



PERSPECTIVES *d'avenir*

Au-delà de la guerre commerciale

Examen approfondi des frictions commerciales persistantes entre les États-Unis et la Chine

Bruce Cooper, cFA

Chef de la direction et chef des placements, Gestion de Placements TD
Président, Comité de répartition des actifs de Gestion de patrimoine TD

déc 2018



Au début de 2018, l'une des principales questions macroéconomiques consistait à savoir comment les États-Unis gèreraient leur relation commerciale avec la Chine sous l'administration Trump. Maintenant que l'année tire à sa fin, la réponse semble claire : le monde assiste au conflit commercial le plus grave des dernières décennies, qui pourrait déboucher sur une guerre commerciale majeure, sinon sur une détérioration de la relation globale entre les deux plus grandes puissances économiques du monde, les États-Unis et la Chine.

En réaction à ce changement fondamental, le marché boursier chinois s'est replié de plus de 20 % depuis février, se retrouvant en territoire baissier, et le yuan s'est déprécié d'environ 10 % par rapport au dollar américain au cours de la même période. Bien que le conflit n'ait pas eu de conséquences aussi fortes sur les marchés américains, il a contribué à des épisodes de hausse de la volatilité des cours boursiers aux États-Unis au cours de la dernière année.

Chute du marché boursier chinois et du yuan



Source : Thomson Reuters Datastream. Au 27 novembre 2018.

Qu'est-ce qui a mal tourné entre les États-Unis et la Chine? Y a-t-il un élément particulier touchant ces deux pays qui a causé ces frictions commerciales ou s'agit-il d'un défaut dans la logique du libre-échange en général? Et à quel point est-il probable que ces deux pays parviennent à une entente et évitent de perturber l'ordre économique mondial?

Une analyse rétrospective pour des pistes de réponse

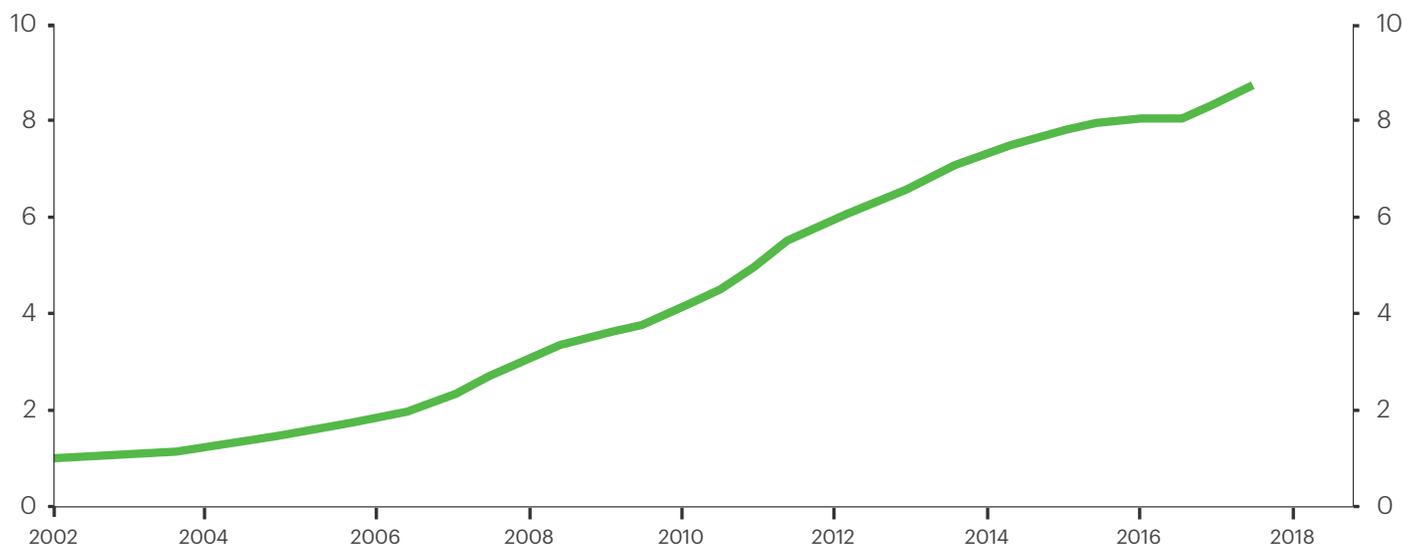
La détérioration de la relation commerciale entre les États-Unis et la Chine est profondément enracinée dans le passé. Lorsque la Chine a été admise au sein de l'Organisation mondiale du commerce en 2001, son admission était fortement soutenue par la théorie économique standard et les objectifs stratégiques des deux pays. La théorie classique du commerce international est fondée sur le concept des « avantages comparatifs ». Si deux parties produisent des biens pour lesquels elles détiennent un avantage comparatif et qu'elles font du commerce entre elles, au total, elles profiteront d'une hausse de la productivité et de la production.

En plus de cette théorie économique, il y avait des considérations pratiques pour les deux pays. Les États-Unis avaient deux intentions bien connues : 1) ils voulaient permettre à leurs multinationales d'accéder à l'énorme marché chinois; et 2) ils espéraient qu'avec le temps, l'inclusion de la Chine dans le système de libre-échange accroisse le rôle des forces du marché dans l'économie chinoise. Puisque les forces du marché fonctionnent bien en général dans un système décentralisé, ils pensaient que cela pourrait mener à un gouvernement plus libéral et plus démocratique en Chine.

Ayant quant à elle appris de ses erreurs passées, la Chine était déterminée à mettre en place des réformes et à ouvrir son économie. Elle était disposée à commercer davantage avec le reste du monde et à améliorer la qualité de vie de sa population.

Rétrospectivement, une partie de cette logique a bien fonctionné pour la Chine. Grâce au libre-échange, elle a connu une croissance économique spectaculaire au cours des 20 dernières années. Son produit intérieur brut (PIB) par habitant a été multiplié par presque neuf et la Chine est devenue la deuxième économie mondiale².

PIB par habitant en Chine (en k\$ US courants)



Source : Thomson Reuters Datastream. Au 1^{er} janvier 2017 (en k\$ US courants).

Les États-Unis en ont aussi tiré des avantages : le dollar américain a renforcé son statut de monnaie de réserve grâce à l'expansion des relations commerciales, les consommateurs américains ont profité de biens moins coûteux et d'une inflation plus faible, et les sociétés américaines ont connu une croissance beaucoup plus rapide qu'elle ne l'aurait été sinon.

Cependant, sous certains aspects, cela a beaucoup moins bien fonctionné que ne l'aurait prédit la théorie. Il est important de savoir que la théorie du commerce international fonctionne le mieux sous certaines conditions et hypothèses. Une hypothèse implicite est que l'offre globale est un frein plus important que ne l'est la demande globale, en ce sens qu'une augmentation de l'offre, induite par le commerce extérieur et une hausse de la productivité, permet une plus grande consommation.

Grâce au libre-échange, la Chine a connu une croissance économique spectaculaire au cours des 20 dernières années.

Ce n'est pas problématique dans un exemple simple, mais la relation entre les États-Unis et la Chine est plus complexe. Le transfert de production des États-Unis vers la Chine a fait disparaître de nombreux emplois manufacturiers aux États-Unis. Cela a eu des effets négatifs sur les revenus et la demande globale aux États-Unis. Pour maintenir une croissance stable et compenser cette perte de demande, une politique monétaire expansionniste et du financement peu coûteux ont été fournis, de sorte que les consommateurs ont pu consommer davantage en accroissant leur endettement. Ce changement structurel du côté de la demande a eu un impact à long terme négatif sur la santé de l'économie.

La théorie du commerce international ne traite pas de la question de la répartition des avantages nets du commerce international entre les différents groupes. Dans la réalité, les avantages nets sont loin d'être uniformément répartis. Les sociétés et les riches ont pris la part du lion, tandis que la classe moyenne a souffert des transferts d'emplois. Cela s'est transformé en graves problèmes sociaux qui ont eu des répercussions politiques. Selon une théorie populaire, cela a été un facteur important ayant mené à la montée du populisme aux États-Unis et à l'élection de Donald Trump.

De plus, la théorie du commerce international n'envisage pas la croissance dans un cadre dynamique et ne tient pas compte des différents stades de développement économique. Dans le cas de la Chine, son succès est parfois devenu son ennemi. Sa dépendance excessive aux exportations a retardé son passage à une économie axée sur la consommation. De plus, la longue période de croissance rapide a encouragé les sociétés à accroître leur capacité de production et à trop s'endetter.

En plus de ces effets collatéraux, il y a eu de mauvais calculs dans les raisonnements stratégiques. Les réformes économiques en Chine n'ont pas amené les changements politiques escomptés par les États-Unis. Après l'entrée en fonction de la nouvelle équipe de dirigeants de la Chine en 2012, le pouvoir politique est devenu encore plus centralisé, et les États-Unis ont constaté que la Chine se montrait de plus en plus résolue à exercer son influence, étayée par la puissance grandissante de son économie.

Tous ces facteurs ont agi simultanément pour créer un contexte commercial non durable qui n'attend que d'être modifié. Dans ce contexte, l'administration Trump a adopté une approche radicalement différente en matière de politique commerciale. Elle conçoit le commerce international comme un jeu à somme nulle et a laissé clairement entendre qu'une guerre commerciale ne pourrait qu'être profitable aux États-Unis.

Revenons à aujourd'hui

Bien que le commerce international puisse avoir à la fois des effets positifs et négatifs, une chose est sûre : ce n'est pas un jeu à somme nulle et très certainement pas une « guerre ». Si l'on perçoit les biens et les services que nous achetons d'autres pays comme autant de batailles perdues et que l'on veut « gagner » en produisant dans son pays, le monde pourrait régresser et rendre une partie importante des gains de productivité obtenus au cours des 20 dernières années. Mais surtout, cette façon de voir les choses ne s'attaque pas aux raisons fondamentales des déséquilibres commerciaux.

Par exemple, dans la relation commerciale entre les États-Unis et la Chine, l'important déficit commercial des États-Unis signifie que le pays consomme davantage qu'il produit. Si cette consommation excédentaire n'est pas résorbée, le déséquilibre commercial global des États-Unis pourrait persister. Même si des tarifs élevés sont imposés sur les importations chinoises, le système économique pourrait simplement s'ajuster pour compenser leurs effets de l'une des façons suivantes :

- le yuan pourrait se déprécier;
- une partie du coût des tarifs pourrait être transmise aux consommateurs américains;
- le surplus commercial pourrait se déplacer vers d'autres partenaires commerciaux

Dans les faits, depuis que les États-Unis ont imposé de nouveaux tarifs sur les biens chinois, le déficit commercial américain a augmenté, plutôt que de diminuer, même en tenant compte de l'accélération de certaines exportations avant l'entrée en vigueur des tarifs. Cette situation est attribuable à la robuste expansion de l'économie américaine et à l'augmentation de la consommation qui en découle et qui peut naturellement aggraver le déficit commercial. Par le passé, le déficit commercial des États-Unis ne s'est rétréci que durant une récession, un phénomène que le gouvernement américain préférerait éviter.

Si l'administration Trump se rend compte que sa stratégie ne fonctionne pas comme prévu, quelles sont ses options? Si elle demeure obnubilée par sa vision du commerce international comme un jeu à somme nulle, elle pourrait simplement s'entêter, ce qui pourrait avoir des effets dévastateurs sur les économies américaine et mondiale.

Une solution est-elle possible?

Les freins et les contrepoids au sein du système économique mondial pourraient-ils forcer ces deux économies à trouver une solution rationnelle? Peut-être plus tard, mais vraisemblablement pas maintenant. La trêve annoncée lors du sommet du G20 n'est qu'un pas dans cette direction et un remède temporaire, plutôt qu'une solution complète et claire. Il se peut qu'une économie américaine vigoureuse renforce l'idée selon laquelle une guerre commerciale serait profitable aux États-Unis. C'est seulement si la situation économique évolue que l'administration Trump pourrait changer de tactique et sentir qu'elle doit négocier moins durement avec la Chine.

L'économie américaine peut-elle résister aux effets négatifs d'une guerre commerciale et demeurer vigoureuse? La robustesse actuelle de l'économie peut être attribuée en grande partie à la récente réforme fiscale et aux dépenses publiques qui ont stimulé les investissements des entreprises et les dépenses des ménages. Cependant, ces mesures creusent un trou dans le budget du gouvernement américain, son déficit atteignant son plus haut niveau en quatre ans³. C'est à l'inverse de la tendance habituelle suivant laquelle le déficit diminue durant les périodes de forte expansion économique. Autrement dit, les États-Unis sont en train d'épuiser leur marge de manœuvre budgétaire avant la prochaine récession, à un moment où le taux de chômage est déjà inférieur à 4%. Cette utilisation procyclique de la politique budgétaire a entraîné une croissance économique à court terme aux États-Unis qui est exceptionnellement forte, mais qui pourrait ne pas être durable à long terme.

La véritable problématique

La guerre commerciale pourrait être l'indice d'une problématique plus large : le changement fondamental de stratégie des États-Unis à l'égard de la Chine. De l'adoption du Taiwan Travel Act à la cyberattaque rapportée par Bloomberg, en passant par des propos controversés du vice-président américain Mike Pence, tout indique que le thème dominant des relations entre les deux pays est graduellement passé d'une « coopération économique » à une « compétition totale ».

Sous l'angle de la compétition, cette relation commerciale conflictuelle semble moins irrationnelle. Par exemple, le programme « Fabriqué en Chine 2025 » du gouvernement chinois vise à accroître et à moderniser la capacité industrielle de la Chine, afin que le pays occupe une position plus élevée à l'intérieur de la chaîne de valeur mondiale. Les États-Unis ont souvent mentionné que ce programme était un obstacle majeur à la conclusion d'un accord commercial avec la Chine. Étant donné la position dominante des États-Unis dans le secteur technologique, le succès du programme chinois n'est pas dans leur intérêt, car cela pourrait grandement menacer leur économie et leur sécurité. En effet, de récentes tendances sont inquiétantes pour les États-Unis. La Chine a déjà obtenu certains succès dans certains domaines, comme la technologie quantique, le transport ferroviaire à haute vitesse, les systèmes de paiement et le commerce électronique. De plus, des géants technologiques chinois, comme Alibaba, Tencent et Huawei, sont en train de rattraper les sociétés technologiques américaines en ce qui a trait à la taille et aux capacités. La Chine travaille de nombreux autres domaines, dont l'aéronautique et les semi-conducteurs, où l'avance des États-Unis pourrait continuer de diminuer.

Ne pas réaliser ce programme est tout simplement inacceptable pour la Chine, car c'est le principal ingrédient pour le passage à un modèle économique de croissance de grande qualité. En outre, le développement de ses capacités technologiques est considéré comme un impératif sur le plan de la sécurité nationale. En 2017, la Chine a importé pour 260 G\$ de semi-conducteurs, ce qui dépasse ses importations de pétrole brut⁴. Une diminution de l'offre de semi-conducteurs pourrait nuire ou même paralyser certaines industries clés.

Les réformes économiques en Chine n'ont pas amené les changements politiques escomptés par les États-Unis.

Bref, le fossé entre les deux pays est large, et trouver un terrain d'entente pourrait être plus difficile que de seulement régler le conflit commercial. Les frictions persisteraient probablement même sous un gouvernement démocrate, car certaines des préoccupations stratégiques concernant la Chine sont largement partagées par les deux partis.

Conséquences pour les investisseurs

Un changement radical dans la relation entre les États-Unis et la Chine est vraisemblablement en cours, et une guerre commerciale pourrait n'en être que le début. Un règlement rapide et clair du conflit commercial est peu probable. Il serait réaliste de penser que la probabilité d'un règlement pourrait être plus élevée si la croissance économique des États-Unis devait connaître des ratés. Il pourrait donc y avoir encore de la volatilité avant que les bonnes nouvelles arrivent. Malgré une légère correction en octobre, le marché boursier américain a été assez curieusement stable, ce qui contraste fortement avec la chute marquée du marché boursier chinois. L'effet de la guerre commerciale n'a apparemment pas été entièrement pris en compte dans les cours des actions américaines. Toutefois, en raison des liens économiques, cette divergence dans les attentes à l'égard de la croissance économique ne peut durer éternellement. Si la guerre commerciale continue de s'intensifier, l'impact macroéconomique pourrait finir par influencer sur les bénéfices des sociétés américaines.

Cela signifie-t-il qu'il faut cacher son argent sous son matelas et ne prendre aucun risque? Certainement pas! Le marché boursier américain a survécu à la guerre froide et a tout de même généré de solides rendements au cours de cette période. Si les États-Unis et la Chine pouvaient continuer à négocier et parvenir à établir un cadre de discussion afin de stabiliser les attentes, cela pourrait soutenir les marchés boursiers. Cela signifie cependant que les investisseurs doivent chercher à réduire le plus possible les répercussions négatives de la guerre commerciale lorsqu'ils choisissent des placements et construisent leur portefeuille.

À ce stade du cycle économique et étant donné les risques évoqués dans le présent article, nous recommandons fortement de privilégier les titres de qualité dans les portefeuilles. Ces titres peuvent comprendre des obligations de sociétés de première qualité, des actions de sociétés capables d'augmenter régulièrement leurs dividendes grâce à des flux de trésorerie disponibles croissants, et des actions à faible volatilité ■

Les géants technologiques chinois, comme Alibaba, Tencent et Huawei, sont en train de rattraper les sociétés technologiques américaines en ce qui a trait à la taille et aux capacités.



Au sujet de l'auteur

Bruce Cooper, CFA

Chef de la direction et chef des placements, Gestion de Placements TD
Président, Comité de répartition des actifs de Gestion de patrimoine TD

 [@BruceCooper TD](https://twitter.com/BruceCooper_TD)

À propos de Gestion de Placements TD

Gestion de Placements TD (GPTD), un membre du Groupe Banque TD, est une société de gestion de placements nord-américaine. Exerçant ses activités par l'entremise de Gestion de Placements TD Inc. au Canada et de TDAM USA Inc. aux États-Unis, GPTD offre une nouvelle perspective pour répondre aux plus grands défis des investisseurs. GPTD offre ses solutions de placement à des entreprises, des caisses de retraite, des fonds de dotation, des fondations et des investisseurs individuels. De plus, GPTD gère des actifs pour le compte de près de deux millions d'investisseurs particuliers et offre une gamme très diversifiée de solutions de placement incluant des fonds communs de placement, des portefeuilles gérés par des professionnels et des fonds en catégorie de société. Au 30 septembre 2017, GPTD gérait collectivement un actif de plus de 295 milliards de dollars canadiens.



¹ Le marché boursier chinois est représenté par l'indice MSCI Chine. Données au 28 février 2018.

² Données du FMI, selon le PIB en dollars américains courants.

³ Département du Trésor des États-Unis. Au 16 octobre 2018.

⁴ Association de l'industrie des semi-conducteurs de la Chine, 2017.

Les renseignements aux présentes ont été fournis par Gestion de Placements TD Inc. aux fins d'information seulement. Ils proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés uniquement à des fins d'illustration et ne reflètent pas les valeurs ou les rendements futurs des placements. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun.

Le présent document peut contenir des déclarations prospectives qui sont de nature prévisionnelle et pouvant comprendre des termes comme « prévoir », « s'attendre à », « compter », « croire », « estimer » ainsi que les formes négatives de ces termes. Les déclarations prospectives sont fondées sur des prévisions et des projections à propos de facteurs généraux futurs concernant l'économie, la politique et les marchés, comme les taux d'intérêt, les taux de change, les marchés boursiers et financiers, et le contexte économique général; on suppose que les lois et règlements applicables en matière de fiscalité ou autres ne feront l'objet d'aucune modification et qu'aucune catastrophe ne surviendra. Les prévisions et projections à l'égard d'événements futurs sont, de par leur nature, assujetties à des risques et à des incertitudes que nul ne peut prévoir. Les prévisions et les projections pourraient s'avérer inexactes dans l'avenir. Les déclarations prospectives ne garantissent pas les résultats futurs. Les événements réels peuvent différer grandement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans les déclarations prospectives. Un certain nombre de facteurs importants, y compris ceux énumérés plus haut, peuvent contribuer à de tels écarts. Vous ne devriez pas vous fier aux déclarations prospectives.

Gestion de Placements TD Inc. est une filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion.

Bloomberg et Bloomberg.com sont des marques de commerce et des marques de service de Bloomberg Finance L.P., une société en commandite simple enregistrée au Delaware, ou de ses filiales. Tous droits réservés.

Toutes les marques de commerce appartiennent à leurs propriétaires respectifs.

^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion.