

# G20 : marchés soulagés ; l'action des banques centrales attire désormais tous les regards



**Vincent MORTIER**  
CIO Adjoint Groupe



**Didier BOROWSKI**  
Directeur de la Recherche  
macroéconomique



**Monica DEFEND**  
Responsable de la Stratégie,  
Directrice adjointe de la  
Recherche

- **Le scénario du pire d'une escalade du conflit commercial a été évité.** La réunion du G20 du week-end dernier a permis la reprise des négociations commerciales entre la Chine et les États-Unis, après l'augmentation des droits de douane en mai sur 200 milliards de dollars de produits chinois, et les représailles chinoises qui en ont résulté, ce qui avait mis les marchés financiers sous pression et accru les risques baissiers sur les perspectives économiques. Dans l'immédiat, le scénario du pire basé sur une extension des droits de douane sur les quelque 300 milliards de dollars d'importations restants en provenance de Chine, qui aurait gravement nui à l'économie mondiale, a été évité. Des concessions ont été consenties de part et d'autre, les États-Unis assouplissant l'interdiction frappant Huawei (les entreprises américaines seront à nouveau autorisées à vendre leurs équipements à l'entreprise chinoise) et la Chine acceptant d'augmenter les importations de produits agricoles américains.
- **Période de grâce.** L'économie américaine n'a pas été épargnée par la détérioration du commerce mondial (faible PMI manufacturier, 51,7 en juin contre 56,6 en début d'année, et investissements faibles). La volonté du président Trump d'éviter un nouvel affaiblissement des conditions économiques américaines (et du sentiment des investisseurs) permettra au marché de gagner du temps sur la question des différends commerciaux, avant qu'elle ne revienne à l'ordre du jour avec un durcissement de ton dans le contexte de la prochaine campagne présidentielle américaine.
- **Soulagement du marché mais pas de reprise pour les actifs risqués.** Comme nous nous y attendions, la réunion du G20 a été l'occasion d'un certain soulagement du marché plutôt que d'une forte reprise. En effet, une partie des progrès sur les différends commerciaux avait déjà été intégrée dans les cours tandis que les attentes d'un accord complet restent très faibles, surtout si l'on tient compte de la question de la suprématie technologique qui occupe une place de plus en plus importante. Désormais, l'accent est à nouveau mis sur les données économiques, qui montrent encore une certaine faiblesse, ainsi que sur les banques centrales, où les attentes en matière de politiques accommodantes sont élevées, peut-être trop, avec, par conséquent, un risque de déception.
- **Marchés émergents et actions européennes, gagnants relatifs de la trêve commerciale.** Bien qu'un scénario de reprise des négociations ne modifie pas de manière substantielle notre évaluation globalement prudente des risques, nous estimons que les actifs émergents, comme les actions européennes, pourraient bénéficier, en termes relatifs, du soulagement post-G20.

**« La trêve commerciale entre les États-Unis et la Chine, actée lors de la réunion du G20, apporte un soulagement temporaire. Pour autant, elle ne constitue pas un changement en profondeur ».**

**« Nous anticipons une incertitude durable concernant un accord commercial complet, les questions les plus complexes n'ayant pas encore été abordées ».**

### La réunion du G20 au Japon vous semble-t-elle cruciale dans le processus des négociations commerciales ?

Sans être cruciale, elle constitue indéniablement un soulagement à court terme. L'issue du G20 est un peu plus favorable qu'attendu. D'une part, parce que les négociations vont reprendre sans qu'il y ait de date butoir à même de cristalliser à nouveau des tensions dans un avenir proche ; d'autre part, parce qu'elle prouve qu'en fin de compte Donald Trump est pragmatique. La détérioration des résultats des enquêtes aux États-Unis indique que les perspectives économiques pourraient se dégrader davantage si la pression sur le consommateur venait à s'intensifier (via une perte de pouvoir d'achat). Le consommateur représente la dernière ligne de défense. Donald Trump semble tenir davantage compte des risques liés à sa stratégie protectionniste, ce qui n'était pas manifeste avant la réunion du G20. La suspension de l'interdiction d'exportations frappant Huawei (une mesure plutôt inattendue) soulage la pression sur les chaînes de valeur dans le secteur technologique. En échange d'une attitude plus accommodante, Donald Trump a obtenu de la Chine qu'elle augmente ses importations de produits agricoles en provenance des États-Unis (les détails à ce sujet ne sont pas encore disponibles). Cependant, en définitive, on ne peut pas considérer que les tensions entre les deux pays aient disparu. De toute évidence, la trêve est fragile.

### Quelles pourraient être les prochaines étapes du processus de négociation ? Vous attendez-vous à un apaisement ?

À première vue, les résultats du G20 sont encourageants. Donald Trump a gagné du temps. Sur le fond, en revanche, la trêve conclue ne change pas grand-chose. Les questions les plus complexes (droits de propriété intellectuelle, transferts de technologie) n'ont pas été abordées lors du G20. Les sujets de discorde entre les États-Unis et la Chine devraient donc tôt ou tard revenir sur le devant de la scène. Il ne faut pas perdre de vue que les États-Unis entrent dans une période préélectorale. Or, l'opposition à la Chine n'est pas seulement le fait des républicains. Ainsi, quel que soit l'occupant de la Maison-Blanche l'année prochaine, l'opposition entre les deux pays sur des questions stratégiques pourrait s'aggraver dans les années à venir. Il est donc important de ne pas se méprendre sur le contexte. L'attitude protectionniste qui prévaut actuellement n'est pas sur le point de disparaître. La probabilité de conclusion d'un accord commercial complet est très faible. Le risque que Donald Trump impose des surtaxes douanières sur 300 milliards de dollars d'importations en provenance de Chine reste significatif, même si celui-ci n'est pas imminent et que ces surtaxes pourraient être plus faibles (10 % plutôt que 25 %). L'incertitude tarifaire s'installe de façon durable : une mauvaise nouvelle pour l'investissement et le commerce.

### Politiques et banques centrales (BC) : comment les relations évoluent-elles dans une phase où les BC sont appelées à fournir davantage de liquidités au marché ?

À court terme, les banques centrales vont surveiller les retombées de cette trêve sur le climat des affaires, notamment dans l'industrie. En effet, les indices PMI du secteur manufacturier se sont fortement détériorés dans le monde entier depuis le début de l'année, à tel point que la guerre commerciale a été considérée comme un risque majeur par les BC. Plus la pression sur l'industrie se prolonge, plus la demande mondiale risque de s'affaiblir, ce qui aurait des répercussions sur les services.

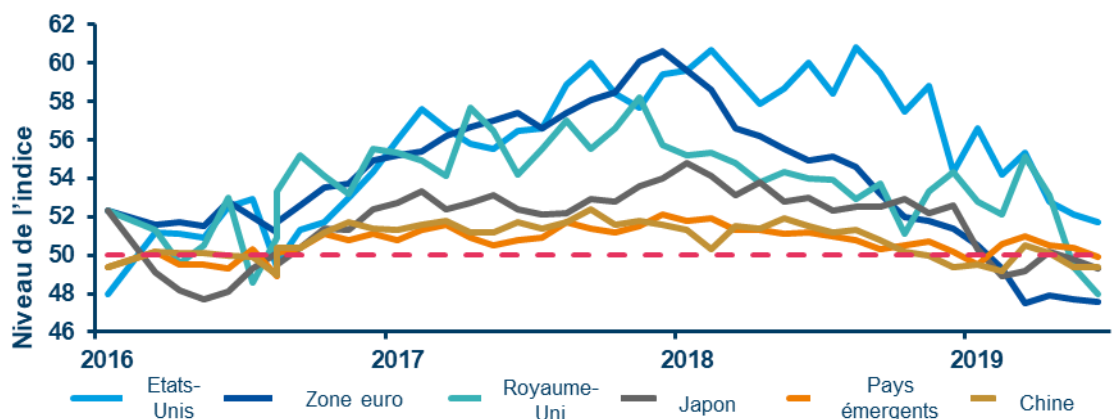
C'est d'ailleurs en grande partie l'augmentation de ce risque qui explique l'évolution de la communication des BC depuis le début de l'année. À court terme, la trêve devrait encourager une attitude attentiste. Dans un contexte de faible inflation, nous savons que les BC sont prêtes à réagir si les perspectives économiques se dégradent. Toutefois leur action à court terme n'est pas une urgence. Cela dit, les tarifs douaniers ne sont pas la seule source de préoccupation. Le peu d'inflation à un stade avancé du cycle, l'affaiblissement de l'investissement dans de nombreux pays et l'augmentation de la dette mondiale préoccupent également les BC des économies avancées, et leurs taux directeurs devraient rester bas encore longtemps.

### Comment l'évolution des relations commerciales entre la Chine et les États-Unis influe-t-elle sur votre scénario central pour l'économie mondiale ?

La rivalité entre les États-Unis et la Chine est un élément spécifique de risque et d'incertitude. Néanmoins, cette trêve montre que les États-Unis ont besoin de la Chine et *vice versa*. Les chaînes de valeur sont encore fortement intégrées. Il n'est pas dans l'intérêt des États-Unis de voir soudainement les prix à la consommation augmenter en raison des barrières tarifaires (les produits importés de Chine ne sont pas fabriqués aux États-Unis).

Si les relations entre les États-Unis et la Chine venaient à se détériorer, le commerce mondial serait soumis à une pression accrue et les perspectives économiques mondiales se verraient assombries. Cela pourrait coûter quelques dixièmes de point de croissance à l'Europe, aux États-Unis et à la Chine, mais il est peu probable que cela provoque une récession tant que la pression sur le commerce restera modérée. Il convient de garder à l'esprit que la croissance mondiale est principalement tirée par la demande domestique et que la consommation continue de s'appuyer sur des marchés du travail tendus dans les principales économies avancées. En outre, les conditions monétaires et financières mondiales sont très accommodantes, et l'impact des politiques de stabilisation ne doit pas être sous-estimé (politiques budgétaires et monétaires contracycliques). Dans ce contexte, nous continuons à penser que le ralentissement économique mondial restera modéré cette année (nous prévoyons une croissance mondiale de 3,3 % en 2019 et légèrement supérieure en 2020).

### Indice PMI manufacturier : une source d'inquiétude



Source : analyse Amundi de données de Bloomberg au lundi 1<sup>er</sup> juillet 2019. 50 est le seuil entre expansion (>50) et contraction (<50).

### Quelles sont, selon vous, les conséquences pour les marchés financiers ?

Comme attendu, la trêve conclue entre les États-Unis et la Chine lors du G20 a apporté un certain soulagement au marché, mais pas de repris. En effet, une partie des progrès sur les différends commerciaux avait déjà été intégrée dans les cours tandis que les attentes d'un accord complet restent très faibles, en raison notamment de la question de la suprématie technologique qui occupe le devant de la scène.

Nous rappelons ici la très courte durée de la reprise des actifs risqués qui avait suivi le sommet du G20 de novembre 2018 qui, lui aussi, avait donné lieu à un accord entre la Chine et les États-Unis. Les inquiétudes concernant la croissance mondiale avaient toutefois rapidement repris le dessus. Le coût de l'escalade des différends commerciaux a déjà été intégré par les marchés et s'est répercuté dans la faiblesse des économies, ce qui a fini par aboutir à des politiques monétaires plus accommodantes.

En juin, l'activité manufacturière s'est encore ralentie de façon généralisée : la Chine, les États-Unis et l'Europe ont continué d'enregistrer de faibles résultats avec, dans la plupart des cas, un niveau inférieur au seuil d'alerte de 50.

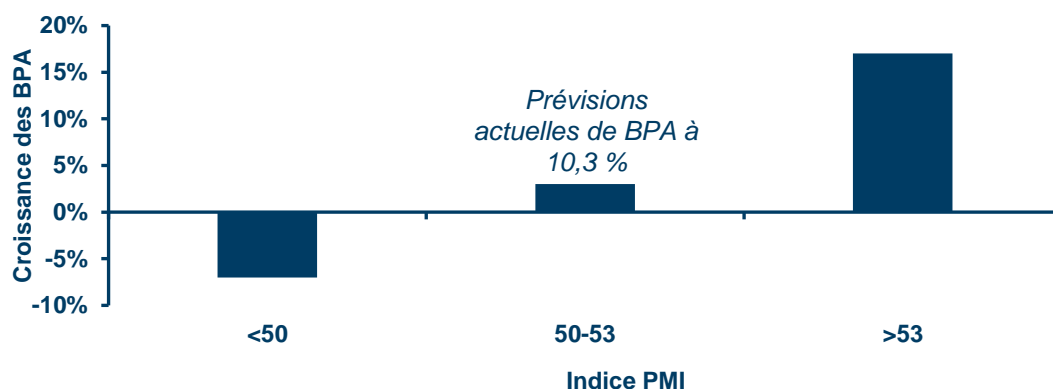
« Selon nous, le ralentissement économique mondial restera modéré cette année tant que les relations États-Unis-Chine resteront stables ».

« Aux niveaux actuels, il n'existe pas de justification fondamentale pour une reprise des actifs risqués ».

En outre, plusieurs séries de données économiques devraient être publiées au cours des prochains jours, ce qui pourrait amener les banques centrales à préciser leurs intentions. Les marchés ont intégré une action importante de leur part ce qui pourrait donner lieu à quelques déceptions. Si nous observons l'évolution des prix, nous constatons que les politiques ultra-accommodantes des banques centrales en juin ont déjà poussé les indices boursiers à leurs sommets de l'année. Il existe toutefois encore des incertitudes importantes qui pourraient empêcher les marchés d'étendre leurs gains. La saison de publication des résultats doit notamment débiter dans quelques semaines et pourrait montrer à quel point le ralentissement et la guerre commerciale ont frappé les bilans.

D'après notre analyse, lorsque l'indice PMI américain évolue entre 50 et 53, la croissance des bénéfices par action (BPA) anticipés sur 12 mois se situe à environ 3 %, ce qui est nettement inférieur aux attentes du consensus. Les prévisions actuelles de BPA se situent au-dessus de 10% et pourraient donc faire l'objet de révisions à la baisse à l'occasion des publications de juillet. Une hausse des prévisions pour le 4<sup>e</sup> trimestre 2019 et le 1<sup>er</sup> semestre 2020 ne devrait pas se concrétiser et nous percevons un risque que les marchés soient trop complaisants et trop dépendants des banques centrales.

### Indice PMI américain et croissance des BPA du S&P500 (12 mois à venir)



Source : Amundi Research au dimanche 30 juin 2019. PMI et BPA en g.a. échantillon de données de janv. 1948 à mai 2019.

Nous demeurons prudents en ce qui concerne l'évaluation globale des risques. Il n'y a pas de raison fondamentale d'assister à une forte augmentation de la prise de risque tant que les conditions économiques ne s'améliorent de façon significative, ce qui est difficile à envisager à l'heure actuelle. En termes relatifs, les actifs émergents et les actions européennes pourraient être les principaux bénéficiaires d'un apaisement temporaire des tensions commerciales. Dans cette phase le marché des devises pourrait également offrir de relativement bonnes opportunités. Comme beaucoup d'autres classes d'actifs, les devises ont déjà pris en compte des résultats plus constructifs. Même si les communications sont quelque peu ambiguës, les marchés des changes semblent privilégier un scénario selon lequel « il y a de très bonnes chances de faire quelque chose avec la Chine », ce qui explique la bonne performance à ce jour des dollars canadien, australien et néo-zélandais. Cette reprise devrait se poursuivre grâce à l'issue du G20.

**« Les actifs des pays émergents et les actions européennes pourraient bénéficier d'un apaisement des tensions commerciales. Dans cette phase, le marché des changes pourrait offrir de relativement bonnes opportunités ».**

## 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)

### Informations importantes

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont datées du 1<sup>er</sup> juillet 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. 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 : 2 juillet 2019.

---

### Directeurs de la publication

#### Pascal BLANQUÉ

*Directeur des investissements*

#### Vincent MORTIER

*Directeur adjoint des investissements*

---