

## Lettre n°87

### **Les gagnants et les perdants de la réindustrialisation.**

*« Je préférerais que la finance soit moins fière et l'industrie plus prospère » Churchill.*

Ce mot de Churchill en 1925, il y a près de cent ans, résume bien le climat actuel car beaucoup d'Etats voudraient leur industrie plus prospère. Cette industrie, un peu sacrifiée, disons-le, à la fin du XXème siècle revient en force dans les discours politiques et les initiatives économiques ; on peut ainsi parler de réindustrialisation.

#### *- De la mondialisation...*

A la fin des années 1990, on a assisté à un mouvement de désindustrialisation dans les pays développés, une fermeture de nombreux sites industriels, une délocalisation des usines vers les pays émergents à bas coûts, spécialement la Chine. L'idée, alors défendue par certains, était de garder les centres de recherche, les emplois dits à valeur ajoutée dans les pays occidentaux, d'optimiser les coûts de production et d'accéder à des nouveaux marchés porteurs de croissance.

La globalisation a permis d'abaisser le nombre de pauvres dans le monde de 1,8 milliard en 1990 à 650 millions en 2018.

Plus spécifiquement, ce mouvement de globalisation a permis à plusieurs centaines de millions de Chinois de sortir de la pauvreté, à l'économie chinoise d'enregistrer une croissance annuelle moyenne supérieure à 10% et à des sociétés chinoises d'acquérir la technologie occidentale pour former des groupes aujourd'hui, souvent leaders mondiaux ou à tout le moins des compétiteurs redoutables.

L'envers de la médaille a été un appauvrissement relatif des classes moyennes dans les pays développés, une stagnation de leurs salaires, des difficultés de reconversion, une désertification de certains vieux bassins industriels et, dans ces mêmes pays, une fragilisation de la démocratie, avec une montée du populisme.

#### *- ...Aux relocalisations*

Depuis quelques années, dans les pays développés, on assiste à un mouvement symétrique, un retour de balancier, une montée du protectionnisme, une multiplication des incitations étatiques au rapatriement d'activités jugées stratégiques ou au développement d'industries porteuses d'avenir.

Devant cette évolution fondamentale, l'investisseur en bourse doit se poser la question des gagnants et des perdants. Quels pays ? Quels secteurs ? Quelles entreprises ?

Dans cette lettre 87, on verra qu'une poignée de pays développés vont être les bénéficiaires de la réindustrialisation et quelques pays émergents, comme le Vietnam, le Mexique, le Bangladesh, également l'Inde, vont profiter d'un mouvement de relocalisations. Tout cela sera au détriment de la Chine dont la croissance structurelle est, dans le même temps, impactée par la diminution de la population et le ralentissement des gains de productivité et dont la croissance conjoncturelle est pénalisée par la crise immobilière et le niveau élevé de l'endettement.

## **Avantages aux pays les plus riches :**

Non seulement, les grands pays s'ingénient à récupérer des recettes fiscales en imposant désormais les GAFAM mais encore ils multiplient les plans, démultiplient leurs efforts pour accroître la compétitivité, l'attractivité de leurs territoires. À ce jeu, les plus riches, dans l'ordre, les Etats-Unis, le Japon, l'Allemagne, la France seront les gagnants car leur capacité financière à subventionner, à inciter des grandes multinationales à venir implanter des sites de production est sans commune mesure avec les petits pays.

### ***Etats-Unis :***

Les Etats-Unis -fâchés de la perte de plus de 5 millions d'emploi dans l'industrie ces 30 dernières années, même si les gains de productivité expliquent l'essentiel de ces pertes et si à la concurrence chinoise ne peuvent être imputés qu'1/6<sup>ème</sup> de la perte de ces emplois- entendent relancer leurs bassins industriels.

En 2018, Donald Trump a imposé des droits de douane à 25% sur un certain nombre d'importations chinoises, en 2019 la liste des produits sanctionnés a été élargie et Biden en 2022 a étendu les sanctions aux opérateurs téléphoniques chinois, sans omettre d'imposer des restrictions aux investissements directs des entreprises américaines en Chine dans certaines technologies sensibles.

Les Etats-Unis n'entendent pas se contenter de déposer le plus grand nombre de brevets dans le monde, d'afficher un budget de recherche élevé, 3,5% du PIB, d'offrir les marchés financiers les plus liquides pour irriguer les nombreuses start-ups, ils veulent rénover leurs infrastructures, accélérer la transition énergétique, renforcer leur position concurrentielle dans les semi-conducteurs.

A chacune de ces thématiques, Biden a répondu avec des plans en mettant des moyens financiers très substantiels à la disposition des entreprises.

Le plan infrastructures représente \$1200 milliards, le Chips Act pour les semi-conducteurs offre \$50 milliards de subventions, le plan pour la transition énergétique, IRA, en propose \$370 milliards. L'ensemble représente le plus ambitieux programme impulsé par l'état depuis Franklin Roosevelt.

Les subventions et les incitations fiscales s'imposent car les coûts de production sont plus élevés que dans beaucoup d'autres pays. Le Taïwanais TSMC accepte d'investir en Arizona mais il a fallu compenser des coûts de production 50% supérieurs aux coûts à Taïwan. On pourrait multiplier les exemples dans ce sens.

On appréciera dans quelques années le résultat mais, en attendant, en 2022, le déficit commercial des Etats-Unis avec la Chine atteignait \$380 milliards.

### ***Japon :***

Le pays a un plan de \$150 milliards pour la promotion des technologies vertes. De même, le Japon a de grandes ambitions pour retrouver la prééminence perdue dans les semi-conducteurs et il entend ainsi inciter les sociétés japonaises à quitter la Chine pour se réinstaller localement.

### ***Europe :***

Selon la Commission européenne, €740 milliards d'aides d'Etat depuis mars 2022 ont été annoncées dont 48% accordées par l'Allemagne, 22% par la France et seulement 7% l'Italie.

L'Allemagne a annoncé un plan de €7 milliards d'aides fiscales pour relancer l'économie et soutenir la modernisation. Sur 4 ans le plan offrira €32 milliards d'allègements fiscaux. Ces mesures se conjuguent avec un plan de €200 milliards, récemment augmenté, pour aider l'industrie.

La France n'est pas en reste et a adopté un plan de €100 milliards d'ici 2030 pour aider l'industrie.

Autant d'avantages que les petits pays ne sont pas susceptibles d'offrir. Autant de distorsions de concurrence. Autant de gages d'un retour à la compétitivité de l'Allemagne et de la France sur la scène internationale.

- L'exemple des semi-conducteurs :

Dans les seuls semi-conducteurs, près de €100 milliards de projets ont été recensés en Europe ces derniers mois, utilisant ainsi une partie du Chips Act européen doté de €43 milliards. L'objectif est de doubler à 20% la part de marché mondiale européenne dans les semi-conducteurs.

L'Allemagne, forte de sa puissance, a offert €5 milliards de subventions à TSMC pour l'installation d'une usine en Saxe de €10 milliards. Un mois avant, l'Allemagne avait signé avec Intel pour l'installation de deux usines de semi-conducteurs spécialisées dans des puces perfectionnées de moins de 2 nm et un montant de €30 milliards.

La France a obtenu de ST Micro un investissement de €7,5 milliards avec €2,9 milliards de subventions. Parallèlement aux puces, les projets dans les batteries sont multiples et les subventions des Etats, principalement Allemagne, Royaume-Uni, Hongrie, Espagne et France rivalisent pour attirer les investisseurs.

Autant de subventions, autant de risques de surcapacités mais, dans l'intervalle, autant d'aides critiquées par les pays pauvres.

- L'exemple du marché automobile :

Le secteur automobile européen est un secteur clé. Il a besoin de composants chinois mais c'est le plus important secteur industriel de l'UE avec 6% des emplois.

Longtemps, les autorités européennes ont été accusées de faire preuve d'angélisme ou tout au moins de ne garder l'œil que sur la concurrence, le libre accès du marché européen sans considérer les mesures d'aides dont pouvaient bénéficier les rivaux internationaux des entreprises européennes.

Les constructeurs automobiles européens, à l'heure de la priorité fixée pour le développement des voitures électriques, s'inquiètent de la concurrence chinoise.

Actuellement, les Européens paient des droits de douane de 25% pour entrer en Chine et les Chinois de 10% pour entrer en Europe et de 27.5% pour accéder au marché américain.

La percée automobile chinoise sur les marchés internationaux est fulgurante. Elle est le fruit d'années d'efforts pour gagner en compétitivité, elle résulte de multiples subventions accordées par le gouvernement chinois aux autorités locales pour l'achat de véhicules électriques, elle est une des conséquences de l'obligation faite aux constructeurs automobiles chinois d'équiper leurs véhicules avec des batteries fabriquées en Chine.

Les chiffres sont éclairants : en 2021, la Chine importait deux fois plus d'automobiles qu'elle n'en exportait, en 2023, elle est devenue la première exportatrice devant le Japon avec \$35 milliards de ventes contre \$21 milliards d'importations. Sur le marché chinois, BYD, constructeur chinois, est désormais le 1<sup>er</sup> devant VW.

La domination des entreprises chinoises est telle aujourd'hui dans les batteries électriques, près de 80% du marché mondial avec 6 des 10 premiers groupes mondiaux, CATL, le premier avec 37% du marché mondial, BYD, avec 13% du marché qu'on ne voit d'autres solutions qu'une implantation d'usines chinoises en Europe.

- L'exemple des énergies renouvelables :

Le Net Zero Industry Act européen entend aider et simplifier le développement des technologies vertes. Il vise un doublement d'ici 2030 de la part des énergies renouvelables dans la consommation européenne pour atteindre au moins 42%.

La situation est assez comparable à celle des batteries électriques, la domination des acteurs chinois est similaire. Au fil des années, à coups de subventions, les groupes chinois sont devenus très compétitifs et beaucoup d'entreprises européennes ont disparu. C'est vrai dans l'éolien comme pour les panneaux solaires.

## **Handicaps pour les petits pays et la Chine :**

### ***Les petits pays, pénalisés :***

Le mot petit pays n'a pas ici de caractère péjoratif. Il fait simplement écho à la capacité financière, à la taille du marché, éventuellement à la localisation géographique.

Depuis plusieurs décennies, des petits pays ont pu, à l'instar de l'Irlande, offrir une attractivité fiscale, accueillir le siège régional de nombreuses multinationales et bénéficier d'une croissance et d'une prospérité élevée. Comme on l'a déjà analysé dans une lettre précédente l'harmonisation fiscale recherchée au niveau mondial et facilitée par la mise en œuvre d'un taux d'impôt minimum change la donne.

A cela s'ajoutent aujourd'hui les enjeux liés à la réindustrialisation. Les petits pays sont les perdants car ils ne peuvent verser suffisamment de subventions pour attirer des gros projets industriels.

### ***Les obstacles à la pénétration chinoise :***

Les autorités chinoises ne s'y trompent pas et se fâchent contre la multiplication des mesures compliquant, restreignant, voire fermant l'accès au grand marchés occidentaux.

- Obstacles apposés par les Etats-Unis :

Il y a d'abord eu les sanctions américaines initiées par Donald Trump, maintenues et même renforcées par Biden.

Bilan, sur les 6 premiers mois de l'année, la Chine a représenté 13% des importations américaines contre 21,6% en 2017. Le commerce a néanmoins été développé avec les pays d'Asie du Sud-Est.

- Obstacles apposés par l'Europe :

Il y a maintenant l'éveil de la conscience européenne, une approche beaucoup plus coordonnée des pays membres et dans de nombreux secteurs l'étude ou l'annonce de mesures de protection. Dernier exemple en date, l'industrie automobile.

Dans le même temps, l'Italie devrait sortir des Routes de la soie. Les investissements chinois en Italie avaient été de 650 millions en 2019 mais ils sont tombés à 20 millions en 2020 et 33 millions en 2021.

### ***Les mesures de rétorsion :***

2e puissance mondiale, premier exportateur avec une part de marché de 18%, la Chine n'est pas démunie et dispose de nombreux leviers pour contrecarrer des initiatives occidentales.

- L'attractivité de son marché :

Apple réalise 20% de ses ventes en Chine, BMW un tiers, Volkswagen près de 40%, ... On pourrait multiplier les exemples de sociétés pour lesquelles le marché chinois est une composante essentielle du développement.

Même si la croissance envisagée du PIB n'est plus de 10% par an mais 3%, cela reste souvent enviable pour des multinationales confrontées à la stagnation de la croissance au Japon ou à la faible croissance des pays européens. Le marché chinois, même si la population est déclinante, compte 1,4 milliard de consommateurs.

Les Chinois n'hésitent pas à agiter le drapeau d'une fermeture de leur marché. Incontestablement, les multinationales occidentales citées ci-avant subiraient une perte substantielle de la valorisation boursière si les relations devaient s'envenimer.

Les Chinois n'hésitent pas à assurer la promotion de groupes locaux pour concurrencer les Occidentaux.

- L'arsenal potentiel des mesures de rétorsion :

La Chine produit 50%, voire dans certains cas 80% des terres rares, métaux indispensables pour la fabrication de semi-conducteurs. Certes, des mines existent dans les pays occidentaux mais leur mise en production pose des problèmes écologiques, nécessite souvent beaucoup d'eau et ne peut se faire rapidement.

La Chine est également un sous-traitant, un fournisseur de composants indispensables pour beaucoup de sociétés occidentales. Le premier pays fournisseur de l'Allemagne est ainsi la Chine, 200 milliards d'euros chaque année. Beaucoup de composants électriques, d'équipements téléphoniques et de biens électroniques...

Les Chinois, fâchés contre les sanctions américaines, n'hésitent pas à bloquer des opérations de rapprochement, récemment le rachat par Intel de Tower Semiconductor pour \$5,2 milliards.

**Conclusion :** « *Aide toi, le ciel t'aidera* » *La Fontaine dans Le Chartier embourbé.*

La dernière phrase de cette fameuse fable de La Fontaine résume le credo des pays Occidentaux avec l'industrie : beaucoup d'aides versées à des entreprises pour les inciter à se relocaliser, à ouvrir des usines pour créer une dynamique à même d'élever la croissance potentielle. Mais retenons 9 points de conclusion pour nuancer cette maxime :

- ***La réindustrialisation est une ambition louable mais aucune grande puissance ne sera jamais autosuffisante*** ou alors à un coût très élevé. Les développements de la robotique et de l'intelligence artificielle vont tempérer le handicap des coûts salariaux mais, souvent, la diversification des sources d'approvisionnement devra être privilégiée aux relocalisations.
- ***La réindustrialisation recouvre une ambition politique, financièrement, parfois difficile à réaliser pour les firmes.*** Les subventions, les incitations fiscales sont un moyen de concilier l'objectif des Etats et les contraintes des sociétés mais, comme le souligne moult rapports, c'est parfois au détriment d'une allocation optimale des capitaux et la croissance de l'économie mondiale peut en être pénalisée. Dans beaucoup de pays, la qualité de la main-d'œuvre ou la qualité des infrastructures sont très inférieures à celles de la Chine.
- ***L'erreur occidentale aura été d'accepter la Chine à l'OMC en 2001 sans interdire les subventions publiques*** aux entreprises et sans avoir exigé l'ouverture des marchés publics chinois aux entreprises occidentales. En 1990, la Chine réalisait moins de 3% des exportations mondiales, aujourd'hui 18%. Depuis 2001, la Chine a pu constituer des leaders mondiaux dans de nombreux secteurs et tuer la concurrence de nombreuses entreprises industrielles occidentales.
- ***Le ralentissement de la croissance du commerce international date de 2012*** car, concomitamment au ralentissement structurel de la croissance mondiale, il y a une augmentation des barrières commerciales. Le FMI en comptait 273 en 2010 mais 2800 en 2022. Si la croissance des échanges avant 2008 était double de celle du PIB mondial, depuis lors elle est juste en ligne. Si les échanges internationaux, en pourcentage du PIB mondial, étaient passés de 31% en 1975 à 61% en 2008, ils sont retombés à 57% du PIB mondial en 2021.
- ***La réindustrialisation dans les pays développés va nuire aux pays émergents*** et donc aggraver les écarts de richesse au profit de l'Occident.
- ***Il n'y a pas nécessairement un alignement entre les objectifs politiques des Etats d'être moins dépendants de la Chine et les intérêts stratégiques des firmes*** multinationales désireuses de préserver un accès au marché chinois. Tesla est très heureux de produire la moitié de ses véhicules en Chine et Airbus d'installer une 2e ligne d'assemblage dans ce pays.
- ***Les droits de douane sont « in fine » supportés par le consommateur*** dont le pouvoir d'achat est ainsi amputé. N'oublions jamais de le rappeler.

- **Les tensions politiques actuelles entre la Chine et les Etats-Unis sont malaisées à gérer économiquement** car les firmes américaines sont très présentes en Chine, beaucoup de sociétés chinoises sont cotées au Nasdaq, et la Chine est le premier client et le premier fournisseur des Etats-Unis puisque les échanges entre les 2 pays dépassent 700 milliards de dollars. Rien à voir avec le temps de la Guerre froide. A l'époque, les tensions entre les Etats-Unis et l'URSS avaient un faible retentissement économique car les relations commerciales entre les deux pays étaient faibles.
- **Les liens sont moins distendus qu'escompté entre Américains et Chinois.** Les Américains achètent davantage au Mexique et au Vietnam et moins à la Chine mais ces pays commercent davantage avec la Chine et les entreprises chinoises ont beaucoup investi dans ces pays.

Certes, les difficultés économiques de la Chine résultent en partie des sanctions américaines mais le raidissement idéologique de Xi, la priorité donnée à l'ordre par rapport à la croissance économique, le primat conféré aux entreprises publiques, les mesures contre les entrepreneurs de la tech sont autant de causes du ralentissement.

Genève, le 21 septembre 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.