



## Les marchés ont des nerfs d'acier

Malgré la démission de Gary Cohn, **les marchés actions ont connu une belle semaine**. Ils sont en hausse de 3% environ en Europe et de 4% aux Etats-Unis, qui surperforment à nouveau, tirés par les technologiques (le Nasdaq a gagné près de 10% depuis le début de l'année). Les investisseurs ont été rassurés tant par les déclarations de Mario Draghi que par le rapport sur l'emploi américain. Cette bonne orientation s'est accompagnée d'une décrue de la volatilité. Elle a été aussi permise par quelques amendements à la volonté américaine d'entrer en conflit commercial, avec l'annonce de possibles exemptions, et peut-être par une analyse de la portée réelle des tarifs douaniers, sur lesquels nous revenons ci-après.

Les Etats-Unis souffrent d'un **énorme problème de compétitivité dans la production d'aluminium**. Sur les 10 premiers mois de 2017 les importations représentaient 91% du marché et les capacités n'étaient employées qu'à 39% seulement selon le rapport du département du commerce sur lequel s'est appuyée l'administration Trump. Les volumes de production ont chuté de 80% depuis les années 70s à 90s, le recours à des barrières douanières est compréhensible. Pour autant **les capacités perdues ne seront pas restaurées** et les USA resteront massivement importateurs. Ce déficit n'est toutefois que de 10 Mds\$. Une taxe de 10% ne rapporterait que 1 Md\$ et un doublement de la production créerait sans doute moins de 3 000 emplois directs.

Pour l'acier, l'administration américaine peut espérer que **le taux d'utilisation des capacités de production**, actuellement de 75% environ dans les aciéries, remonte au-dessus de 80%, grâce à des réouvertures de sites fermés comme a annoncé U.S. Steel, mais il sera plus ardu de dépasser les 90% qui prévalaient pendant les années 2000. Les exportations se montent à 30% des tonnages importés et une fraction pourrait en être redirigée vers le marché intérieur. Pourtant, selon l'OMC, **le marché américain de l'acier est déjà protégé par 149 mesures** anti-dumping (dont une sur six à l'encontre de la Chine) alors que les exportations américaines ne font l'objet de 7 mesures restrictives. Cette simple comparaison illustre bien **le rapport de force, favorable aux Etats-Unis**, mais aussi, en creux, la faiblesse de la compétitivité américaine. *In fine*, ce sont **les profits des producteurs d'acier US (et canadiens) qui vont progresser**. A l'inverse, les principales victimes du renchérissement de l'acier seront la construction et l'automobile qui absorbent 70% de la production américaine (en 2002 le même type de mesure par G. W. Bush avait finalement, en termes d'emploi, coûté plus dans les industries utilisatrices que créé chez les producteurs et été retiré en 2003 !). D'où, déjà, de nouvelles menaces de taxes sur les importations américaines d'automobiles.

Financièrement le montant des **taxes sur les importations d'acier** devrait être peu significatif, avec le Canada et le Mexique, qui fournissent le quart des importations, –temporairement– exemptés. Les importations totales se sont montées à 22 Mds\$ sur les trois premiers trimestres de 2017, en hausse de 34% sur le même période de l'année précédente, **soit des recettes fiscales pouvant avoisiner 5,5 Mds\$** par an dont moins de 200 millions pour l'Allemagne. Malgré ces chiffres modestes, ce sont **les mesures de rétorsion et l'escalade dans le conflit**, qui inquiètent à moyen terme. Elles auront sans doute, à l'image des premières décisions américaines, une forte dimension politique. Au-delà des effets économiques directs, cela risque fort de nuire à la confiance des entreprises, aux Etats-Unis et ailleurs, et donc de peser sur les investissements sans réellement les relancer dans les unités de production US, peu assurées de la pérennité de la mesure.

Parmi les rétorsions nous ne croyons pas dans la menace, parfois agitée, de ventes massives de titres américains par les investisseurs

étrangers. Les marchés de taux sont, de toute façon, bien contrôlés par les banques centrales. En revanche, **l'effet psychologique sur le marché des changes**, moins prévisible, est potentiellement fort.

**En zone Euro, la BCE a fait disparaître une partie du biais expansionniste** de son discours, mais ce changement ne modifie pas vraiment les anticipations. Elle considère toujours qu'**une politique monétaire très accommodante est nécessaire** pour atteindre son objectif d'inflation. En particulier la position de la BCE sur la stabilité des taux « **longtemps** » après la fin du programme de QE est, nous a dit Draghi, **«gravée dans le marbre»**. **En minimisant la portée du changement du texte de la BCE** au cours de conférence de presse, Draghi a rassuré les marchés de taux.

Question suivante : **que signifie «longtemps» pour la BCE ?** Les marchés à terme indiquent que les taux courts pourraient augmenter dès le printemps 2019. Nous pensons que l'anticipation est trop proche, car elle suppose une hausse du taux de dépôt de la BCE. En lisant le bilan du SEBC, le Système Européen de Banques Centrales, nous y voyons que le *Quantitative Easing* a permis d'injecter pour plus de 2 400 Mds€ de liquidités, encours au 6 mars, un montant qui dépassera les 2 700 Mds€ d'ici fin septembre. L'essentiel de ces sommes, 1 886 Mds€, se retrouvent dans les réserves excédentaires des banques commerciales (qui supportent un prélèvement de -0.40%). Ainsi **le marché monétaire européen continuera à être noyé de liquidités**, même si l'encours de prises en pension, soit 762 Mds (dont 97% d'échéance 2020 et 2021), devait s'effondrer (des remboursements anticipés seront possibles, quoique peu probables, dès la fin juin 2018).

La BCE est **préoccupée des risques de tensions commerciales**, même si Mario Draghi a refusé d'employer le terme « *trade war* ». Au-delà des conséquences directes des mesures envisagées (qui sont limitées à ce jour) la BCE regardera aussi les impacts sur la confiance des agents et les variations de parités de changes, dont l'ampleur et même le sens sont aujourd'hui inconnus. Par ailleurs, une forte déréglementation financière américaine apparaît aussi comme un facteur de risque aux yeux de la BCE.

Enfin, le très attendu rapport sur l'emploi US de février a affiché un bond en avant des créations de postes (+313 000 soit 108 000 de plus qu'anticipé, sans compter la révision en hausse de 39 000 du chiffre de janvier). Grâce au rebond du taux de participation, **le taux de chômage est stable à 4,1%**. Ce même rapport invalide certains résultats inquiétants de janvier ce qui n'est pas pour nous surprendre (nous avons indiqué qu'ils étaient probablement affectés de distorsions dues à la vague de froid polaire). Ainsi, la durée hebdomadaire du travail remonte à 34,5 heures et, de ce fait, **la progression des rémunérations hebdomadaires moyennes ralentit à +0,1%** sur un mois après +0,3% en janvier. Leur hausse annuelle, qui avait créé un choc il y a un mois en atteignant un point haut à 2,9% en janvier, a été révisée à 2,8% et, surtout, retombe à 2,6% en février. **Les tensions salariales n'augmentent pas, mais elles demeurent** avec le plein-emploi, la relance budgétaire, la lutte contre l'immigration et la montée du protectionnisme. Le marché obligataire reste, à juste titre, préoccupé par cette situation et ne semble pas avoir de potentiel haussier.

Les **nuages de février** qui ont privé les marchés de leur ensoleillement macro-économique **se dissipent donc un peu**. Mais, pour filer la métaphore, ce printemps risque de ne pas rester exempt de giboulées, et le classique triptyque de hausse des taux, des profits et des marchés qui caractérise les belles reprises sera peut-être **dérégulé par les risques d'erreurs de politique économique**.

*Achévé de rédiger par P. Filippi et D. Barbet le 13/03/18 à 11h00*