



BANQUE
ERIC STURDZA

QUE PENSER DES TENSIONS COMMERCIALES AVEC LA CHINE ET POLITIQUES AVEC L'IRAN ?

RISQUES ET OPPORTUNITÉS POUR LES MARCHÉS FINANCIERS

« Le pire n'est pas toujours le plus sûr » Calderon.

Bruno Desgardins

22 mai 2019

Après un record de près de 120 mois de croissance et dans la perspective de l'élection présidentielle de 2020, Donald Trump veut conjurer le risque d'un ralentissement et donc mène trois actions : une politique budgétaire expansionniste qu'atteste un déficit budgétaire, proche de 5% du PIB, exceptionnellement élevé en haut de cycle, des pressions sur Powell, à la direction de la FED, afin qu'il abaisse les taux d'intérêts et des ultimatums à ses partenaires commerciaux pour obtenir des concessions, protéger des secteurs en difficulté aux Etats-Unis et développer les investissements industriels sur le territoire américain.

Mais les interrogations sont multiples : doit-on s'inquiéter de l'aggravation du déficit commercial américain ? N'est-elle pas logique au regard du différentiel de croissance ? Peut-on croire à l'efficacité d'une politique de majoration des droits de douane ? Quels risques associer à des mesures protectionnistes ? Quelles possibilités de rétorsion des pays partenaires de l'échange ? Dans un autre chapitre, doit-on craindre une guerre avec l'Iran ou à tout le moins redouter une forte hausse des prix du pétrole ? Et surtout quelles incidences sur les marchés financiers, les secteurs, les indicateurs de confiance, l'investissement des entreprises, les taux d'intérêts et les devises ?

Dans l'instant, où les négociations commerciales entre la Chine et les Etats-Unis s'enveniment, où la tension est vive avec l'Iran, il est utile de faire le point.

I. L'inquiétude économique : des mesures protectionnistes.

Pendant plusieurs décennies, les occidentaux envisageaient la globalisation avec optimisme car les investissements directs à l'étranger des firmes, IDE, se développaient et représentaient encore, en rythme annuel, 3.3% du PIB mondial en 2007 et car le commerce international enregistrerait une croissance annuelle double de celle du PIB mondial et apparaissait comme un moteur de la croissance.

Depuis 2009, la dynamique n'est plus la même, les critiques sourdent et à ce ralentissement des échanges et des investissements transnationaux on diagnostique 5 causes : des relocalisations d'unités de production parfois facilitées par la robotisation, des économies émergentes moins compétitives, des économies développées moins dépendantes de l'industrie et plus liées à des services domestiques, des mesures protectionnistes et une réorientation de l'économie chinoise de l'export vers la promotion de la consommation domestique. En résumé, si la globalisation commerciale stagne comme en témoigne la diminution du ratio commerce international/PIB, il reste un développement de la globalisation financière porté par l'aggravation de la dette internationale.

Longtemps apôtres du libre-échange, les Etats-Unis, sous la férule de Donald Trump, sont tentés par l'isolationnisme politique, le protectionnisme économique et la guerre économique. Si l'isolationnisme ne relève que du discours puisque les américains s'impliquent dans les conflits syrien, afghan, ukrainien et dans des pressions contre la Corée et l'Iran, la thématique protectionniste commence à dépasser la rhétorique et la guerre économique est une réalité qui trouve une expression claire dans l'usage du principe d'extraterritorialité.

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

En 2018, Trump a signé deux accords, l'un avec le Mexique qui affiche un excédent de \$50 milliards avec les Etats-Unis, l'autre avec le Canada qui réalise également en excédent mais aucun ne sera ratifié par le Congrès car les Démocrates ne veulent pas aider Trump avant la présidentielle de 2020. Aujourd'hui, le Président garde en ligne de mire ses « alliés », la Corée du Sud dont l'excédent atteint près de \$15 milliards, le Japon et l'Europe à laquelle il reproche un excédent de près de \$170 milliards, notamment l'Allemagne, riche d'un excédent bilatéral de près de \$70 milliards. Mais son combat, c'est la Chine. Le déficit commercial était de \$6 milliards en 1985, \$100 milliards en 2002 et il est de \$420 milliards en 2018 (achats américains pour \$540 milliards et ventes pour \$130 milliards). Analysons successivement l'inefficacité des majorations de droits puis les possibilités de représailles.

1. *L'inefficacité des droits de douane* :

- **L'enseignement de l'histoire** : aux Etats-Unis, l'opposition entre libre-échangistes et protectionnistes est ancienne puisque ce fut une des causes de la guerre de Sécession entre un Nord industriel et libre-échangiste, un Sud agricole et protectionniste. Historiquement, les guerres commerciales n'ont apporté aucun bénéfice et, pour ne prendre qu'un exemple topique, l'initiative américaine du tarif Smoot-Halley en 1930 avait provoqué un recul de 60% des exportations américaines et avait coûté 10% à un indice boursier américain déjà malmené par la crise de 1929. A ce jour, les entorses au libre-échange restent limitées mais, si le bilatéralisme devait se développer, les perdants sur les marchés boursiers seraient les petits pays.

- **La Chine, incontournable** : dans le monde globalisé, la Chine est au premier rang des exportateurs avec une part de marché de 12% mais 40% des exportations chinoises proviennent d'entreprises étrangères installées en Chine, comme Apple, par exemple qui réalise 20% de ses ventes sur le marché chinois et appréhende des mesures de rétorsion. D'évidence, la Chine, derrière des 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 les entreprises en difficulté, donc se joue de l'orthodoxie libérale mais, les droits de douane ne sauraient être la réponse appropriée.

Il est néanmoins faux de dire que les choses ont empiré : en 2008, la devise chinoise était à l'époque sous-évaluée, ce qui n'est plus le cas, l'excédent commercial chinois, en pourcentage du PIB, était de 10%, niveau très supérieur à celui d'aujourd'hui, les exportations chinoises, en pourcentage du PIB, représentaient près du double des 18% d'aujourd'hui, l'excédent courant était très élevé alors qu'il ne représente plus que 1.5% du PIB, loin des 8% constatés en Allemagne. Ajoutons que les exportations chinoises à destination des Etats-Unis ont régressé de 9% au 1^{er} trimestre. Enfin, certains pays tirent leur épingle du commerce avec la Chine. On pense à la Corée du Sud qui affiche un excédent commercial et au Japon qui affiche un faible déficit. Le déficit commercial américain avec le monde, \$891 milliards hors services en 2018, résulte d'une insuffisance d'épargne, d'un excès de consommation et d'un défaut de compétitivité des entreprises industrielles.

- **Les méfaits de la taxation** : un droit de douane est un revenu pour l'Etat financé par une taxe sur la consommation des ménages qui grève leur pouvoir d'achat et une taxe sur les consommations intermédiaires des entreprises qui

grève leur compétitivité. 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 auprès d'autres pays comme le Vietnam, ce qui ne changerait pas le déficit commercial global des Etats-Unis, car la majorité des exportations chinoises à destination des Etats-Unis n'ont pas de substitut américain. Taxer plus, accroîtrait l'inflation donc contraindrait la FED à augmenter les taux. Taxer plus, réduirait la compétitivité des entreprises américaines, car 60% des importations américaines sont des composants. Aussi la taxation à 25% de \$250 milliards de marchandises, soit 8% des \$3100 milliards d'importations américaines et 10% des \$2650 milliards d'exportations chinoises, coûtera en année pleine 0.2% à la croissance américaine et la taxation envisagée des quelque \$300 milliards restant pourrait priver les Etats-Unis de 0.5 point de croissance.

- **Les alternatives** : la décision américaine d'interdire aux sociétés américaines d'acheter du matériel à Huawei et plus encore de lui en vendre est lourde de conséquences car Huawei acquiert des composants auprès d'une trentaine de sociétés américaines pour une valeur proche de \$10 milliards. Exemples, auprès de Qualcomm, leader des puces pour smartphones, qui potentiellement pourrait perdre 5% de son chiffre d'affaires et dont le cours vient de baisser de près de 16%, de Broadcom pour les puces de smartphones dont le cours a également reculé de près de 17%, Intel, Micron Technology, Xilinx ou Altera Corp. Autre incidence négative pour Huawei, si les américains parviennent à convaincre les européens de ne pas travailler avec ce groupe sur la 5G. Ericsson et Nokia devraient ainsi équiper quelque 130 opérateurs européens mais à ce stade, ces deux sociétés ne devraient pas être en mesure de répondre à la demande et donc le déploiement de la 5G pourrait prendre du retard et la concurrence sur les prix sera amoindrie.

2. Les capacités de représailles de la Chine :

Les Etats-Unis ont en apparence beaucoup à gagner d'une politique de fermeté à l'encontre de la Chine. Mais, les exportations américaines vers la Chine ont chuté de 30% au 1^{er} trimestre. Une épreuve de force avec la Chine ne tournerait pas nécessairement à l'avantage des Etats-Unis et pourrait inciter les chinois à accélérer la mise en œuvre du programme « China 2025 » pour réduire leur dépendance technologique. Le contraire de l'objectif de Trump. Sans doute la taxation va pénaliser la croissance chinoise de près de 0.4 point de croissance et une taxation intégrale coûterait jusqu'à 1 point de PIB mais la capacité de représailles de la Chine est massive. L'arme des taxes sur les importations n'est pas la meilleure pour résorber un déficit commercial et, dans un monde interdépendant, imbriqué au niveau des firmes, un retour en arrière par rapport à la globalisation serait malaisé.

Les 5 armes à disposition des chinois :

- **L'arme agricole** : autant les Etats-Unis comptent un déficit commercial élevé dans l'industrie, autant, ils bénéficient d'un excédent dans l'agriculture. Les Etats-Unis restent à l'export la première puissance agricole mondiale, loin devant le Brésil. A eux seuls, ils réalisent un tiers du commerce mondial de maïs et même 40% des exportations de soja. La taxation à 25% du soja américain décidée par la Chine en juillet 2018 réduit les ventes américaines à la Chine qui, en 2017, atteignaient \$14 milliards et a réjoui brésiliens et argentins jusqu'à l'armistice conclue en décembre entre chinois et américains. Aujourd'hui, le cours du soja est extrêmement bas, même s'il est un peu apprécié ces derniers jours et il est certain que des

représailles chinoises abaisseraient le revenu des agriculteurs américains, sachant que beaucoup ont déjà du mal à être bénéficiaires. Trump a débloqué une aide de \$8.5 milliards et envisage \$20 milliards supplémentaires mais de nouvelles sanctions chinoises affecteraient la prospérité d'Etats du Middle-West qui votent traditionnellement pour les Républicains. Dans la perspective des élections de novembre 2020, cela ne serait pas gratifiant pour Donald Trump même si les sondages aujourd'hui lui sont favorables. Selon *Peterson Institute*, un arrêt des exportations de soja dans certaines provinces de l'Etat du Missouri pourrait coûter jusqu'à 20% des emplois.

- **L'arme des terres rares** : les chinois réalisent 70% de la production mondiale et pourraient priver les entreprises américaines de composants en représailles des sanctions contre Huawei. Aussitôt cette éventualité évoquée, des titres comme Xiamen Tungstene co, China northern rare earth group, China Minmetals rare earth ont enregistré une hausse de leurs cours.
- **L'arme industrielle** : Les Etats-Unis veulent taxer toute une série de produits mais les chinois peuvent aisément riposter et pénaliser un groupe comme GM qui vend plus de voitures en Chine qu'aux Etats-Unis ou mieux encore des sociétés de technologie comme Apple, Qualcomm ou Texas Instrument qui réalisent une part importante de leur chiffre d'affaires en Chine et également de grandes sociétés industrielles comme Boeing et Caterpillar,... Autre possibilité, un boycott des produits américains fabriqués en Chine qui serait coûteux. D'où la fragilité boursière de ces groupes aujourd'hui, d'où leur rebond potentiel si la guerre commerciale est évitée.
- **L'arme des Treasuries** : les chinois sont, avec les japonais, les premiers détenteurs de Treasuries américains pour un montant de \$1120 milliards, soit un tiers de leurs réserves de change évaluées à \$3095 milliards. Que les chinois aient vendus pour \$20 milliards de Treasuries en mars est resté sans incidence car ce montant est modeste mais une vente substantielle élèverait les taux longs américains au-delà de 3%, donc renchérirait la dette américaine et fragiliserait 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 les autorités chinoises pourraient déprécier leur devise d'un montant équivalent à la taxe apposée à leurs produits pour neutraliser l'effet. On se souvient que la devise s'était dépréciée de près de 10% au 1^{er} semestre 2018, avait même touché un point bas de 6.97 pour 1\$ fin octobre avant de se redresser. Depuis début mai, la dépréciation atteint 3% et le cours est de 6.91. Une dépréciation aurait du sens dans la mesure où la Chine exporte plus qu'elle n'importe mais c'est une éventualité à laquelle nous ne croyons guère et que le gouverneur de la Banque

centrale, Yi Gang, semble exclure. 3 raisons à ce jugement : les chinois sont soucieux d'asseoir l'image d'un Yuan stable. Ils ne veulent 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 enclins à réaliser. Aussi, nous n'entrevoions pas une dépréciation au-delà de 7 contre \$.

En conclusion, les chinois feront des 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 mais la guerre économique se poursuivra.

III. **L'inquiétude géopolitique sur l'Iran et les prix du pétrole :**

L'accord sur le nucléaire iranien signé sous la présidence Obama en juillet 2015 gelait le développement du nucléaire par les iraniens et en contrepartie ouvrait la perspective d'une levée des sanctions américaines, donc d'un accroissement des investissements directs de l'étranger. Monsieur Rohani escomptait \$50 milliards/an. Mais rien ne s'est déroulé comme espéré. D'une part, Monsieur Trump, désireux de détruire l'héritage Obama a cassé cet accord. D'autre part, la population iranienne, déçue par l'absence d'embellie économique, une dépréciation de 30% du cours officiel de la devise depuis les premières déclarations de Trump, une inflation toujours supérieure à 37% qui réduit le pouvoir d'achat, une contraction du PIB de près de 4% entre novembre 2018 et mars, un taux de chômage élevé et des interventions militaires coûteuses à l'étranger doute de la ligne adoptée par le modéré Rohani. Mike Pompeo, secrétaire d'Etat et John Bolton à la tête de la Sécurité nationale, hostiles à l'Iran, sont 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. Devant ces menaces, les iraniens envisagent une augmentation de la production d'uranium enrichi.

En mars, l'Iran n'exportait plus 2.5Mb/j comme avant la crise mais 1.7Mb/j dont un tiers à destination de la Chine et 20% vers l'Inde. Aujourd'hui la tolérance américaine a cessé et il semblerait que les exportations n'atteignent plus 1Mb/j. Certains acheteurs comme la Corée du Sud ou le Japon ont stoppé leurs achats et, apparemment, la Chine, tout au moins ses grandes sociétés publiques, également. Il ne resterait que quelques petits raffineurs chinois.

Certains craignent un blocage du détroit d'Ormuz par lequel sont acheminés 17Mb/j des 53Mb/j de brut transportés par bateau, soit plus que par le détroit de Malacca, 15Mb/j et beaucoup plus que par le Canal de Suez, 4.5Mb/j. Il s'agit en l'occurrence de tout le brut des pays riverains, Iran, Koweït, Qatar, et de l'essentiel des exportations saoudiennes ou irakiennes mais nous ne croyons pas à cette hypothèse même si des drones ont touché des bateaux saoudiens et un oléoduc. De

même nous n'entrevoions pas une guerre engagée par les américains ou les saoudiens contre plus de 80 millions d'Iraniens. Le coût financier et humain serait trop élevé pour un résultat incertain. Au regard de ces considérations, on estime qu'à \$72\$/baril, le prix du Brent ne devrait guère augmenter.

Conclusion :

L'environnement actuel constitue-t-il une opportunité plutôt qu'un risque ? Le pessimisme se nourrit de craintes politiques, économiques, commerciales, monétaires et boursières mais dans ce brouillard d'incertitudes, on voudrait discerner un rayon de soleil pour les marchés car ainsi que nous avons tenté de le montrer, certaines hypothèses pourraient être levées :

- **Sous un angle politique**, Trump est excessif dans sa manière de braquer les chinois mais ceux-ci ont souvent entravé l'action des sociétés technologiques américaines sur le marché chinois. Souvenons-nous de Facebook, de Google ou encore de Twitter. Trump choisit habilement un moment de force dans l'économie américaine, avec une croissance du PIB de 3.2% au 1^{er} trimestre et un moment de faiblesse dans l'économie chinoise puisqu'en dépit de massives mesures de stimulation en début d'année, la croissance des ventes de détail en avril est la plus faible des seize dernières années et la production industrielle a diminué en avril par rapport à mars. Trump a également compris qu'il était plus avisé d'enterrer temporairement les revendications à l'encontre de ses alliés, au Mexique et au Canada avec la suspension des droits de douane sur l'acier et avec les européens sur l'automobile.
- **Sous l'angle économique**, 4 remarques : en premier lieu les américains ont besoin de l'épargne chinoise car ils sont confrontés à un déficit structurel et les chinois ont besoin du marché et de la technologie américains. Concrètement, le déficit de la balance courante américaine excède 2.5% du PIB car le taux d'épargne américain, ce n'est que 17% du PIB alors que le taux d'investissement approche 20%, et, dans le même temps, les chinois ont l'avantage d'un taux d'épargne élevé, supérieur au taux d'investissement et d'un excédent de la balance courante. Donc l'épargne chinoise finance depuis des années le consommateur américain et les deux pays ont donc intérêt à composer. Egalement, un déficit commercial n'est pas nécessairement un drame car les consommateurs ou les acheteurs de composants gagnent à des importations de biens moins chers. Ensuite, l'économie internationale est trop imbriquée au niveau des firmes pour qu'on puisse démêler l'écheveau du libre-échange. Enfin, nous estimons que Donald Trump, qui a fait de l'appréciation de la Bourse un indice de la réussite de sa politique, saura tempérer ses attentes, comme il vient de le faire en ajournant les taxes sur l'automobile imposées aux « alliés ».
- **Sous un angle comptable**, la hausse du déficit commercial résulte de la politique budgétaire et de la politique monétaire, car toutes deux sont stimulantes. Donald Trump se fourvoie quand il fait une fixation sur le déficit de \$420 milliards avec la Chine, car sur la base des valeurs ajoutées, déduction faite de composants non chinois, il est peut-être inférieur de moitié.

- **Sous un angle commercial**, les droits de douane n'ont jamais permis de réduire un déficit commercial en volume. Au lieu d'ériger des barrières, mieux vaudrait 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 tarifaire est évitée, alors, à court terme, les titres cycliques américains dépendants de l'export, retrouveront la faveur des marchés.
- **Sous un angle monétaire**, une aggravation des tensions profiterait au \$, au Franc Suisse, au Yen et pénaliserait le Yuan et les devises des pays émergents.
- **Sous l'angle boursier**, les marchés auraient, si le protectionnisme devait se diffuser, deux raisons de s'inquiéter: D'une part, les entreprises seraient moins à même d'optimiser les coûts donc subiraient une érosion de leurs marges. D'autre part, le renchérissement des importations grèverait le pouvoir d'achat. Un retour au protectionnisme, ce serait plus d'inflation et alors il conviendrait d'acheter des obligations à taux variable, des TIPS. Ce serait également une baisse des Bourses de petits pays très exportateurs comme Taiwan et la Corée du Sud. Autant de marchés à examiner avec prudence à court terme. Autant d'opportunités, si, comme nous le pensons, un accord est finalisé. Aux pessimistes, on conseillera l'achat des sociétés de terres rares, des devises fortes, du pétrole... Aux optimistes, on recommandera d'acheter les titres comme Qualcomm qui ont récemment baissé. Si, il n'y avait pas d'accord, alors conjecturons que les chinois prendraient des mesures additionnelles pour stimuler leur économie et que la FED serait confortée dans une décision de baisse des taux. Mais, accord ou pas, il restera un compromis momentané dans une guerre économique et technologique qui va persister.

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.