

Economie

Focus US
N° 2019 – 46

Guerre tarifaire par intermittence = Incertitude permanente

Vendredi 06 Décembre 2019

Bruno Cavalier - Chef Economiste
bruno.cavalier@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 81 35

Fabien Bossy - Economiste
fabien.bossy@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 85 38

<https://www.oddosecurities.com>

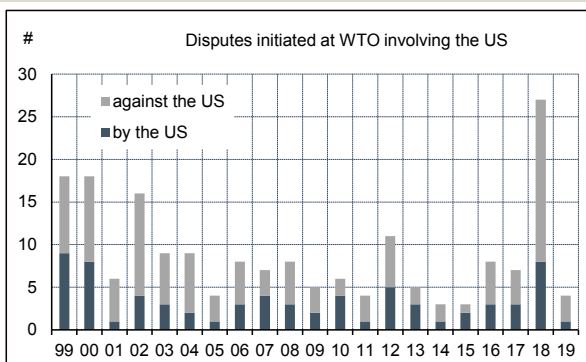
Depuis deux mois, les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine avaient reflué. Il était entendu qu'un mini-accord entre les deux géants était possible, sinon imminent. (Plus personne, il va sans dire, ne croit à un accord complet, durable et définitif) Quelques propos venant de Donald Trump ou de son administration sont venus semer le doute, avant que d'autres propos ne tentent de rassurer. C'est un nouvel épisode de cette "guerre commerciale" par intermittence qui a débuté il y a maintenant près de deux ans. Le résultat est que le degré d'incertitude est structurellement plus élevé.

Le focus de la semaine

Même si Donald Trump est parfois imprévisible, il y a quelques invariants dans son action. Sur les questions de libre-échange, l'invariant est que son administration fait tout pour remettre en cause ce qui représente le multilatéralisme (les traités de libre-échange régionaux, la cour d'appel de l'OMC) au profit de relations bilatérales, où les États-Unis ont le plus de chance de faire prévaloir leur point de vue. L'imprévisibilité est dans la manière de conduire la "guerre commerciale". Il y a des intermittences. A certains moments, par exemple en mai et en août derniers, on monte la pression en annonçant de nouveaux droits de douane. A d'autres, on la stabilise en différant ou en suspendant ces mêmes droits. C'était le cas ces deux derniers mois. Notons toutefois qu'à ce jour, il n'y a jamais eu de mouvements en arrière où on supprimerait des droits de douane déjà mis en place. En début de semaine, chacun a été rappelé à cette réalité un peu rudement à la suite de plusieurs déclarations du président, de son USTR et de son secrétaire au commerce (voir p. 2). On menace les uns et les autres sous les prétextes les plus divers, la dépréciation de leur monnaie, l'insuffisance de leurs efforts de dépenses militaires, etc. La créativité de la Maison Blanche est sans limite.

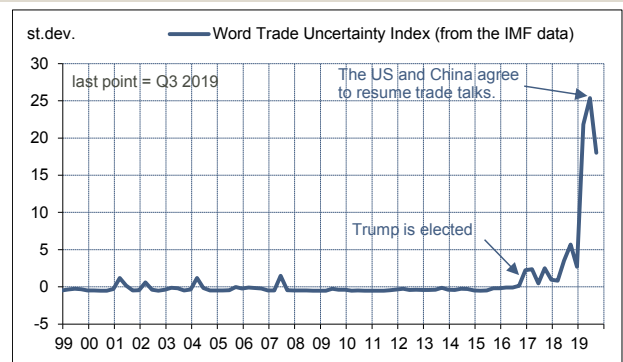
Bref, il est bien difficile de savoir si les discussions US-Chine sont au point-mort ou sur le point d'aboutir. Quoi qu'il en soit, on peut être certain qu'on ne reverra pas de sitôt une situation où l'on n'a pas à se préoccuper des règles du commerce mondial, ce qui était somme toute le régime dans lequel l'économie mondiale a opéré pendant des décennies. En 2018, le nombre de contentieux à l'OMC impliquant les États-Unis s'est envolé (graphe de gauche). De même pour l'indice du FMI mesurant l'incertitude commerciale (graphe de droite). Quand la pression devient si forte qu'elle affecte trop les marchés, Donald Trump est prêt à temporiser. Il ne faudrait pas s'étonner qu'on ait encore en 2020 cette alternance de phases de tension et d'apaisement au gré de ce que le président pense utile pour sa réélection. Au bout du compte, ce qui demeure, c'est un haut degré d'incertitude qui reste préjudiciable au climat des affaires et aux intentions d'investissement. Ce n'est pas propice à une accélération de l'économie US.

OMC : procédures initiées impliquant les États-Unis



Sources : WTO, IMF, Oddo BHF Securities

US : indice d'incertitude économique et commerciale



Risque de conflits d'intérêts:

ODDO BHF et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflits d'intérêts avec certains des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document. Le présent document n'est pas un document contractuel ; il est strictement destiné à l'usage privé du destinataire. Les informations qu'il contient se fondent sur des sources que nous estimons fiables, mais dont nous ne pouvons garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans le document sont le résultat de notre évaluation à la date de la publication. Elles peuvent donc être révisées à une date ultérieure.



Economie

- En **novembre**, comme d'ailleurs le mois précédent, les indices de confiance des directeurs d'achat ont donné des signaux contradictoires. Que d'un mois à l'autre, il y ait des différences entre les indices PMI et ISM peut se comprendre car les enquêtes ne sont pas menées au même moment et surtout n'ont pas le même panel, mais il est plus rare que ces écarts perdurent au fil du temps. En tendance, ces deux séries convergent (tableau). L'écart est surtout notable dans le secteur manufacturier car d'un côté on a l'image d'un secteur en contraction (ISM<50 depuis quatre mois) et de l'autre un secteur qui se reprend assez nettement (PMI : +2.3pt en trois mois). Soit dit en passant, l'évolution positive du PMI est en phase avec ce qu'on a pu observer ailleurs dans le monde, par exemple en Europe ou en Asie. Les commentaires de l'enquête ISM citent toujours l'impact négatif de l'incertitude commerciale mais la demande est jugée plutôt solide.

	ISM				PMI				Differential (ISM-PMI)	
	Nov	m/m	/3m	y/y	Nov	m/m	/3m	y/y	Nov	last 10Y
Manufacturing	48.1	-0.2	-1.0	-10.7	52.6	1.3	2.3	-2.7	-4.5	0.5
Non-manufacturing	53.9	-0.8	-2.5	-5.3	50.6	-0.3	0.9	-4.2	3.3	0.6

- En **octobre**, les dépenses de construction ont baissé pour le deuxième mois de suite (-0.8% m/m, après -0.3%), mais affichent un gain annuel pour la première fois de l'année. Dans le secteur résidentiel, on corrige un peu le fort rebond de l'été. Par ailleurs, le secteur non-résidentiel reste déprimé (-4.3% sur un an), avec des segments particulièrement atteint, comme l'éducation, les loisirs et les centres commerciaux (-17.7%). Selon la Fed d'Atlanta, l'investissement résidentiel devrait contribuer à la hausse du PIB réel au T4 2019, pour 0.2 pt, mais l'investissement des entreprises en "structures" jouerait dans l'autre sens, pour -0.4pt.

Politique monétaire, budgétaire et commerciale

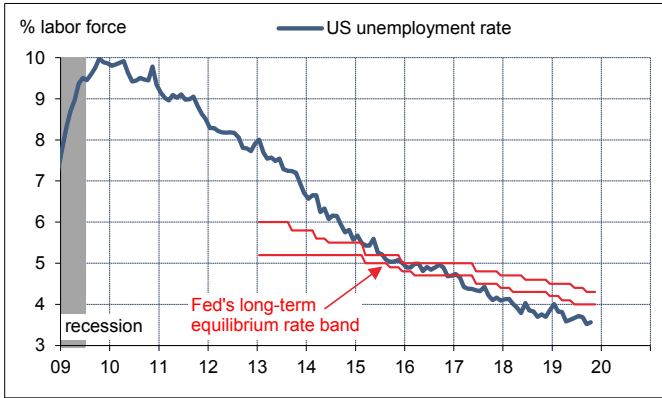
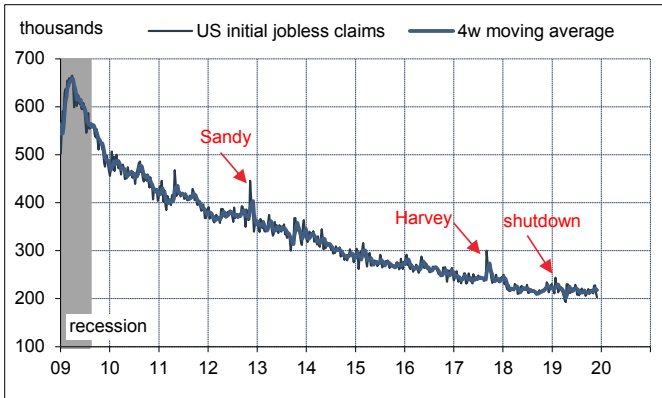
- Alors que la négociation de la "phase 1" de l'accord commercial US-Chine patine, Donald Trump s'impatiente. Il aurait en tête le **15 décembre 2019** comme date-limite pour la signature, sans quoi 160Md\$ de produits chinois seraient taxés à 15%. Il s'est dit prêt aussi à attendre jusqu'à sa réélection, en **novembre 2020**, pour finaliser un accord. En attendant, l'arme des droits de douane a été pointée cette semaine vers biens d'autres pays que la Chine. Prenant prétexte de la forte baisse des devises du Brésil et de l'Argentine (respectivement -10% et -37% ytd), le président US a annoncé le **2 décembre** vouloir rétablir les droits de douane sur les importations d'acier et d'aluminium venant de ces deux pays. Le message est ici adressé aux fermiers américains qui ont perdu des parts de marché en Chine – on se demande bien pourquoi ! – au profit de ces pays d'Amérique latine. De son côté, l'USTR a répliqué à la taxe française sur les géants du numérique en proposant des droits de douane à 100% sur 2.4Md\$ d'importations de produits de luxe français. Et le secrétaire au commerce a dit que le dossier des droits de douane sur l'automobile n'était pas clos, bien que la date pour leur mise en œuvre soit officiellement passée, à la mi-novembre.
- Décidément en verve, le président Trump en a remis une couche dans sa critique de la Fed, une nouvelle fois accusée d'encourager la hausse du dollar.

A suivre la semaine prochaine

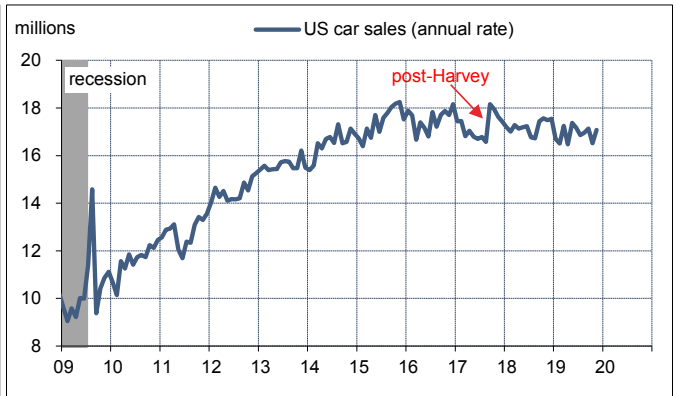
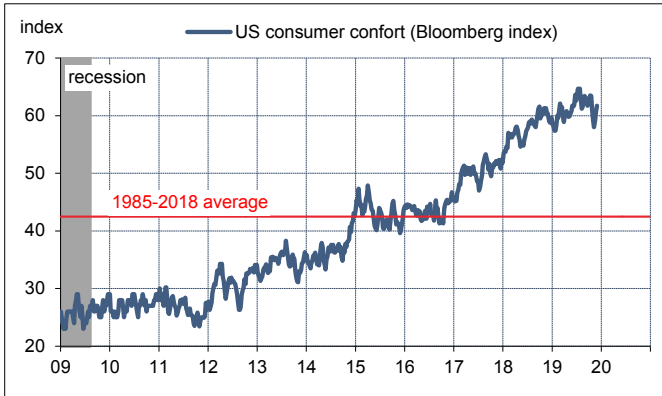
- Le **11 décembre**, la Fed tient sa dernière réunion de politique monétaire en 2019. Seront actualisées les projections économiques des membres du FOMC. Depuis septembre, il n'y a pas eu de surprises dans les données qui seraient de nature à justifier une révision majeure. En moyenne, la croissance du PIB réel était vue à 2.2% sur un an à la fin 2019 (pour cela, il suffirait d'une hausse du PIB de 1.5% t/t en rythme annualisé au T4), le taux de chômage était projeté à 3.7% (il était à 3.6% en octobre) et l'inflation PCE à 1.5% sur un an (1.3% en octobre). Pour 2020, le FOMC prévoyait une légère modération de la croissance du PIB réel à 2%, une stabilité du chômage et un rebond de l'inflation à 1.9%, moyennant quoi le taux directeur était projeté inchangé. Les commentaires récents venant de la Fed indiquent que le *statu quo* est l'option très largement privilégiée au sein du FOMC. Les *Fed watchers* et les marchés sont sur la même position.
- L'inflation CPI est attendue en légère accélération de 1.8% à 2.0% sur un an en novembre (le **11**), du fait d'un effet de base sur les prix de l'essence, mais l'indice sous-jacent resterait inchangé à 2.3%. Confiance, revenu réel, richesse, aucun des déterminants des dépenses des ménages n'est mal orienté, de quoi justifier une progression des ventes au détail en novembre (le **13**). Premier indice : après un recul en octobre peut-être lié à la grève chez General Motors, les ventes de voitures ont rebondi en novembre (+3.4% sur le mois après -3.6%).



Annexe 1 - Marché du travail



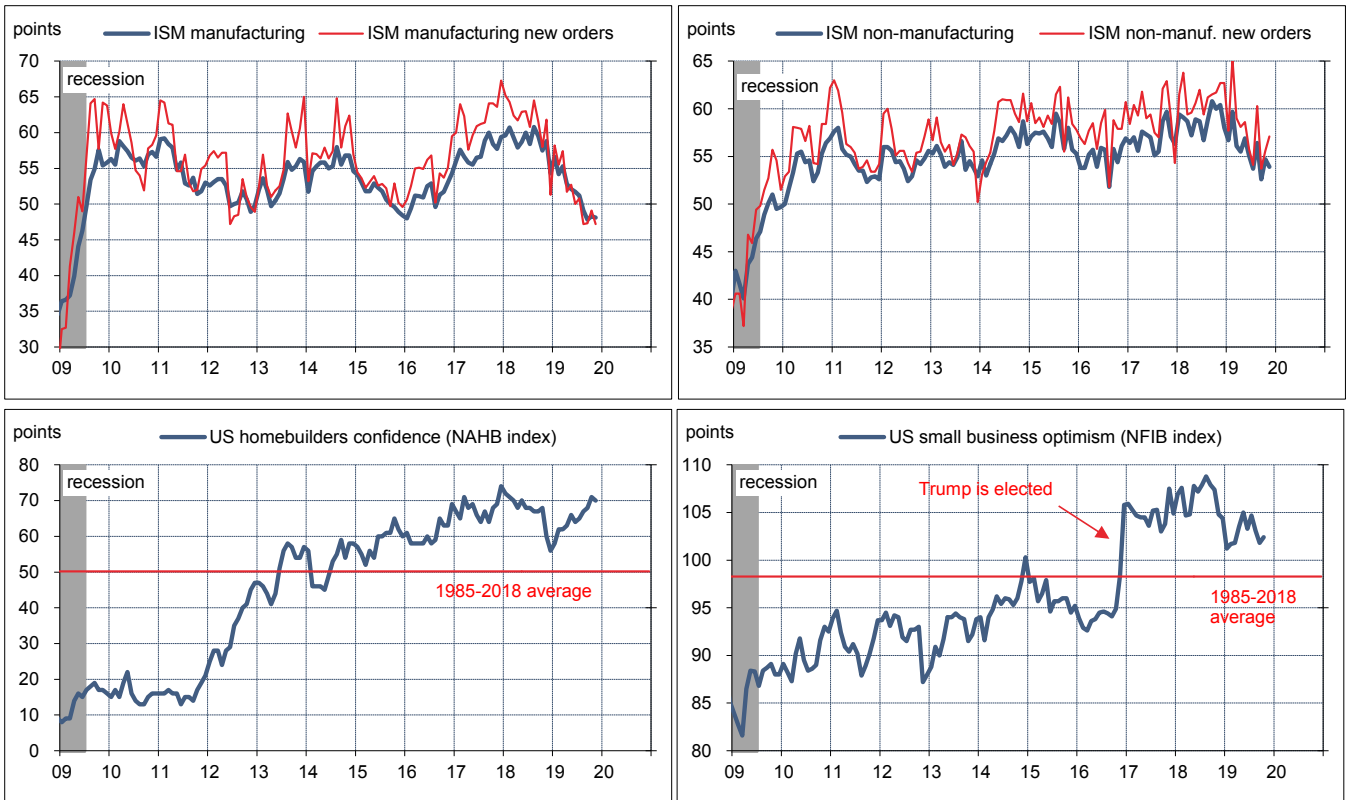
Annexe 2 - Consommateur



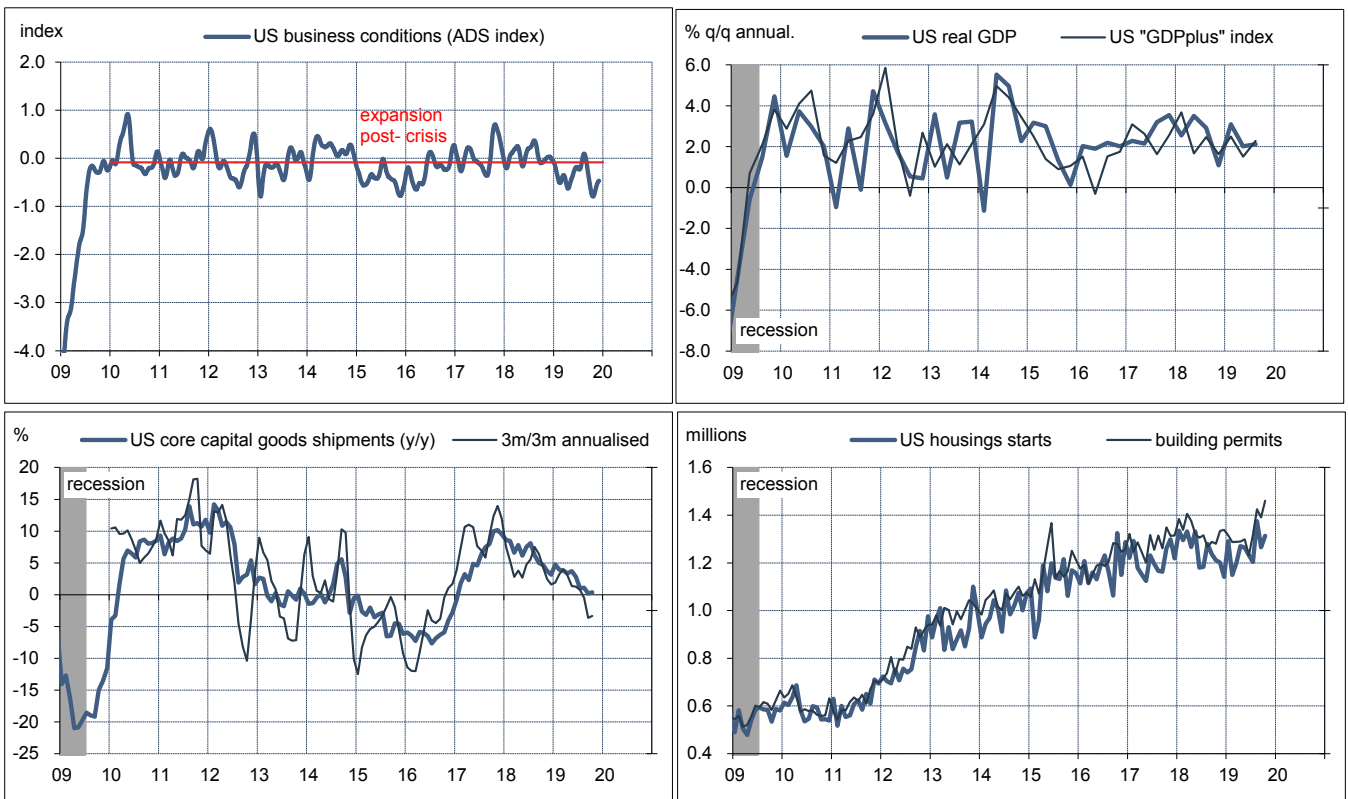
Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities



Annexe 3 - Climat des affaires



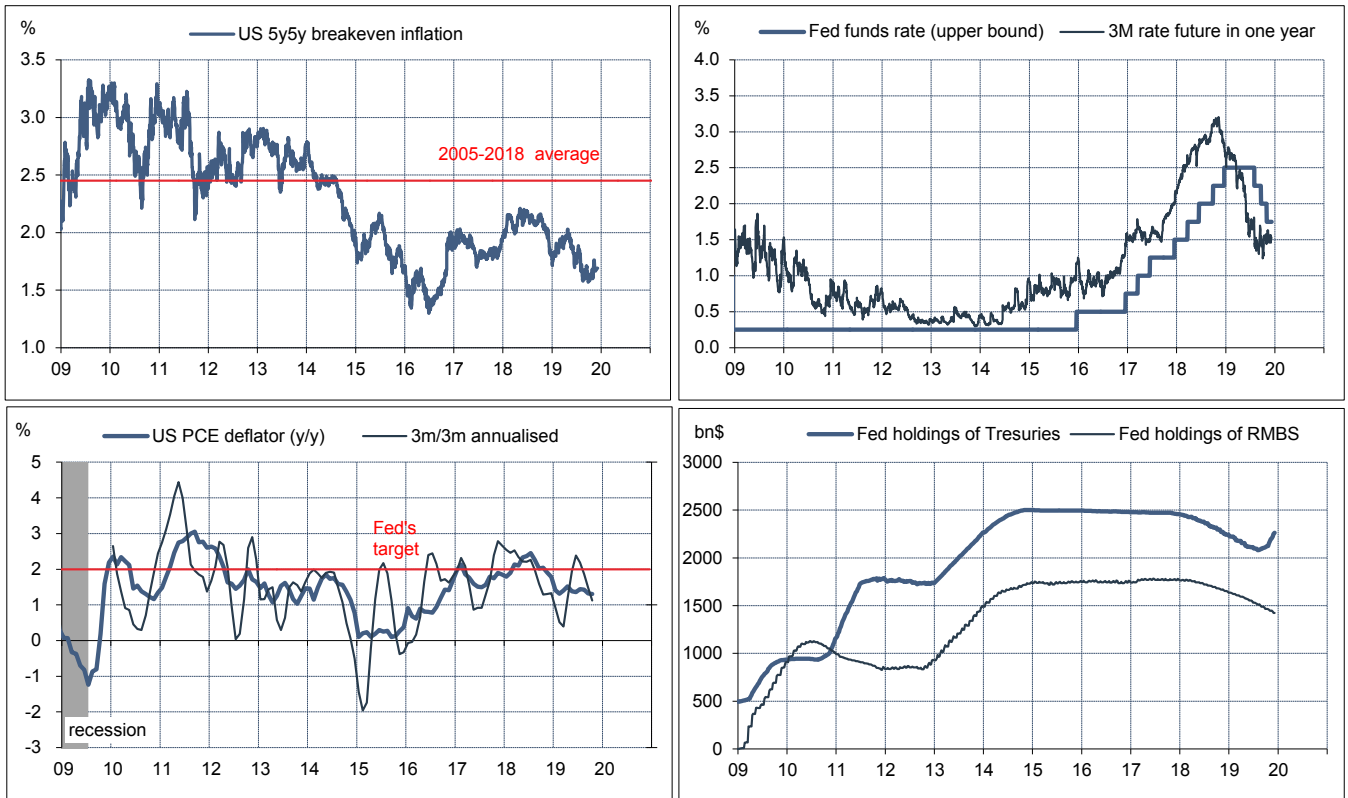
Annexe 4 - Conditions d'activité



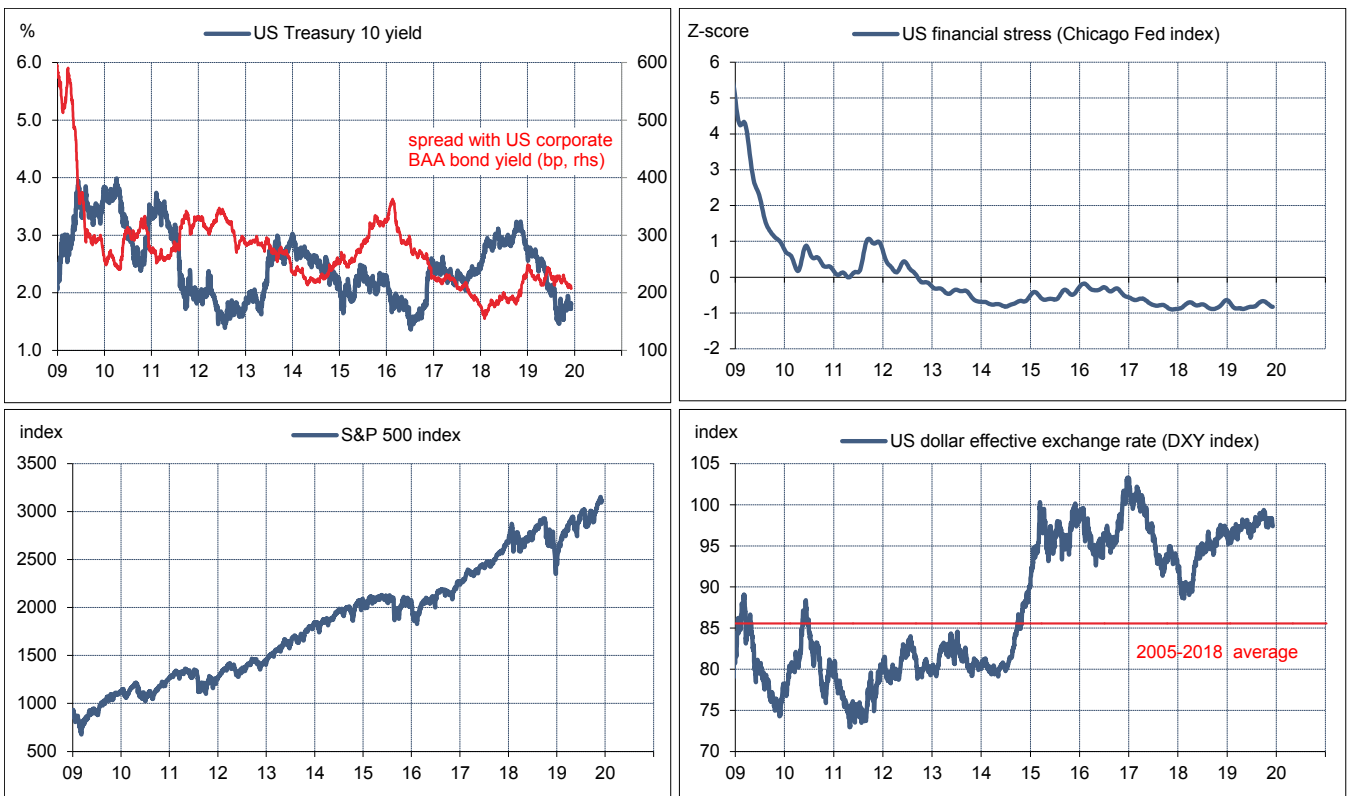
Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities



Annexe 5 - Inflation et politique monétaire



Annexe 6 - Marchés financiers



Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities



Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO.

Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions personnelles avant sa publication. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de ODDO. Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Cette étude s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Elle peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres personnes prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

Merci de vous référer aux rapports de recherche sur les sociétés concernées pour une information complète et les mentions d'informations.

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »). Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants institutionnels des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document vous est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une base suffisante pour prendre une décision d'investissement.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent avoir noué des relations d'affaires avec le ou les émetteur(s) mentionnés dans ce document. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Cependant, ODDO n'a pas d'obligation de mettre à jour ou modifier l'information contenue dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche au sens de FINRA Rule 2241(a)(11) car ce rapport répond à l'une des exclusions de la définition de rapport de recherche au sens de la Règle 2241(a)(11)(A). Ce document s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas sûr d'être un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément à la Loi et aux Règlements des Etats-Unis

Information Règle 15a-6 : Conformément à la Règle 15a-6 (a), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec un client institutionnel américain sur les titres décrits dans ce document réalisé hors des Etats-Unis, doivent être effectuées par l'intermédiaire d'ONY.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddonny.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.

Vous pouvez consulter les mentions des conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le de Oddo & cie.