

Lettre n°73

Les pressions protectionnistes et le risque pour les valorisations boursières (1).

« *Le commerce est une guerre perpétuelle et paisible d'esprit et d'industrie entre toutes les nations* »
Colbert dans « Lettres, instructions, mémoires ».

- *Les moteurs et les succès de la globalisation :*

Ces vingt à trente dernières années, la globalisation avait comme carburant des matières premières à bas prix et comme axes, les Etats-Unis, 1ère puissance mondiale avec plus d'un quart de la consommation mondiale, l'UE, 1er pôle commercial et la Chine, usine du monde.

Les délocalisations étaient nombreuses et le commerce international croissait plus vite que le PIB.

La globalisation a beaucoup profité aux pays émergents et a permis d'abaisser le nombre de pauvres de 1,8 milliard en 1990 à 650 millions en 2018 mais elle suscite des rancœurs au sein des classes moyennes occidentales.

- *Le multilatéralisme entravé :*

Les blocages sont de plus en plus fréquents à l'ONU. Les Etats-Unis, méfiants à l'égard du droit international n'ont ratifié ni la convention sur les droits de l'enfant, ni celle sur les droits de l'homme, ni la CPI. Quant à la Chine, elle prône le multilatéralisme mais son marché reste protégé.

Un certain nombre de traités, comme le TNP (traité de non-prolifération), font l'objet d'entorses et, parmi les traités récents, la CPI (Cour Pénale Internationale) de 1998 présente un bilan décevant car elle met en cause surtout des Africains et elle a peu de moyens. Bilan terne également pour la convention sur le climat car elle ne prévoit pas de véritable engagement et pour la convention de droit humanitaire en matière de mines antipersonnel car elle n'a pas organisé de mesures de vérification. A l'OMC, depuis Doha en 2001, les 164 membres n'ont pas concrétisé d'avancée.

Il reste un socle d'une vingtaine de conventions appliquées dont la charte de l'ONU, le traité de 1967 sur l'espace, le droit de la mer mais on compte peu de négociations multilatérales en cours.

Pour mieux rendre compte de ces germes protectionnistes, des incidences sur les marges et les valorisations boursières on retiendra deux angles d'approche, commercial et industriel.

Sous l'angle commercial :

La mondialisation des échanges, dans l'histoire du dernier siècle, n'a pas été linéaire et le taux d'ouverture des économies n'a retrouvé le niveau de 1914 que dans les années 70.

Les échanges internationaux en pourcentage du PIB mondial sont passés de 31% en 1975 à 61% en 2008 et, depuis lors, ont régressé mais demeurent à 57% du PIB mondial en 2021.

Afin d'apprécier l'évolution des échanges sous l'angle commercial, examinons les mutations récentes du commerce international, puis focalisons-nous sur les échanges bilatéraux entre les Etats-Unis et la Chine et, enfin, observons la tendance à la régionalisation des échanges.

- **Les mutations du commerce international** : 3 tendances au repli.

Une moindre croissance du commerce international :

Si la croissance des échanges avant 2008 était double de celle du PIB mondial, depuis lors, elle est juste en ligne.

Aujourd'hui, on mesure l'exposition accrue des sociétés à l'opinion publique mondiale dans la lutte contre le travail forcé et le respect de l'environnement.

Deuxième tendance, une diminution du nombre de travailleurs étrangers :

Suite à la crise de la Covid et aux fermetures, parfois prolongées des frontières, on a constaté dans beaucoup de pays asiatiques des départs d'expatriés, exemple en Australie, car le nombre de travailleurs étrangers est tombé de 500 000 à 90 000, exemple également à Singapour et à Hong Kong.

Troisième tendance, une multiplication des mesures de protection aux frontières ou d'incitations aux relocalisations :

Dans les pays développés, le thème de la réindustrialisation est prégnant. Il s'agit de recréer des emplois qualifiés pour des classes moyennes révoltées par la stagnation des salaires. Il s'agit aussi de lutter contre la désertification industrielle dans certaines régions. Il s'agit enfin de réduire la dépendance à l'étranger.

- **L'évolution du commerce entre les Etats-Unis et la Chine et les incidences** :

Les Etats-Unis s'efforcent de réduire leur dépendance à la Chine mais l'évolution est lente. Entre 1990 et 2015, la part de la Chine dans les exportations mondiales de produits manufacturés est passée, selon Gordon Hanson, de 2,8% à 18,5%.

Topique est l'ambivalence entre le discours politique et la réalité économique, entre les mesures Trump puis Biden et la croissance de 20% des échanges entre les Etats-Unis et la Chine entre 2019 et 2022.

En 2022, les échanges avec la Chine ont totalisé \$690 milliards, soit une hausse de 6.3% en 1 an en dépit de la tension entre les deux pays et en dépit des sanctions et le déficit américain a atteint plus de \$380 milliards, 13% du commerce extérieur américain. Les droits de douane ont apporté \$260 milliards de recettes au gouvernement fédéral.

Les importations américaines en provenance de Chine représentaient 22% du total en 2017 mais (encore) 16.5% en 2022. Après les sanctions, les importations des biens taxés à 25% ont baissé d'un cinquième, comme celles des biens taxés à 7.5%. En revanche, la part des produits non taxés en provenance de Chine a augmenté de 50% entre juillet 2018 et août 2022.

Les IDE (Investissements Directs à l'Etranger) américains vers la Chine+Hong Kong sont restés autour de 25% des investissements américains en Asie entre 2008 et 2021 mais ceux à destination de Singapour sont passés de 21% à 38%.

Et, pareillement, on observe une augmentation des achats aux autres pays asiatiques.

La récente décision américaine de bloquer les ventes de semiconducteurs à la Chine affecte particulièrement Yangtze Memory tech et Hua Hong Semiconductor et, selon **Roubini**, dans un monde sans cesse plus dépendant des semiconducteurs, la 3ème guerre mondiale a commencé en octobre avec cette décision américaine d'interdire les ventes de certaines « chips » à la Chine. En novembre, les importations chinoises de semiconducteurs ont diminué de 40% par rapport à l'année dernière de \$4 à \$2.3 milliards.

Dans le même temps, les Etats-Unis offrent des subventions à la production locale des composants électroniques, les importations en provenance du Mexique ont doublé depuis 2008 pour atteindre \$400 milliards, les achats au Vietnam sont passés de \$10 milliards en 2007 à \$120 milliards en 2022.

Entre 2017 et 2022, les importations en provenance du Vietnam ont augmenté de plus de 170%, celles en provenance de Taïwan de 120%, celles du Bangladesh et de la Thaïlande de 80% et celles de l'Indonésie comme de l'Inde, de 75%.

Ainsi, l'Asie hors Chine, c'est désormais 24.8% des importations contre un peu moins de 21% en 2017 quand l'Europe (27+ Grande Bretagne) est stable à 19%.

- ***La régionalisation des échanges*** : 2 exemples.

Les échanges entre la Russie et la Chine :

Entre 2014 et 2022, les échanges entre les deux pays sont passés de \$95 milliards à \$190 milliards et, pour la seule année 2022, ils ont cru de 30%. Sectoriellement, la Chine achète moins de produits agricoles aux Etats-Unis et davantage à la Russie.

Le rôle croissant des pays de l'ASEAN :

Les dix membres comptent 680 millions d'habitants, 3.5% du PIB mondial, et surtout 7.7% des exportations mondiales. On observe une hausse des IDE en Indonésie, en Malaisie et à Singapour.

Les pays de l'ASEAN profitent du recul de deux points des importations américaines en provenance de Chine. Une même réorientation est constatée avec le Japon. En 2012, 75% des importations textiles provenaient de Chine, aujourd'hui, 58%. Il y a là une raison politique et des coûts moindres au Bangladesh ou au Vietnam.

Sous l'angle industriel : 3 évolutions méritent d'être relevées.

Aujourd'hui, les Etats, les entreprises s'inquiètent, soupçonnent, supputent, subodorent des intentions cachées, redoutent, craignent un embargo sur les ventes de composants technologiques dans le cas chinois, sur l'approvisionnement en terres rares dans le cas occidental. Ainsi, chaque acteur infléchit sa stratégie.

Dans cet environnement, après avoir constaté l'universalité de la quête de la souveraineté, on analysera successivement l'évolution dans les pays développés et les pays émergents.

- ***La quête de souveraineté*** :

Le politique prend le dessus sur l'économique, la quête de souveraineté sur l'intégration commerciale. Selon les Nations Unies, plus de 100 pays ont récemment adopté des stratégies pour renforcer l'industrie, et, au sein du G7, beaucoup de pays misent sur la robotisation et l'intelligence artificielle et, globalement, les subventions sont passées de 0.6% du PIB en 2016 à 2% en 2020, soit \$1100 milliards.

Dans certains secteurs, certains pays ferment leurs frontières et s'exposent ainsi à des rétorsions dans d'autres secteurs. L'indépendance est le mot comme si chacun appréhendait un nouveau rideau de fer. Certains s'emploient à relocaliser des productions jugées sensibles. Et ainsi, dans la technologie, dans la production agricole, dans la santé, les discours chinois, américains ou européens, ont finalement une tonalité assez proche.

De tous les pays, les plus déterminés semblent les Américains car entre le plan de \$280 milliards pour relancer le secteur des semi-conducteurs, le plan de \$400 milliards IRA et le plan infrastructures de \$1200 milliards, près de \$2000 milliards devraient être investis ces dix prochaines années.

- ***L'évolution dans les pays développés*** :

Les pays Occidentaux préservent de nombreux avantages -des moyens financiers, des infrastructures de qualité, une main d'œuvre bien formée, une avance technologique- et ils représentent toujours le premier marché mondial de consommation.

Au sein des pays développés, les régions défavorisées ou en déclin devraient profiter d'investissements accrus dans les infrastructures.

La relocalisation et la régionalisation des échanges permettent de créer ou de renforcer des aires régionales attractives (personnel qualifié et infrastructures). Cela n'a rien d'immédiat mais l'U.E pourrait en bénéficier car elle étudie le lancement de nouvelles politiques communes.

La Commission européenne évalue à €350 milliards les besoins de financement d'ici 2030 pour promouvoir une industrie technologique de pointe dans l'U.E et, au regard des sommes disponibles, aurait besoin d'un solde de €100 milliards. Il s'agit notamment d'assouplir les aides d'Etat et les conditions d'octroi d'avantages fiscaux pour les technologies vertes. En discussion, un fonds souverain européen pour l'innovation qui, outre les énergies renouvelables, financerait les innovations de rupture, l'I.A, la robotique, les biotechs et l'informatique quantique.

On évoque ici des politiques industrielles mais gardons à l'esprit la dominante services dans les économies développées, autour de 70% du PIB. En d'autres termes, la réindustrialisation ne changera guère le taux de croissance économique potentiel car la part de l'industrie manufacturière en Europe est tombée de 18% du PIB à 15% entre 2000 et 2021 et figure autour de 10% dans les pays du Sud, France incluse, Italie exclue, et 20% dans les pays du Nord.

Les prix de l'énergie constituent une variable de compétitivité mais les secteurs sont diversement impactés. La chimie est d'évidence le secteur le plus touché par la hausse des prix de l'énergie et l'activité a baissé de 14% en 2022, les métaux, également, -7% et le papier, -6%. Reste que selon Allianz, globalement pour la production industrielle, l'énergie ne représente que 1.5% des coûts.

- ***L'évolution en Chine et dans les pays émergents :***

Dans les émergents, la tendance à la promotion de champions nationaux est similaire.

En Chine, dans l'automobile, les constructeurs étrangers, encore dominants il y a deux ans avec 60% des ventes, sont tombés à 43% en 2022 et, avec la promotion des voitures électriques, les constructeurs chinois vont étendre leur avantage car 8 voitures électriques sur 10 vendues en Chine sont chinoises.

Dans la distribution, les cosmétiques, les entreprises chinoises montent en gamme, la Chine fait de plus en plus jouer la préférence nationale. Les grandes marques internationales, H&M, Zara, Adidas, s'accrochent au marché chinois mais sont affectées.

L'Inde, à l'instar de la Chine, privilégie 14 secteurs et offre \$26 milliards d'aides pour attirer des investissements.

En conclusion, dans les politiques menées par les Etats, on discerne 3 tendances et 2 raisons de ne pas croire au protectionnisme :

- ***Trois tendances :***

D'une part, le ***souci de préserver l'indépendance nationale***, c'est-à-dire le contrôle, voire le blocage d'investisseurs étrangers, surtout s'ils sont chinois et destinés à prendre le contrôle de telle ou telle société technologique.

Ensuite, la ***décision de*** certains Etats, les Etats-Unis en premier lieu, de ***bloquer certaines exportations*** à destination de certains pays comme la Chine ou la Russie.

Enfin, parallèlement à ces politiques de relocalisation, on constate une ***chute du montant d'IDE***. Ceux-ci représentaient 5.3% du PIB mondial en 2007 mais seulement 2.3% en 2020.

- ***Deux raisons de ne pas croire au protectionnisme :***

Certes le libre-échange, contrairement au credo, ne garantit pas contre le risque de guerre, exemple 1914, époque d'une vaste ouverture des pays, et ne saurait être invoqué en argument d'une lutte contre le protectionnisme mais on retiendra :

L'évidence du libre-échange : observation de bon sens, les pays les plus riches en termes de PIB/habitant, Suisse, Singapour, Pays-Bas... sont aussi les plus ouverts sur le monde.

Le faux procès à la mondialisation : la grande majorité des emplois industriels perdus dans les pays occidentaux résulte des progrès de la technologie et non de la mondialisation. Selon McKinsey, seulement 20% des 5,8m d'emplois manufacturiers américains supprimés entre 2000 et 2010 résulteraient de la délocalisation.

Genève, le 13 février 2023

Bruno Desgardins

Bruno Desgardins
CIO
Switzerland



SingAlliance Pte Ltd

20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA

16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@singalliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd

Unit 904-907, 9/F Dah Sing Financial Centre
248 Queen's Road East
Wanchai, Hong Kong
T: +852 2639 3659
E: info.hongkong@singalliance.com

**SingAlliance Pte Ltd
(DIFC Representative Office)**

The Gate, Level 13 East, Office 10, DIFC
PO Box 121208 Dubai, UAE
T: +971 (0) 4 401 9158
E: info.dubai@singalliance.com



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 peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.