

Lettre n°139

Les accords commerciaux de Trump, un premier bilan Trump abusif avec ses alliés et abusé par les autocrates.

« *La fin est dans le commencement et cependant on continue* » Beckett.

La politique tarifaire n'a guère de sens, elle sera peut-être invalidée par la Cour suprême et, déjà Trump envisage des mesures compensatoires mais, comme disait Hamm dans la pièce de Beckett, « Fin de partie », il continue.

Avant de dresser un bilan, 4 remarques liminaires :

1. Les tarifs douaniers aux États-Unis sont au plus haut depuis les années 30 : à l'époque, la loi Smoot-Hawley avait imposé des tarifs jusqu'à 50% et l'économie mondiale était en récession. Beaucoup de pays avaient réagi aux tarifs américains et multiplié les dévaluations. Bilan, le volume du commerce international avait fondu de 60% en 3 ans et beaucoup de pays étaient en récession. Rien de tel aujourd'hui, car hormis la Chine, les pays ne répliquent pas aux tarifs américains.

2. Une mutation de l'ordre international est à l'œuvre : dans le monde d'après-guerre, les États-Unis protégeaient leurs alliés mais en contrepartie, ceux-ci utilisaient le dollar, investissaient aux États-Unis, achetaient du matériel militaire américain. Aujourd'hui, non seulement, la protection américaine n'est plus assurée mais Trump exige des investissements très importants sur le sol américain et il essaie de saper les démocraties en soutenant des partis d'extrême droite.

3. Un recul des IDE, investissements directs de l'étranger, est constaté : selon l'ONU, déjà en 2024, il y a eu un recul de 11% des IDE à \$1500 milliards, illustration d'une moindre dynamique de mondialisation. Les États-Unis restent la première destination avec une hausse de 20% et \$280 milliards (l'effet du plan Biden IRA), l'Europe est en recul à \$220 milliards. La Chine recule, à nouveau, de 29% avec seulement \$116 milliards.

4. Mais le commerce international n'a jamais représenté un pourcentage aussi élevé du PIB mondial : 30% contre 12% en 1970, dont 7% pour les matières agricoles, 16% pour les biens manufacturés, 7% pour les services. En 1970, c'était 4% pour les matières premières, 5% pour les produits manufacturés et 3% pour les services. Les flux chinois vers les États-Unis diminuent mais les autres routes commerciales se développent.

Pour réaliser ce premier bilan des droits de douane, 3 aspects à considérer : les incidences sur l'économie américaine, les incidences sur les relations avec les pays alliés, les incidences sur les relations avec la Chine.

Incidences des droits de douane sur l'économie américaine :

Au regard de la période 1945-2010, une période de libéralisation des échanges, d'abaissement des droits de douane et de croissance forte, une ère s'ouvre et pose au moins 5 questions : quelle sera l'ampleur de l'inflation aux États-Unis générée par ces tarifs ? Le déficit commercial américain sera-t-il réduit ? La récession sera-elle évitée ? Quel sera l'impact sur les revenus des consommateurs américains ? Quelle sera l'ampleur d'éventuelles relocalisations aux États-Unis ?

Avec la mise en œuvre de sa politique tarifaire, Trump poursuit un objectif de réindustrialisation et un objectif de réduction du déficit budgétaire. Mais est-ce réaliste ?

- ***Incidences sur le déficit budgétaire*** : l'incohérence.

A en croire les conseillers de Trump, les droits de douane devraient rapporter \$300 milliards/an, empêcher un dérapage du déficit budgétaire au-delà de 6% même si Trump avec son BBB Act a réduit les recettes. Mais on peut en douter car Trump, inquiet d'un ralentissement de la croissance, envisage de donner \$2000 à chaque américain, coût \$600 milliards, ou à tout le moins aux pauvres et à la classe moyenne. Les reversions seraient supérieures aux recettes tarifaires et le déficit serait aggravé.

- ***Incidences sur la réindustrialisation*** :

Les taxes ne suffiront pas à justifier des relocalisations aux Etats-Unis. Dans quelle mesure les Japonais investiront-ils \$550 milliards aux États-Unis et les Européens \$600 milliards ? L'engagement est flou car il a été pris par des gouvernements et il devrait être réalisé par des sociétés privées.

Ces dernières décennies, le poids des Etats-Unis dans la production industrielle mondiale a reculé. Il est aujourd'hui de 15% contre 30% pour la Chine et on peut douter d'une réindustrialisation comme on peut douter de créations d'emplois dans un contexte d'automatisation des chaînes de production. L'excédent commercial manufacturier de la Chine atteint \$1900 milliards, les Etats-Unis sont en déficit chronique.

L'emploi manufacturier, c'était 22% de l'emploi en 1979, c'est aujourd'hui 9% mais on ne reviendra pas en arrière. Le salaire moyen américain est 15 à 16 fois plus élevé qu'au Vietnam et 10 à 11 fois plus élevé qu'au Mexique. De surcroît, les Etats-Unis manquent de main d'œuvre. Beaucoup d'offres d'emplois ne sont pas pourvues et le renvoi des migrants, déjà 100 000 sur les six premiers mois, aggrave la pénurie.

La première expérience Trump de majoration des tarifs sur l'acier en 2017 n'a, selon les travaux de l'université de Californie, créé que 1000 emplois dans ce secteur mais a provoqué la destruction de 75000 emplois dans des secteurs utilisant l'acier plus onéreux.

- ***Incidences sur la consommation et la croissance*** :

La question essentielle est de savoir qui va payer les droits de douane ? Les consommateurs américains, les entreprises américaines ou les exportateurs étrangers ? D'après de nombreuses estimations, plus de la moitié de la charge sera supportée par les consommateurs, près d'un quart par les entreprises et un pourcentage faible par les sociétés étrangères.

Au début de la hausse des droits, les entreprises n'ont pas répercuté les tarifs car elles avaient préalablement constitué des stocks mais au fil des mois, les tarifs vont être répercutés sur les consommateurs et cela devrait ralentir la croissance.

La consommation au 2^{ème} trimestre a substantiellement ralenti à 1.4%. Il en va de même de la croissance du PIB, 1.2% au 1^{er} semestre, une croissance divisée par 2 par rapport à l'année dernière. Et l'inflation américaine est à 3% core quand elle ne dépasse guère 2% en Europe.

Bilan de la tarification à 50% du bœuf brésilien, une hausse de 15% du prix du bœuf haché et des consommateurs furieux contre Trump. Afin de compenser, il a décidé d'abaisser les droits sur les produits de première nécessité et il accroît les importations de bœuf argentin mais il mécontente, une partie de sa base électorale, les éleveurs.

Il est trop tôt pour conclure à la probabilité d'une récession ou à une reprise de l'inflation car aux Etats-Unis les importations ne dépassent pas 15% du PIB. Des tarifs à 15% ne signifient pas des hausses de prix de 15% car du producteur au consommateur il y a beaucoup d'intermédiaires susceptibles de comprimer leurs marges.

- ***Que penser du projet de taxation des exportations américaines ?*** :

C'est une des récentes idées de Trump, mise en œuvre pour les exportations de Nvidia ou Intel vers la Chine. Il y a eu des précédents, dans les pays émergents, sur leurs matières premières, exemple l'Argentine au début des années 2000, la Russie vers 2015. Condition de la réussite, une inélasticité de la demande, des acheteurs privés d'alternative.

Au regard d'un déficit commercial de \$1300 milliards sur les 12 derniers mois, l'incidence en termes de recettes serait modeste. Le risque serait une diminution des exportations américaines. En outre, de telles taxes pourraient encourager les entreprises américaines à délocaliser leurs unités de production et symétriquement, de telles taxes offriraient un surcroît de compétitivité à des concurrents étrangers. L'effet inverse de celui recherché par Trump !

Les incidences sur les relations avec les pays alliés :

- Avec l'Angleterre :

Partenaire historique, elle est un des rares pays en situation de déficit commercial avec les États-Unis et pourtant, malgré cette relation privilégiée, elle se voit imposer un taux à 10%, auquel il convient d'ajouter 4,8% de taux correspondant à la clause de la nation la plus favorisée alors que ces 4,8% sont inclus dans les 15% imposés à l'Union européenne. Il y a donc équivalence.

- Avec l'UE :

Les premiers exportateurs européens vers les États-Unis sont l'Allemagne avec €161 milliards (soit 10% de ses exportations), l'Irlande €73 milliards (soit 32% de ses exportations), l'Italie €65 milliards (10% de ses exportations), la France €47 milliards (8% des exportations).

Pour certains, la signature de l'accord Union européenne/États-Unis, c'est un peu le traité de Nankin imposé à la Chine en 1842 au lendemain de la guerre de l'opium. Une capitulation, voire une humiliation. Paul Krugman, Prix Nobel d'économie, n'a pas hésité à qualifier les États-Unis de « Rogue State » c'est à dire d'État voyou.

Alors que l'Union européenne est la première zone commerciale au monde, Ursula van der Leyen n'a pas voulu jouer d'un rapport de force, utiliser l'instrument anti-coercition car elle a peur de perdre le bénéfice de l'hypothétique protection américaine dans un contexte géopolitique tendu. 15% de droits de douane (y compris pour l'automobile, le vin et les produits pharmaceutiques), contre 2% avant le retour de Trump. On est loin de l'objectif affiché à 0%. Cela s'ajoute à l'appréciation de l'Euro. Soit une différence globale de 30%. L'asymétrie est flagrante.

Sur les services, L'Europe en 2024 a affiché un déficit de €148 milliards (480 milliards d'importations et 334 milliards d'exportations) mais elle n'a pas su faire valoir ses intérêts.

C'est un accord inégal car les États-Unis taxent l'Europe mais l'Europe ne taxe pas les États-Unis (droits de douane à 0% pour les biens industriels américains, comme les avions, les produits pharmaceutiques génériques, certains produits agricoles et la liste pourrait être allongée. Pour l'acier et l'aluminium, des quotas restent à négocier mais les tarifs sont à 50%.

L'engagement d'acheter pour \$750 milliards de produits énergétiques américains n'a guère de sens. L'Europe acquiert déjà 70% du GNL américain exporté mais les États-Unis n'ont pas la capacité de fournir à hauteur de ce montant. En 2024, selon la commission européenne, les importations énergétiques ont été de €375 milliards dont €76 milliards en provenance des États-Unis (42 milliards de pétrole, 15 milliards de gaz, 10 milliards de produits raffinés et près de 3 milliards de charbon). Pour tenir l'engagement il faudrait, à cours constants, que la part des États-Unis passe de 20% aujourd'hui à près de 70% des importations européennes et il n'est pas certain que les Américains aient la capacité à répondre à cette demande car au cours actuel, les exportations américaines de pétrole, de gaz et de charbon, ne représentent que \$170 milliards.

Mais, comment l'Europe peut-elle concevoir d'acheter d'énormes quantités d'énergie fossile aux États-Unis alors qu'elle milite pour le 0 carbone et les énergies renouvelables ?

L'engagement d'investir \$600 milliards aux États-Unis n'est pas si contraignant qu'il en a l'air car il correspond plus ou moins au montant des investissements planifiés par les entreprises européennes indépendamment de Trump.

Mais, comment l'Europe peut-elle s'engager à investir 600 milliards aux États-Unis alors que le rapport Draghi incite à canaliser l'épargne européenne vers des investissements en Europe ? Comment l'Europe peut-elle

envisager d'acheter massivement des armes aux États-Unis alors que l'idée est de développer des productions européennes ?

Premiers effets des tarifs, les exportations de l'UE vers les États-Unis, en septembre ont baissé de 22% sur un an et l'excédent commercial a été réduit à €6,5 milliards. Dans le même temps, on assiste à une aggravation du déficit de l'UE avec la Chine car celle-ci essaie de compenser le recul de ses ventes vers les États-Unis. En réaction, on assiste à un durcissement de la Commission européenne sur les investissements chinois et la volonté de davantage de transfert de technologie de la Chine en faveur de l'Europe. Le projet d'usine de batteries de CATL en Hongrie est ainsi revu à la baisse.

- *Avec l'Amérique latine :*

Donald Trump abîme la relation traditionnelle des États-Unis. Certes, le Mexique est obligé de composer car 80% de ces exportations sont à destination des États-Unis ; certes, le Panama est sous pression mais les autres pays résistent et se rapprochent de la Chine. Le meilleur exemple est le Brésil mais on peut rappeler également, la réalisation par la Chine d'un port géant au Pérou.

- *En résumé, un racket auprès des pays alliés :*

Trump exige beaucoup de ses alliés, les contraint à porter leur budget de défense à 5% du PIB et il n'accorde rien en échange. Il a tourné la page d'une époque où les Européens bénéficiaient non seulement du parapluie américain mais encore économisaient sur leur budget de défense et accumulaient des excédents commerciaux sur le marché américain.

Sur le papier, les Émirats arabes unis se sont engagés à investir \$1400 milliards, l'Arabie saoudite, \$1000 milliards, l'Union européenne \$600 milliards, le Japon, \$550 milliards, la Corée du Sud, \$350 milliards et le Qatar, plus de \$200 milliards.

Pour l'heure, ces alliés historiques courbent l'échine, se laissent imposer des tarifs iniques et des engagements d'investissement importants aux États-Unis mais cela pourrait évoluer au détriment des États-Unis. Seule voie envisageable pour les États-Unis, celle empruntée en son temps par Obama, non pas racketter les Alliés mais resserrer les liens, développer les relations avec les pays d'Asie du Sud-est, éviter de les voir basculer les uns après les autres dans l'orbite chinoise, et mettre l'accent sur l'innovation. Cela est plus porteur qu'une politique tarifaire.

Les incidences sur les relations avec la Chine : le bras de fer perdu par Trump.

- *La leçon de 2017 :*

Après la mauvaise expérience de 2017, la Chine a renforcé son indépendance. Avant, les 2/3 des importations chinoises de soja provenaient des États-Unis, aujourd'hui, seulement 20% et 70% du Brésil et elle n'achète plus de pétrole et de gaz aux États-Unis.

L'industrie chinoise est chaque jour moins dépendante des États-Unis, chaque jour plus autosuffisante et les Chinois sont clairement leaders dans de nombreux secteurs d'avenir. Dans les semi-conducteurs, Huawei a investi considérablement. Alors que les Américains n'ont pas d'alternatives à court terme pour les terres rares, la Chine effectue des percées dans les équipements électriques, les équipements de télécommunications, la chimie, l'automobile est maintenant à la pharmacie sans oublier la transition énergétique.

Le récent plan à 5 ans vise à davantage d'autonomie industrielle stratégique et n'a cure d'augmenter les achats aux États-Unis.

- *La leçon de 2025 :*

Cette année, en dépit des tarifs américains prohibitifs, les exportations chinoises globales ont continué à croître. L'excédent commercial chinois devrait atteindre \$1200 milliards, en hausse de 20% sur 1 an, et ce sans compter les exportations chinoises via d'autres pays comme le Vietnam.

L'accord conclu il y a quelques semaines entre Trump et Xi est la 1^{ère} manifestation d'un nouvel ordre international. Un accord d'un an, sachant qu'à terme les deux pays limiteront leur interdépendance.

Les États-Unis imposent des droits de douane sur les produits chinois à 47% et les exportations américaines vers la Chine sont taxées à 32%.

Trump a obtenu la suspension des droits sur le soja suspendu les majorations exceptionnelles sur beaucoup de produits américains mais il apparaît clairement en position de faiblesse : à la différence de 2018, aucun engagement chinois d'acheter davantage de produits américains pour alimenter leur marché domestique et réduire le déficit américain. Aucun engagement chinois de réduire les subventions publiques à l'industrie. Aucune avancée sur Tit Tok. Et, évidemment, aucune inflexion politique chinoise, c'est-à-dire aucune libéralisation du régime.

En d'autres termes, on peut parler d'une désescalade ponctuelle, tactique, un cessez-le feu davantage qu'un accord de paix pourrait-on dire, mais aucun accord stratégique entre les deux pays et la politique de Trump a poussé le Brésil et l'Inde dans les bras de la Chine.

Conclusion : « Il n'y a pas d'obstacle que des volontés suffisamment tendues ne puissent briser » Bergson.

De cette phrase de Bergson, extraite de son livre « Les deux sources de la morale et de la religion », on retiendra 3 points de conclusion car Trump ne parviendra ni à gommer le déficit commercial américain, ni à changer la face du monde :

- **Ne pas se méprendre :**

Le déficit commercial américain, est une des facettes du privilège associé au \$ devise internationale. C'est la possibilité pour les Américains de vivre au-dessus de leurs moyens, de consommer à l'aide d'une partie de l'épargne internationale. Rien ne permet d'espérer une réduction du déficit commercial. Il dépend du taux d'épargne américain, toujours faible, et des dépenses publiques, toujours élevées.

Trump commet l'erreur de se focaliser sur les productions manufacturières car les échanges de services ont un taux de croissance plus rapide et les États-Unis y ont un avantage indéniable. Faut-il subventionner les industries en déclin ? Tel est l'objet des tarifs très élevés sur l'acier ou l'aluminium ou faut-il mettre l'accent sur les industries du futur ?

- **Ne pas dramatiser :**

Si les États-Unis représentent 1/4 du PIB mondial, ils ne réalisent que 13% des importations mondiales, ce qui relativise l'impact des tarifs. Et, si les tarifs moyens sur les importations approchent les 20%, les importations ne représentent que 14% du PIB américain.

Si les États-Unis érigent des barrières douanières, le reste du monde s'ingénie à multiplier les accords de libre-échange. Devraient en témoigner, le Royaume-Uni avec l'Inde, probablement d'ici la fin de l'année, l'Inde avec l'Union européenne, le Mercosur avec l'Union européenne, la Chine avec les pays africains avec un libre accès offert au marché Chinois.

Les routes commerciales entre la Chine et l'Europe et entre l'Asie de l'Est et l'Amérique du Nord restent les plus empruntées mais, en réaction aux tarifs douaniers de Trump, elles évoluent. On assiste à un développement du commerce Sud-Sud notamment entre l'Asie du Sud-Est et l'Amérique latine et entre l'Afrique et l'Asie de l'Est. Les importations américaines en provenance de Chine ont diminué de 20% sur les 9 premiers mois mais les importations depuis le Vietnam ont augmenté de plus de 40% et celles depuis la Thaïlande de plus de 30%. Si les exportations chinoises vers les États-Unis ont diminué, elles sont en partie compensées par une augmentation à destination des pays européens.

Certes, des promesses d'investissement aux États-Unis sont prises au nom d'entreprises privées, mais rien ne garantit leur exécution. En 2017, la Chine avait accepté de fortes augmentations de ses importations en provenance des États-Unis sur plusieurs années et elle n'a rien fait.

Sans la hausse des tarifs, la croissance économique aurait été plus élevée de 0,2 point en 2025 mais le FMI a revu en hausse de 0,9 point la croissance attendue du commerce mondial à 2,6% en 2025.

La Cour suprême pourrait invalider la politique tarifaire de Trump, au motif que les tarifs peuvent être assimilés à des impôts payés par les ménages et doivent donc être validés par le Congrès, responsable du vote de l'impôt.

- **Ne rien attendre :**

Le déficit commercial américain ne diminue guère malgré les tarifs. Au 2e trimestre, il était de \$250 milliards à comparer avec \$285 milliards au 2e trimestre 2024 et \$230 milliards au 2e trimestre 2023.

Sous l'angle budgétaire, en partie grâce aux tarifs le déficit a un peu baissé entre 2024 et 2025, de 6,3% du PIB à 5,9%. Les tarifs ont généré 30 milliards de recettes en septembre, chiffre à comparer avec un total de 80 milliards sur l'année 2024.

A court terme, les recettes tarifaires pourraient contribuer à réduire un peu le déficit budgétaire mais, ensuite, l'inverse se produira. La contraction des marges des entreprises réduira les recettes fiscales et le ralentissement de l'économie se traduira par de moindres importations, donc de moindres recettes tarifaires.

Discuter de l'efficacité des tarifs, c'est aussi se demander si l'argent ainsi prélevé sur les consommateurs ou les entreprises sera mieux ou moins bien utilisé par l'État collecteur.

Genève, le 24 novembre 2025

Bruno Desgardins

Bruno Desgardins
CIO
Switzerland



SingAlliance Pte Ltd

16 Raffles Quay
#12-01 Hong Leong Building
Singapore 048581
T: +65 6303 5050
E: info@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA

Rue du Mont-de-Sion 6
1206 Genève
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.