

Lettre n°14

Vers un monde tripolaire. Où investir ?

« *Je tiens le monde pour ce qu'il est, un théâtre où chacun doit jouer son rôle* » W. Shakespeare – Le Marchand de Venise

Le monde bipolaire américano-soviétique institué en 1945 a disparu en 1990 avec la dissolution de l'Union soviétique. Les Etats-Unis se trouvaient alors en position hégémonique et, sur le papier ils disposaient de tous les atouts. Un budget militaire supérieur à la somme des autres grands pays, un quart du PIB mondial, la devise internationale, les meilleurs centres de recherche, les universités les plus prestigieuses, un « American way of life » souvent copié. Rien ne manquait et pourtant ce géant était tel l'Albatros de Baudelaire, maladroit et, après quelques expériences malheureuses, infructueuses et coûteuses sur la scène internationale, l'Afghanistan et l'Irak, après le constat d'une incapacité à peser, à déterminer ou même simplement à influencer sur des conflits régionaux, l'Ukraine, la Syrie, les vieux réflexes isolationnistes ont réapparu. Discret sous la présidence Obama, le repli a été plus brutal sous la présidence Trump. Le slogan « America First », repris par Trump à Nye, un opposant à Franklin Roosevelt dans les années 30, aura produit les effets inverses de ceux recherchés. Trump voulait écraser la Chine et diviser l'Europe pour la casser, il aura provoqué l'inverse. La Chine s'affirme chaque jour davantage et l'Europe amorce une mutualisation, renforce la coordination et pense à s'émanciper des Etats-Unis. Aussi, le monde devient-il tripolaire.

L'affirmation chinoise :

« *Soumettre l'ennemi sans croiser le fer, voilà le fin du fin* » Sun Tzu

Trump aurait dû méditer les leçons de l'histoire. Un Napoléon au faîte de sa gloire, contrôlant l'essentiel de l'Europe, n'avait pu faire plier la petite île anglaise. Privé de sa flotte à Trafalgar, il n'était pas parvenu à faire appliquer strictement le boycott qui eût dû faire tomber l'Angleterre et ironie de l'histoire, la France sortit démographiquement et économiquement affaiblie des guerres napoléoniennes et l'Angleterre devint la grande puissance économique du XIXème. On pourrait multiplier les exemples mais ne gardons qu'une leçon. Non seulement, les droits de douane imposés à la Chine par l'administration républicaine, le blocage des ventes de composants à Huawei ou d'autres groupes n'ont pas permis d'effacer le déficit commercial américain, \$420 milliards en 2019 avec la seule Chine, pas même de le résorber durablement mais cette politique de Trump n'a en fait qu'attisé la détermination chinoise à prévenir le péril. « *Vous avez chargé l'univers d'angoisse* » fait dire Malraux à son héros chinois dans « La Tentation de l'Occident ». Trump n'a pas voulu comprendre qu'un déficit commercial résulte avant tout d'une insuffisance d'épargne domestique par rapport à la consommation et par rapport au taux d'investissement. Imposer des droits de douane pour protéger les moins de 100 000 emplois dans l'acier, c'est-à-dire 0.1% de l'emploi, c'est sur le plan intérieur sacrifier les consommateurs aux producteurs, amputer le pouvoir d'achat des premiers et protéger les moins compétitifs des seconds. Sur le plan international, c'est s'exposer à des représailles contre les secteurs les plus porteurs, exemple l'aéronautique quand la Chine privilégie l'achat d'Airbus à Boeing. Il eut mieux valu pour Trump mettre en œuvre l'accord Transpacifique, le TPP signé par Obama en 2016 avec toutes les puissances du Pacifique à l'exception de la Chine car 45% des échanges mondiaux étaient ainsi couverts.

Aux menaces de protectionnisme, la Chine a répondu par une accélération de la mise en œuvre des Routes de la Soie, initiée en 2012, aujourd'hui ouvertes à 120 pays qui reçoivent plus de \$120 milliards/an d'investissements chinois.

Aux risques d'être privé de composants, la Chine a répondu par une activation plus rapide de son plan « China 2025 ». En outre, elle poursuit sa politique de regroupement des grandes entreprises publiques pour constituer des champions internationaux et ainsi, dans de nombreux secteurs, les entreprises chinoises sont désormais au

premier rang mondial, soutenues par des capitaux publics, financées par des banques publiques peu regardantes sur la rentabilité à court terme des investissements.

Si, entre 1991 et le début des années 2010, le développement de la Chine s'est appuyé sur l'exportation et si la part des exportations mondiales réalisée par la Chine est, dans l'intervalle passé de 2% à 18%, aujourd'hui, la Chine s'efforce de réduire le poids des exportations dans le PIB, de promouvoir la consommation domestique car, ne l'oublions pas, en quatre décennies, le revenu/habitant en Chine a été multiplié par dix quand il a stagné aux Etats-Unis. Ce n'est pas un hasard, l'indice PMI des services, Caixin, n'a jamais été aussi élevé, même s'il est vrai, le chômage, officiellement 6%, est substantiellement supérieur car, parmi les 280 millions de migrants non comptabilisés et non indemnisés, les personnes sans emploi sont nombreuses.

La Renaissance européenne :

« *Leurs rivalités et leurs débats aiguisèrent les intelligences* »

Cette analyse de **Hume** des divisions entre cités grecques s'applique à merveille à l'Europe, permet d'expliquer la lenteur du cheminement mais aussi la pertinence des avancées.

Contre l'Europe, les Etats-Unis, la Chine, la Russie auront chacun poursuivi des objectifs similaires, jouer des divisions, casser l'Euro et entraver l'affirmation politique de cette puissance économique mais, sans le savoir, ils auront travaillé à la renforcer.

L'Europe était très affaiblie en 2012 par la crise grecque et celle des pays de la périphérie mais il y a eu Draghi et son « Whatever it takes ». L'Europe chancela encore en 2016 avec le vote anglais en faveur du Brexit, une indéniable perte pour l'Europe, mais, en même temps, une chance historique sans laquelle, par exemple, le plan Merkel-Macron n'aurait pas vu le jour. Dans plusieurs pays européens, le vote sur le Brexit inspira des partis populistes désireux d'en finir avec les velléités fédéralistes prêtées aux fonctionnaires bruxellois mais ce fut l'occasion d'un sursaut de quelques responsables politiques soucieux de conjurer le risque d'éclatement. Et, en 2020, quand survint le choc économique né de la diffusion du Covid, furent appréciées la capacité d'action des Etats, la capacité de réaction de la Banque centrale européenne, la capacité de proposition de la Commission dirigée par Madame Van der Leyen et la capacité d'intervention de la Banque Européenne d'investissements qui, après l'utilisation des Euros 500 milliards d'aides aux PME initialement prévues dans le plan Juncker rajoute Euros 200 milliards. Chacune de ces instances surprit positivement les marchés financiers et, très tôt nous avons adopté une recommandation d'achat. Certes, la gestion sanitaire de la crise ne fut pas sans lacunes mais les amortisseurs sociaux, force de l'Europe, jouent leur rôle.

Il n'y a pas eu d'effondrement de l'Euro mais plus ou moins une stabilité contre le \$, traditionnel refuge en cas de crise. Les tensions sur les taux italiens, le spread avec le taux à 10 ans allemand, un temps à 2.8%, se sont rapidement résorbés quand les opérateurs ont compris la détermination à soutenir l'Italie et sont à 1.65% le 6 juillet.

Au début des années 50, puis en 1957, le rapprochement des six pays européens avait beaucoup dû à la menace communiste. Entre ces pays européens historiquement divisés, la menace extérieure avait joué le rôle de ciment. Et, il en est de même aujourd'hui. Si cette vieille scie de défense européenne, avortée une première fois en 1956 avec l'échec de la CED, Communauté européenne de défense, refait surface, c'est grâce aux menaces de Trump sur un éventuel retrait du parapluie américain. « La mort cérébrale » de l'OTAN évoquée par Macron n'est pas un vain mot et l'intention récente de Trump de retirer un tiers des soldats américains en Allemagne fait mûrir les consciences. Dans le même temps, les sanctions américaines pour empêcher l'achèvement du gazoduc « Nord Stream 2 », 1200 kilomètres dans la Baltique, destiné à acheminer du gaz russe à l'Allemagne en concurrence avec du gaz américain, irrite les allemands. Les tentatives chinoises de jouer les cartes hongroise, portugaise, voire, un temps, italienne contre l'Union ont échoué et la nouvelle Commission, soutenue par les grands Etats, veut désormais parler d'une seule voix avec la Chine. La réunion entre l'Europe et la Chine a été reporté et, dans l'intervalle, un code de conduite des investissements chinois en Europe est en préparation.

Le jeu à trois

Aujourd'hui, dans une économie mondiale de \$85000 milliards, on compte bien trois puissances. Les Etats-Unis avec un PIB de \$22000 milliards, l'Union Européenne des 27 avec un PIB de \$16000 milliards et la Chine avec un PIB de \$14000 milliards. Les premiers comptent 330 millions d'habitants, 4% de la population mondiale, l'Europe 450 millions, la Chine 1,4 milliard. En superficie, l'Europe est la plus petite mais elle bénéficie d'excellentes infrastructures.

Riche d'un excédent d'épargne, exprimé par un excédent de la balance des paiements courants de 3% du PIB, à comparer à un solde chinois de +0.6%, loin des 10% enregistrés encore en 2007 et un déficit structurel américain de 2,5% du PIB, l'Europe a d'abondantes capacités financières si elle veut investir dans les technologies du futur.

Le plan de relance, Euros 750 milliards, admis dans le principe, probablement adopté dans l'été, est un jalon important. 5% du PIB européen pour des pays, déchirés encore en début d'année sur l'adoption d'un budget européen 2021-2027 d'un maximum de 1.1% du PIB/an, c'est une révolution heureuse. Que les deux tiers de ces Euros 750 milliards puissent faire l'objet d'un effort de mutualisation, d'un financement éventuel par de nouvelles taxes communes, taxe carbone aux frontières, taxe GAFAM, était inconcevable il y a encore quelques mois.

Gageons, dans la foulée, que le rôle de l'Euro sur la scène internationale, seulement 23% contre plus de 60% pour le \$, gagnera en audience. Anticipons la mise en œuvre de nouvelles politiques communautaires. L'Europe des batteries est lancée, l'Europe du numérique est en gestation, les initiatives sur le climat et une politique de l'énergie se multiplient.

Merci au Brexit car sans ce vote, l'Europe ne serait restée qu'un grand marché, une zone de libre-échange sans âme, sans incarnation autour de projets fédérateurs. Tant pis pour le Royaume Uni, exposé en interne à un éclatement, à une possible sortie de l'Ecosse, voire à terme une réunification de l'Irlande. Tant pis pour un Royaume Uni, on le verra bientôt, incapable de compenser sur la scène internationale la perte éventuelle de l'accès au grand marché européen, réceptacle de plus de 50% de ses exportations. Un petit pays de 65 millions, avec une industrie limitée à 12% du PIB, très tournée vers l'exportation à destination de l'Europe, donc exposé demain à des droits de douane, fâche les japonais qui menacent de fermer leurs usines automobiles et irrite les américains quand des discussions sont engagées avec Huawei. Au sein de l'Europe, l'Angleterre intéressait les Etats-Unis comme cheval de Troie pour bloquer toute avancée. Hors de l'Europe, n'en déplaise à Boris Johnson, l'Angleterre n'a rien à offrir aux américains pour qu'ils consentent concrètement à une relation privilégiée. Avec la Chine, la posture britannique sur Hong Kong, justifiée au regard de l'accord de 1997, est un facteur bloquant toute relation économique privilégiée. Reste le Commonwealth mais ce sont seulement 13% des échanges et, on voit mal l'Inde et les autres développer substantiellement des échanges avec l'ancienne puissance coloniale.

Conclusions

Le marché européen, longtemps dans l'ombre du marché américain, en amplifiant les baisses et en minimisant les hausses, devrait gagner en autonomie et en juin a commencé à nettement surperformer le marché américain (8% contre 1.8%). Le conseil d'accumuler les actifs européens est justifié par la perspective, enfin, d'un approfondissement de l'intégration.

Le conseil de prudence sur **le marché britannique et sur la £** est motivé par l'incertitude.

Le marché chinois reste attractif même s'il est au plus haut des cinq dernières années. Certes, le pays ne pourra pas miser sur la dynamique espérée de développement à l'international, ne pourra acquérir sans autorisation des fleurons technologiques en Occident, ne pourra opérer des percées aussi spectaculaires au long des Routes de la Soie car les partenaires endettés sont plus prudents mais le pays gardera comme atouts, un développement des régions de l'Ouest, la constitution de pôles de compétitivité, la marche accélérée vers l'indépendance technologique, une épargne abondante, un potentiel de consommation d'une classe moyenne de 300 millions d'habitants, chiffre proche de celui de la classe moyenne américaine ou de la classe moyenne européenne.

Le marché financier américain, contrairement aux inquiétudes de certains, gagnerait à une victoire de Joe Biden, les marchés internationaux également car le multilatéralisme, si nécessaire à la gestion des crises, pourrait revivre. A ceux qui ont cru dans un rapatriement des capitaux détenus par les entreprises américaines à l'étranger, on se bornera à constater que Trump a préféré oublier le sujet car le peu d'argent rapatrié n'a pas servi à l'investissement mais aux rachats ponctuels d'actions. A ceux qui se sont félicités de la posture agressive de Trump face à la Chine, on opposera la réalité des chiffres, le maintien d'un déficit commercial américain très élevé et la baisse cette année des exportations américaines vers la Chine.

A ceux qui ont cru dans la réindustrialisation de l'Amérique, dans l'indépendance énergétique américaine, on objectera la faiblesse des réimplantations, les dégâts écologiques suscités par l'exploitation des pétroles de schiste, l'absence de compétitivité de cette industrie à \$40/baril. Enfin, à ceux qui invoquent les effets bénéfiques de la réforme fiscale de Trump, l'allègement de l'impôt sur les sociétés de 35% à 21%, on répondra qu'elle ne s'est pas traduite par la hausse annoncée du taux d'investissement, comme les hausses d'impôts décidées par Obama n'avaient pas provoqué de récession. En revanche, les recettes de l'impôt sur les sociétés sont tombées de \$360 milliards en 2015 à \$160 milliards en 2018 et la crise actuelle ne permet à aucun des deux candidats d'envisager une mesure similaire demain.

A côté de ces trois grands marchés, on retiendra comme axes d'investissement, **la Suisse**, pôle de stabilité monétaire, de compétitivité industrielle et de solidité financière et les « tigres asiatiques », - **Singapour, Taiwan, Corée du Sud** - grâce à leurs percées technologiques, la force de leurs industries, le potentiel de leurs classes moyennes et leur dynamisme à l'export.

Genève, le 6 juillet 2020



Bruno Desgardins
Directeur de la Gestion