

Lettre n°74

Les pressions protectionnistes et le risque pour les valorisations boursières (2).

« *Rien ne peut sortir de rien* » *Shakespeare*, Le roi Lear, acte1, sc2.

La question est de savoir si les entreprises pourront s'abstraire, se soustraire, ignorer la politique, les pressions de la société civile ? L'exemple russe est intéressant. Quitter la Russie est facile mais, contrairement aux annonces, peu d'entreprises l'ont fait, quitter la Chine est difficile et beaucoup s'implantent toujours.

Pour comprendre pourquoi on devrait finalement échapper au protectionnisme et à ses méfaits sur les marges et les valorisations boursières on retiendra deux angles d'approche, économique et sociétés.

Deux idées donc, d'une part la résistance des firmes, d'autre part le sentiment que l'Occident a tout à gagner à persister dans un libre-échange contrôlé, mâtiné de garde-fous.

Sous l'angle des firmes :

Des pressions diverses sont constatées à l'encontre des firmes multinationales, qu'il s'agisse de leurs lieux d'implantation ou du respect de l'environnement. Mais les liens noués ces trente dernières années seront malaisés à dénouer. Les relocalisations représentent une thématique porteuse pour les gouvernements mais, pour les entreprises, une stratégie difficile à mettre en œuvre.

- *Quatre exemples d'imbrications :*

L'exemple américain : la déglobalisation sera lente car la Chine est à la fois le premier client, 18% des exportations américaines, et le premier fournisseur des Etats-Unis et car les imbrications au niveau des firmes sont denses.

L'exemple japonais : les entreprises japonaises ne peuvent se passer de commercer avec la Chine. En 2021, un quart des importations japonaises provenaient de Chine et 22% des exportations japonaises prenaient la destination de la Chine.

En Europe, l'exemple allemand est identique : la Chine demeure le premier partenaire commercial. Malgré les tensions, la croissance des échanges a été de 20% en 2022 sur un an et le déficit commercial allemand a atteint un record, à €85 milliards.

L'exemple russe : on a parlé des retraits de Renault, Shell, McDonald's, mais, selon une étude de l'IMD, près d'un an après le début du conflit, moins de 10% des entreprises occidentales ont quitté le territoire, parfois, faute d'acheteurs ou à cause d'un blocage des autorités russes. Et, les sociétés parties les premières seraient en fait les moins rentables.

- *Trois voies possibles de relocalisation :*

La diversification : il n'y a pas déglobalisation des sociétés mais recours à des palliatifs, la diversification du nombre de fournisseurs d'une part, l'augmentation des stocks de précaution d'autre part.

L'intégration verticale des firmes : elle pourrait revenir en vogue, donc la sous-traitance sur des composants essentiels pourrait diminuer. C'est un peu le modèle Tesla.

L'implication de l'Etat : l'Etat actionnaire va également redevenir d'actualité dans des secteurs jugés stratégiques, comme l'énergie, exemple avec la nationalisation d'EDF en France.

- **Les limites aux relocalisations :**

Aucune grande puissance ne sera jamais autosuffisante ou alors à un coût très élevé. La diversification des sources d'approvisionnement doit donc primer la relocalisation.

L'idée de relocalisations, exemple des médicaments en France, ne rencontre pas beaucoup d'enthousiasme car les prix de vente des médicaments, sous l'influence de la sécurité sociale, sont jugés peu attractifs et les impôts de production trop élevés. Beaucoup de groupes préfèrent produire les génériques en Inde, leader mondial, devant la Chine, avec 20% du marché.

A mi-chemin entre les délocalisations vers la Chine et les relocalisations des unités de production dans le pays de consommation, on observe les relocalisations régionales. Ainsi en est-il des Etats-Unis. La Chine ne représente plus que 16.5% des importations américaines contre 21% en 2016 et, dans le même temps, les importations en provenance du Mexique sont passées de 13 à 14%, comme celles en provenance du Canada.

Les contre-exemples sont nombreux et on se contentera ci-dessous d'en relever 4 :

Samsung a fermé ses usines en Chine en 2019 mais tel n'est pas le cas d'Apple. La firme opère avec des sociétés chinoises, Luxshare, Goertek et Wingtech et bien sûr avec la société taïwanaise, Foxconn. Apple en Chine fait travailler 1.5 million de personnes et la délocalisation n'est pas si aisée. Au Vietnam, Apple devrait réaliser la moitié de ses AirPods d'ici 2025 et 20% de ses iPads mais si les salaires sont au moins 50% plus faibles la qualité n'est pas la même. En Inde, sont réalisés 15% de la production mondiale d'iPhones mais ce sont les modèles bas de gamme car le pays pêche par l'insuffisance de ses infrastructures et la qualité de la main-d'œuvre n'est pas celle de la Chine.

Deuxième exemple, Exxon, puisque la société envisage un investissement de \$10 milliards dans une province chinoise, le Guangdong.

Troisième exemple, le chinois Haier car il renforce ses capacités de production en Europe dans l'électroménager.

Enfin, CATL, le numéro 1 mondial des batteries électriques, va réaliser un investissement de \$3,5 milliards aux Etats-Unis en Virginie avec Ford pour la réalisation d'une usine avec transferts de technologie.

En d'autres termes, à tort ou à raison, pour ces firmes multinationales, la recherche des bénéfices et l'opportunisme priment les considérations politiques.

Sous l'angle économique :

Beaucoup de gouvernements occidentaux prêchent en faveur d'un certain protectionnisme mais à tort, comme on peut le voir dans le premier point ci-dessous puis à travers trois exemples sectoriels.

- **Avantage pour les économies de marché par rapport aux économies administrées :**

Le credo, injustifié, de l'efficacité des régimes autoritaires et le préjugé de leur supposée capacité à voir loin, ont été écornés par les crises récentes, Covid et Ukraine.

A l'inverse, l'Etat de droit offre un cadre favorable à l'innovation, l'économie de marché a su en peu de temps combler les pénuries et la mise au point de vaccins efficaces a eu lieu aux Etats-Unis, non en Chine. Tout ceci, les démocraties, même si elles sont imparfaites, savent le réaliser.

De même, grâce à la flexibilité du capitalisme, les pénuries ont pu rapidement être résorbées. Exemple, dans les transports, il y a eu hausse de l'offre de bateaux et les cours du fret entre Shanghai et Los Angeles ou entre la Chine et l'Europe sont retombés au niveau de 2019.

Les économies occidentales feraient fausse route en cédant à la frilosité du repli.

- ***L'évolution dans les semiconducteurs :***

Dans l'industrie des semiconducteurs, perçue comme stratégique par tous les Etats, les grands pays, ces sept prochaines années, ont programmé \$380 milliards d'incitations et, aux Etats-Unis, le seul « Chips Act » prévoit \$55 milliards.

Ancien premier producteur mondial de semi-conducteurs dans les années 80, le Japon, aujourd'hui 17% du marché mondial, entend retrouver une prééminence dans les puces de 2 nanomètres et il veut aussi inciter ses sociétés à quitter la Chine pour se réinstaller localement.

Au total, beaucoup de subventions susceptibles d'altérer l'allocation optimale du capital dans le monde, de renchérir les productions et de provoquer des surcapacités dans ce secteur. TSMC estime ainsi un coût de production dans sa future usine américaine 50% supérieur au coût à Taïwan.

- ***L'évolution dans les batteries :***

Autre secteur d'élection pour des subventions destinées à attirer les investisseurs, les batteries électriques, un secteur dominé par les Chinois avec 6 des 10 premiers groupes mondiaux, près de 80% de la production mondiale et leurs deux grands acteurs, CATL (37% du marché mondial) et BYD (13% du marché mondial).

L'Asie, ces dernières années, a drainé 80% des investissements, l'Europe 13%, les Etats-Unis 5% mais cela va évoluer avec la mise en œuvre de l'IRA aux Etats-Unis.

Aux Etats-Unis, dans le cadre de l'IRA, si la moitié des composants de la batterie sont produits en Amérique du Nord, l'acheteur d'un véhicule électrique bénéficie de \$7500 de subvention. Exemple de collaboration entre les Etats-Unis et la Chine, en dépit des tensions politiques, l'annonce d'un partenariat Ford-Catl, le chinois numéro 1 mondial des batteries pour la construction d'une usine de batteries en Virginie de \$3.5 milliards.

En Europe, la dépendance à la Chine est patente. CATL a installé une usine en Allemagne et investit près de €2 milliards, en attendant un investissement de €7 milliards en Hongrie.

- ***L'évolution dans les énergies renouvelables :***

Tous les grands pays – Etats-Unis, Japon, Chine, Inde- lancent des plans substantiels d'aides au développement des énergies renouvelables.

La Chine, ces dix dernières années, au moyen de subventions a permis la fabrication d'entreprises parmi les leaders mondiaux dans l'éolien comme dans les panneaux solaires.

Aux Etats-Unis, dans le cadre du nouveau plan, les investissements dans le solaire et dans l'éolien, s'ils intègrent au moins 50% de composants américains, acier, fer..., bénéficieront de subventions.

Coincés entre les Etats-Unis et la Chine, les Européens réfléchissent à une réaction adaptée. Porter plainte contre les subventions à l'OMC prendrait des années et ne serait sans doute pas la voie idéale. Établir un plan similaire au plan américain serait une option mais se pose encore la question du financement, des fonds propres communautaires ou une émission de dettes qui effraie les Hollandais et les Allemands. Une autre possibilité serait pour les Américains d'offrir à leurs alliés un accès au marché américain en contrepartie de positions alignées à l'encontre de la Chine.

L'indépendance énergétique gagnera en substance avec le développement des énergies renouvelables. Les déséquilibres commerciaux de pays comme les Etats-Unis seront réduits et les flux entre pays producteurs et consommateurs finiront par diminuer.

Dans le même temps, si la Chine reste l'incontestable leader dans les énergies renouvelables, elle perd peu à peu son rôle d'atelier du monde au profit de pays comme le Vietnam, le Bangladesh et l'Inde.

En conclusion, « Nous avons vécu dans la crainte, nous allons vivre dans l'espérance ». Tristan Bernard.

3 raisons d'optimisme, trois raisons de penser possible un évitement du protectionnisme nocif pour les valorisations des entreprises :

- **L'éventuel faux pas du protectionnisme :**

L'Occident ne peut pas et ne va pas abandonner à la Chine des zones économiques à haut potentiel de croissance. Pour prendre un exemple, l'Occident ne pourra convaincre les pays d'Asie du Sud-Est de renoncer à commercer avec la Chine mais ne doit pas se priver de commercer avec eux.

L'Occident ne peut se passer des terres rares ou du lithium dont la Chine raffine plus de 50% de la production mondiale.

- **La fausse solution des relocalisations :**

Certes, la recherche des pays offrant les salaires les plus bas ou les conditions de travail les plus souples n'est plus la voie d'avenir des multinationales. Certes, dans l'hypothèse de relocalisation, l'assistance de l'I.A et de la robotique permettront de tempérer l'érosion des marges, mais si les divers plans de relocalisation ont leur séduction, il faut prendre garde à ne pas renchérir les produits, à ne pas se priver des économies d'échelle et à ne pas fracturer l'alliance occidentale par des mesures protectionnistes.

- **La résistance des multinationales :**

Les multinationales réalisent les deux tiers des échanges internationaux et elles ne veulent pas renoncer à des marchés porteurs, le marché chinois notamment car le pays achète 50% de la plupart des métaux, un tiers des biens de luxe, 30% des semi-conducteurs et 20% du pétrole. Mais, c'est vrai également des pays Occidentaux et de tous les pays.

En résumé, il est plus approprié de parler de diversification des approvisionnements pour les entreprises que de relocalisation et les marchés boursiers ne devraient pas être à risque. Tant mieux, car, selon le FMI, le protectionnisme pourrait coûter sept points à la croissance mondiale, un mauvais signal au moment où les Etats doivent investir davantage dans la transition énergétique et les équipements militaires.

Genève, le 17 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.