

Réinventer la mondialisation – Partie I : Marche arrière toute!

Kevin Hebner, Ph. D.
Directeur général, Gestion mondiale
de portefeuille, TD Epoch

William W. Priest, CFA
Président-directeur, cochef
des placements et gestionnaire
de portefeuille, TD Epoch

- La montée des tensions entre les États-Unis et la Chine a fait réapparaître les problèmes de sécurité nationale après un hiatus de plusieurs décennies. En conséquence, une restructuration des chaînes d'approvisionnement mondiales est en cours afin de réduire les vulnérabilités et de limiter les importations chinoises de produits à double usage pouvant servir à des fins tant commerciales que militaires.
- La politique industrielle, abandonnée après la première Guerre froide, est donc de nouveau prioritaire pour les deux partis américains. Les semi-conducteurs et l'énergie sont pour l'instant au cœur de cette politique, mais il ne fait aucun doute que d'autres secteurs seront concernés au cours des prochaines années (y compris l'IA, l'informatique quantique et d'autres technologies de pointe).
- Les deux principaux bénéficiaires de l'hypermondialisation ont été la Chine et les multinationales américaines. Comme la mondialisation fait marche arrière, nous nous attendons à ce que les actions chinoises sous-performent. De nombreuses multinationales américaines seront également touchées, car les exportations vers la Chine ont souvent compté pour 40 % de la croissance de leurs revenus au cours des dix dernières années.
- Dans le livre blanc Réinventer la mondialisation – Partie II, nous démontrons que :
 - La démondialisation implique un changement de paradigme, assorti d'une tendance à la hausse des dépenses en immobilisations et du coût de la main-d'œuvre, ainsi que d'une augmentation du coût du capital. Ces transformations sont autant d'obstacles à long terme pour les marges et les flux de trésorerie disponibles (FTD), en particulier pour les sociétés technologiques et manufacturières.
 - Les 3D (démondialisation, démographie et décarbonisation) empêchent le retour du scénario des années 2010 où l'inflation était faible et les taux d'intérêt réels, nuls. De plus, avec la fin de la période dite de « grande modération », nous prévoyons une hausse de la volatilité macroéconomique (croissance, inflation, taux d'intérêt et taux de change).
 - Comme le coût du capital pour les sociétés risque d'être plus élevé, nous nous attendons à des ratios moyens plus faibles. Cette situation va s'avérer particulièrement difficile pour les actifs à longue durée, comme les sociétés de capital-risque et les sociétés technologiques spéculatives qui ne produiront pas de FTD de façon durable avant plusieurs années.

Il va être de plus en plus difficile de séparer les enjeux économiques des considérations plus générales d'intérêt national, y compris la sécurité nationale.

— Janet Yellen, secrétaire du Trésor des États-Unis, avril 2022

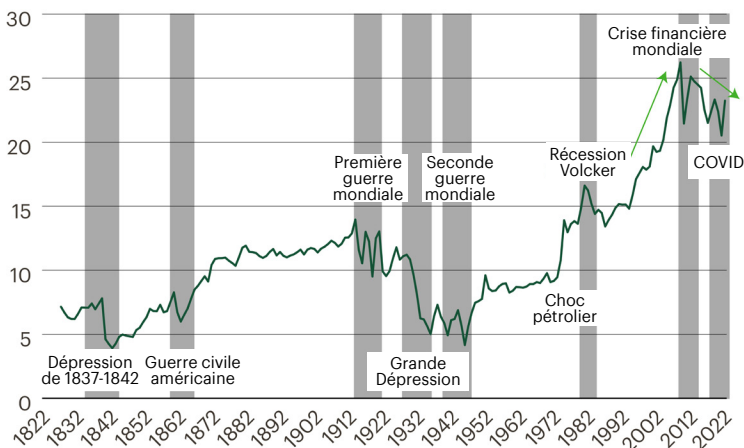
L'âge d'or de la mondialisation a commencé vers 1980 (**figure 1**), puis trois facteurs ont démultiplié son ampleur : (1) les politiques favorables au marché des présidents des États-Unis, de Ronald Reagan à George W. Bush (soutenus par des alliés comme les premiers ministres britanniques Margaret Thatcher et Tony Blair); (2) les réformes économiques chinoises sous la direction de Deng Xiaoping à partir de 1980; et (3) la dissolution de l'URSS en 1991.

La mondialisation a culminé en 2008 lors de la crise financière mondiale, faisant naître un mouvement de résistance à l'hypermondialisation et à la prépondérance des marchés. Toutefois, certains événements en Chine ont eu une incidence encore plus forte (**figure 2**). Le président Xi Jinping a amorcé son premier mandat en 2012 et il s'attache depuis avec fermeté à renforcer la sécurité nationale et l'autonomie du pays, surtout en ce qui concerne l'énergie, l'alimentation et la technologie. Les politiques sur lesquelles repose sa stratégie, en particulier « Chine 2025 », « Double circulation » et « Prospérité commune », ont fait de la Chine une véritable forteresse, mettant ainsi un terme définitif à l'âge d'or de la mondialisation.

Les semi-conducteurs sont peut-être au XXI^e siècle ce que le pétrole était au XX^e. Si c'est le cas, l'histoire du XXI^e siècle sera dictée par les semi-conducteurs.

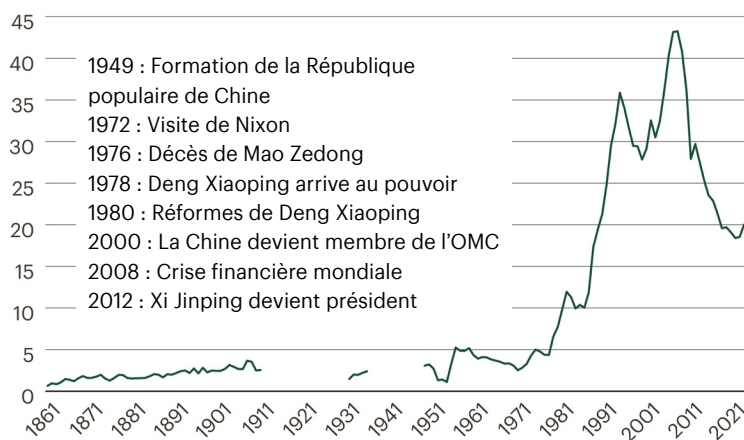
— Larry Summers, juillet 2022

Figure 1 : Exportations mondiales de marchandises (en % du PIB)
Le court règne de l'hypermondialisation : l'explosion du commerce mondial de 1980 à 2008.



Sources : Bloomberg, Our World in Data, Fouquin et Hugot (2016), TD Epoch

Figure 2 : Exportations de la Chine (en % du PIB)
L'incidence disproportionnée de la Chine sur les hauts et les bas de l'âge d'or de la mondialisation.



Sources : Bloomberg, Our World in Data, Fouquin et Hugot (2016), TD Epoch

Les chaînes d'approvisionnement mondiales sont en train d'être totalement repensées, car le commerce avec la Chine soulève deux problèmes de sécurité nationale. Premièrement, bien que les chaînes d'approvisionnement mondiales soient extrêmement efficaces et très appréciées des économistes, bon nombre d'entre elles sont intrinsèquement fragiles et vulnérables. On n'a qu'à songer à la dépendance de l'Europe envers le gaz naturel

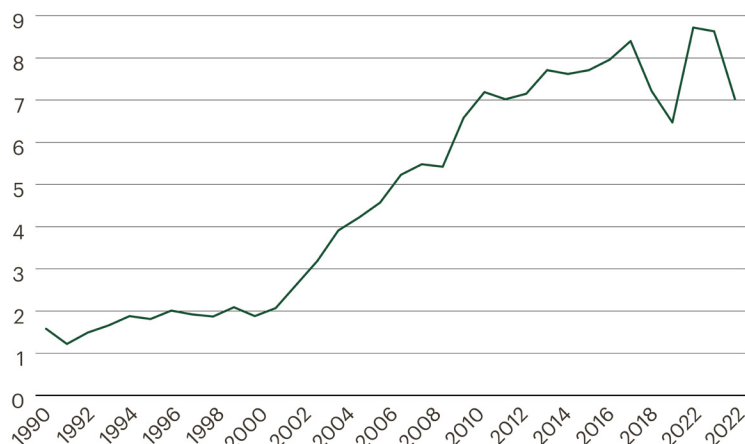
russe, aux difficultés à se procurer des équipements de protection individuelle durant les premiers mois de la COVID et à la dépendance universelle envers Taïwan pour les semi-conducteurs.

Deuxièmement, bon nombre des exportations américaines sont des produits à double usage, qui peuvent servir à des fins tant commerciales que militaires. Cette constatation est particulièrement vraie pour les produits technologiques de pointe (PTP),

une classification qui comprend les produits biotechnologiques, les puces, les produits robotiques, les missiles guidés, les satellites de communication et les réacteurs nucléaires (**figure 3**). Compte tenu des préoccupations du département d'État à l'égard de la fusion militaro-civile (FMC), nous nous attendons à ce que les États-Unis continuent de resserrer leurs contrôles dans le but de faire chuter les exportations de PTP vers la Chine au cours des prochaines années¹.

Figure 3 : Part (en %) de la Chine dans les exportations de produits technologiques de pointe américains

De 2008 à 2020, la Chine a compté pour 39 % de la croissance des exportations de PTP des États-Unis. De même, elle a figuré pour 40 % de la croissance des exportations de semi-conducteurs américains au cours des dix dernières années.



Source : U.S. Census Bureau

Les principales technologies ciblées par la FMC sont l'informatique quantique, les mégadonnées, les semi-conducteurs, la 5G, la technologie nucléaire de pointe, la technologie aérospatiale et l'IA.

— Département d'État des États-Unis²

Renforcer la sécurité nationale : après un hiatus de 40 ans, la politique industrielle revient de plus en plus sur le devant de la scène

Au cours des deux dernières années, les législateurs américains se sont entendus sur un sujet, et c'est peut-être bien le seul : la Chine. [...] Les députés et sénateurs républicains et démocrates semblent presque se disputer la médaille du parti le plus intransigeant sur ce sujet. [...] La nouvelle guerre froide est une initiative bipartisane. [...] et gare à ceux dont le discours pourrait être considéré comme indulgent envers la Chine.

— Niall Ferguson, Stanford, novembre 2022

Le clivage entre les États-Unis et la Chine s'accroît de plus en plus, ce qui a entre autres pour conséquence de replacer la politique industrielle au cœur des priorités des deux partis. Le Congrès américain a en effet adopté trois mesures importantes dans ce contexte au cours des derniers mois. La mesure la plus récente remonte au 7 octobre dernier, lorsqu'on a annoncé des contrôles à l'exportation visant à empêcher la Chine d'accéder à l'IA et aux semi-conducteurs. Ces contrôles ont renforcé les mesures annoncées précédemment³ et seront

¹ Selon Niall Ferguson, le Conseil de sécurité nationale plaide actuellement en faveur de la prise, d'ici la fin de l'année, d'un décret-loi qui protégerait l'informatique quantique et l'IA.

² 2017-2021.state.gov/military-civil-fusion/index.html

³ Notamment les mesures prises contre Semiconductor Manufacturing International Corporation (SMIC) en 2020, Huawei en 2019 et ZTE en 2016. « National Security, Semiconductors, and the U.S. Move to Cut Off China », novembre 2022, de Chad Brown, Peterson Institute.

fort probablement intensifiés par de nouvelles restrictions au cours des prochains mois. Les décideurs américains sont déterminés à empêcher la Chine de se procurer des puces et des logiciels de conception américains, et ce, pour s'assurer que les capacités de ce pays continuent d'accuser des retards générationnels.

La deuxième mesure prise par le Congrès américain a été le *CHIPS and Science Act*, loi bipartisane promulguée en août qui vise essentiellement à redynamiser le secteur de la fabrication de semi-conducteurs aux États-Unis (**figure 4**). Cette loi prévoit l'affectation de 280 milliards de dollars sur dix ans, dont 80 milliards de dollars de subventions et de crédits d'impôt, pour encourager les investissements dans la fabrication de semi-conducteurs et de matériel connexe aux États-Unis. Elle prévoit également un budget de 200 milliards de dollars pour la recherche et le développement dans le secteur des technologies, et c'est ce qui devrait probablement avoir l'impact le plus durable et le plus important.

Depuis environ un an, dans au moins quatre États américains (l'Arizona, le Nouveau-Mexique, New York et le Texas), de nombreuses entreprises ont annoncé qu'elles allaient se lancer dans la fabrication de semi-conducteurs ou développer leurs activités dans ce secteur, ce qui fait écho à ce nouvel élan vers la production nationale de puces. Ces initiatives ne sont qu'un début et elles devront être soutenues par d'importantes subventions gouvernementales à long terme.

Toutefois, le coût de construction et d'exploitation d'une usine est beaucoup plus élevé aux États-Unis qu'à Taïwan ou en Corée du Sud. À cet égard, le fondateur de TSMC, Morris Chang, a récemment précisé que les coûts aux États-Unis seraient 55 % plus élevés qu'à Taïwan⁴. De même, le Boston Consulting Group estime qu'une nouvelle usine américaine coûte environ 30 % de plus à construire et à exploiter sur 10 ans qu'une usine établie à Taïwan, en Corée du Sud ou à Singapour et que 40 % à 70 % de cet écart sont directement imputables aux incitations gouvernementales⁵.

⁴ « TSMC founder, Kamala Harris talk chips at APEC meeting », Focus Taiwan, novembre 2022.

⁵ « Turning the tide for semiconductor manufacturing in the U.S. », 2020.

La loi qui va le plus marquer les relations sino-américaines depuis que la Chine a rejoint l'OMC en 2001... est entrée en vigueur sans grand bruit le 7 octobre.

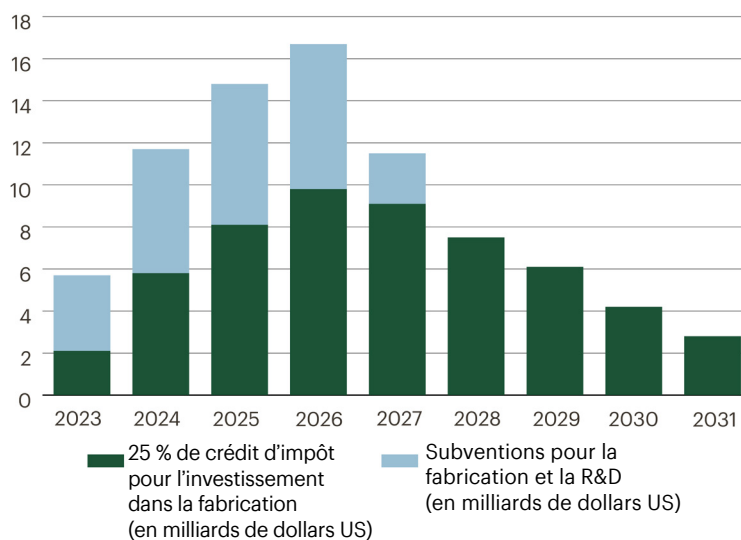
— George Magnus, Université d'Oxford, octobre 2022

Une superpuissance a déclaré la guerre à une grande puissance, et personne n'a rien remarqué.

— Edward Luce, Financial Times, octobre 2022
(à propos des mesures de contrôle des exportations adoptées le 7 octobre)

Figure 4 : Chips Act – Nouveaux chiffres estimatifs des dépenses (en milliards de dollars US)

Même si les 80 G\$ affectés sur dix ans ne seront pas suffisants pour transformer réellement la situation, ils constituent un premier pas non négligeable.



Sources : Congressional Budget Office, Joint Committee on Taxation, Center for Strategic and International Studies, Goldman Sachs, Bloomberg

Étant donné la nature fondamentale de certaines technologies, comme la logique avancée et les puces mémoire, nous devons maintenir une avance aussi grande que possible.

— Jake Sullivan, conseiller à la sécurité nationale, septembre 2022

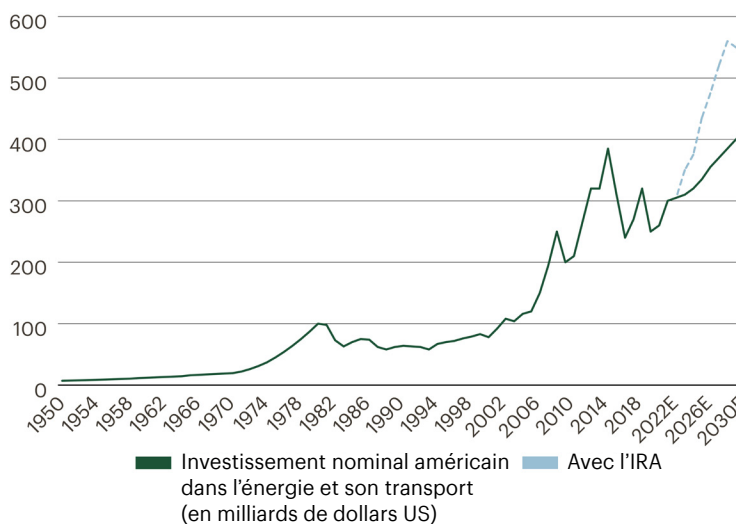
La totalité de la concurrence du XXI^e siècle [...] repose sur la maîtrise des semi-conducteurs.

— Haut responsable de l'administration Trump (citation tirée du livre « Chip War: The Fight for the World's Most Critical Technology », de Chris Miller, Tufts, octobre 2022)

L'augmentation de la production intérieure de puces se heurte à deux grands obstacles (hormis le manque relatif de subventions gouvernementales). Premièrement, les entreprises qui cherchent à construire une usine aux États-Unis sont confrontées à l'inquiétante complexité des réglementations locales, des États et fédérales. Deuxièmement, les États-Unis manquent de compétences dans pratiquement toutes les catégories d'emploi associées à cette industrie. D'après les projets annoncés, les usines auront besoin de 70 000 à 90 000 employés supplémentaires, hautement spécialisés dans un éventail de domaines, notamment des titulaires d'un doctorat en science des matériaux et en génie électrique, des ingénieurs logiciel et des ingénieurs électriciens pour le secteur de la fabrication, des techniciens spécialisés dans les circuits imprimés et des opérateurs de machines. Comme l'a dit un commentateur, « Ce n'est pas comme s'il manquait un type précis de personne ou une compétence spécifique. La pénurie est universelle. »

La troisième mesure importante prise par le Congrès américain en matière de politique industrielle est le bien mal nommé *Inflation Reduction Act* (IRA), une loi qui a également été adoptée en août, mais cette fois-ci portée par un seul parti. Elle prévoit d'accorder des subventions, des prêts et des crédits d'impôt pour un total de 400 milliards de dollars au cours des dix prochaines années, dans le but de faire décoller les dépenses en immobilisations dans le secteur de l'énergie, principalement pour soutenir les technologies vertes. Selon Daniel Yergin, cette loi aurait dû s'appeler l'Industrial Policy Act ou le Chinese Competition Act. De plus, en ce qui concerne l'équilibre entre l'État et le marché, M. Yergin souligne que la balance penche désormais clairement en faveur de l'État.

Figure 5 : L'IRA stimulera les investissements américains dans le secteur de l'énergie (en milliards de dollars US)
Une partie des dépenses sera consacrée aux combustibles fossiles, mais la majeure partie soutiendra les technologies vertes.



Sources : Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, Rhodium Group, Empirical Research Partners

Nouvelle guerre froide : la fin des « dividendes de la paix »

La guerre technologique est beaucoup plus importante que la guerre commerciale/économique, car le pays qui la gagnera remportera probablement la guerre militaire.

— Ray Dalio, « Principles for Dealing with the Changing World Order », 2021

Si la majorité du commerce extérieur des États-Unis ne soulève aucun problème de sécurité nationale, une part importante pose problème, ce qui a de nombreuses conséquences pour les investisseurs. Premièrement, les deux principaux bénéficiaires de l'hypermondialisation ont été la Chine et les multinationales américaines.

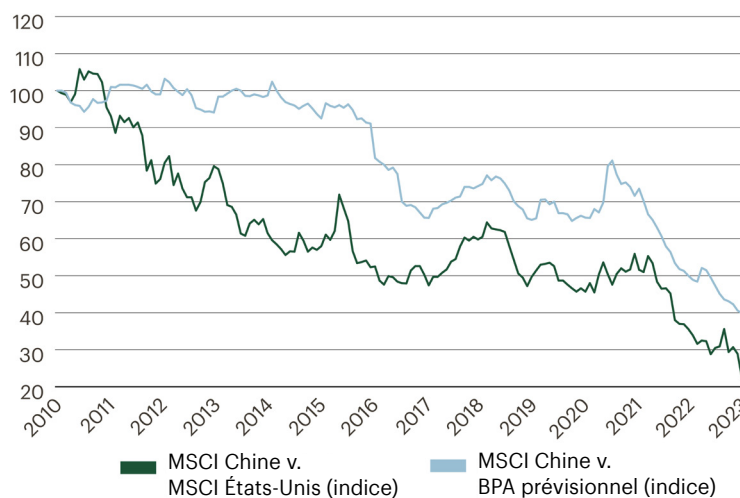
En ce qui concerne la Chine, comme l'ère de la mondialisation appartient désormais au passé, nous prévoyons que les actions chinoises sous-performeront à moyen et à long terme. D'ailleurs, le marché boursier chinois est déjà en baisse depuis dix ans (**figure 6**).

De plus, depuis 2010, il n'y a eu que deux années au cours desquelles la majorité des sociétés de l'indice CSI 300 ont surpassé l'indice S&P 500 (**figure 7**). En moyenne, seulement 33 % d'entre elles ont surperformé, ce qui représente une difficulté de taille pour les gestionnaires de portefeuille et les analystes⁶. En outre, au cours des dix dernières années, les secteurs les plus performants, par rapport à leurs homologues de l'indice S&P 500, ont été ceux des biens de consommation de base et des soins de santé, tous deux axés sur le marché intérieur. Cette tendance devrait persister au cours des dix prochaines années, car les secteurs axés sur les exportations seront durement touchés par la démondialisation.

Certains commentateurs vont encore plus loin en soutenant qu'il n'est pas raisonnable d'investir en Chine, surtout après le 20^e Congrès du parti communiste chinois qui a eu lieu en octobre. Le président Xi Jinping a renforcé sa position et, comparativement à il y a cinq ou dix ans, il accorde encore plus d'importance à la sécurité nationale et à l'autonomie du pays. Toutefois, sur le plan des paramètres fondamentaux, comme les flux de trésorerie disponibles durables et le rendement du capital investi, l'indice CSI 300 est semblable aux indices TPX et SXXE. Autrement dit, ces marchés devraient normalement être sous-pondérés par rapport à l'indice S&P 500, mais les analystes ont des chances d'y trouver des titres mondiaux et nationaux attrayants.

Figure 6 : Les actions chinoises ont nettement sous-performé depuis le premier mandat du président Xi Jinping en 2012

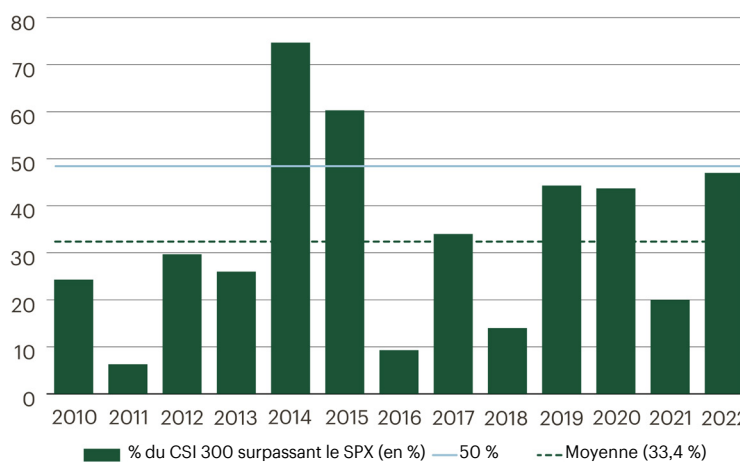
Cette faiblesse est entièrement imputable à la croissance inférieure des bénéficiaires, les évaluations restant pour l'essentiel inchangées. Nous sommes d'avis que les actions chinoises devraient être sous-pondérées par défaut dans les portefeuilles mondiaux.



Source : Bloomberg

Figure 7 : En moyenne, seulement le tiers des actions chinoises ont surpassé l'indice S&P 500

Et rien n'indique que cette situation s'améliorera au cours des dix prochaines années.



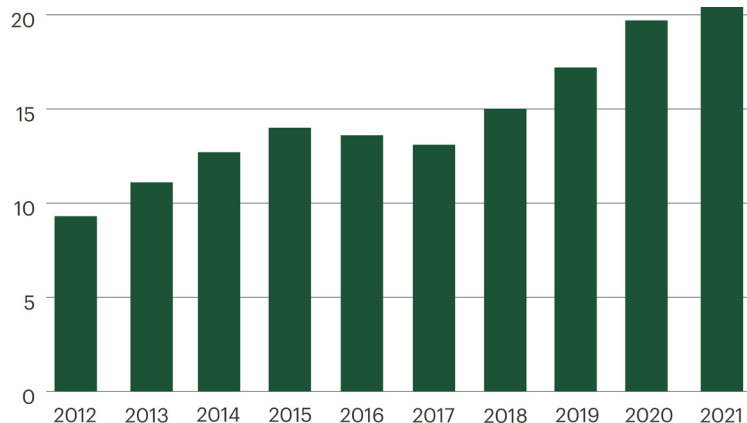
Source : Bloomberg

⁶ La moyenne correspondante par rapport au MXWO n'est pas bien supérieure; elle s'établit à 36 %.

« Nous avons un problème fondamental : notre principal client est notre principal concurrent. »⁷

Figure 8 : Part (en %) des exportations américaines de semi-conducteurs vers la Chine

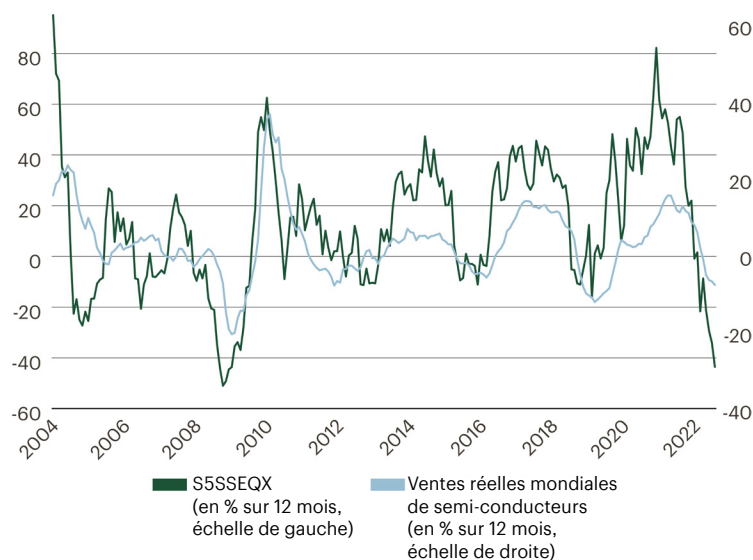
De 2012 à 2021, 39,6 % de la croissance des exportations de puces des États-Unis sont attribuables à la Chine.



Source : Bloomberg

Figure 9 : La corrélation entre le rendement du secteur des semi-conducteurs aux États-Unis et les ventes mondiales de puces est de 57 %

La perte du principal facteur de croissance du secteur représente une difficulté de taille pour le rendement futur.



Source : Bloomberg

Comme nous l'avons déjà dit, les multinationales américaines figurent parmi les principaux bénéficiaires de la période d'hypermondialisation, en deuxième position après la Chine. Toutefois, elles sont également vulnérables, car les exportations vers la Chine ont dans bien des cas compté pour 40 % de la croissance de leurs revenus au cours des dix dernières années. C'est le cas pour de nombreux PTP, tels que les puces (**figure 8**). De plus, entre 28 % et 47 % de la croissance des revenus des principales sociétés américaines de semi-conducteurs au cours de la dernière décennie sont attribuables à la Chine. Ce divorce forcé constitue un important obstacle pour le rendement à moyen terme du secteur, qui est fortement corrélé avec les ventes mondiales (**figure 9**).

C'est ainsi que s'achève la première partie de notre livre blanc sur la réinvention de la mondialisation. La deuxième partie explique que la démondialisation, qui implique une augmentation à long terme des dépenses en immobilisations et du coût de la main-d'œuvre, risque de peser lourd sur les marges et les flux de trésorerie disponibles aux États-Unis. Elle souligne également qu'il n'est pas question d'un retour de la situation des années 2010 où l'inflation était faible et les taux d'intérêt réels, nuls. Au cours des dix prochaines années, les sociétés américaines devront faire face à une augmentation du coût du capital, ce qui laisse entrevoir des ratios plus faibles et s'avérera sans doute particulièrement difficile pour les actifs à longue durée, comme les sociétés de capital-risque et les sociétés technologiques spéculatives qui ne produiront pas de FTD de façon durable avant plusieurs années.

⁷ Phrase adressée par un responsable anonyme d'une société de fabrication de puces à un représentant de l'administration Trump. « Chip War: The Fight for the World's Most Critical Technology », de Chris Miller, Tufts, octobre 2022.



Solutions de placement mondiales TD représente Gestion de Placements TD Inc. (GPTD) et Epoch Investment Partners, Inc. (TD Epoch). GPTD et TD Epoch sont des sociétés affiliées et des filiales en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. Le logo TD et les autres marques de commerce TD sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.

Réservé aux investisseurs institutionnels. Les renseignements contenus dans le présent document sont fournis à titre indicatif seulement et ne doivent pas être considérés comme des conseils de placement ou la recommandation d'un titre, d'une stratégie ou d'un produit de placement en particulier. Ils sont distribués en supposant que les destinataires ont suffisamment de connaissances et d'expérience pour être en mesure de comprendre et d'évaluer eux-mêmes les propositions et les services décrits aux présentes, ainsi que les risques associés à ces propositions ou services. Aucun renseignement contenu dans cette présentation ne constitue un conseil juridique, fiscal ou comptable. Les renseignements contenus dans le présent document proviennent de sources qui sont jugées fiables, mais qui ne sont pas garanties. Certains renseignements fournis dans le présent document proviennent de sources tierces et, même s'ils sont considérés comme exacts, n'ont pas été vérifiés de façon indépendante. Sauf indication contraire aux présentes, Epoch Investment Partners, Inc. (« Epoch ») est la source de tous les renseignements contenus dans le présent document. Epoch n'assume aucune responsabilité en cas d'erreur ou d'omission dans les renseignements contenus dans le présent document. Selon Epoch, les renseignements contenus dans le présent document étaient exacts à la date à laquelle ils ont été produits et envoyés, mais peuvent faire l'objet de modifications. Rien ne garantit qu'ils continueront d'être exacts après cette date, et Epoch n'est aucunement tenue, auprès des destinataires du présent document, de mettre à jour les renseignements fournis aux présentes. Aucune partie de ce document ne peut être copiée, reproduite, republiée ou distribuée de quelque façon que ce soit sans le consentement écrit exprès d'Epoch. Concernant les rendements passés : Toutes les données sur le rendement mentionnées se rapportent à des rendements passés et ne sont pas garanties du rendement futur. Rien ne garantit que les objectifs de placement seront atteints.

Dans la mesure où ce document contient des renseignements concernant des sociétés ou des titres en particulier, notamment leur rentabilité, ceux-ci sont fournis dans le but d'illustrer notre thèse de placement. Chaque titre mentionné a été sélectionné uniquement à cette fin et non en fonction du rendement ou de critères liés au rendement. Les références passées à des sociétés ou titres particuliers ne constituent pas une liste complète des titres sélectionnés pour les clients et les titres sélectionnés pour les clients par le passé n'ont pas tous été rentables. Les titres mentionnés dans le présent document peuvent ne pas représenter un portefeuille complet et, collectivement, peuvent ne représenter qu'un faible pourcentage des placements des clients. Les portefeuilles des clients font l'objet d'une gestion active et les titres mentionnés peuvent être détenus ou non dans ces portefeuilles à un moment donné.

Rendement prévu ou ciblé : Toutes les projections, cibles ou estimations contenues dans cette présentation sont des énoncés prospectifs fondés sur la recherche et l'analyse d'Epoch ainsi que sur ses hypothèses à l'égard des marchés financiers. Rien ne garantit que ces projections, cibles ou estimations se réaliseront et les résultats réels peuvent en différer substantiellement. Des renseignements supplémentaires sur les hypothèses à l'égard des marchés financiers sont disponibles sur demande. Des événements qui n'ont pas été pris en compte dans la formulation de ces projections, cibles ou estimations peuvent se produire et modifier sensiblement les rendements ou la performance des comptes ou des fonds gérés par Epoch.

Territoires autres que les États-Unis : Ces renseignements ne doivent être utilisés que dans des territoires où leur distribution ou leur disponibilité sont conformes aux lois ou aux règlements locaux.

Australie : Epoch Investment Partners, Inc. (ABRN : 636409320) est titulaire d'une licence de services financiers australienne (licence AFS n° : 5308587). Les renseignements aux présentes ne sont destinés qu'aux clients des Services bancaires de gros et aux investisseurs au sens de la *Corporations Act* de 2001.

Royaume-Uni : Epoch Investment Partners UK, LTD est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni (numéro de référence de la société : 715988)

Afrique du Sud : Epoch Investment Partners, Inc. est un fournisseur de services financiers autorisé (licence n° 46621) auprès de la Financial Sector Conduct Authority.