



BANQUE  
ERIC STURDZA

# MENACES PROTECTIONNISTES ET RISQUES POUR LES MARCHÉS

*« On fait la guerre quand on veut, on la termine quand on peut ». Machiavel*

*Bruno Desgardins*

*Avril 2018*

Les mesures annoncées sont modestes, les craintes sont grandes car les marchés, en phase avec le propos de Machiavel redoutent une escalade.

Pendant plusieurs décennies, les occidentaux envisageaient la globalisation avec optimisme, le commerce international enregistrait une croissance annuelle double de celle du PIB mondial et il apparaissait comme un moteur de la croissance tandis que les investissements directs à l'étranger des firmes, IDE, se développaient et représentaient encore 3.3% du PIB mondial en 2007.

Depuis 2008, suite au ralentissement de la croissance économique mondiale, la mondialisation est perçue aux yeux de certains critiques comme un facteur aggravant des inégalités et une cause de pertes d'emplois. Dans les pays de l'OCDE, on observe une volonté de redévelopper l'industrie car elle est créatrice d'emplois et une volonté de protéger le capital des entreprises pour éviter une mainmise étrangère sur des secteurs stratégiques. Si l'OMC n'évalue qu'à 5% le volume de commerce mondial affecté par des mesures dirimantes, ceci pourrait s'aggraver. En témoigne l'année 2016 puisque pour la première fois, hors l'année de la crise de 2009, la croissance du commerce international était moitié moindre que celle du PIB. Si une amélioration, +3.7%, a été perceptible en 2017, les doutes perdurent, et on enregistre un recul des IDE de \$1'810 milliards en 2016 à \$1'520 milliards en 2017. A ce ralentissement des échanges et des investissements transnationaux plusieurs causes : des relocalisations d'unités de production, parfois facilitées par la robotisation, des économies moins dépendantes de l'industrie et donc plus liées à des services domestiques, des mesures protectionnistes et une réorientation de l'économie chinoise de l'export vers la promotion de la consommation domestique.

Longtemps apôtres du libre-échange, les Etats-Unis, sous la férule de Donald Trump, sont tentés par l'isolationnisme politique, le protectionnisme et la guerre économique. Si l'isolationnisme ne relève que du discours puisque les américains sont actifs en Syrie, en Afghanistan, en Ukraine et en Corée, qu'en est-il du protectionnisme ? On étudiera successivement l'analyse de Trump et ses erreurs pour conclure que nous ne croyons guère à une extension du protectionnisme car les américains auraient plus à perdre qu'à gagner. Mais, à court terme, les marchés ne peuvent totalement ignorer le risque d'une éventuelle guerre économique et d'une surenchère dans les mesures protectionnistes de représailles.

### **I. L'analyse de Trump : « *Les nations n'ont pas d'amis, elles n'ont que des intérêts* ». Palmerston.**

Cette phrase de l'ancien Premier ministre britannique de la Reine Victoria résume la politique de Trump qui n'hésite pas à braquer « les pays amis ».

Il est vrai que si la première Révolution industrielle avait sans conteste profité aux pays européens, la vague récente de mondialisation qui a bénéficié aux pays émergents et a permis un formidable essor de la classe moyenne de ces pays, explique en partie la stagnation des salaires de la classe moyenne dans les pays

développés. Selon le philosophe allemand *Sloterdijk*, les employés des pays occidentaux, ces dernières décennies, ont perdu « leur rente de civilisation », à cause du développement de la précarité au travail tandis que des centaines de millions de personnes sortaient de la pauvreté dans les pays du Sud.

Aux Etats-Unis, l'opposition entre libre-échangistes et protectionnistes est ancienne puisque ce fut une des causes de la guerre de Sécession entre un Nord industriel et libre-échangiste, un Sud agricole et protectionniste. Au lendemain de la seconde guerre, les américains ont été résolument libre-échangistes et ont voulu ajouter un message messianique en faveur de la démocratie mais avec Donald Trump, c'est fini.

On rappellera les précédentes mesures protectionnistes des gouvernements américains, on dressera ensuite un panorama de la position concurrentielle américaine et enfin on présentera les mesures de Donald Trump.

#### Les précédentes mesures protectionnistes :

Les américains avaient initié les mesures protectionnistes avec la mise en œuvre des tarifs Hawley-Smoot en 1930. Les interventions en Bourse se souviendront que cette annonce avait coûté 10% de performance au marché américain déjà ébranlé par la crise de 1929.

Depuis lors, n'ont été prises que des mesures ciblées : en 1986, Ronald Reagan avait adopté des mesures de protection du secteur des machines-outils. Après lui, Bill Clinton, pragmatique, s'en tenait à la formule de son ministre des Affaires étrangères, « le multilatéralisme quand on veut, l'unilatéralisme quand on peut ». George Bush, en mars 2002 a voulu taxer, jusqu'à 30% les importations européennes d'acier, en a tiré un effet d'aubaine puisque les prix, jusqu'alors en recul s'étaient appréciés, mais, mis en cause par l'OMC, il a dû abroger cette mesure en décembre 2003. Barack Obama avait décidé d'apporter une taxe sur les importations de pneus.

Hors Etats-Unis, l'Europe, a également pris des mesures ponctuelles et imposé, par exemple, en 2013 une taxe de 47% sur les panneaux solaires Chinois. En Inde, récemment, Modi, pour accroître les recettes budgétaires, a imposé des taxes élevées sur les importations d'automobiles, les smartphones et les téléviseurs.

Depuis la crise de 2008, les populistes, inquiets des pertes de souveraineté, critiques du libre-échange, favorables au repli, gagnent en audience. Les entorses restent limitées mais, point à méditer pour orienter les investissements en Bourse, si le bilatéralisme devait se développer, les perdants seraient les petits pays.

De ces trois décennies, on rappellera l'échec des négociations de Doha après une quinzaine d'années de discussions, on retiendra que les anicroches au libre-échange sont fréquentes mais ponctuelles et temporaires et tel est, à ce jour, le sens à donner aux récentes décisions de Donald Trump, qui n'a pas le monopole du protectionnisme puisque le Japon compte plusieurs secteurs abrités, l'Europe n'ignore pas la préférence locale pour accorder des contrats et tous les pays recourent savamment aux normes ou aux subventions pour protéger certains secteurs.

#### La position concurrentielle américaine :

Donald Trump a fait un triple constat, global, sectoriel sur l'acier et bilatéral avec la Chine.

- **L'approche globale :**

Le déficit courant américain, en 2017, s'est aggravé de 12% pour atteindre \$566 milliards. Pire encore, si on soustrait l'excédent des services, le déficit commercial atteint \$ 810 milliards, soit plus de 4% du PIB et les Etats-Unis affichent un déficit commercial avec une centaine de pays : \$375 milliards avec la Chine (\$275 milliards selon les chinois), environ \$100 milliards avec le Mexique, \$60 à \$70 milliards avec le Japon et l'Allemagne, \$55 milliards avec le Canada et \$30 milliards avec le Vietnam. La crainte de Donald Trump, c'est une aggravation en 2018 car les statistiques du mois de janvier ont montrées une hausse du déficit de 16%, à \$75 milliards hors excédents de services mais la cause de cette dégradation est la bonne conjoncture américaine.

- **L'angle sectoriel de l'acier :**

Les grands fournisseurs d'acier aux Etats-Unis sont le Canada avec 4.3 millions de tonnes, le Brésil 3.6MT, la Corée du Sud 2.7MT, le Mexique 2.4MT mais pas la Chine. S'agissant de l'aluminium, on trouve encore le Canada avec 2.9MT, la Russie avec 0.7MT et la Chine 0.37MT. En d'autres termes, les importations proviennent majoritairement de « pays amis », le Canada pour 16%, le Brésil pour 13%, la Corée du Sud pour 10%, le Mexique 9%, l'Union européenne...

Depuis 1998, le secteur américain de l'acier a perdu 75'000 emplois, notamment parce qu'il existe des surcapacités au niveau mondial, surtout en Chine. Impressionné par l'aggravation des importations d'acier, +19% pour les dix premiers mois 2017, selon l'*America Iron and Steel Institute*, et encouragé par le puissant lobby de l'acier, Donald Trump veut redévelopper la production d'acier aux Etats-Unis.

Donald Trump a décidé d'apposer une taxe de 25% sur l'acier et de 10% sur l'aluminium mais exonère les partenaires de l'ALENA, Canada et Mexique, soulagés car le premier vendait aux Etats-Unis près de 90% de ses exportations d'acier et le second plus de 70%. Il devrait en être de même pour l'Europe qui exporte pour \$5 milliards d'acier et \$1 milliard d'aluminium vers les Etats-Unis.

- **La relation asymétrique avec la Chine :**

Les Etats Unis affichent un excédent de 38 milliards sur les services (voyages) mais le déficit commercial était de \$6 milliards en 1985, \$100 milliards en 2002, \$375 milliards en 2017. Les deux pays sont très liés : la Chine procure aux Etats-Unis 20% de ses importations, soit l'équivalent de 2.5% du PIB américain. Les exportations chinoises vers les Etats-Unis représentent 1/8<sup>ème</sup> de toutes les exportations chinoises.

En 2017, les Etats unis ont acheté 505 milliards de marchandise aux chinois (téléphones pour \$70 milliards, ordinateurs pour \$45 milliards...), 4% du PIB chinois (\$12362 milliards), et ne leur en ont vendu que \$130 milliards de biens (aéronautique pour \$16 milliards, soja pour \$14 milliards, automobiles pour \$10 milliards), soit 0.6% du PIB américain (\$19'377 milliards).

Donald Trump observe l'accroissement des excédents commerciaux chinois, récemment au rythme de \$21 milliards/mois et a la volonté de mettre en application 60 milliards de taxes sur cent produits en provenance de Chine, dans l'électronique, les télécommunications, le secteur des jouets afin de réduire de \$100 milliards le déficit bilatéral.

Sur l'acier, la Chine ne sera touchée que marginalement, sur 0.5% de ses exportations. Donc, à ce jour, beaucoup de bruit pour rien et c'est mieux ainsi.

## **II. Les cinq erreurs de Trump : « *Mal nommer les choses, c'est ajouter au malheur du monde* » Camus.**

L'histoire économique enseigne que le libre-échange profite au plus fort et le protectionnisme aide le plus faible. Aujourd'hui, dans un monde où les firmes multinationales américaines dominent, on peine à comprendre les initiatives américaines. Les Etats-Unis disposent du plus gros portefeuille de participations à l'étranger et celui-ci rapporte plus, sous formes de dividendes, que ne coûte au Trésor les obligations émises pour financer les déficits et souvent souscrites par les étrangers. Alors pourquoi vouloir se protéger ? Pourquoi s'exposer à des représailles ? Le déficit commercial américain est élevé parce qu'il résulte d'une surconsommation, d'une insuffisance d'épargne et d'un manque de compétitivité.

### Un mauvais procès fait à la globalisation :

La stagnation des salaires ou les pertes d'emplois dans l'industrie dans les pays développés ont précédé le développement des excédents commerciaux chinois, et ne résultent pas de la globalisation. Ce sont l'innovation, la robotisation et non la concurrence internationale qui sont les causes majeures des pertes d'emplois.

### Un mauvais ciblage :

Si un droit de douane est un revenu pour l'Etat, c'est également pour les ménages une taxe à la consommation qui grève leur pouvoir d'achat et, pour les entreprises, c'est la conséquence d'une taxe sur les consommations intermédiaires qui grève leur compétitivité. Les droits de douane ne résoudront pas les problèmes de compétitivité.

L'industrie américaine de l'acier n'emploie que 140'000 des 145 millions de salariés américains et ne réalise que \$35 milliards des \$18'000 milliards de PIB américain. L'angle d'attaque choisi par Trump, l'acier et l'aluminium, soit \$50 milliards d'importations (2% des importations américaines et 0.2% du PIB américain), manque sa cible qui, dans l'esprit de Trump est la Chine : seulement 2% des \$22 milliards d'achat d'acier par les américains proviennent de Chine et \$3.5 milliards d'aluminium, une poussière par rapport aux \$580 milliards d'échanges entre les deux pays.

Le fond du problème, c'est parfois le dumping de certaines firmes étrangères mais c'est plus fondamentalement l'insuffisante compétitivité des firmes américaines imputable au sous-investissement, et dans certains cas à une main d'œuvre insuffisamment qualifiée.

### Une ignorance de l'interdépendance :

- **Les importations comme facteur de compétitivité de l'économie américaine :**

Les exportations américaines n'intègrent que 40% de contenu américain et 60% des importations américaines sont des composants. Donc, la compétitivité américaine dépend beaucoup du prix des importations de composants. Taxer ces composants importants, c'est affecter la position concurrentielle

des entreprises américaines à l'export et c'est diminuer le pouvoir d'achat car, grâce à la mondialisation, de nombreux produits sont moins chers que s'ils étaient produits localement.

Il a été observé que les entreprises qui disposent d'unités de production à l'étranger innovent et créent plus d'emplois que les entreprises domestiques. Le développement des firmes multinationales américaines profite à l'emploi américain et les salaires dans les multinationales américaines sont supérieurs à ceux versés dans les autres entreprises.

- **La nécessité de préserver l'ALENA :**

En sortant du TPP, l'accord Transpacifique négocié par Obama, Trump a privé l'Amérique d'avantages que les onze autres pays signataires vont mettre en œuvre sans lui. Il a fait mentir *Churchill qui écrivait « Les américains s'arrangent toujours pour faire ce qu'il y a de mieux à faire »*. Tandis que les américains se replient, l'Union Européenne a signé un accord avec le Canada, en négocie un avec le Japon et un avec l'Australie. Reste l'Alena, conclu en 1995, un accord par essence déséquilibré puisque les PIB du Canada et du Mexique ne représentent respectivement que 10% et 8% du PIB américain mais un accord qui a profité à chacun des partenaires. Eriger un mur avec le Mexique, ce serait ignorer qu'aujourd'hui il y a moins d'entrées de mexicains aux Etats-Unis que de retours. Ce serait faire payer le prix de la construction, plus de \$20 milliards, aux consommateurs américains à travers le renchérissement des importations. Casser l'Alena, ce serait fâcher les députés américains des Etats agricoles comme le Kansas, l'IOWA ou le Dakota, ce serait favoriser l'élection d'un populiste aux élections mexicaines de fin d'année et cela ne stopperait en rien l'immigration.

Une possibilité de représailles :

Les Etats-Unis s'exposent à des représailles. Imposer des taxes, sachant que 30% de l'acier est importé, ne permettra pas à l'industrie américaine de l'acier de recouvrer une compétitivité mais renchérra les coûts de production d'autres industries américaines importantes comme l'aéronautique, l'armement, ou la construction qui pourraient ainsi perdre des emplois. On évalue à 6 millions d'emplois et \$1'000 milliards de PIB, ces secteurs exposés au renchérissement des importations et selon une étude menée par *Baughman*, un emploi créé dans l'acier, ce serait 18 perdus dans des secteurs clients. D'autres études, moins pessimistes, indiquent 1 créé dans l'acier, 6 perdus dans les secteurs connexes. Dans ce sens, *Hufbauer* a calculé que la mesure Obama de 2009 pour taxer les pneus chinois n'avait créé que 1200 emplois dans le secteur mais en avait coûté trois fois plus dans les secteurs connexes. Clairement la balance recettes-coûts de cette mesure protectionniste penche du mauvais côté, va pénaliser la croissance américaine et, marginalement, accroître l'inflation.

Si les Etats-Unis affichent un tel déficit commercial dans l'industrie, c'est avant tout un problème de compétitivité. La valeur ajoutée manufacturière en pourcentage du PIB n'est qu'à 11%, loin derrière le pourcentage constaté en Allemagne, 22%, ou dans la zone Euro, 16%. Les importations de produits manufacturés aux Etats-Unis sont 1.6x fois supérieures aux exportations alors que dans la zone Euro et plus encore au Japon, les exportations excèdent largement les importations. Ce n'est pas nécessairement la faute des chinois si seulement à peine plus de 5% des exportations américaines vont en Chine.

### Les capacités de réaction de la Chine :

Si la Chine inquiète, trois mises au point s'imposent : dans le monde globalisé, la Chine est au premier rang des exportateurs avec une part de marché de 12% mais 40% des exportations chinoises proviennent en fait d'entreprises étrangères comme Apple installées en Chine. La Chine a beaucoup développé ses flux d'IDE, (Investissements Directs à l'Etranger), ces dernières années : \$90 milliards en 2015, \$170 milliards en 2016. Cependant, en stocks son portefeuille d'investissements, environ \$1'200 milliards, ne représente que le cinquième du portefeuille américain, soit l'équivalent du stock détenu par les français ou les allemands. Enfin, la Chine est moins tributaire du commerce extérieur qu'avant : en 2007, le solde commercial positif représentait 10% du PIB, aujourd'hui 3% et le modèle évolue vers la consommation avec 45% de la main d'œuvre employée dans les services contre maintenant moins d'un tiers dans l'industrie.

La Chine, membre de l'OMC depuis 2001, s'affiche comme défenseur du libre-échange mais, n'étant pas soumise aux règles du capitalisme, elle n'hésite pas à subventionner des entreprises publiques, non compétitives, qui aggravent les surcapacités dans certains secteurs, fragilisent ainsi leurs concurrents internationaux, voire les rachètent. Autant d'actions discutables qui peuvent justifier des mesures de protection dans les pays occidentaux et des pressions pour que les chinois réduisent rapidement ces surcapacités. Ajoutons que cette politique chinoise est tout aussi discutable pour le contribuable chinois qui subventionne ainsi le consommateur américain.

Les chinois n'ont guère éprouvé le besoin de réagir aux mesures de Trump sur l'acier car seulement 1% de leurs exportations d'aluminium sont en direction des Etats-Unis et ce montant est inférieur aux fermetures de capacités excédentaires qu'ils envisagent. L'attitude chinoise pourrait néanmoins évoluer car Donald Trump veut recourir à la section 301 de la loi américaine sur le commerce pour le traitement de la propriété intellectuelle et envisage de taxer \$60 milliards d'exportations chinoises, ce qui pour l'heure ne vise que 2.5% des exportations chinoises et coûterait 0.1% au PIB chinois. Autant d'éventuelles mesures qui affolent les distributeurs américains, la filière textile, ou ceux qui achètent des composants à la Chine et qui devraient inciter les chinois à faire des concessions, accepter une plus grande ouverture des services financiers et de santé, offrir une meilleure protection des brevets et d'autre part, agiter l'arme monétaire et l'arme agricole.

- **Arme monétaire :**

La Chine, en agitant la menace d'un allègement de son portefeuille de bons du Trésor américain de \$1'170 milliards aurait une capacité à faire monter les taux américains et donc à provoquer un effondrement de la Bourse. La Chine pourrait en outre dévaluer le Yuan.

- **Arme agricole :**

Les Etats-Unis restent à l'export la première puissance agricole mondiale, loin devant le Brésil. A eux seuls, ils réalisent un tiers du commerce mondial de maïs et même 40% des exportations de soja. La Chine pourrait profiter de bonnes récoltes chez elle et au Brésil pour réduire ses achats de soja américain. En 2017, à elle seule, elle avait acquis 60% du soja vendu sur les marchés internationaux, soit un total de 100MT, dont 50MT en provenance du Brésil et 30 Mt en provenance des Etats-Unis pour \$14 milliards.



**Conclusion :** « *La politique, c'est l'art de tromper les hommes en leur laissant croire que l'on travaille à leur bonheur* » *D'Alembert.*

Trump trompe ses électeurs en laissant accroire que le protectionnisme va créer des emplois. Le protectionnisme est une mauvaise politique qui réduit le pouvoir d'achat des personnes qu'elle entend protéger. Mais nous sommes dubitatifs sur la réalisation de ce scénario qui aggraverait le risque inflationniste et celui de représailles. Donald Trump se fourvoie quand il fait une fixation sur le déficit de 375 milliards avec la Chine, car sur la base des valeurs ajoutées, déduction faite de composants non chinois, il est peut-être inférieur de moitié.

Les annonces et menaces de Donald Trump, pour prendre un vocabulaire militaire, font penser à la dissuasion nucléaire et les réponses des autres pays relèvent de la perspective d'une riposte graduée. Les chinois ont su tirer profit de leur entrée à l'OMC au début des années 2000, subventionnant certaines exportations, n'hésitant pas à se jouer des règles protégeant la propriété intellectuelle et ne facilitant pas l'exploitation des sociétés occidentales installées en Chine. La réponse adaptée n'est pas la hausse des droits de douane qui déplacera les productions de la Chine vers le Vietnam ou le Bangladesh mais une approche plus restrictive des investissements chinois en Europe ou aux Etats-Unis, une plus grande vigilance sur le « dumping » chinois à l'export et une pression sur la Chine pour qu'elle ouvre son marché aux rachats d'entreprise.

**Sous l'angle économique,** un déficit commercial n'est pas nécessairement un drame car les consommateurs ou les acheteurs de composants gagnent à des importations de biens moins chères. **Emmanuel Todd** et les avocats du protectionnisme peuvent considérer que le protectionnisme permettrait la hausse des salaires mais là où ils se méprennent, c'est que celle-ci serait absorbée par l'inflation. Il est vain d'imaginer que des droits de douane puissent gommer un déficit commercial. L'économie internationale est trop imbriquée au niveau des firmes pour qu'on puisse démêler l'écheveau du libre-échange. Nous estimons que Donald Trump, qui a fait de l'appréciation de la Bourse un indice de la réussite de sa politique, se cantonnera à des mesures symboliques.

**Sous l'angle boursier,** les marchés auraient, si le protectionnisme devait se diffuser, deux raisons de s'inquiéter: D'une part, les entreprises seraient moins à même d'optimiser les coûts donc subiraient une érosion de leurs marges. D'autre part, le renchérissement des importations grèverait le pouvoir d'achat. Le protectionnisme, ce serait plus d'inflation et il conviendrait alors d'acheter des obligations à taux variable, des TIPS. Ce serait également une dépréciation des devises et une baisse des Bourses des petits pays très exportateurs, Taiwan et la Corée. Enfin, dans l'hypothèse d'une dissolution de l'ALENA, une forte baisse des devises canadienne et mexicaine serait logique. Autant de marchés à examiner avec prudence à court terme.

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