

## Lettre n°12

### Quels risques et quels impacts sur les marchés financiers de la mise en cause du multilatéralisme ?

« Défiez-vous de votre optimisme et figurez-vous bien que nous ne sommes dans ce monde que pour nous battre envers et contre tous » Prosper Mérimée

L'année 2008 est restée comme l'année de la naissance du G20, d'une action concertée pour sortir de la crise. L'année 2020 est marquée par l'échec du multilatéralisme, l'aggravation de la rivalité sino-américaine et l'échange de messages acrimonieux entre diverses puissances. A nouveau, le reproche adressé à la mondialisation d'appauvrir les classes moyennes des pays développés, l'oubli d'un des bienfaits de la globalisation, la sortie de la pauvreté, ces vingt-cinq dernières années de plus d'un milliard de personnes, la mise en accusation des flux tendus dans les chaînes mondiales de production, l'occultation de la réalité d'un commerce international, majoritairement composé de produits intermédiaires, et l'ignorance des risques pour les pays émergents d'un retour du protectionnisme.

Sans doute, nous européens, sommes un peu myopes sur l'ordre international et sur l'efficacité ou les limites du multilatéralisme. L'Europe a la foi dans le multilatéralisme car, pour la première fois dans l'histoire, elle n'a pas connu de guerre depuis 75 ans (avec l'exception de la Bosnie et du Donbass). Mais, dans l'intervalle, les conflits hors Europe ont été nombreux et ont montré les limites d'un multilatéralisme, entravé aux Nations Unies par le veto de l'un ou de l'autre des membres du Conseil de sécurité. Dans le même temps, avec les Etats-Unis, les relations politiques s'étiolent, les relations commerciales sont âpres, le multilatéralisme est mis à mal et la protection militaire est plus incertaine. Dernière menace en date, la volonté de Trump de retirer un quart des forces américaines en Allemagne.

Pour évaluer les risques d'une mise en cause du multilatéralisme sur les marchés financiers, on examinera l'affirmation chinoise, le repli américain, le coût et l'inefficacité des sanctions américaines contre la Chine. On montrera que les relocalisations, même subventionnées par les Etats, prendront du temps, resteront limitées et que l'attrait d'un marché chinois de 1.4 milliard persiste même pour les firmes américaines.

#### Entre affirmation chinoise, échecs américains sur la scène internationale et tentation de retrait.

Les Etats-Unis, depuis leur constitution, ont toujours oscillé entre un rôle actif sur la scène internationale et l'isolationnisme de leurs origines. Repli après la première guerre mondiale aggravé après la crise de 1929 et porté par le comité « America First » de Nye qui ne décidera à se dissoudre qu'après Pearl Harbor le 7 décembre 1941. Entrée dans la guerre tardive car le président Franklin Roosevelt avait eu toutes les peines à entraîner le peuple américain dans cette guerre. Ensuite, rôle actif jusqu'à ces dernières années.

#### L'affirmation chinoise :

La Chine, c'est une réussite économique incontestable des trente dernières années, c'est aussi un ralentissement structurel de la croissance et désormais une ambition politique, le sentiment d'une revanche à prendre sur la scène internationale, un exutoire pas toujours bien ressenti par les pays voisins et les autres grandes puissances.

*La réussite économique en quelques chiffres* : en 2000, le PIB chinois, c'était \$1100 milliards, en 2019, \$14000 milliards, une performance incomparable. En 2000, le PIB/habitant chinois, ce n'était que 6% du PIB/habitant américain, aujourd'hui, c'est près de 30%. La réussite chinoise est industrielle avec un tiers de la production

textile mondiale, plus de 50% de la production d'acier ou de ciment, 40% de celle des équipements téléphoniques. La Chine est également le premier exportateur mondial avec 12.8% du total en 2019 contre 8.5% pour les Etats-Unis, 8% pour l'Allemagne et 3.8% pour le Japon, le deuxième importateur avec 10.8% contre 13.2% pour les Etats-Unis. La Chine cherche à constituer des leaders mondiaux dans chacun des grands secteurs et ainsi, dans le dernier classement Forbes des 500 premières entreprises mondiales, elle compte 120 entreprises, dont les quatre premières banques mondiales, contre 126 pour les américains, 52 pour le Japon, 32 pour l'Allemagne et 28 pour la France. La percée chinoise est de plus en plus perceptible dans la recherche avec 22% des dépenses mondiales en 2017 contre 25% pour les Etats-Unis et au nombre de brevets, selon l'OMPI, l'Organisation mondiale de la propriété intellectuelle, la Chine en 2018 s'approche des Etats-Unis, devance le Japon et enregistre deux fois plus de brevets que l'Allemagne. Selon le World Economic Forum, la Chine forme maintenant 7 fois plus d'ingénieurs que les Etats-Unis et elle entend préserver son avance dans des secteurs d'élection comme les batteries électriques où le numéro 1 mondial, CATL, avec plus d'un quart du marché, est chinois et précède le japonais Panasonic.

Non contente d'avoir développé le marché local, la Chine s'emploie depuis quelques années à multiplier les investissements, à tisser des liens économiques et politiques, avec quelque 120 pays, au long des Routes de la Soie, maritimes et terrestres. C'est une évolution à rebours du virage opéré après l'écroulement de l'empire mongol au lendemain de la Peste noire. Celui-ci était à l'origine des Routes de la Soie mais la dynastie Ming choisit la voie du repli, stoppa les explorations dans l'océan indien de l'amiral Zheng He et de sa flotte de 300 bateaux et passa à côté de l'essor des échanges débuté avec la Renaissance européenne.

Soucieuse de sécuriser ses approvisionnements de pétrole, la Chine, principale importatrice de brut, s'est rapprochée à la fois de l'Iran et de l'Arabie Saoudite, occupant une place laissée libre par les Etats-Unis et contournant, si nécessaire, les sanctions américaines contre l'Iran.

*L'ambition politique, en quelques manifestations* : c'est d'abord en mer de Chine, une mer aux dimensions de la Méditerranée, une volonté de contrôle, le renforcement du contrôle des îles Paracel, récemment, l'installation d'un centre de recherche dans les îles Spratley et l'arraisonnement d'un bateau vietnamien, au mépris des plaintes malaisiennes, vietnamiennes ou philippines. C'est ensuite, la reprise en main de Hong Kong, perdu au profit de l'Angleterre lors du fameux Traité de Nankin en 1842, récupéré en 1997, en vertu d'un accord « un pays, deux systèmes ». C'est aussi Taiwan. C'est enfin le Cachemire, un renouveau des tensions avec l'Inde, le réveil du spectre du conflit de 1962.

En Europe, la Chine anime une campagne de dénigrement des démocraties et poursuit ses opérations de séduction à l'égard des maillons faibles de l'Union, Grèce, Italie, Portugal, Hongrie, pour jouer des divisions européennes. Le sommet Union Européenne-Chine prévu mi-septembre vient d'être annulé et l'Europe s'efforce de définir une politique pour réglementer les achats d'entreprises européennes par les chinois et établir son indépendance dans des secteurs jugés stratégiques comme le médical.

### **Les échecs américains et la tentation américaine de retrait :**

Vis-à-vis de la Chine, la position américaine a évolué. En 1949, en dépit de la victoire de la Révolution, les Etats-Unis préférèrent ménager Mao, possible nouveau Tito, éventuel allié dans la lutte contre Staline, et ignorer le régime de Formose dirigé par le nationaliste Tchang Kaï-chek. Les Etats-Unis ne voulaient pas soutenir un régime probablement condamné et Dean Acheson, le secrétaire d'Etat, n'avait pas inclus Taiwan dans le périmètre géographique à protéger. C'est le 25 juin 1950, lors de l'invasion de la Corée du Sud par les troupes communistes du Nord que le général Mac Arthur vit Taiwan comme « Un porte-avions insubmersible » utile aux forces américaines. Depuis lors, Chine et Etats-Unis furent opposés par procuration en Corée et au Vietnam, eurent des positions proches dans la lutte contre la prolifération nucléaire en Corée et en Iran et la conciliation, avant Trump, l'a souvent emporté.

Vis-à-vis du reste du monde, les Etats-Unis ont une tentation de repli car souvent, ils ne réussissent pas à imposer leur point de vue : les mexicains ont refusé de financer le mur, les allemands ont obtenu la réalisation du pipeline Nord Stream II pour l'approvisionnement en gaz russe, les turcs ont acheté du matériel militaire russe, une majorité de pays a dit non au transfert de la capitale israélienne à Jérusalem, presque tous les pays ont critiqué la sortie de l'accord de Paris sur le climat et les américains ne peuvent s'opposer à l'affirmation de la Chine voire de l'Inde.

La résistance américaine au multilatéralisme ne date pas de la présidence Trump. Avant lui, les Etats-Unis avaient refusé d'entériner la création de la CPI (Cour pénale internationale), n'avaient pas ratifié le traité interdisant les mines antipersonnel et n'avaient pas validé le traité d'interdiction des essais nucléaires.

Actuellement, les Etats-Unis dépensent toujours plus pour leur défense que les autres grandes puissances réunies mais ils semblent las du rôle de gendarme du monde, battent en retraite, en Irak, en Afghanistan, en Syrie, laissent planer un doute sur leur présence militaire en Europe et Trump juge comme un échec les années de croisade américaine pour la démocratie.

## Entre le coût des sanctions contre la Chine et leur faible efficacité.

Entre Trump et la Chine, il ne s'agit plus seulement d'échanges commerciaux mais d'une rivalité géopolitique. Pour moult raisons, on ne peut parler de guerre froide et chercher une comparaison avec la rivalité d'hier entre les Etats-Unis et l'URSS : les échanges entre l'URSS et les Etats-Unis étaient inexistant, ils sont importants entre la Chine et les Etats-Unis, la présence des firmes américaines en URSS était nulle, elle se développe en Chine.

Analysons, d'abord l'inefficacité des mesures contre la Chine, ensuite, l'attrait persistant du marché chinois pour les firmes occidentales.

### Des mesures inefficaces contre la Chine :

*La diversité des sanctions* : après l'augmentation des droits de douane en 2019, les américains veulent restreindre l'accès des entreprises chinoises à Wall Street au motif d'un manque de transparence comptable. Les quelque 650 entreprises chinoises cotées aux Etats-Unis, dont une soixantaine depuis 2016, représentent plus de 3% de la capitalisation du marché américain, soit environ \$1000 milliards, avec Alibaba, pour plus de la moitié de cette valeur. Est-il avisé de restreindre l'accès chinois ? N'est-ce pas prendre les devants par rapport à la Chine qui, un jour ou l'autre, incitera ses entreprises à n'être cotées que localement car un « Nasdaq chinois » a été créé en ce sens et Baidu réfléchit à sortir du Nasdaq. Autres mesures prises par Trump, des pressions sur la société taïwanaise TSMC pour investir dans une usine de \$12 milliards en Arizona et ne pas fournir de nouvelles applications à Huawei, des interdictions pour les entreprises américaines de vendre des composants à Huawei. Enfin, les américains, voyant un Boris Johnson irrité par la gestion chinoise de la crise du Covid 19 et fâché des mesures prises à Hong Kong, n'ont pas eu beaucoup de pressions à faire pour inciter le Royaume-Uni à envisager de fermer son marché 5G à Huawei en 2023. Huawei perdrait ainsi son plus gros débouché en Europe.

*L'absence de bénéfices pour les Etats-Unis* : pour aider à la résorption du déficit américain envers la Chine, \$420 milliards en 2019, la Chine s'est engagée, en janvier 2020, à acquérir \$200 milliards de produits supplémentaires aux Etats-Unis mais, ces derniers mois, les exportations américaines vers la Chine régressent de 11% et, récemment, les chinois ont stoppé leurs achats de soja et porcs américains. Si l'ire américaine est compréhensible, les sanctions appliquées présentent plus d'inconvénients que d'avantages et on ne peut oublier la dépendance américaine envers les capitaux extérieurs car, depuis des décennies, les déficits budgétaires et les déficits des paiements courants s'accumulent. Au début des années 2000, les américains se satisfaisaient de la relation avec la Chine : les américains achetaient des produits peu onéreux, les chinois investissaient l'excédent commercial réalisé en bons du trésor américain et ainsi, les consommateurs américains pouvaient continuer à s'endetter à taux bas. La situation évolue et la Chine en 2019, ce n'était plus que 18% des importations américaines et 6% des exportations. Les américains vendent, par exemple, moins de soja aux chinois, plus à l'Union Européenne et au Mexique et l'épargne chinoise franchit moins les frontières.

Trump a accru les droits de douane mais sans succès. En témoignent, les déclarations de l'économiste en chef du président américain, **Tomas Philipson**, car il a reconnu la nuisance pour la croissance économique de la guerre commerciale initiée par Donald Trump. Pour l'année 2019, la FED a évalué à un point de croissance, le coût pour l'économie américaine et l'économie mondiale des droits de douane imposés à la Chine et des diverses mesures de rétorsion comme les taxes sur l'acier et l'aluminium Européen.

*La tentation de relocaliser des usines hors de Chine est générale* : Taiwan a dépensé, sous forme d'allègements d'impôts, d'aides à l'implantation, plus d'Euros 20 milliards pour faciliter le retour de près de 200 entreprises taiwanaises implantées en Chine. Le Japon alloue plus d'Euros 2 milliards pour aider financièrement des entreprises à rapatrier des activités délocalisées en Chine. La Corée du Sud veut faire de même, les pays

européens et les Etats-Unis également. Relocaliser, qu'il s'agisse ou pas de secteurs stratégiques et porteurs comme la santé, le numérique, les énergies renouvelables, ce n'est pas nécessairement céder à des sirènes protectionnistes et cela suppose l'organisation de filières régionales, des investissements humains et financiers, des infrastructures adaptées, une fiscalité appropriée et des objectifs à l'export. Dans des secteurs stratégiques comme la santé, les pays occidentaux ont laissé, peut-être à tort, à la Chine, la production de plus de 80% du paracétamol mais ils restent très forts dans ce secteur et réalisent des excédents importants. Un rapatriement, construction et ouverture d'usines en Europe de l'Ouest, pourrait prendre trois ans. Si des relocalisations sont décidées, ce sera, dans un souci de diversification des approvisionnements, de la Chine vers les pays d'Asie du Sud-est pour les unités de production dans la technologie et l'électronique ; de la Chine vers la Birmanie, le Bangladesh, et le Cambodge, pour le textile; de la Chine vers le Maroc, la Turquie, la Slovaquie et le Mexique pour l'automobile. Mais, les relocalisations ne seront pas toujours synonymes de compétitivité et les coûts de production pourraient être plus élevés si se greffent des normes environnementales plus sévères. Enfin, aucune de ces mesures, sanctions ou relocalisations, ne sera susceptible de gommer le déficit commercial américain. En 2019, en dépit des gesticulations de Trump, le déficit commercial américain n'a été réduit que de 1.7% et il atteignait encore \$615 milliards, soit 2.9% du PIB.

**Le marché chinois est incontournable** : trois points ressortent.

*La Chine reste un moteur de la croissance mondiale* : depuis 2008, elle a stimulé la croissance mondiale en gommant l'essentiel de son excédent courant de 10% du PIB. Certaines années, elle a été à l'origine de 35 à 40% de la croissance mondiale et, aujourd'hui, elle réalise 18% du PIB mondial. Elle n'a pas cédé à la tentation de la guerre monétaire, même si actuellement le Yuan contre \$ est à un plus bas.

*La Chine reste attractive* : avec ses 1.4 milliard d'habitants, sa classe moyenne supérieure à 300 millions, elle attire les multinationales et notamment les firmes américaines qui ont investi \$14 milliards en 2019. Récemment, Walmart, Tesla, mais aussi VW dans la voiture électrique, ont accru leur présence, Fidelity après BlackRock s'implante pour accéder au 3<sup>ème</sup> plus grand marché de fonds du monde évalué à \$5300 milliards, HSBC vient de prendre le contrôle de sa branche assurance et le Crédit Suisse de sa filiale locale. La Chine et son marché restent attractifs dans des secteurs aussi divers que l'assurance, la banque, l'automobile et on a même vu HSBC et Standard Chartered prendre position en faveur de la Chine après l'adoption de la loi sur la sécurité à Hong Kong.

*La Chine s'adapte* : pour accélérer la réalisation du plan d'indépendance technologique « China 2025 », le gouvernement, selon Bloomberg, a prévu Euros 1250 milliards d'investissements dans la technologie. Dans la mise en œuvre de sa politique de relance, Xi met l'accent sur les secteurs d'avenir. Si, on ne compte aucun chinois parmi les 15 plus grands fabricants mondiaux de semi-conducteurs, cela ne saurait durer et les américains perdront un débouché dans un secteur d'excellence. En réponse aux récents chantages américains, Pékin a injecté plus de \$2 milliards dans le fabricant national de semi-conducteurs, SMIC. Une autre priorité chinoise, c'est la couverture du territoire pour la diffusion de la 5G et les 3 grands opérateurs, China Unicom, China Mobile et China Telecom, s'y emploient. A la fin de cette année, 70% des utilisateurs de la 5G dans le monde devraient être chinois. Dans le même temps, Huawei, numéro 1 mondial dans plusieurs segments de la téléphonie, avec un chiffre d'affaires de \$120 milliards, a entrepris la production locale de composants et notamment de semi-conducteurs pour réduire sa dépendance. Dans un téléphone récent, le FT estime à 42% les composants chinois et 1% seulement les composants américains, en l'occurrence des puces de Qualcomm. La relocalisation ne concerne donc pas que les occidentaux !

## Conclusions :

*Les inquiétudes sur la dépendance sont réciproques et l'expansion du commerce international devrait être entravée* : si les occidentaux s'alarment de leur dépendance envers les usines chinoises, la Chine s'inquiète d'un chantage américain sur la technologie. Les uns et les autres veulent relocaliser et réduire leur dépendance. Si après 1945, la croissance des échanges avait été double de celle du PIB mondial et avait constitué un moteur de la croissance, on se souvient que lors de la crise de 1929, le volume des échanges internationaux s'était contracté d'un tiers en trois ans et en 2009 les échanges avaient baissé de 13%. Cette année, l'OMC, Organisation mondiale du commerce, redoute une contraction du commerce de 13 à 32% et s'inquiète de la tentation de repli qui traverse de nombreux pays.

*Les inquiétudes sur l'emploi sont excessives et le multilatéralisme doit être réaffirmé* : les investissements à l'étranger des grandes firmes occidentales ces dernières décennies, ambitionnaient souvent plus la conquête

de nouveaux grands marchés, la Chine, l'Inde, que la réduction des coûts. Les pertes d'emplois industriels à l'Ouest ont résulté davantage des gains de productivité que des délocalisations. Le multilatéralisme est une exigence car cette crise touche la planète, comme en 2008 la crise financière, comme trop souvent le terrorisme et comme demain peut-être une crise climatique.

*Les relocalisations devraient être moins nombreuses qu'estimé* : les individus sont un peu ambivalents. Electeurs, ils militent pour le rapatriement d'activités, voire la fermeture des frontières, consommateurs, ils veulent toujours les produits les moins chers. Aujourd'hui, un désaccord est perceptible entre les Etats et les firmes. Les premiers, pour des raisons politiques, militent pour des rapatriements, les seconds, soucieux d'optimisation, sont souvent réticents. Ainsi, en Corée du Sud, pays dépendant des exportations pour 60% du PIB et particulièrement de la Chine son 1<sup>er</sup> partenaire, le gouvernement incite aux rapatriements d'activités mais il semblerait que seules 3% des entreprises industrielles y songent car elles ne veulent pas risquer de perdre l'accès au marché chinois et de perdre en compétitivité sur un marché coréen plus taxé et plus réglementé. De ces conflits d'intérêts, on peut conjecturer le rapatriement de quelques activités jugées stratégiques, notamment dans la santé et les énergies renouvelables, mais cela va prendre plusieurs années car il faut un bassin d'emploi adapté, des conditions fiscales appropriées et une compétitivité assurée. Dans l'intervalle, et à titre anecdotique, le gouvernement français préfère aujourd'hui acheter les masques produits au Vietnam que ceux produits plus chers en France. Il n'est pas sûr que les relocalisations créent beaucoup d'emplois et la robotisation pourra être une des clés de la compétitivité.

*Le protectionnisme est le seul risque pour les marchés financiers* : si le protectionnisme devait prévaloir, l'inflation l'accompagnerait, les pays émergents seraient les grands perdants et les marchés financiers reculeraient. Si les généreuses subventions des Etats accordées aujourd'hui aux entreprises en difficulté permettent la survie d'entreprises condamnées, elles biaisent la concurrence. Il faut espérer que ces mesures resteront temporaires car comme le préconisait **Julien Gracq** dans le Beau Ténébreux, « *Ne jamais renforcer les points faibles, toujours renforcer les points forts* ».

Genève, le 9 juin 2020



Bruno Desgardins  
Directeur de la Gestion