



LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

Chronique hebdomadaire 14 mai 2018 Iran, Moyen-Orient et...Venezuela : que faire ?

Nous avons abordé maintes fois cette question, notamment dans notre chronique hebdo du 23 avril dernier et nous n'allons pas revenir sur l'ensemble des variables-clé du marché du pétrole aujourd'hui¹. Avant toute chose, n'oublions pas un point important. Les seuls événements géopolitiques qui ont substantiellement affecté la macro économie mondiale et les marchés d'actifs risqués depuis 50 ans concernent le Moyen Orient et le pétrole.

Trump a donc annoncé récemment le retrait des États-Unis de l'accord sur le nucléaire avec l'Iran, signé en juillet 2015. Il ne s'agit pas d'une surprise mais cette annonce se révèle plus restrictive qu'attendu. Le ton de l'intervention de Trump était particulièrement dur et il n'y avait pas d'offre réelle de nouvelles négociations. Son annonce s'est aussi accompagnée d'un décret réinstaurant les sanctions envers le régime iranien (sans approbation du Congrès).

On sait que ces sanctions (directes ou secondaires) ont un effet immédiat pour les nouveaux contrats mais laissent une période de 3 à 6 mois (« Wind-down period ») aux entreprises présentes en Iran pour défaire leurs engagements. La justice américaine devrait appliquer le principe d'extraterritorialité qui lui permet de poursuivre et sanctionner les entités traitant avec l'Iran si elles ont des activités sur le sol américain ou font des transactions en dollars ou avec des banques américaines. Les autres signataires du traité de 2015 (Russie, Chine, Allemagne-UK-France) ont tout de suite annoncé leur volonté de maintenir l'accord, mais il semble difficile que celui-ci survive sous sa forme actuelle. Notamment car, lors de l'accord précédent, l'Iran avait accepté l'arrêt de son programme nucléaire en échange de la fin des sanctions mais aussi d'une promesse d'un retour des investissements étrangers. Or, ces flux sont dorénavant à risque.

Le secrétaire d'État au Trésor américain a bien mentionné que les États-Unis avaient eu des conversations avec les grands producteurs pour augmenter leur production et compenser les pertes iraniennes. L'Arabie Saoudite s'est d'ailleurs tout de suite engagée à assurer la stabilité du marché, en augmentant sa production. Cela semble possible, car, sa production est en-dessous du quota de 10,1mn. En revanche, les surplus de capacités sont faibles et toute augmentation de la production saoudienne ne ferait, in fine, que réduire ces surplus.

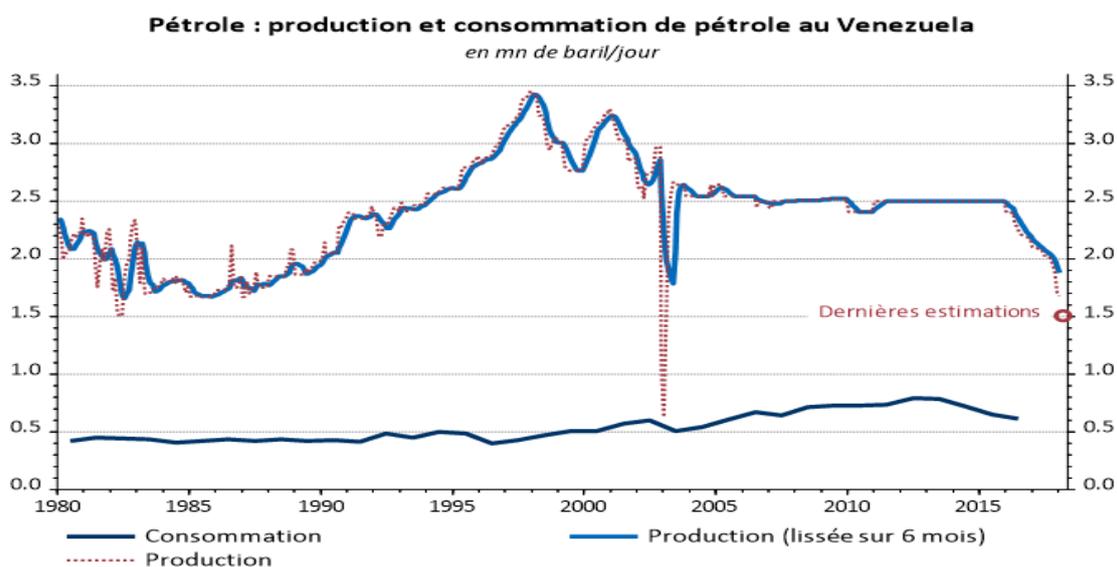
Pour rappel, l'Iran représente environ 10% de la production de l'OPEP et 4,5% de la production mondiale. C'est aussi plus de 9% des réserves mondiales. Ses exportations l'an dernier étaient de l'ordre de 2,5mn b/j et comme nous le rappelons souvent, ses principaux clients sont la Chine, l'Europe et l'Inde, tandis que les importations américaines sont nulles. Dès lors, un retour à un scénario de 2012 (mise en place des sanctions) à 2015, où les exportations iraniennes avaient baissé de 1,2mn b/j avec notamment l'arrêt total des importations européennes semble peu probable (redéploiement des exportations iraniennes vers l'Asie depuis, alignement seulement partiel de

¹ Cf. notre chronique hebdo du 23 avril dernier : « *Le pétrole fort. Un vrai danger ou une réelle opportunité ?* »
1

l'Europe sur les positions américaines). Rappelons aussi qu'en 2012-2015, lors des sanctions précédentes, l'Iran avait eu recours à diverses méthodes pour limiter l'impact sur sa production (redirection vers l'Asie, troc, ventes en yuans et roupies, ventes « cachées » ...).

C'est pourquoi nous maintenons notre estimation d'une baisse de production iranienne comprise entre 400K et 800K étalée sur plusieurs trimestres², avec un impact de 5-9 USD sur les prix (par rapport à un prix d'équilibre de 65 dollars). Ce qui nous amène un prix maximum de 75 dollars.

Le problème est que le choc d'offre ne se limite pas à l'Iran. Au Venezuela, la production de pétrole est en train de s'effondrer (cf. graph ci-dessous). La baisse avait graduellement commencé en 2016 (la production était alors de 2,5mn de barils/jour) mais elle a accéléré depuis la fin de l'année dernière, la production s'établissant aujourd'hui à moins de 1,5 million (en mars), soit une chute de plus de 600k sur les 6 derniers mois³. Ajoutons que les élections présidentielles se tiennent le 20 mai ; or, les États-Unis et les pays du groupe de Lima (Brésil, Mexique, Argentine, et Chili) ont prévenu le Venezuela que cette élection serait perçue comme illégitime et le risque de sanction important. Un choc extrême sur la production vénézuélienne impliquerait un choc additionnel de 15% sur les prix (amenant le prix du baril à plus de 85 dollars).



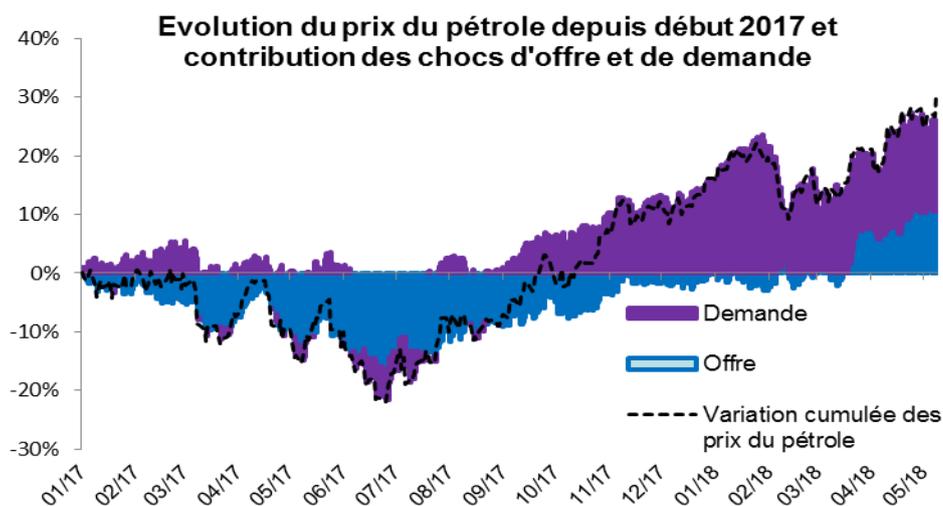
Enfin, un dernier mot sur la Libye (production de 1 million de barils/jour) où les graves problèmes de santé du général Haftar (dont les forces contrôlent les infrastructures pétrolières dans l'Est de la Libye où le gros de la production est localisé) pourraient déboucher sur une lutte de pouvoir entre ses rivaux pour éventuellement lui succéder.

Une hausse des prix jusqu'à 85 USD est donc désormais un risque clairement envisageable, ce qui amènerait à un choc d'offre total de l'ordre de 30% (depuis les nominations de J Bolton et M Pompeo

² L'estimation haute intègre un alignement européen (sur les directives américaines) de 50% et de 25% de l'Inde (aucun alignement de la Chine).

³ Le poids du Venezuela sur les exportations est de l'ordre d'un million de b/j. Il semble que cela soit dû à un manque de respect des contrats entre le Venezuela et des prestataires de services étrangers combiné à l'émigration du personnel qualifié vénézuélien suite à la forte dégradation des conditions de vie dans le pays. De plus, une entreprise pétrolière américaine ConocoPhillips vient de saisir des actifs pétroliers vénézuéliens dans les Caraïbes, suite à une victoire judiciaire (un tribunal international a sommé le Venezuela de payer 2mds USD à l'entreprise suite à l'expropriation de plusieurs projets pétroliers en 2007). Ceci concerne des terminaux essentiels d'un point de vue logistique pour les exportations vénézuéliennes puisqu'environ 16% de ces exportations y sont stockées avant envoi vers les US, la Chine ou l'Inde.

à la mi-mars) contre moins de 20% jusqu'ici (cf. graph ci-dessous). Un tel choc a un impact négatif à un an sur la croissance réelle de la zone euro de 0,2 point et sur la croissance américaine de 0,1 point.



Décomposition historique résultant d'un modèle SVAR bivarié (pétrole et actions) avec identification via restriction de signe (estimé depuis 1991)

Source : Datastream, Les Cahiers Verts

Au-delà du pétrole proprement dit, la décision de Trump peut avoir un effet négatif sur la prime de risque générale avec potentiellement, une intensification du risque d'affrontement direct entre l'Iran (en affaiblissant notamment H. Rohani au profit du camp « conservateur ») et l'Arabie Saoudite et/ou Israël, un renforcement sur les tensions commerciales (en fonction du respect par les autres pays des directives américaines sur l'Iran) et, au-delà, un risque de prolifération nucléaire dans la région. Sachant qu'il n'y a pas de solution militaire en Iran. Avec 82 millions d'habitants et une superficie 3 fois celle de la France, le sujet pourrait « traîner » pendant des années.

Quelles conclusions opérationnelles tirer de tout cela ?

- Une plus forte prudence pour les prochaines semaines, ce d'autant qu'on a assisté à une amélioration du sentiment de marché au cours des dernières semaines
- Le renforcement des positions en or, sachant que le potentiel de hausse du dollar et des taux réels est assez faible
- Le recours aux produits «traditionnels» de couverture face à un choc d'offre pétrolier que nous avons déjà signalés :
 - o Sur pondération énergie au sein des matières 1ères⁴
 - o Oil & Gaz vs MSCI World All Countries
 - o HY vs HG américain,
 - o Obligations indexées (USA et zone euro)
 - o Couronne norvégienne et dollar canadien
 - o MSCI Russia vs MSCI EM (forte correction du marché russe au début avril suite aux tensions diplomatiques avec les USA et le UK, valorisation très faible, potentiel haussier sur les BPA, ...).

**Copyright tous droits réservés. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive des clients de SOCOFI (Les Cahiers Verts de l'économie).
Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de SOCOFI.**

⁴ Nous sommes sur pondérés depuis le début février