



BANQUE
ERIC STURDZA

LES ETATS-UNIS ET LA SCÈNE
INTERNATIONALE : ENTRE
MENACES PROTECTIONNISTES ET
PRESSIONS CONTRE L'IRAN. QUELS
IMPACTS POUR LES MARCHÉS ?

« Jamais il n'est arrivé qu'un pays ait pu tirer profit d'une guerre prolongée ». SUN TZU

Bruno Desgardins

19 octobre 2018

Sur la scène internationale, Donald Trump semble poursuivre un double objectif, privilégier le bilatéralisme au multilatéralisme et déstabiliser des pays comme l'Iran et la Chine mais on ne peut qu'émettre des doutes quant aux chances de succès. En retirant par exemple les Etats-Unis du Traité Transpacifique négocié par Obama, Trump a pénalisé l'influence des Etats-Unis dans la région sans empêcher les autres acteurs de poursuivre leurs échanges. En sanctionnant la Russie, il a fait baisser le rouble donc redonné de la compétitivité aux producteurs russes d'énergie et contrarié ainsi les chances des entreprises américaines d'écouler des surplus de gaz en Europe. En menaçant l'Iran d'un boycott, une politique qui dans l'histoire n'a pas connu de succès, il ne fait que rapprocher ce grand pays de la Chine et de la Russie et on pourrait multiplier les exemples de ces erreurs, néfastes à l'influence des Etats-Unis dans le monde. Que des dictateurs dans des pays aussi appauvris, aussi fragilisés, aussi endettés que le Venezuela ou la Syrie parviennent à se maintenir, ne peut que susciter le scepticisme, quand Donald Trump imagine bousculer les régimes chinois ou iranien. Dans un monde multipolaire, même les petits Etats peuvent survivre à des sanctions et ainsi, non seulement Trump se trompe mais cela renforce la coopération d'Etats sans ou contre les Etats-Unis.

On commencera par montrer que le cycle économique américain est toujours bien orienté. Ensuite, on discutera la thématique protectionniste déployée par Donald Trump en se focalisant sur l'évolution de l'accord NAFTA et des relations avec la Chine. Enfin, on reviendra sur les pressions contre l'Iran, ce qui permettra une mise à jour de nos vues sur le marché pétrolier. On répondra ainsi à quatre inquiétudes des marchés en écartant pour l'instant les risques d'un retournement du cycle aux Etats-Unis, d'un dérapage protectionniste, d'une inflation des prix du pétrole et d'une trop forte remontée des taux.

I. Un contexte conjoncturel favorable aux américains :

L'optimisme :

Dans moins d'un an, s'il se poursuit, le cycle économique d'expansion entrera dans l'histoire comme le plus long depuis 1945. La croissance du PIB américain approchera 3% cette année, une hausse par rapport à l'année dernière, grâce aux rapatriements de capitaux, à la stimulation fiscale, \$2300 milliards sur 10 ans, et à cause de l'aggravation du déficit budgétaire à 3.9% du PIB (\$779 milliards au 30 septembre 2018), un triste record en haut de cycle.

La croissance semble pérenne, car le taux d'impôt sur les sociétés abaissé de 35% à 21% a renforcé la compétitivité des entreprises, la rentabilité du capital demeure supérieure au coût du capital, la confiance des acteurs demeure élevée et les salaires, +2.8% sur un an, s'accroissent un peu plus rapidement que l'inflation globale, 2.7%, et que l'inflation « core », 1.8%. De même, si le taux de chômage, 3.7%, est au plus bas depuis 1969 et s'il y a 7 millions d'emplois non pourvus, il n'y a pas d'emballlement salarial car le taux de participation, 62.7%, reste modeste.

Les ombres à la croissance américaine :

Gardons-nous d'un optimisme naïf et essayons de discerner les potentiels points d'inflexion. D'une part le niveau des taux d'intérêt, donc l'immobilier, d'autre part les coûts salariaux, donc les marges des entreprises.

- Les taux : beaucoup d'investisseurs, Trump le premier, s'alarment de la remontée des taux car la dette des entreprises non financières, consécutivement notamment aux rachats d'actions, atteint le niveau record de 73% du PIB, la dette de l'Etat a franchi 100% du PIB et il faut ajouter la dette des ménages. Néanmoins, l'inquiétude semble prématurée : certes le niveau de 3.26% pour les taux à 10 ans, observé il y a quelques jours, était le niveau le plus élevé ces sept dernières années mais, au regard d'une croissance économique de 3% et d'un taux d'inflation global de 2.8%, 4% serait plus approprié et 3.26% n'a rien de dirimant. En outre, on peut imaginer que la FED, bien consciente des risques, gèrerait un éventuel dérapage des taux.
- L'immobilier : les sept hausses de taux décidées par la FED et le renchérissement des crédits immobiliers de 4% à 4.9% pour les hypothèques à 30 ans ont provoqué une diminution de 5% des mises en chantier en septembre à 1.2 million mais, pour l'heure, les prix immobiliers et les transactions immobilières se maintiennent. Point de bulle immobilière susceptible d'éclater même si l'analyse montre un contraste entre les villes qui créent des emplois, où les prix immobiliers ont beaucoup augmentés, et les villes en déclin économique. Les chiffres de construction révèlent plus des pénuries locales que des excès et l'indice des prix Case Shiller n'est que 2.5% au-dessus du niveau de 2006.
- Les salaires : les marchés ont été impressionnés par la décision d'Amazon, 2ème employeur américain après Walmart avec 250 000 employés dans le pays et plus 100 000 saisonniers en fin d'année, de majorer de 16% le salaire minimum à \$15/heure. Certains voient une traduction de la courbe de Phillips mais relativisons. Si ce choix traduit indéniablement un resserrement du marché du travail américain, il s'inscrit également dans la ligne de l'image que le groupe souhaite donner et dans la tradition d'un Henri Ford qui préconisait la distribution d'un pouvoir d'achat à ses salariés. Les investisseurs en Bourse appréhendent la concomitance de ces hausses de taux et des revalorisations de salaires et craignent qu'elles n'impactent les marges des entreprises, mais la croissance des bénéfices tangentera 20% en 2018 et pourrait encore atteindre 10% en 2019. Un chiffre exemplaire après plus de neuf ans d'expansion économique.
- Autre facteur d'inquiétude, l'évolution de la consommation des ménages : les produits victimes de hausses de taxes à l'importation sont moins demandés, l'activité manufacturière hors automobile enregistre un tassement et le prix du gallon, supérieur à \$2.90, est à même d'effriter la confiance des consommateurs et d'entamer leur pouvoir d'achat. Mais, on peut donc penser que Donald Trump n'hésitera pas à modérer son agressivité à l'égard de l'Iran si ce risque devait se matérialiser.

- Dernière angoisse, un ralentissement de la croissance dans nombre de pays émergents susceptible d'impacter la croissance américaine mais on rappellera la faible ouverture du pays, moins de 15% du PIB de l'économie américaine.

Conclusion de ces différents points, que peut-on escompter pour le \$? Au cours des douze derniers mois, l'Euro, contre toute attente, ne s'est déprécié que de 3.3%. Et pourtant, le \$ avait tout pour s'apprécier : la confusion politique en Allemagne, l'inquiétude économique en Italie, le ralentissement de la croissance européenne, les incitations aux rapatriements de capitaux aux Etats-Unis, les substantiels allègements d'impôts aux Etats-Unis qui ont dopé la croissance, l'attrait du marché boursier américain riche en valeurs technologiques qui représentent 21% de la capitalisation du S&P500 contre seulement 5% de l'indice Stoxx Europe600, et enfin l'intérêt offert par les obligations en \$. Donc, difficile d'anticiper une appréciation sensible au-delà d'un seuil de résistance technique autour de 1.1450. Si la poursuite des hausses de taux aux Etats-Unis, donc l'assèchement des liquidités, favoriseront une appréciation de la devise américaine, l'aggravation du déficit budgétaire à 5% l'année prochaine, l'augmentation de la dette publique et une nouvelle détérioration du solde commercial pénaliseront la devise. Sur le marché boursier, on évitera donc les titres sensibles à la montée des taux (valeurs endettées, valeurs de crédits hypothécaires...).

La perspective des élections :

Difficile d'anticiper l'issue du scrutin, car le taux de participation aux élections de mi-mandat est traditionnellement faible, le pays est divisé, le camp démocrate manque d'un leader et Trump se bat un peu contre lui-même. Si Donald Trump conserve un noyau dur de supporters proche de 40%, le pourcentage d'indécis à ce jour demeure élevé et, au cours des douze derniers mois, les Républicains ont perdu un siège en Alabama et un en Pennsylvanie. On surveillera les habituels « swing states », Iowa, Pennsylvanie, Michigan et Ohio. Beaucoup d'électeurs sont déçus de la faiblesse de la croissance du revenu réel, 0.3% sur un an contre 1.1% sous Obama et les taxes à l'import devraient prélever \$400 sur le revenu des ménages. Sans doute, le Congrès, entièrement renouvelé, sera dominé par les démocrates, sans doute les Démocrates gagneront nombre des 36 postes de Gouverneurs à renouveler, mais au Sénat, la situation est plus délicate. Les républicains ne disposent que d'une majorité d'une voix et si un tiers des sièges est à renouveler, seuls 8 républicains remettent en jeu leur siège. Ce que l'on peut considérer comme acquis, c'est qu'une éventuelle procédure d'« impeachment » n'obtiendrait pas une majorité des 2/3 contre Trump.

II. La thématique protectionniste :

Le discours de Trump semble avoir évolué mais il n'est pas encore pénétré des maximes de Sun Tzu qui imprègnent la culture chinoise. Analysons l'heureux apaisement du discours avec les occidentaux, le renouvellement des accords avec le Mexique puis le Canada et examinons l'état des relations avec la Chine.

L'apaisement du discours avec les occidentaux : « Rien n'interdit les tours de valse, tout empêche le renversement d'alliances ». ARON

Dans notre note de juin, nous observions que s'attaquer indifféremment à tous les pays, alliés historiques, comme ennemis virtuels, ne pouvait réussir. Depuis, Donald Trump a infléchi son discours. Il a concentré ses tirs et éteint quelques foyers de contestation. Les diatribes ne sont plus tous azimuts mais concentrées contre la Chine. *L'Europe*, depuis la visite de Juncker, semble (temporairement ?) épargnée même si les sanctions mutuelles persistent. Les relations avec la *Corée du Sud* (déficit américain de \$ 23 milliards) et le *Japon* sur le sujet épineux de l'automobile semblent s'améliorer, la première promettant de limiter ses exportations d'acier et d'accroître ses importations de véhicules, le second étant en cours de discussion. Aujourd'hui les constructeurs automobiles japonais ne fabriquant aux Etats-Unis que la moitié des voitures qu'ils y vendent, le solde venant pour 20% du Mexique et 30% du Japon vont tout faire pour échapper à une taxe de 25%.

Les différends résolus avec le Mexique et le Canada :

Avec le *Mexique*, Trump se plaignait que depuis la création du NAFTA en 1994, les Etats-Unis étaient passés d'une situation commerciale équilibrée à un déficit de \$68 milliards. Observons que l'accord signé, peu restrictif pour les mexicains, flou sur le niveau de salaire requis de \$16/heure car on ne sait s'il concerne le salaire moyen ou le salaire ouvrier, devra encore être ratifié par le Congrès.

Avec le *Canada*, un accord est également signé mais la ratification par le prochain Congrès est loin d'être assurée.

L'évolution des relations avec la Chine : « Capable, passez pour incapable ; prêt au combat, ne le laissez pas voir ; proche, semblez donc loin ; loin, semblez donc proche. Attirez l'adversaire par la promesse d'un avantage. » KOUAN-TSE

La tactique chinoise, le pragmatisme de ses dirigeants semble clair mais, de l'approche de la Chine par Donald Trump, on peut montrer que le diagnostic est biaisé, l'action est maladroite et les réactions sont sous-estimées. En d'autres termes, là où il pense saisir une opportunité, il court le risque d'un effet boomerang.

- **Le diagnostic d'un affaiblissement de la Chine :** Croissance artificielle et artifices de croissance.

L'analyse de Donald Trump est simple, peut-être simpliste : la croissance chinoise s'affaiblit ; aggravons cette tendance par des mesures protectionnistes et peut-être le régime vacillera-t-il.

Distinguons l'évolution des dernières années, de l'instant, c'est à dire le ralentissement structurel de la croissance chinoise de l'effet éventuel des mesures Trump. Depuis plusieurs années la Chine a une croissance artificiellement dopée par des surinvestissements dans les infrastructures et l'immobilier et cela ne pourra pas durer : d'une part, les experts de S&P, pour ne citer qu'eux, évaluent à \$6000 milliards, l'équivalent de la moitié du PIB, la dette contractée par les gouvernements locaux pour financer des infrastructures, souvent excédentaires. En outre, dans le secteur immobilier, très important puisqu'il représente au sens strict 15% du PIB et au sens large avec les équipements, près de 30% du PIB, beaucoup de chinois déplorent des surcapacités, une baisse des prix et une faiblesse des transactions. Enfin, on pourrait ajouter l'aggravation de la dette des entreprises, de 1.6x le PIB en 2008 à 2.5x aujourd'hui, qui peut alarmer, même si beaucoup sont des entreprises publiques. Dans une économie qui ne laisse pas jouer les mécanismes de marché, cela peut perdurer mais laisse une épée de Damoclès planer sur le pays.

A plus court terme, et c'est ce qui conditionnera l'évolution du marché boursier, on doit s'interroger sur les artifices, baisse des réserves obligatoires et autres succédanées utilisées pour stimuler la croissance. Certes, nonobstant les mesures de stimulation, l'injection par la Banque centrale de Chine de \$175 milliards pour inciter les banques à accroître leurs volumes de crédits, la croissance chinoise est chaque trimestre un peu plus faible et les volumes de crédits déçoivent car les petites banques manquent de fonds propres. Certes le FMI a abaissé ses attentes sur la croissance chinoise en 2019 de 6.4% à 6.2%. Certes, le chiffre des ventes de voitures, -11% en septembre sur un an, est le plus mauvais des sept dernières années. Certes, l'érosion de l'indice Caixin d'activité manufacturière chinoise est perceptible. Certes, la baisse sensible des prix du cuivre, un métal dont les chinois absorbent 40% de la production mondiale, reflète le ralentissement de l'économie, mais on ne peut confondre concomitance et conséquence. Les mesures imposées par Donald Trump sont récentes, le ralentissement date de plusieurs trimestres. Le chiffre du PIB du troisième trimestre, 6.5%, prolonge la tendance et certains secteurs spécialisés dans les composants à destination des Etats-Unis seront affectés mais cela restera marginal au regard du PIB chinois et d'une croissance désormais plus portée par les services que par l'industrie. Et si un effet négatif des mesures Trump devait se faire sentir, il sera atténué par les mesures de soutien offertes par le gouvernement chinois, allègement d'impôts et de charges.

- **Les décisions de Trump :**

L'action est justifiée mais tardive.

L'action est justifiée car la stratégie des entreprises publiques chinoises, qui rachètent des sociétés étrangères, adaptent leurs technologies et investissent sans contraintes de rentabilité, doit être combattue. On pense à l'énergie solaire, ignorée des chinois au début des années 2000, qui, ensuite, n'ont eu de cesse de tuer les acteurs occidentaux au moyen de subventions publiques et qui est aujourd'hui dominée par des entreprises chinoises mais ne soyons pas naïfs, la Chine n'adoptera pas l'économie de marché.

L'action est également tardive, car s'est éloignée l'époque où la Chine dépendait à 35% des exportations. Aujourd'hui, c'est la moitié. Tardive, car l'excédent courant de 10% en 2007 n'est plus et, ces derniers mois, un déficit est même, pour la première fois, apparu.

L'action est inadaptée dans la forme et incertaine dans les effets :

Une action inadaptée :

Accuser, à l'instar de Monsieur Mnuchin, la Chine d'avoir dévalué sa devise de 10% depuis avril n'est pas probant puisque l'excédent courant chinois a disparu, les réserves de change sont stables et, sur la même période le \$ pondéré s'est apprécié de 7% contre les principales devises.

Accuser les chinois de protéger abusivement leurs entreprises est juste mais ne saurait occulter que les américains n'ont pas hésité en 2009 à nationaliser temporairement GM, aider AIG, Fannie Mae et Freddie Mac...

Imposer des droits de douane de 10% sur \$200 milliards des importations en provenance de Chine, puis 25% début 2019, est inadéquat car l'incidence sur la croissance d'un pays dont le PIB dépasse \$12000 milliards sera minime.

Escompter ainsi une réduction du déficit américain est une vue de l'esprit et, sans surprise, au regard de l'accélération de la croissance du PIB provoqué par les baisses d'impôts de \$200 milliards en 2018, le déficit commercial américain s'est même accru à \$53 milliards en septembre et \$390 milliards sur une année. Dans le même temps, les exportations chinoises, guère freinées, se sont accrues de plus de 14% en septembre et l'excédent commercial a augmenté et dépassé \$31.5 milliards.

Même portés à 25% sur \$250 milliards, les droits de douane ne représenteraient qu'un surcoût de \$60 milliards, une bagatelle. A 4% du PIB, les exportations de la Chine à destination des Etats-Unis ne sont plus déterminantes. A 3% du PIB, le solde commercial avec les Etats-Unis n'est ni un risque, ni en risque.

Quels résultats anticiper de la politique de Donald Trump ? Une préservation de quelques emplois dans des secteurs condamnés ? A confirmer ! Un rapatriement d'emplois dans le secteur de l'acier ? Peut-être, mais à quel prix car des mesures de représailles coûteront des emplois à des entreprises dynamiques dans l'aéronautique, susciteront un surcroît d'inflation et provoqueront une perte de pouvoir d'achat pour le consommateur américain. Concrètement, entre Boeing dont c'est le deuxième marché, les producteurs de soja ou GM qui, avec la Chine tient son premier marché à l'export avec 4 millions de voitures vendues l'année dernière, et tous les autres, il y aura beaucoup de perdants potentiels.

En fait, cette opposition entre les deux puissances doit être placée dans un cadre plus large : d'un côté, une puissance ambitieuse, la Chine, engagée depuis 2013 dans le projet de la Route de la Soie, de l'autre, une puissance soucieuse de repli, les Etats-Unis, qui ne veut plus participer aux organisations multilatérales, qui

rechigne à financer l'OTAN et qui entend se dégager du Moyen Orient. Ces dix dernières années, les Etats-Unis ont représenté 12% de la croissance mondiale quand la Chine en a réalisé près d'un tiers. La Chine, en PIB mesuré par le pouvoir d'achat, est de facto la première puissance et elle a moult moyens de riposter. La Chine, dans la recherche, a opéré une percée spectaculaire qu'il s'agisse du nombre de diplômés en science infiniment supérieur à celui des américains, qu'il s'agisse du nombre de « licornes » (les jeunes sociétés dans la technologie dont la capitalisation dépasse \$1 milliard), une soixantaine, ou qu'il s'agisse du nombre de brevets car la Chine, en peu d'années, a dans de nombreux secteurs pris la deuxième place voire la première.

- **Les réactions :** *les réponses monétaires, économiques, diplomatiques, tactiques et technologiques de la Chine*

Dans un premier temps, la réponse chinoise a été monétaire et économique et on a assisté à la fois à une dépréciation de quelques 10% du Yuan, une réduction des achats de soja américain, et une hausse des droits de douane sur les produits américains.

S'ajoutent désormais des allègements d'impôts et des réductions de charges sociales pour les entreprises qui exportent, des barrières non tarifaires (homologation...). A l'avenir, si les américains attaquaient les chinois sur l'un de leurs points de vulnérabilité, les microprocesseurs, qu'ils importent encore à 80%, les chinois pourraient riposter en refusant de livrer les « terres rares », des produits indispensables à la haute technologie occidentale, dont ils réalisent plus de 50% de la production mondiale. On se souvient qu'en 2010, au cœur de tensions diplomatiques, cette dernière menace avait été un temps agité à l'encontre du Japon.

La réponse est également diplomatique, comme en témoigne le rapprochement observé, avec la Russie et le Japon. Avec la Russie, 15% des échanges, la Chine est désormais le premier partenaire, le premier investisseur et la Russie est le premier pays fournisseur de gaz à la Chine. Avec le Japon, une visite de Shinzo Abe à Pékin est programmée.

La réponse est aussi tactique et technologique avec une amplification des délocalisations de sites de production vers les pays voisins, ce qui renforce ainsi les liens (ou la dépendance) au détriment de Washington. La Malaisie en profite dans le solaire, le Bangladesh dans le textile, et il est difficile d'imaginer que les américains stoppent le commerce avec ces pays. Egalement, la Chine poursuit les investissements au long de la Route de la Soie, accélère la mise en œuvre du plan 2025 de renforcement de la technologie et la montée en gamme dans la chaîne de valeur.

A l'inverse, dans le camp américain, si la classe politique, si une partie des milieux d'affaires affichent des griefs, des craintes à l'égard de la Chine, si l'hostilité à certaines pratiques chinoises est partagée, au sein du parti républicain ou dans le rang des entreprises, le discours est à l'unisson pour montrer et démontrer que le département du Trésor américain n'encaissera virtuellement rien, que le consommateur américain paiera les droits de douane par une réduction de son pouvoir d'achat, que les entreprises perdront en compétitivité dans leur chaîne de valeur et qu'il n'y aura guère d'emplois créés après ces négociations, pire encore, l'image des Etats-Unis est abîmée. Nombreuses sont les entreprises qui entendent développer les échanges

et, lors des rencontres sur l'intelligence artificielle organisées récemment à Shanghai, on a même vu Microsoft et Amazon décider d'implanter un site de recherche en Chine.

En conclusion, une « paix armée » est attendue et pourrait être conclue lors du prochain G20 à Buenos Aires. En Bourse, aux Etats-Unis, les cours des valeurs exposées, exemple Harley Davidson, -27%, ont baissé depuis fin janvier. Dans le reste du monde, particulièrement en Europe, la crainte est un ricochet, un envahissement de produits chinois incoulables aux Etats-Unis, un ralentissement de la croissance et les marchés ont accusé le coup. L'effet Trump est ici sensible puisque le marché chinois a été, cette année, le plus mauvais. Mais les inquiétudes structurelles sont encore plus marquées puisque depuis 2009, le marché chinois ne s'est apprécié que de 1.5x à comparer à x4 pour le S&P.

III. Pressions contre l'Iran et risques sur les prix du pétrole :

Envisageons 4 points :

- ***L'éventualité d'un blocage des exportations iraniennes :***

Les exportations de brut par l'Iran de 2.5Mb/j en juin ont baissés à 1.3Mb/j durant l'été mais sembleraient aujourd'hui approcher 2.2Mb/j du fait des ventes opérées par des bateaux sans pavillon affrétés discrètement par les iraniens. En théorie, à partir du 4 novembre, Donald Trump interdit les achats de brut en provenance d'Iran mais que peut-on escompter ? L'accord de troc proposé par l'Union Européenne et soutenu par la Chine et la Russie ne paraît pas encore au point pour y voir un moyen de contourner les sanctions américaines, la Corée du Sud a stoppé ses achats, le Japon s'apprête à le faire et l'Inde semblerait les réduire de moitié. Néanmoins, Donald Trump sait qu'il serait malaisé en l'état du marché de compenser les 2.5 millions b/j d'exportations iraniennes et il ne veut pas exposer le consommateur américain à une explosion des prix du gallon qui pénaliserait le pouvoir d'achat à l'approche des élections. Il pourrait donc fermer les yeux sur des ventes iraniennes via le Qatar, sachant que les deux pays partagent des gisements, ou via la Turquie frontalière ou à destination de la Chine, 0.6Mb/j actuellement, dans un pays où les besoins, 8.5Mb/j, ne cessent de croître.

- ***La volonté de déstabilisation du régime iranien :***

Les iraniens ont obtenu un succès diplomatique devant la Cour Internationale de Justice qui condamne la décision américaine de bloquer les exportations de matériel médical, de denrées alimentaires et de pièces de rechange pour l'aviation civile mais il est probable que les américains ne se sentiront pas liés par cette condamnation.

Le souhait, l'espoir, de Donald Trump est de fragiliser le gouvernement de monsieur Rohani voire de le faire tomber. Il est vrai que depuis l'annonce de sanctions, nombre de sociétés européennes ont gelé leurs projets. Il est vrai que les iraniens semblent ne guère pouvoir compter sur l'« allié » russe qui n'hésite pas à leur prendre

des marchés de reconstruction en Syrie et profiter de la situation pour écouler plus de brut. Mais, même si la contestation en Iran est forte, même si le mécontentement est grand devant une remontée de l'inflation de 10 à 20% selon les chiffres officiels, probablement 60% dans la réalité, et même si l'irritation contre la corruption persiste, on doute du résultat. La Bourse iranienne, en hausse de 88% depuis le début de l'année, ne traduit pas d'appréhension. Le brut représente 70% des exportations mais la baisse des volumes exportés est partiellement compensée par l'appréciation des prix et les iraniens ont procédé à d'importants stockages en mer.

- ***L'incidence des tensions avec l'Arabie Saoudite :***

Principal allié des Etats-Unis, avec Israël, l'Arabie Saoudite a été jusqu'alors le plus fervent soutien d'une ligne dure contre l'Iran et le garant d'un contrôle des prix du brut grâce à un accroissement opportun des volumes. Donald Trump a trop souvent mis en scène sa bonne relation avec le prince héritier et s'est trop vanté d'un contrat d'armement de plus de \$100 milliards pour ne pas s'efforcer de surmonter la tension diplomatique née de l'affaire Khashoggi. Un chantage saoudien sur une réduction de leur production ruinerait la politique de Trump contre l'Iran car il ne peut, vis-à-vis de son électorat, risquer une forte hausse des prix du brut à l'approche des élections du 9 novembre et affaiblirait le partenariat avec l'Arabie Saoudite car, on peut estimer que des élus Républicains voudront bloquer les ventes d'armes. L'Arabie Saoudite, et spécialement le prince héritier qui s'est exposé avec son programme économique de modernisation visant à attirer les investisseurs internationaux, jouent gros, comme en témoignent les nombreux désistements, Uber, JP Morgan, Virgin, au « Davos du désert ». Monsieur Erdogan qui a diligenté l'enquête le sait et n'hésitera pas à négocier une éventuelle modération du rapport contre une aide économique américaine ou des investissements saoudiens dont il a grand besoin en ces temps de crise économique dans le pays.

- ***La poursuite des tensions sur les prix du brut :***

Pour la première fois la demande mondiale de brut a atteint 100 millions de b/j et la tendance est à une poursuite de l'augmentation annuelle au rythme de 1.5 Mb/j.

Dans le même temps, la faiblesse des investissements en exploration, -50% ces dernières années, a tari les nouvelles sources d'approvisionnement, donc réduit à portion congrue les surcapacités, 2.7 Mb/j selon l'AIE dont plus de la moitié en Arabie Saoudite, et accru la sensibilité des prix à tout évènement géopolitique. Les russes, ces derniers mois ont accru leur production de 0.5Mb/j à 11.5Mb/j et pourraient encore, selon Poutine, augmenter légèrement. L'Arabie Saoudite extrait 10.7Mb/j, un niveau record mais cela pourrait ne pas persister si la fâcherie avec les Etats-Unis s'envenimait.

Depuis plus d'une année, nous avons été positifs sur les prix du pétrole car, entre les dégradations des perspectives de production au Venezuela, 3Mb/j, il y a quelques années, 1.3Mb/j aujourd'hui, l'incertitude de la production libyenne, les réticences ou l'incapacité des membres de l'OPEP à accroître leur production, les facteurs de tension sur les prix abondent. Mais, s'il est juste d'escompter un maintien de la production

saoudienne et de la flexibilité dans l'application du boycott contre l'Iran, les prix, au cours des prochaines semaines ne s'apprécieront pas.

Conclusion : SUN TZU : « Pour faire bouger l'ennemi... il faut lui offrir un sacrifice, afin qu'il le prenne ».

Sun Tzu suggérait des hochets de vanité, Donald Trump veut surtout pouvoir montrer sa capacité à conclure des « deals » peu importe manifestement le fond, et on peut être plus optimiste que beaucoup d'investisseurs.

- *Sous l'angle commercial* : le monde est trop imbriqué pour emprunter le sentier du protectionnisme. Un « sacrifice » chinois pourrait consister en la facilitation des achats de sociétés chinoises cotées ou de « joint-ventures » majoritaires en faveur des occidentaux. Au-delà, n'en déplaise à Monsieur Trump, la Chine ne mettra pas le genou à terre. Il est trop tard. D'autant plus qu'un tiers de la valeur des exportations chinoises correspond en fait à des importations et près de la moitié émanent de groupes à capitaux étrangers, souvent filiales de sociétés américaines.
- *Sous l'angle politique* : les élections de mi-mandat en novembre devraient apporter quelque lumière sur la poursuite ou non de la politique de Trump. Récemment il a pu se targuer de quelques succès, l'élection de Kavanaugh à la Cour Suprême, la libération du pasteur emprisonné en Turquie, la signature d'accords commerciaux avec quelques pays, la persistance d'un cycle économique favorable mais cela pourrait ne pas suffire.
- *Sous l'angle monétaire* : l'attitude de Trump, loin de renforcer les Etats-Unis dans le monde, incite les grands Etats à accélérer la recherche de substituts au \$: l'Europe met au point un tel mécanisme pour gérer les flux avec l'Iran, la Russie y réfléchit pour les transactions pétrolières, la Chine multiplie les accords de swap en Yuans et devrait lancer au printemps des contrats « futurs » sur le pétrole en Yuans.
- *Sous l'angle diplomatique* : nous n'avons pas évoqué la Corée du Nord, apparemment d'accord pour accueillir des inspecteurs internationaux, fermer un site d'essais et le site de Yongbyon mais le flou règne sur la « réciprocité » attendue par le président Nord-Coréen.

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.