



BANQUE
ERIC STURDZA

LE FRAGILE ET LE RESILIENT

« C'est le manque de souplesse qui souvent nous fait trébucher » Créon à Antigone.

Bruno Desgardins

13 Avril 2018

En 2017, les marchés délivrés de la gangue déflationniste avaient surmonté toutes les épreuves. Depuis le point haut du marché le 22 janvier 2018, on peut dire comme *Créon à Antigone* « *C'est le manque de souplesse qui souvent nous fait trébucher* », que les propos de Donald Trump sur le commerce international ou sur le Moyen-Orient ont fait trébucher les marchés. L'optimisme des investisseurs a laissé la place au doute, à l'incertitude, voire à l'inquiétude. Parmi les questions qui les taraudent, ressortent une incertitude sur le libre-échange, une inquiétude sur la situation en Syrie et le renouvellement prochain de l'accord sur le nucléaire avec l'Iran et enfin un doute sur la pérennité du cycle de croissance. Aux prises avec des déclarations commerciales intempestives et des postures géopolitiques agressives, avec des statistiques économiques parfois contradictoires, les marchés enregistrent un regain de volatilité et craignent que Donald Trump commette une faute irrémissible.

Loin de vouloir éluder les risques, on peut essayer de les tempérer en montrant que la guerre commerciale est improbable, que la probabilité d'une escalade au Moyen-Orient est modérée, que l'idée d'un ralentissement est prématurée, que la croissance bénéficiaire des sociétés en 2018 reste encourageante et que l'appréhension devant la hausse des taux longs est pour l'heure très contenue.

I. **L'inquiétude commerciale** : La relation commerciale sino-américaine.

Que la Chine, derrière ses postures libre-échangistes, biaise les règles de la concurrence par des subventions publiques, protège son marché par des réglementations tatillonnes, favorise la constitution de grands groupes industriels dans de multiples secteurs, n'hésite pas à renflouer ses entreprises en difficulté, donc se joue de l'orthodoxie libérale est incontestable. Que les Etats-Unis puissent se lamenter d'un déficit bilatéral avec la Chine de \$370 milliards est indéniable car s'ils achètent \$500 milliards de marchandises, ils n'en vendent que pour \$130 milliards.

Mais, les droits de douane ne sauraient être la réponse appropriée. Le déficit commercial américain résulte d'une insuffisance d'épargne, d'un excès de consommation et d'un défaut de compétitivité des entreprises industrielles. Taxer plus, ne créerait pas davantage d'emplois aux Etats-Unis car l'économie est proche du plein emploi. Taxer plus, réduirait le pouvoir d'achat des consommateurs américains ou inciterait à acheter ces produits ailleurs, ce qui ne résorberait pas le déficit commercial global des Etats-Unis. Taxer plus, ce serait réduire la compétitivité des entreprises américaines qui s'appuient sur l'importation de composants bon marché et on sait que 60% des importations américaines sont des composants.

Historiquement, les guerres commerciales n'ont apporté aucun bénéfice : la fameuse initiative américaine du tarif Smoot-Halley en 1930 avait par ricochet impliqué un recul de 60% des exportations américaines. La BCE estime que dans l'hypothèse d'une taxe de 10% sur tous les produits importés par les américains et de représailles sur tous les produits exportés par les américains, la croissance du PIB américain, dès la première année, serait amoindrie de 2,5 points, c'est-à-dire ne serait que de 0.5% et la croissance mondiale serait réduite de 1 point. Si le Japon à la fin des années 80, alors riche d'un excédent commercial record, n'avait guère réagi à

la taxation américaine, c'est parce que politiquement, il était dans un lien de vassalité par rapport aux américains. Rien de tel avec la Chine.

Dans le prolongement de notre note de début avril, « Menaces protectionnistes et risques sur les marchés », on essaiera de montrer qu'un bras de fer avec la Chine ne tournerait pas nécessairement à l'avantage des Etats-Unis car la capacité de représailles de la Chine est massive. Heureusement, la période de consultations va persister deux mois et les sociétés américaines peuvent faire entendre leurs réticences jusqu'au 22 mai. Dans un monde en cours de globalisation, imbriqué au niveau des firmes, une rupture avec ce processus serait malaisée.

- Il est faux de dire que les choses ont empirées. En 2008, l'excédent commercial chinois, en pourcentage du PIB, était de 10%, fin 2017, il était de \$422 milliards, soit 3.4% du PIB. La devise chinoise était à l'époque sous-évaluée, aujourd'hui, elle ne l'est plus.
- Le meilleur moyen d'amoindrir le déficit commercial américain serait de réduire la consommation américaine mais cela risquerait de mettre un terme au cycle de croissance et les Etats-Unis, avec l'allègement des impôts, ont choisi le chemin inverse.
- Les quatre armes à disposition des chinois sont par ordre décroissant de probabilité d'utilisation :
 - L'arme agricole : autant les Etats-Unis supportent un déficit commercial élevé dans l'industrie, autant ils bénéficient d'un excédent dans l'agriculture. La menace chinoise de taxer le soja américain réduirait les ventes américaines à la Chine qui, l'année dernière, atteignaient \$14 milliards et elle réjouirait brésiliens et argentins, gros producteurs, qui pourraient ainsi écouler leurs stocks à des cours meilleurs. Les agriculteurs américains ont jusqu'à juin pour savoir s'ils vont planter du soja ou du maïs mais des représailles chinoises abaisseraient leurs revenus, donc affecterait la prospérité des Etats du Middle-West qui votent traditionnellement pour les Républicains, ce qui, dans la perspective des élections de mi-mandat en novembre ne serait pas bon pour Donald Trump. Selon le *Peterson Institute*, un arrêt des exportations de soja dans certaines provinces de l'Etat du Missouri pourraient coûter jusqu'à 20% des emplois.
 - L'arme industrielle : les Etats-Unis entendent taxer toute une série de produits mais les chinois peuvent aisément riposter et pénaliser des groupes américains comme GM qui vend plus de voitures en Chine qu'aux Etats-Unis, comme Boeing, Caterpillar, ou mieux encore des sociétés de technologie comme Qualcomm ou Texas Instrument qui réalisent une part importante de leur chiffre d'affaires en Chine... d'où la fragilité boursière de ces groupes aujourd'hui, d'où leur rebond potentiel si la guerre commerciale n'éclate pas.
 - L'arme des Treasuries : les chinois sont les premiers détenteurs de Treasuries américains pour un montant proche de \$1.200 milliards. Une vente, ou même un simple signal de

vente, pourrait pousser les taux longs américains au-delà de 3%, donc renchérir la dette américaine et fragiliser la croissance du pays. L'usage de cette arme est néanmoins à double tranchant car une vente de Treasuries dévaloriserait les réserves de change chinoises et se traduirait par une appréciation du Yuan, pas nécessairement recherchée par les autorités chinoises.

- L'arme monétaire : le Yuan n'est pas convertible donc son cours est fixé par les autorités chinoises qui pourraient tout à fait déprécier leur devise d'un montant équivalent à la taxe apposée à leurs produits pour neutraliser l'effet. C'est une éventualité à laquelle nous ne croyons guère et que le gouverneur de la Banque centrale, Yi Gang, semble exclure. Ce serait l'arme ultime car les chinois sont soucieux d'asseoir l'image d'un Yuan stable et ne veulent surtout pas aggraver les sorties de capitaux. Enfin, déprécier le Yuan passerait par un achat supplémentaire de bons du Trésor américain que les chinois ne sont pas nécessairement prêts à réaliser.

En conclusion, la guerre commerciale devrait largement rester verbale. Les chinois feront quelques concessions sur la libéralisation des services financiers, l'ouverture de leurs marchés, les seuils de participation des groupes étrangers dans des « joint-ventures » en Chine, la protection des brevets et la réduction des subventions à certaines entreprises publiques et Donald Trump pourra s'en enorgueillir. S'agissant de l'accord NAFTA, vieux de près de 25 ans, et du déficit américain de plus de \$60 milliards avec le Mexique, des aménagements dans quelques secteurs, l'automobile, par exemple, devraient permettre de proroger l'accord.

II. **L'inquiétude géopolitique avec la Syrie et l'Iran : « *Le pire n'est pas toujours le plus sûr* » Calderon.**

- La Syrie, après 7 ans de guerre, plus de 350 000 morts et 10 millions de personnes déplacées sur une population de 22 millions, est le réceptacle des oppositions entre grandes puissances, Russie, Etats-Unis, France et Grande Bretagne et le théâtre d'action des puissances régionales, Turquie contre les kurdes, Iran, directement avec les Pasdarans ou indirectement avec le Hezbollah, sans oublier les groupuscules islamistes. Avec l'utilisation des armes chimiques par Assad, la ligne rouge fixée par les américains est franchie. Trump, désireux de se démarquer d'un Obama jugé frileux dans des circonstances analogues, a promis d'intervenir mais Poutine s'est engagé à riposter. Difficile à ce stade de discerner lequel des deux viendra à résipiscence.
- L'accord sur le nucléaire iranien signé sous la présidence Obama en juillet 2015 prévoyait un gel du développement du nucléaire par les iraniens et en contrepartie une levée des sanctions américaines, donc la perspective d'un accroissement des investissements directs de l'étranger. Monsieur Rohani escomptait \$50 milliards/an. Mais rien ne se passe comme espéré. D'une part, Monsieur Trump,

désireux de détruire l'héritage Obama et d'honorer une promesse électorale souhaiterait casser cet accord. D'autre part la population iranienne, déçue par l'absence d'embellie économique, une dépréciation de 30% de la devise au cours des six derniers mois, une inflation toujours supérieure à 10% qui rogne le pouvoir d'achat, un taux de chômage élevé et des interventions militaires coûteuses à l'étranger finit par douter de la ligne adoptée par le modéré Rohani. La situation n'est pas nouvelle mais ce qui change, ce sont les nominations de Mike Pompeo, secrétaire d'Etat et John Bolton à la tête de la Sécurité nationale, deux personnages hostiles à l'Iran, partisans d'une ligne dure. Le premier est un néo-conservateur, proche du Tea Party ; le second s'est illustré par des propos favorables à des frappes militaires contre l'Iran et contre la Corée du Nord. Peut-on penser, que dans la dialectique Trumpienne, ces investitures destinées à faire peur avant les négociations, permettent d'arriver en position de force ? Ou doit-on considérer que John Bolton, troisième responsable de ce département d'Etat en un peu plus d'un an n'y restera pas ? Ou, faut-il induire de ces nominations une rupture de l'accord à l'échéance des 90 jours, le 12 mai ? Beaucoup le redoute et les marchés en subiraient les conséquences mais cela n'a rien d'évident. Les iraniens n'ont pas renoncé définitivement à enrichir l'uranium et même s'ils ont accepté de réduire le nombre de centrifugeuses, ils peuvent changer vite. Casser l'accord avant la réunion prochaine de Monsieur Trump avec le Président nord-coréen sur un sujet similaire serait maladroit et ce serait pousser un peu plus l'Iran dans le camp russe pour la sécurité militaire et dans le camp chinois pour l'assistance économique. En contrepartie d'un renouvellement de l'accord, l'Iran pourrait s'engager à freiner le développement des missiles balistiques. Entre l'hostilité globale à la Russie et l'opposition régionale à l'Iran, on peut penser que le Congrès américain fera, comme il en a le droit, prévaloir son point de vue à Donald Trump et préférera renouveler l'accord avec l'Iran pour éviter de voir la Russie renforcer sa présence dans la région. John Bolton et Mike Pompeo sont tous deux partisans d'une ligne dure contre la Russie et peut-être jugeront-ils préférables d'accroître les sanctions économiques car elles affectent plus la Russie que des escarmouches militaires. La croissance du PIB russe, cette année, ne devrait pas excéder 1.7%, la baisse des taux est difficile car la dépréciation du rouble va provoquer un regain d'inflation et les investissements étrangers seront rares.

- L'activisme régional : le débat s'est déplacé de la prolifération nucléaire à la prolifération de missiles balistiques dans la région. Et là, saoudiens, américains et israéliens partagent la même détermination pour endiguer cette pénétration, intercepter les missiles envoyés par les Houthis et punir la Syrie de son utilisation des armes chimiques. Un point positif, les élections en Irak, imminentes, qui devraient marquer une prise de distance par rapport à l'Iran.

III. **L'inquiétude d'un ralentissement économique est exagérée:** la résilience.

Ces deux derniers mois, les indicateurs de confiance comme les indicateurs de production industrielle indiquent un infléchissement de la croissance dans les pays de l'OCDE comme en Chine. Est-ce le signal que le haut du cycle est passé ? Est-ce un tassement temporaire, imputable notamment à des conditions météorologiques parfois

difficiles dans l'hémisphère Nord ? Nous penchons pour la deuxième hypothèse, nous croyons à la résilience de la croissance, à la prolongation du cycle et sommes confortés par des perspectives de hausses des résultats des entreprises entre 8% en Europe et 10% aux Etats-Unis cette année. En d'autres termes, les hésitations actuelles des marchés boursiers pourraient s'évanouir et laisser cours à une légère appréciation des marchés.

- Aux Etats-Unis, la consommation comme l'évolution du crédit, les indicateurs de production industrielle comme l'évolution de l'investissement, les indicateurs de confiance des ménages comme les indicateurs d'activité convergent pour indiquer un tassement de la croissance au 1^{er} trimestre. Mais l'allègement d'impôt est un stimulant alors même que l'économie approche du plein emploi. Si nous écartons la menace protectionniste, la seule crainte éventuelle, ce serait un choc sur les taux longs nés de la conjonction d'une politique monétaire restrictive, c'est-à-dire 3 hausses de taux cette année, avec une politique budgétaire expansionniste qui portera, selon les estimations du Congrès, le déficit à \$800 milliards en 2018 et près de \$1000 milliards en 2019. Pour l'heure, rien de tel n'est anticipé par le marché puisque les taux à 10 ans n'ont pas franchi les 3% et on anticipe une poursuite de l'aplatissement de la courbe 2-10 ans.
- En Chine, en janvier, les ventes de voitures étaient stables, la production industrielle, en hausse de seulement 2.4% et la production industrielle de seulement 6%. Et en mars, l'indicateur Caixin d'activité des entreprises moyennes souligne un ralentissement, comme l'indicateur PMI de production industrielle.
- En Europe, une modération de l'activité est perceptible au 1^{er} trimestre, les chiffres de la production industrielle en février n'étaient pas bons mais l'appréciation de l'Euro et les conditions météorologiques semblent l'expliquer en partie. Il n'y a pas lieu de s'inquiéter d'un ralentissement temporaire et s'il devait se poursuivre, la BCE pourrait prolonger les injections de liquidités au-delà du 30 septembre.
- Au Japon, un infléchissement de la consommation et une contraction des commandes de machines ont été observés au 1^{er} trimestre, la Banque du Japon évoque une détérioration du climat des affaires, sans doute suite à l'appréciation du Yen mais un rebond de la consommation comme de l'investissement sont anticipés dès le deuxième trimestre.

Conclusion :

Peut-on dire comme *Baudelaire dans Les Tableaux parisiens* « *Bientôt, nous plongerons dans les froides ténèbres/ Adieu, vives clartés de nos étés trop courts* » ? Nous ne le pensons pas. Pour autant, que vont faire les marchés boursiers ? Paradoxalement, le redressement pourrait venir du « fragile » et non du « résilient ». Telle est la possibilité si le protectionnisme ne se matérialisait pas, si la crise géopolitique était contenue. En revanche, la résilience de la croissance s'accompagne d'attentes élevées sur les bénéfices des sociétés et la moindre déception sera sanctionnée.

- Sous un angle commercial, plutôt que d'ériger des barrières, mieux vaut pour les américains s'employer à ouvrir des marchés et pour les européens réfléchir à la portée des accords que la Chine, dans le cadre de la Route de la Soie, négocie avec les pays d'Europe de l'Est. Si la guerre commerciale est évitée, alors les titres cycliques américains dépendants de l'export retrouveront la faveur des marchés.
- Sous un angle géopolitique, sanctionner économiquement la Russie est moins risqué que de laisser s'envenimer la situation en Syrie. Cela fait baisser la Bourse et le Rouble, donc empêche la banque centrale d'abaisser ses taux, décourage l'investissement étranger et freine la croissance, jusqu'alors escomptée à 1.7% cette année. Pour les investisseurs, deux des assurances envisageables contre les crises au Moyen Orient sont un achat d'or et un achat de pétrole.
- Dans cette note, nous ne sommes pas revenus sur la scie lancinante de la reprise de l'inflation car elle ne trouve toujours pas encore d'illustration convaincante. Au regard d'une situation proche du plein emploi aux Etats-Unis, en Allemagne, en Grande Bretagne et au Japon, une hausse des salaires serait logique et provoquerait une hausse des taux longs pénalisante pour les marchés mais, sans doute parce que beaucoup d'emplois créés sont des emplois précaires, à temps partiel ou des emplois d'auto-entrepreneurs, les hausses tardent à se concrétiser. L'effet des hausses des cours du pétrole et des autres matières premières amorcées l'année dernière commence à s'estomper et les derniers chiffres publiés par la Chine indiquent une baisse de l'inflation puisque l'indice PPI des prix à la production en mars ne croit plus que de 3.1% sur un an, loin des 7.8% enregistrés en février 2017 et l'inflation « core » est revenue à 2.1%. Aux Etats-Unis, en mars, l'inflation « core » n'était que de 2,1% et la hausse des salaires de 2.6% ou 3.3% selon que l'on raisonne ou pas à durée de travail hebdomadaire constante.

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel et peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.