

THÈME DU MOIS

Chine : pression avant les négociations



A RETENIR

L'attitude de Pékin à l'égard de la guerre commerciale a changé radicalement ; alors que la Chine privilégiait la retenue et le dialogue au cours du premier mandat de D. Trump, elle réagit désormais par des représailles décisives.

Le « découplage stratégique » prôné par Washington a mis la confiance des investisseurs à rude épreuve, amenant Pékin à adopter une attitude plus prudente et plus hésitante en matière de dialogue, ce qui réduit les chances d'aboutir à des négociations sérieuses.

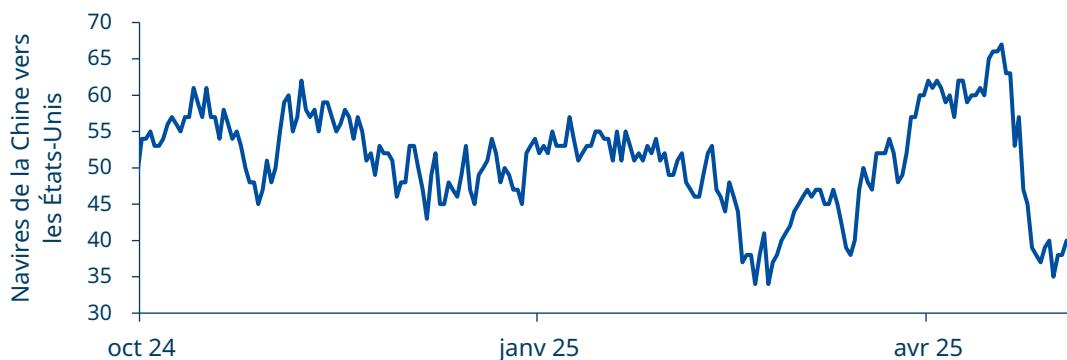
Dans ce climat incertain, Pékin s'orientera probablement vers une stratégie souple : renforcement des mesures de protection économique internes, extension des partenariats avec le Sud global et rapprochements avec certains pays alliés des États-Unis, tout en accordant moins d'importance aux accords avec Washington.

Alors que des stratégies visant à atténuer l'impact des droits de douane peuvent fonctionner si ceux-ci sont de 30%, les entreprises ne peuvent pas absorber l'augmentation des coûts liés à des taux supérieurs à 100%, y compris les sociétés disposant de marges élevées et d'un fort pouvoir de fixation des prix. En imposant des droits de douane punitifs de 145 %, Washington flirte dangereusement avec l'idée d'un découplage économique. Même un maintien temporaire à ce taux non tenable a des conséquences significatives.

L'impact est triple :

- **Tout d'abord, un choc de l'offre avec l'arrêt des expéditions transpacifiques et l'annulation de commandes** ; toutefois, ce choc est davantage supporté par les États-Unis que par la Chine. Alors que le nombre de porte-conteneurs vers les États-Unis devrait diminuer fortement, le débit de marchandises des ports chinois a augmenté en termes séquentiels et annuels depuis le 9 avril. Les augmentations de la demande de transport maritime au Viêt Nam, en Thaïlande et au Cambodge, ainsi que l'augmentation du trafic vers l'Europe ne sont pas des coïncidences et indiquent une réorientation des exportateurs chinois.

Le volume de marchandises en provenance de Chine et à destination des États-Unis est en baisse de 40 % par rapport au pic de cette année



Source : Amundi Investment Institute et Bloomberg, au 5 mai 2025.

Indique la moyenne mobile sur 15 jours des navires de marchandises sèches quittant la Chine avec les États-Unis pour destination.

AUTEURS

CLAIRE HUANG
STRATÉGISTE MACRO
SENIOR MARCHÉS
ÉMERGENTS, AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

ALESSIA BERARDI
RESPONSABLE DE LA
STRATÉGIE MACRO
ÉMERGENTE, AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

« Les effets de la guerre commerciale sont sur le point de se manifester, et certains ne peuvent pas être effacés par des changements politiques peu réfléchis. Il est naïf de penser qu'il n'y aura pas de conséquences structurelles. »

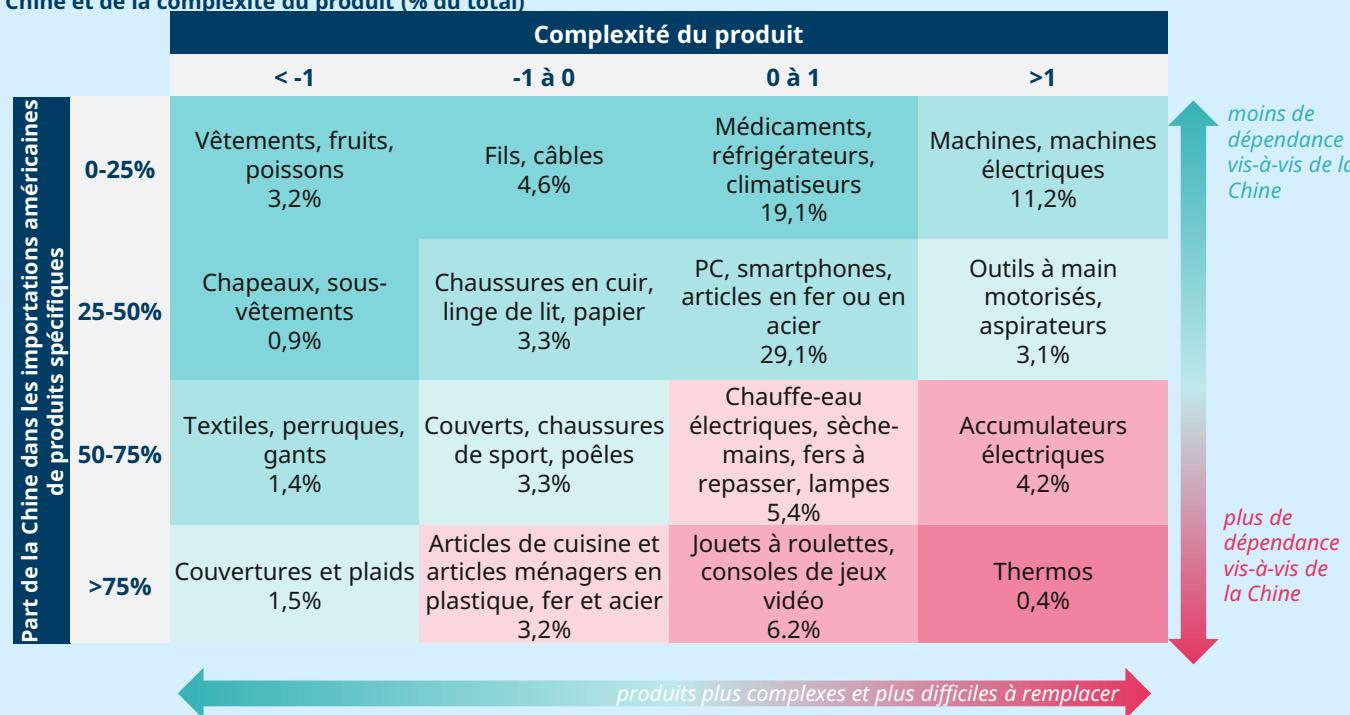
- **Deuxièmement, un choc de la demande, les droits de douane punitifs commençant à peser sur les consommateurs et les bénéfices des entreprises**, tant aux États-Unis qu'en Chine. Les coûts des droits de douane seront supportés par les exportateurs chinois, les importateurs américains (tels que Walmart, Home Depot et Target) et les consommateurs américains. Environ un quart à un tiers des importations américaines en provenance de Chine sont difficilement remplaçables. Cela s'explique par la forte dépendance des États-Unis à l'égard des approvisionnements chinois, la complexité de certains produits et la position de la Chine en tant qu'unique ou l'un des rares producteurs. Parmi les 100 produits les plus difficiles à remplacer, la Chine représente en moyenne 57 % du total des exportations mondiales (voir tableau ci-dessous).
- **Enfin, un choc structurel, les entreprises ajustant leurs chaînes d'approvisionnement pour s'adapter à un protectionnisme accru**, troquant l'efficacité contre la sécurité politique. Étant donné que les détaillants américains qui s'approvisionnent en Chine ont subi des pertes considérables en raison de pénuries d'approvisionnement, ces risques ne sont plus justifiables d'un point de vue économique.

Une désescalade mutuelle s'est produite rapidement, permettant aux droits de douane de passer d'un taux extrêmement prohibitif de 145 % à un taux de 30 %. Si l'on y ajoute les droits de douane initiaux appliqués sous le premier mandat de D. Trump, les droits de douane effectifs des États-Unis sur les importations chinoises avoisinent les 40 %, ce qui est beaucoup plus élevé que sous la première administration Trump et reste prohibitif. Les exportateurs chinois, qui opèrent en moyenne avec des marges relativement faibles, n'ont aucun moyen efficace d'atténuer les impacts par leurs propres moyens.

Atténuer les impacts de nombreuses incertitudes : dans un contexte d'évolution des droits de douane, un assouplissement de la politique monétaire est plus probable que d'autres mesures. Des baisses de taux étaient déjà nécessaires avant l'entrée en fonction de D. Trump, pour soutenir la fragile reprise de la demande intérieure. Les politiques commerciales restrictives des États-Unis agiront comme un choc désinflationniste de la demande sur l'économie chinoise, ce qui agravera encore le problème de la déflation.

Les États-Unis peuvent-ils facilement remplacer les produits fabriqués en Chine ?

Ventilation des importations américaines en provenance de Chine, en fonction de la dépendance vis-à-vis de la Chine et de la complexité du produit (% du total)



Source : UN Comtrade, Amundi Investment Institute. Données au 7 mai.

« Parmi les 100 produits les plus difficiles à remplacer, la Chine représente en moyenne 57 % du total des exportations mondiales. »

Le 7 mai, la Banque populaire de Chine a réduit le taux de réserve obligatoire de 50 points de base (pbs) et le taux directeur de 10 pbs. Nous anticipons deux autres réductions de 10 pbs chacune, respectivement en juillet et en septembre.

En ce qui concerne la politique budgétaire, les décideurs chinois pourraient cependant préférer attendre et évaluer les impacts de la guerre commerciale avant de prendre des mesures décisives. Cela fait seulement deux mois que le plan de relance budgétaire (qui représente environ 2 % du PIB) a été présenté par l'Assemblée nationale populaire.

Le 3^e trimestre sera une bonne occasion d'évaluer la nécessité d'un budget supplémentaire, les données de mai et de juin étant disponibles pour une meilleure évaluation des impacts.

Avec une approche sur le long terme, la Chine n'a pas de contraintes de temps dans cette guerre commerciale, contrairement à D. Trump avec les élections de mi-mandat à venir, ce qui permet à Pékin d'adopter une approche stratégique.

La Chine dispose de trois types d'outils :

- Mesures offensives** : elles visent à prendre des mesures de rétorsion et à nuire économiquement aux États-Unis, par exemple en restreignant l'accès à des approvisionnement chinois essentiels tels que les terres rares (par le biais de son propre contrôle des exportations) et en surveillant l'accès au marché chinois (droits de douane punitifs de rétorsion, enquêtes réglementaires et règles de passation des marchés publics). La liquidation des bons du Trésor américain serait inefficace en tant que mesure offensive sur le marché. Même si toutes les réserves de change de la Chine (soit 3 200 milliards de dollars) étaient investies dans des bons du Trésor américain, la taille même du marché du Trésor, avec un volume d'échange quotidien supérieur à 900 milliards de dollars, signifie que la liquidation rapide de la Chine serait absorbée en 3 ou 4 jours, ce qui limiterait tout impact durable sur le marché. Sans oublier que la Réserve fédérale américaine dispose de nombreux outils de liquidité pour atténuer les pressions de vente chinoises.
- Mesures défensives** : elles visent à atténuer les impacts négatifs d'attaques potentielles, en particulier sur le marché financier, où les États-Unis ont un net avantage en bloquant l'accès de la Chine au système financier mondial dominé par le dollar. Les cessions de réserves de devises étrangères, les accords de paiement transfrontaliers, l'infrastructure permettant le règlement des transactions en renminbi et les accords entre banques centrales pour échanger des devises se développeront et s'accéléreront.
- Mesures correctives** : elles impliquent des concessions et des mesures positives, telles que la reprise des négociations avec les États-Unis, l'approfondissement des liens commerciaux avec les alliés des États-Unis par le biais d'accords multilatéraux tels que l'accord de libre-échange transpacifique (CPTPP) et le renforcement des partenariats avec les pays du Sud global.

Dans ce contexte, les mesures tactiques traditionnelles susceptibles de nuire aux objectifs stratégiques - subventions à l'exportation et dévaluation de la monnaie - ne seront probablement pas utilisées.

Marché des actions chinoises - principaux enseignements

Nous maintenons une opinion positive à long terme sur les actions chinoises, compte tenu du récent tournant vers des politiques fiscales favorables. Toutefois, compte tenu de la forte incertitude concernant les droits de douane, nous sommes plus prudents à court terme et nous pensons qu'il est temps de s'orienter vers des secteurs davantage tournés vers le marché domestique et défensifs, moins impactés par les droits de douane.

Nous privilégions donc le marché onshore (China A-shares) par rapport au marché offshore (China H-shares), ainsi que la demande intérieure et le rendement des dividendes par rapport à l'exposition aux exportations, étant donné que les primes de risque du marché onshore sont plus résilientes sur le plan géopolitique et que le gouvernement met l'accent sur la stimulation de la demande intérieure.

En Chine, nous constatons une dynamique positive des bénéfices dans le secteur technologique, en particulier avec l'essor des applications de l'IA et de la technologie grand public. Néanmoins, nous restons prudents face aux risques de surcapacité croissante en Chine et au potentiel de dumping ou de déplacement des produits existants sur les marchés mondiaux, ce qui poserait des difficultés aux acteurs nationaux et internationaux.

NICHOLAS MCCONWAY, RESPONSABLE DES ACTIONS ASIE HORS JAPON, AMUNDI

THÈME DU MOIS

États-Unis et Chine : gérer une relation qui se détériore



RÉDACTEURS

ANNA

ROSENBERG

RESPONSABLE

GÉOPOLITIQUE,

AMUNDI INVESTMENT

INSTITUTE

POINTS À RETENIR

Les relations entre les États-Unis et la Chine continueront probablement à se détériorer, car les responsables américains de la sécurité considèrent 2027 comme la date clé à laquelle la Chine sera en mesure de rivaliser avec les États-Unis.

Toutefois les États-Unis et la Chine n'ont guère intérêt à laisser leurs relations se détériorer complètement et préféreront parvenir à un divorce économique leur permettant à tous deux de survivre. Les récentes baisses des droits de douane reflètent cette dynamique.

Malgré l'apaisement actuel des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, il est important de comprendre la dynamique plus large qui anime les relations entre les deux pays. Au cours des prochaines années, la relation entre les États-Unis et la Chine continuera de se détériorer, 2027 étant perçue comme une date clé à l'horizon. En effet, d'après les responsables américains de la sécurité, c'est à partir de cette année que la Chine pourrait être en mesure de rivaliser avec les États-Unis sur le plan militaire. Que cela soit vrai ou non, ces craintes influencent la politique américaine envers la Chine ainsi que les efforts des États-Unis pour se réindustrialiser. Pour mener et gagner des guerres, un pays doit disposer d'une base industrielle solide pour construire et réparer son matériel militaire. Les droits de douane imposés par Trump sur l'acier, l'aluminium et les produits chinois doivent être appréciés dans cette perspective ; ils visent également à affaiblir sa capacité industrielle. Cela dit, en 2025, les États-Unis et la Chine n'ont guère intérêt à laisser dégénérer leurs relations : leur objectif sera plutôt de parvenir à un divorce leur permettant à tous deux de préserver leur équilibre économique. Nous voyons d'ores et déjà les deux parties faire marche arrière sur la question des droits de douane. Les scénarios décrits ci-dessous montrent comment la relation a évolué depuis le « scénario d'escalade » vers notre scénario central « d'entente tendue », dans lequel nous prévoyons une baisse significative des droits de douane américains et chinois par rapport au niveau précédent de 145 %. Une poursuite des négociations est possible, mais nous ne nous attendons pas à un « grand compromis » dans un avenir proche. Au cours du premier mandat de Trump, les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine s'étaient avérées difficiles et avaient pris des années avant d'aboutir.

« En 2025, les États-Unis et la Chine n'ont guère intérêt à laisser dégénérer leurs relations : leur objectif sera plutôt de parvenir à un divorce leur permettant à tous deux de préserver leur équilibre économique. »

Scénarios économiques États-Unis/Chine

Nous étions ici

...mais, conformément à nos prévisions, nous en sommes maintenant ici



Scénario :	Escalade	Entente tendue	Grand compromis
Probabilité :	25 %	55 %	20 %

Source : Amundi Investment Institute, au 12 mai 2025. Cette série de scénarios n'est pas exhaustive.

Scénario 1: Escalade

Scénario	Les relations entre les États-Unis et la Chine continuent de se détériorer, aucun des deux pays ne faisant de concessions ; les droits de douane repassent au-dessus de 100 % et un découplage économique et sécuritaire complet s'opère.
Indicateurs à surveiller	Les relations se détérioreront davantage si les États-Unis commencent à limiter l'accès de la Chine aux marchés financiers américains ou obligent des pays tiers à réduire leurs liens avec la Chine dans le cadre de négociations commerciales, amenant ainsi la Chine à conclure que les États-Unis cherchent à nuire de manière permanente à ses perspectives économiques. La Chine intensifie ses mesures de rétorsion, restreint considérablement ses exportations de terres rares et de produits pharmaceutiques, accentue la pression sur les entreprises américaines et tente de forcer les pays voisins indécis à choisir leur camp.
Répercussions	Une guerre froide s'installe, dans laquelle les deux camps cherchent à limiter leurs interactions, imposant ainsi un monde bipolaire. Un tel scénario augmenterait les risques géopolitiques, tant en Asie qu'au-delà. Les risques augmenteraient en mer de Chine méridionale, mais aussi dans d'autres régions du monde, la Chine étant susceptible de renforcer son soutien militaire à la Russie (en fonction des relations sino-européennes et de l'évolution de la situation en Ukraine). Elle pourrait également se rapprocher davantage de la Russie dans le domaine du spatial ainsi que dans l'Arctique.

Scénario 2: Entente tendue (scénario central)

Scénario	Les États-Unis et la Chine parviennent à un accord prévoyant une baisse des droits de douane américains par rapport aux niveaux actuels, mais ceux-ci resteront élevés. La Chine réduit également ses mesures de rétorsion. Les États-Unis n'obligent pas tous les pays avec lesquels ils négocient à prendre position contre la Chine, ce qui permet à cette dernière de réorienter une partie de ses échanges commerciaux vers les États-Unis sans étouffer son économie. Un certain découplage économique s'observe dans les secteurs sensibles, mais les deux pays continuent de se faire concurrence et de commercer ensemble.
Indicateurs à surveiller	Les États-Unis et la Chine réduisent leurs droits de douane et des discussions ont lieu entre hauts responsables, accompagnées de promesses de négociations futures. Les États-Unis n'imposent pas à leurs partenaires commerciaux de prendre parti contre la Chine dans leurs accords commerciaux. Le ton s'adoucit et la possibilité d'une rencontre entre Xi et Trump se profile. Un accord sur TikTok devient également possible en échange de concessions supplémentaires sur les droits de douane.
Répercussions	On observe un réacheminement des chaînes d'approvisionnement et une réduction des exportations chinoises vers les États-Unis, le découplage s'étendant au-delà des seuls secteurs sensibles, sans toutefois aboutir à une rupture économique totale. Les relations entre les États-Unis et la Chine continueraient à privilégier une diversification l'un par rapport à l'autre. Les risques en mer de Chine méridionale resteraient élevés, mais ne devraient pas augmenter à court terme. La Chine continuera à dissuader les pays européens et asiatiques de nouer des liens trop étroits avec les États-Unis.

Scénario 3: Grand compromis

Scénario	Les États-Unis et la Chine s'efforcent de conclure un accord commercial de phase deux, mettant en place des droits de douane sur certaines importations chinoises, mais pas sur tous les secteurs. La Chine accepte de rééquilibrer son économie pour privilégier la consommation et acheter davantage de produits américains. Les États-Unis n'obligent pas les autres pays à choisir leur camp contre la Chine, ce qui permet à cette dernière de réorienter une partie de ses échanges commerciaux vers les États-Unis. La Chine renonce à ses mesures de rétorsion. Un certain découplage économique s'observe dans les secteurs stratégiques sensibles, mais les deux pays continuent de se faire concurrence et de commercer ensemble. Les États-Unis acceptent de ne pas modifier le <i>statu quo</i> au sujet de Taïwan et reconnaissent les intérêts régionaux de la Chine.
Indicateurs à surveiller	Réduction simultanée des droits de douane entre les États-Unis et la Chine. Reprise des négociations concernant TikTok et la coentreprise CATL-Ford. Annonce d'une rencontre entre Xi et Trump et reprise des négociations commerciales à suivre.
Répercussions	Une certaine détente s'opère sur les marchés, parallèlement à la réorganisation des chaînes d'approvisionnement, à une réduction des exportations chinoises vers les États-Unis et à une séparation dans certains secteurs, mais sans pour autant aboutir à une rupture économique totale. Apaisement des tensions géopolitiques, notamment en mer de Chine méridionale. Il pourrait également y avoir une augmentation des IDE chinois aux États-Unis ou davantage de coentreprises impliquant des transferts de technologie.

Source : Amundi Investment Institute, au 12 mai 2025. Cette série de scénarios n'est pas exhaustive.