le 1er mai et les négociations bilatérales n'ont pour l'instant pas abouti.

### MAIS LES DERNIÈRES MESURES SONT BIEN PLUS CIBLÉES, AVEC POUR CIBLE LA RÉDUCTION DU DÉFICIT COMMERCIAL AVEC LA CHINE !

En effet, les autorités chinoises ont souhaité dans un premier temps répondre aux menaces américaines et ont annoncé des mesures concernant 3 Mds \$ d'exportations américaines. Les Etats-Unis ont répliqué en ciblant 46 mds d'exportations chinoises, à la suite de quoi la Chine a ciblé 106 produits, dont le soja, pour un montant de 50 Mds \$. Quelques jours plus tard, Donald Trump a exigé de son gouvernement une réplique portant sur 100 Mds \$ d'importations chinoises ! Comme on peut le voir, une véritable escalade s'est enclenchée, ce qui a perturbé les marchés. Une bonne partie de ces mesures ne sont pas encore détaillées, et donc – bien évidemment – pas appliquées, mais la volonté américaine est clairement à la réduction de leur déficit commercial avec la Chine, qui se situe actuellement aux alentours de 380 Mds \$. Ces mesures n'affecteront pas uniquement la Chine, mais également les différents fournisseurs de celle-ci. En effet, selon l'OCDE, 40 % des exportations chinoises vers les Etats-Unis viennent d'un pays tiers. Le gouvernement américain a dans son viseur avant tout la protection des droits de propriété intellectuelle, peu assurée en Chine, et a, à ce sujet, déposé une plainte auprès de l'Organisation mondiale du Commerce, en mars, plainte soutenue par l'Union européenne.

### QUELS SONT LES EFFETS DIRECTS D'UNE « GUERRE COMMERCIALE » SUR L'ÉCONOMIE ?

Les coûts d'une « guerre commerciale » sont difficiles à évaluer, compte tenu de l'incertitude sur son périmètre. En revanche, on peut à titre d'information se rattacher à certaines évaluations de grandes institutions.

Citons notamment les travaux des économistes de la BCE mis en avant par Benoît Cœuré. Ces derniers, partant d'une hypothèse d'augmentation de 10 points de pourcentage des droits de douane sur l'ensemble des importations américaines de biens, suivi d'une riposte de même ampleur par les partenaires commerciaux des Etats-Unis, évaluent l'impact à 2,5 points de croissance en moins aux Etats-Unis dès la première année, l'impact étant plus modéré pour la zone euro.

La dernière enveloppe d'exportations chinoises touchées par des hausses de droits de douane qui a été mentionnée (150 Mds \$) représente effectivement 0,8 point de PIB américain et 1,2 point de PIB chinois. L'impact sur la demande des produits ciblés n'est pas forcément négatif ; des pays tiers sont souvent présents sur les mêmes marchés et se substitueront à la Chine. Dans le cas contraire, la demande ne se tarira pas nécessairement et se traduira plutôt par une hausse des coûts, donc de l'inflation aux Etats-Unis.

Si les mesures protectionnistes venaient à toucher les 450 Mds \$ d'exportations chinoises vers les Etats-Unis, cela aurait un impact sur 3,6 points de PIB chinois, un poids important certes, mais qui reste largement gérable. L'impact positif sur l'inflation américaine serait certes de l'ordre de 0,5 point, pour autant la fonction de réaction de la Réserve fédérale ne serait pas nécessairement modifiée compte tenu de la nature temporaire de cet effet.

### S'AGIT-IL DES SEULS CANAUX DE TRANSMISSION ?

Il nous semble que le premier canal affecté est celui de la confiance des investisseurs, et passe donc par une réaction négative des marchés. Notamment, une forte réaction des marchés d'actions pourrait provoquer un ralentissement de la croissance mondiale. Ainsi, dans les pays émergents, comme on a pu le voir au cours des dernières semaines, les actions, qui avaient plutôt bien résisté depuis le début de l'année en particulier dans la phase de retour des craintes inflationnistes, ont largement baissé avec ces craintes de guerre commerciale.

Nous continuons de penser, dans notre scénario central, que la période de négociations entre les Etats-Unis et ses principaux partenaires commerciaux va se prolonger pendant les prochains mois, et que la plupart des annonces n'iront pas jusqu'à leur application totale. Les bonnes intentions du président Xi annoncées lors du forum de Boao sont un des éléments plaidant pour un apaisement. Pour autant, il convient de rester vigilant sur l'évolution des discussions, notamment en raison du caractère imprévisible du président Trump.

