

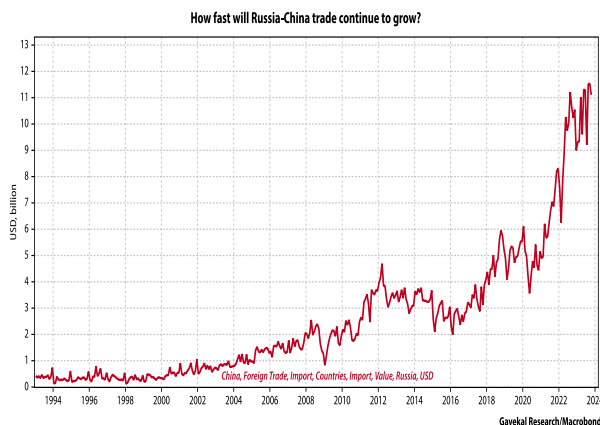
La revanche de l'empire ottoman

En 1453, Constantinople est tombée aux mains des Ottomans. C'était une mauvaise nouvelle pour le monde chrétien de l'époque. Au minimum, cela signifiait que les Ottomans contrôlaient désormais la majeure partie de la mer Méditerranée (qui avait été, jusque-là, le berceau de la civilisation occidentale) et la majeure partie de la route de la soie. Si les Européens voulaient des épices, du poivre, de la soie... ils devraient désormais payer le prix que les Ottomans exigeaient. À moins bien sûr qu'une autre route ne soit trouvée pour relier l'Europe à l'Inde et à la Chine. D'où la découverte des Amériques par Christophe Colomb en 1492, et le contournement de l'Afrique par Vasco de Gama pour naviguer vers l'Inde en 1498. Avec des navigateurs portugais, espagnols et italiens partant vers l'inconnu, le centre de gravité économique du monde est rapidement passé de la mer Méditerranée à l'océan Atlantique. L'empire ottoman a progressivement glissé vers l'irrélevance économique et au 19ème siècle, il était décrit comme "l'homme malade de l'Europe". Pour quelqu'un assis à Constantinople à l'époque, le monde avait probablement l'impression qu'il se "dé-globalisait". Mais pour quiconque assis à Londres, Rio de Janeiro ou au Cap, cette notion même aurait été risible.

Une leçon à tirer de cette histoire est que si le commerce est bloqué quelque part, il peut réapparaître ailleurs, et être d'autant plus puissant, avec peut-être des conséquences imprévues en prime. Dans ce cas, la conséquence directe de la capture par les Ottomans de la mer Méditerranée, et de tout son commerce, a été pour les Européens de l'Ouest de coloniser les Amériques, puis l'Afrique, de s'emparer de la majeure partie de l'or du monde, d'acheter des esclaves, et de les amener aux Amériques pour travailler dans de grandes plantations. De grandes plantations qui se sont avérées être la première étape vers l'industrialisation. Les Ottomans ne pouvaient pas le savoir, mais en bloquant le commerce sur la route de la soie, ils ont fini par donner l'élan à l'ère moderne et ont progressivement transformé la Méditerranée en arrière-cour économique. Les Ottomans ont scié la branche même sur laquelle ils étaient assis. La loi des conséquences involontaires à l'œuvre.

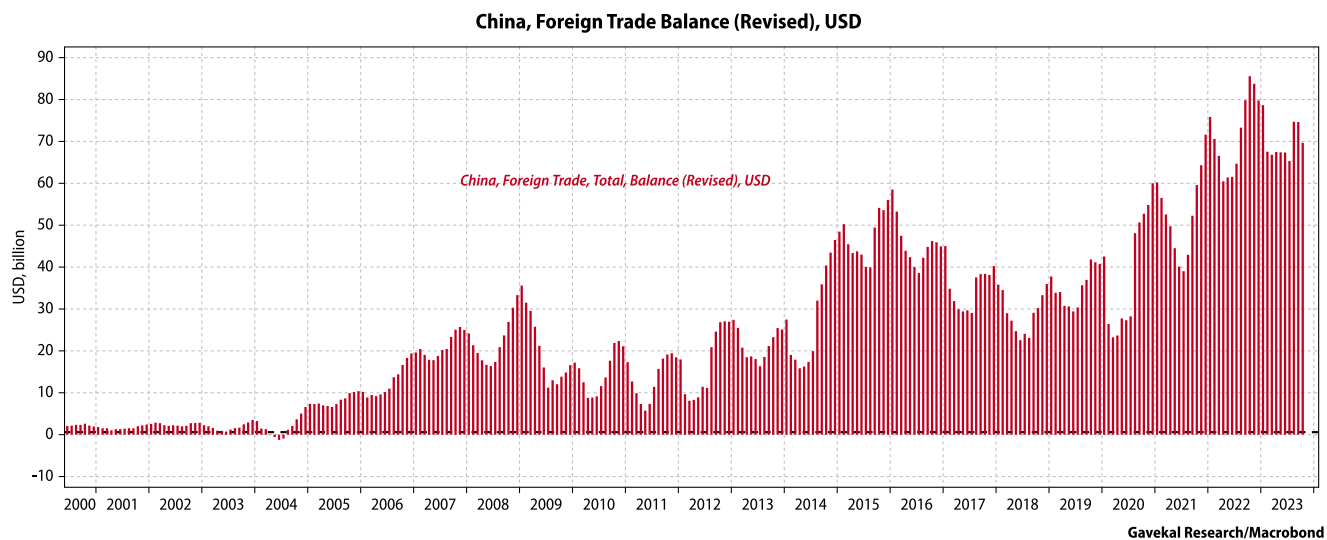
Pourquoi rappeler cette ancienne histoire aujourd'hui ? Parce que ces dernières années, nous avons vu :

1. Le monde occidental tenter de déclencher un effondrement de l'économie russe en bloquant l'accès aux systèmes de paiement en dollars américains, euros, livres sterling ou francs suisses. Sans surprise, la Russie s'est immédiatement tournée vers la vente de ses matières premières en yuans, roupies, reals brésiliens, bahts thaïlandais, etc... et le commerce entre la Russie et les principaux marchés émergents du monde a connu une croissance parabolique.



2. Les États-Unis ont encouragé les producteurs nationaux à rapatrier leur production hors de Chine, un pays communiste non démocratique. Ou, alternativement, à déplacer la production dans des pays qui se trouvent ne pas être non démocratiques et nominalement communistes ; comme par exemple le Vietnam.

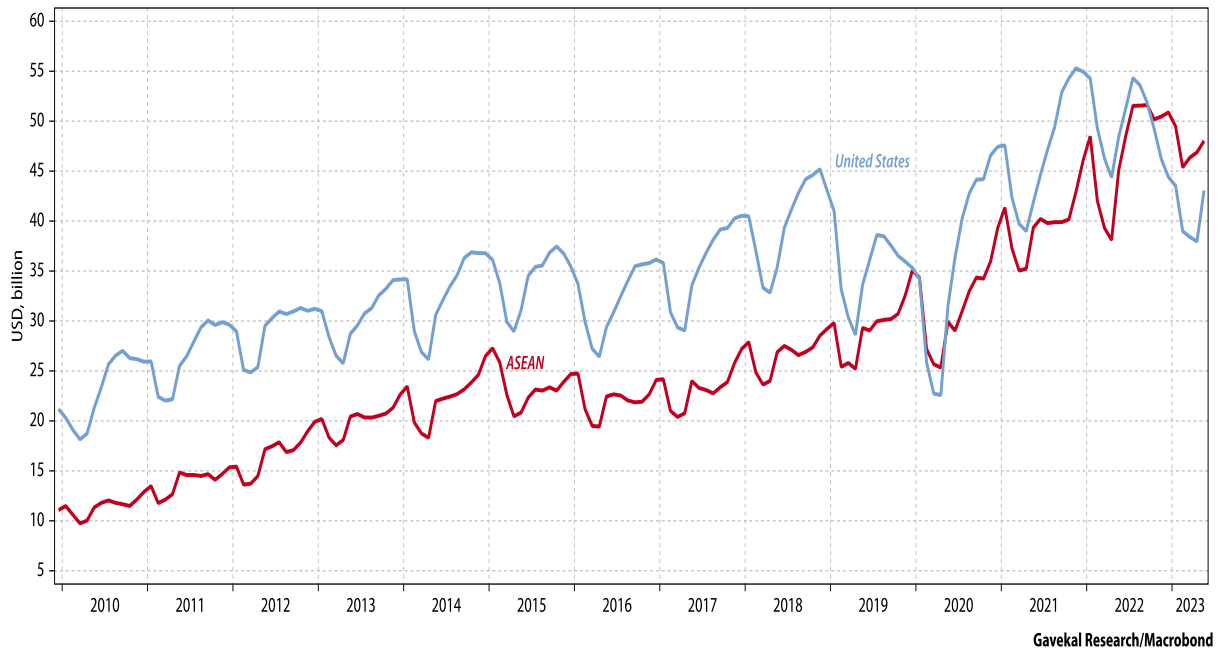
Le résultat final ? L'excédent commercial de la Chine a essentiellement triplé au cours des dernières années.



1- La hausse du commerce chinois

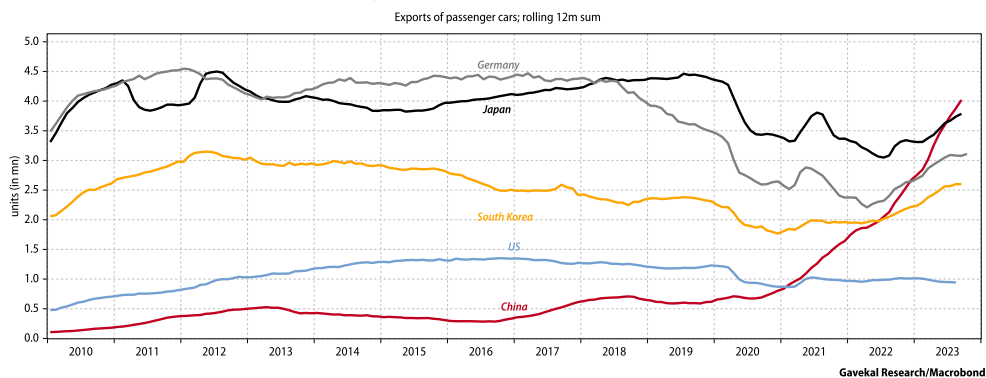
L'excédent commercial chinois n'a pas triplé parce que les consommateurs d'Amérique du Nord ou d'Europe ont décidé d'acheter trois fois plus de jouets en plastique pour leurs enfants, de paires de chaussettes ou de chaussures de sport. Au lieu de cela, la hausse de l'excédent commercial de la Chine est liée à l'ouverture par la Chine de nouveaux marchés pour ses produits. La nécessité étant la mère de toutes les inventions... Prenons l'Asie du Sud-Est en exemple. En 2017, la valeur des exportations chinoises vers l'ASEAN représentait 60 % des exportations chinoises vers les États-Unis. Aujourd'hui, les exportations de la Chine vers l'Asie du Sud-Est représentent environ 120 % des exportations de la Chine vers les États-Unis :

China Exports to Asean & USA



La Chine a accompli cela en montant en gamme et en exportant des biens d'équipement de qualité décente et à des prix agressifs, ainsi que d'autres produits à plus forte valeur ajoutée. L'exemple le plus visible est la façon dont la Chine est passée de nulle part il y a cinq ans à devenir soudainement le plus grand exportateur automobile du monde. Ces voitures que la Chine vend subitement ne sont pas vendues aux États-Unis, ni même en Europe. Au lieu de cela, les voitures sont vendues en Asie du Sud-Est, au Moyen-Orient, en Amérique latine, etc. Tout aussi important, si les voitures ont captivé l'imagination du grand public (difficile de ne pas remarquer les voitures chinoises lorsque chaque centre commercial ou aéroport dans lequel on entre sur un marché émergent a maintenant de très attrayantes voitures chinoises en vitrine), on peut raconter des histoires parallèles pour les centrales électriques, les équipements de terrassement, les tracteurs, les commutateurs télécoms, les turbines, les machines-outils, etc. En bref, tous les biens d'équipement qui sont aujourd'hui très demandés en Inde, en Indonésie, au Brésil, en Arabie saoudite, etc.

China has emerged from the pandemic as an auto export powerhouse



Ce boom des exportations chinoises aide à expliquer pourquoi l'économie chinoise a réussi à maintenir le spectacle sur la route. Disons-le franchement : au cours des cinq dernières années, la Chine a connu un effondrement du marché immobilier qui, selon de nombreux investisseurs, scellerait le sort de l'économie chinoise. Un raisonnement qui faisait sens puisque, au cours des trente dernières années, chaque effondrement majeur du marché immobilier, qu'il s'agisse du Japon en 1990, de la Suède en 1992, de la Thaïlande en 1997, de la Corée en 1998, des États-Unis en 2008, du sud de l'Europe en 2011... a fini par déclencher une crise bancaire intérieure et d'énormes krachs déflationnistes. Prédire que les mêmes causes (la baisse de l'immobilier) entraîneraient les mêmes conséquences (faillites bancaires et effondrements économiques) semblait donc aller de soi. Mais nous savons maintenant que, malgré une contraction significative de l'immobilier, contraction qui a vu la plupart des grands promoteurs immobiliers privés chinois implorer, l'économie chinoise a réussi à garder la tête hors de l'eau.

Comment cela a-t-il pu être possible ? Comment la Chine a-t-elle pu résister à la fois à une attaque frontale des États-Unis (un pays qui contrôle les robinets des flux financiers mondiaux à un degré encore plus grand que l'empire ottoman ne contrôlait la mer Méditerranée) et à un ralentissement de l'immobilier ? **La réponse, comme pour Colomb et Vasco de Gama, est que la nécessité est la mère de toutes les découvertes et inventions.** Le commerce aura tendance à s'écouler, soit là où il est le plus rentable ; ou alternativement, si des murs et des barrières sont érigés, alors le commerce contournera ces murs et trouvera de nouvelles destinations.

Tout cela nous ramène aux concepts fondamentaux de Gavekal de croissance ricardienne et de croissance schumpétérienne.

2- D'où viendra la croissance ricardienne ?

Dès son plus jeune âge, Gavekal a toujours décrit la croissance comme étant soit :

- **Ricardienne**, lorsque la baisse des barrières commerciales, les nouvelles routes, les avancées dans les transports (c'est-à-dire : le Boeing 747, l'invention du conteneur...), les améliorations dans les communications... permettent une utilisation plus efficace des ressources existantes (que ce soit la terre, le travail ou le capital).
- **Schumpétérienne**, lorsque de nouvelles inventions déclenchent des améliorations spectaculaires de la productivité.

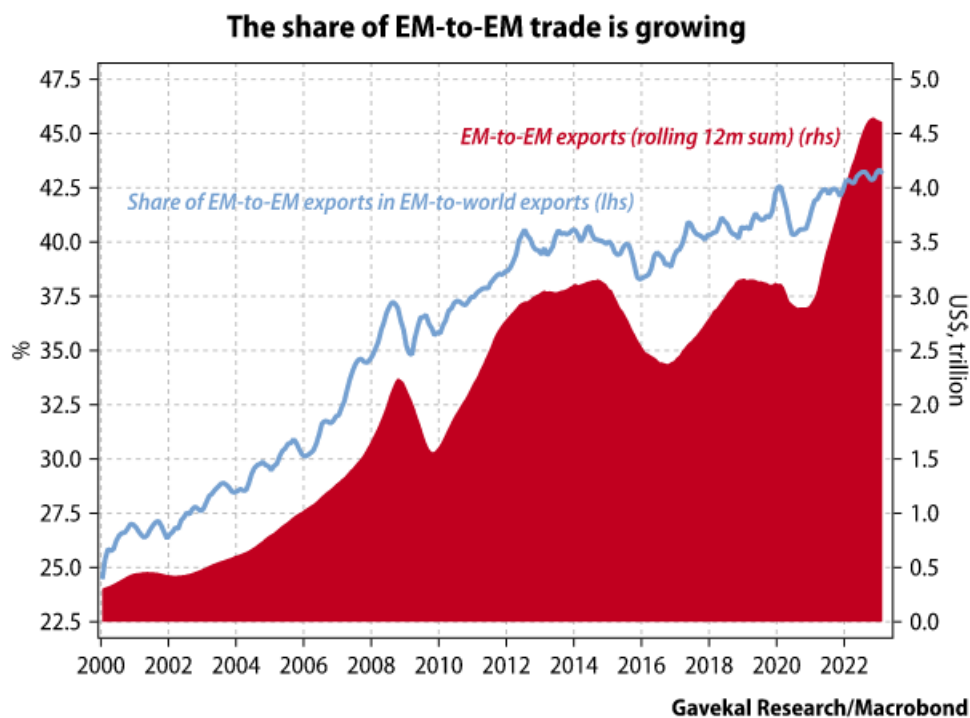
Cela étant, pendant la majeure partie de ma propre vie, la suppression des barrières commerciales semble avoir été un moteur constant de la croissance :

- Quand j'ai grandi en France dans les années 1980, le développement très passionnant était la création de l'Union européenne, l'effondrement du mur de Berlin et l'intégration plus large des différentes économies européennes en un tout plus cohérent et plus productif.
- Dans les années 1990, je suis parti aux États-Unis pour aller à l'université, juste au moment où l'ALENA était en négociation. Encore plus de commerce, encore plus de baisses de tarifs, encore plus de productivité, etc.
- Dans les années 2000, je vivais à Hong Kong et l'entrée de la Chine dans l'OMC a finalement conduit à la croyance que la Chine et les États-Unis deviendraient si économiquement interdépendants qu'ils formeraient une gigantesque entité économique appelée "Chinamérique".

Mais ça c'était avant.

Les choses ont radicalement changé ces dernières années (voir mes deux derniers livres, *Clash of Empires* et *Avoiding the Punch*) au point que le mot à la mode de ces dernières années est devenu "démondialisation". Un mot qui évoque des pensées de baisse de productivité, d'inflation croissante, de contraction des niveaux de vie, de conflits géopolitiques (Frédéric Bastiat a un jour écrit que "*si les biens ne circulent pas d'un pays à l'autre, alors les armées le feront*"). Un mot qui annonce la mort de la croissance ricardienne après quatre décennies de croissance impressionnante...

Cependant, et comme le montrent les chiffres de l'excédent commercial chinois ci-dessus, ce mot à la mode correspond-il à une réalité économique genuine ? Heureusement, ce n'est pas le cas. En fait, ces dernières années, le commerce mondial a continué à augmenter, grâce principalement à une accélération soudaine des échanges commerciaux entre les marchés émergents :



A tel point que nous avons soutenu dans de nombreux articles (voir *Roads or AI* et *The Indian Ocean : New Centre of World Growth*) que si les années 1980 avaient été l'ère de l'intégration européenne, les années 1990 celle de l'ALENA et les années 2000 celle de la « Chinamérique », **alors la prochaine décennie serait celle de l'intégration du continent eurasiatique élargi en un tout économique plus intégré**. Dans cet esprit, presque pas un mois ne passe sans l'annonce d'une nouvelle route, voie ferrée, canal ou accord de libre-échange reliant les économies de l'axe Istanbul-Jakarta décrit dans les rapports ci-dessus (si l'on trace une ligne d'Istanbul à Jakarta, on trouve une population d'environ 3,5 milliards de personnes -hors Chine- qui croît de 1 % par an, et avec certains des revenus à la croissance la plus rapide au monde). Pour illustrer cela, voici quelques récents titres capturés dans les médias généralistes :

The Istanbul axis is the integration of the Eurasian c

India-Iran-Armenia launch trilateral to create corridor to Russia & Europe

'Iran may consider extension of sub-sea natural gas pipeline from Oman to India'

Saudi Arabia takes step to join China-led security bloc, as ties with Beijing strengthen

Erdogan says Turkey and Russia to study Putin's gas hub proposal

India and Russia in 'advanced talks' over free trade agreement

China 'Green Lights' A Whopping ¥ 400 Billion BRI Project To Pakistan; Aims To Connect Kashgar To Gwadar Via Kashmir

Russia and Iran sign rail deal for corridor intended to rival Suez Canal

Iran, Saudi Arabia, UAE and Oman to form a joint navy

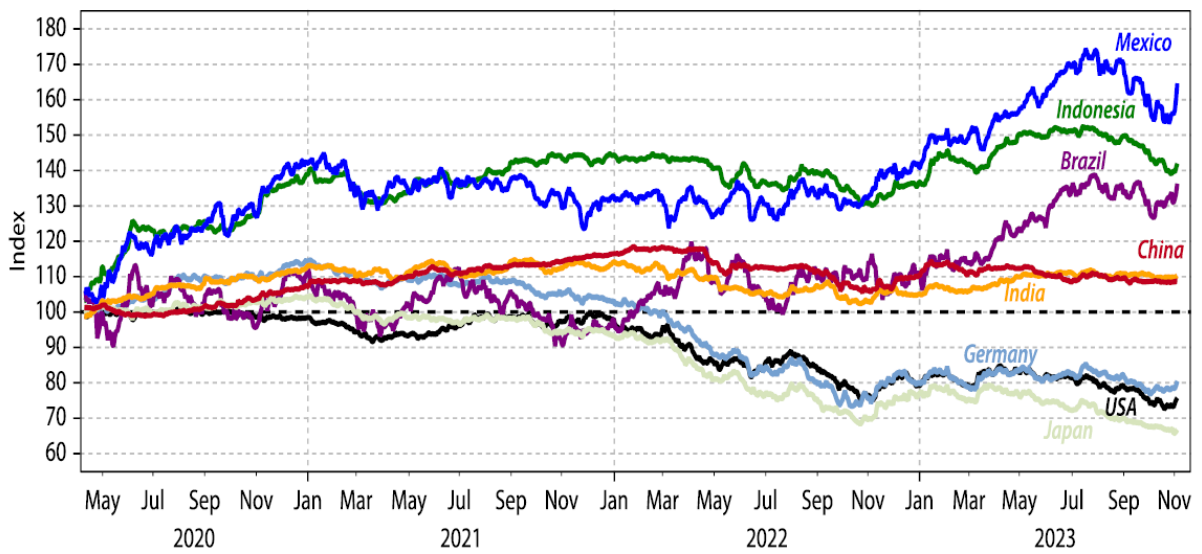
GavekalResearch

La construction de nouvelles routes, voies ferrées et canaux apparaît désormais dans tous les marchés émergents, car les pays du "Sud global" peuvent désormais :

- Acheter les matières premières nécessaires à leur croissance dans leurs monnaies locales, auprès de la Russie.
- Acheter les biens d'équipement nécessaires à leur croissance auprès de la Chine, soit dans leurs monnaies locales (si les régimes locaux sont favorables à la Chine), soit alternativement en RMB (yuan renminbi).

La combinaison de ces deux facteurs représente un changement de jeu immense pour de nombreux grands marchés émergents (comme l'Indonésie, l'Inde, le Brésil...) qui se trouvent désormais capables de se libérer de la tyrannie de la contrainte du dollar américain. Cela explique pourquoi, pour la première fois de mémoire d'homme, nous venons de traverser un cycle de resserrement significatif de la Fed sans qu'aucun marché émergent ne fasse faillite. Bien au contraire : au cours des dernières années, les rendements totaux, en dollars américains, de la plupart des marchés obligataires des pays émergents ont largement dépassé les rendements des bons du Trésor américain (ainsi que ceux des Bunds allemands ou des JGB japonais...).

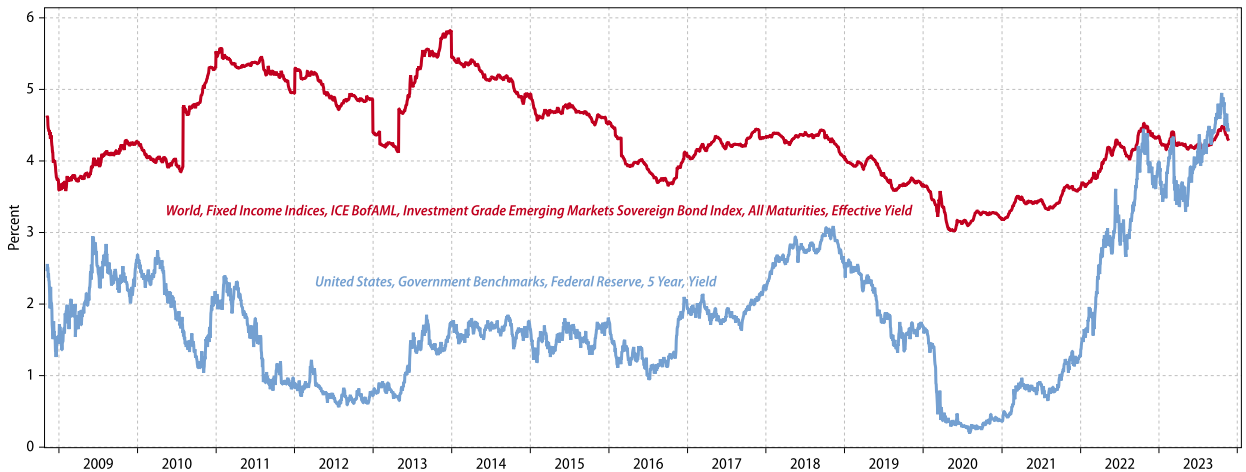
Total Returns, in USD, of Government Bond Markets since April 1st 2020



Gavekal Research/Macrobond

Tellement que, pour la première fois dans l'histoire, le rendement de la dette souveraine des marchés émergents de qualité investissement est maintenant, en moyenne, inférieur à celui des bons du Trésor américain.

Yields on 5 Year US Treasuries & Investment Grade EM Sovereign Debt



Gavekal Research/Macrobond

Un événement qu'un récent titre sur Bloomberg a qualifié d'« aberration ». Curieusement, lorsque les rendements des bunds allemands sont tombés en dessous des rendements américains en 1977, cela a été considéré comme une absurdité, bien que cela soit devenu la nouvelle norme (temporairement perturbée par la réunification allemande) :



La combinaison de coûts de financement plus bas et d'un plus grand choix devrait conduire à des prix plus bas pour le consommateur final (à condition que la production suive !). Il en va de même pour les accords de libre-échange. Qui à leur tour créent leur propre demande pour plus de dépenses en infrastructures. Des dépenses en infrastructures qui peuvent être financées grâce à une baisse des dépenses militaires (voir "L'émergence de la paix")... tout cela nous ramène à une autre vieille constante de Gavekal, à savoir la formule $(N*(N-1))/2$.

3- La formule $(N*(N-1))/2$

Si une économie contient deux villes, elle nécessite un lien (par exemple, une ligne ferroviaire) pour les connecter. Si elle en contient trois, elle a besoin de trois liens pour connecter chaque ville aux deux autres. Si elle en contient quatre, le nombre de connexions nécessaires monte à six. Pour un nombre quelconque de villes, N , le nombre de liens nécessaires pour connecter chaque ville à toutes les autres est donné par la formule $N*(N-1)/2$. À mesure que plus de villes/pays rejoignent le système, le nombre de liens nécessaires pour les connecter augmente à un rythme accéléré. Par exemple, depuis le début des années 2000, l'activité économique mondiale a été massivement stimulée non seulement en connectant la Chine au reste du monde, mais aussi en connectant les villes chinoises entre elles, avec toute la construction associée de liaisons ferroviaires, aériennes, routières, de télécommunications et d'alimentation électrique.

Et ce qui s'est passé en Chine se produit maintenant à travers le continent eurasiatique plus large. Évidemment, pas au même rythme (aucun pays ne pourra jamais égaler la Chine dans la mobilisation de terres, de main-d'œuvre, de capital et de ressources naturelles pour la livraison d'infrastructures), mais cela se produit néanmoins. Prenons l'exemple de l'Inde. Au cours des dernières années, l'Inde a ouvert 70 nouveaux aéroports et a actuellement des plans pour commencer la construction de 70 autres. Et à mesure que plus de villes commencent à communiquer directement entre elles, cela devrait signifier plus de croissance, plus de productivité, des prix plus bas, etc.

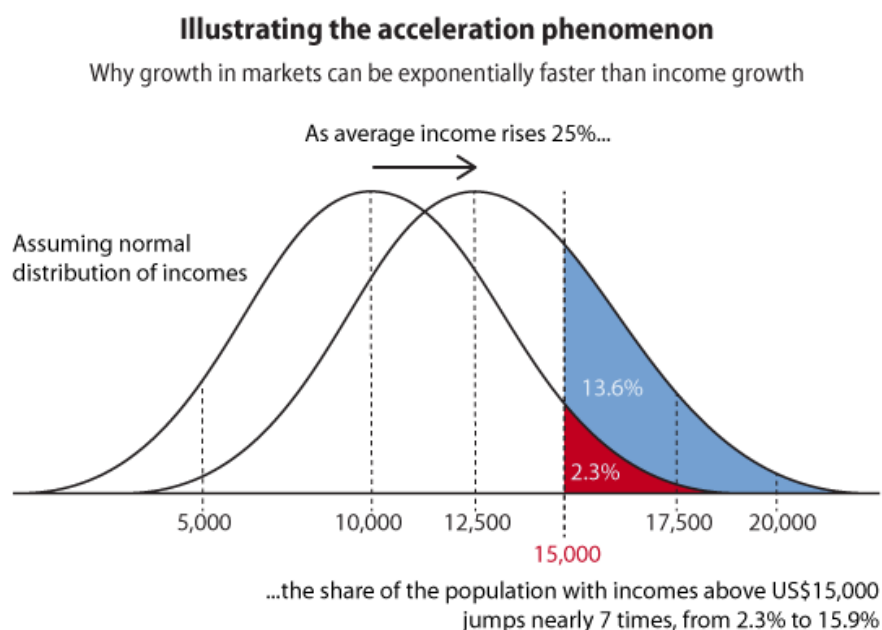
Tout cela nous ramène à un autre pilier de Gavekal, à savoir le phénomène d'Accélération.

4- Le phénomène d'Accélération

Le concept d'"Accélération" a été développé pour la première fois par Aftalion, un économiste français du début de ce siècle. "Accélération" n'est pas facile à traiter mathématiquement, ce qui pourrait expliquer pourquoi il n'a pas eu le suivi qu'il mérite, à notre avis. De plus, c'est un outil particulièrement utile dans les ajustements brusques. Voici une tentative de version simplifiée :

- La plupart des variables socio-économiques sont distribuées selon la "loi normale", la célèbre courbe en cloche gaussienne.
- Cela est particulièrement vrai pour les revenus : dans un pays 'normal', une grande partie de la population a un revenu proche du revenu 'moyen'. Il y aura peu de personnes avec un revenu très faible et peu avec un revenu très élevé. Aux deux extrémités de la courbe (les queues), on trouve une très petite population en pourcentage.
- À mesure que les revenus augmentent sur une période de quelques années, le côté droit de la queue grandira beaucoup plus vite (le phénomène d'accélération) que la croissance des revenus. Ce qui complique les choses, car l'esprit humain a l'habitude de penser en termes linéaires, mais entre-temps, le nombre de personnes gagnant un certain montant augmente de manière exponentielle.

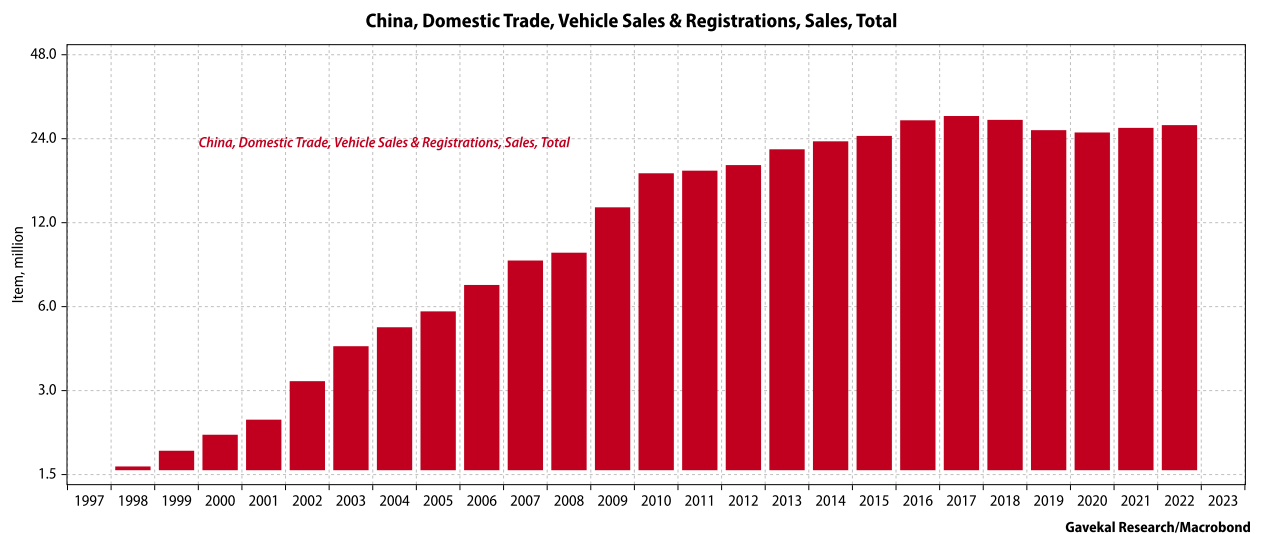
La raison pour laquelle tout cela est important est que, lorsqu'il s'agit de l'achat de certains biens et services, les preuves historiques semblent suggérer l'existence de 'seuils'. Par exemple, si le revenu moyen dans un pays est inférieur à 1000 \$ US, personne ne possède de télévision ; lorsque le revenu dépasse 1000 \$ US, presque tout le monde en achète une. Pour les smartphones, le niveau semble être autour de 2500 \$ US. Pour l'industrie automobile, le niveau critique semble être de 10 000 \$ US par an. Pour l'éducation universitaire, 15 000 \$ US. Pour les produits financiers tels que l'assurance-vie, les comptes de courtage ou les fonds communs de placement, le niveau semble être de 30 000 \$ US... Ainsi, imaginons un pays appelé où le revenu moyen actuel est de 10 000 \$ et imaginons en outre que, dans ce pays, la croissance des revenus augmente de 25 % sur cinq ans. Dans ce pays, la demande pour l'éducation universitaire n'augmentera pas de 25 %. Au lieu de cela, elle augmentera sept fois (voir Outliers et le chômage des jeunes en Chine) :



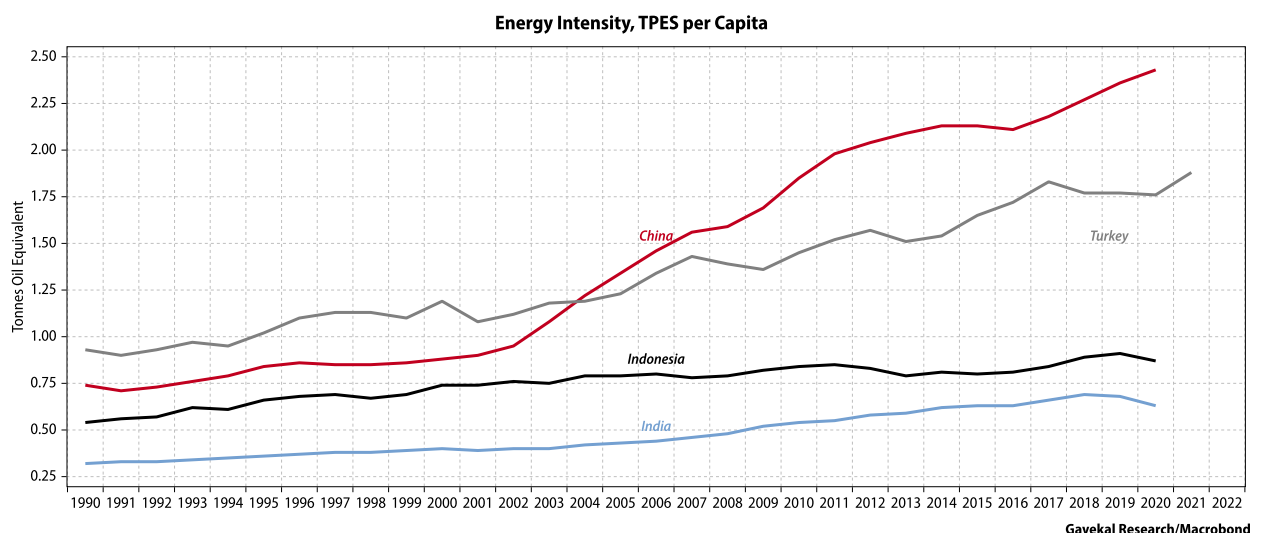
Imaginons maintenant quelques éléments supplémentaires, à savoir que :

- Tout comme les revenus augmentent, le prix des biens livrés aux consommateurs, que ce soient des voitures, des smartphones ou des PC, diminue réellement.
- À mesure que les revenus augmentent, les taux d'intérêt facturés aux consommateurs diminuent réellement ("on ne prête qu'aux riches" et tout cela...)

Alors, tout à coup, on pourrait faire face à un phénomène d'accélération double ou triple. C'est, bien sûr, ce qui s'est passé en Chine dans les années 2000. Par exemple, les constructeurs automobiles vendaient 2 millions de voitures par an en Chine en 2000. Une décennie plus tard, ce nombre était passé à 18 millions de voitures par an. Le phénomène d'accélération à l'œuvre :



Et sans surprise, alors que les voitures remplaçaient les vélos dans les rues de Pékin, Shanghai et Chengdu, la demande en énergie de la Chine s'est également accélérée :



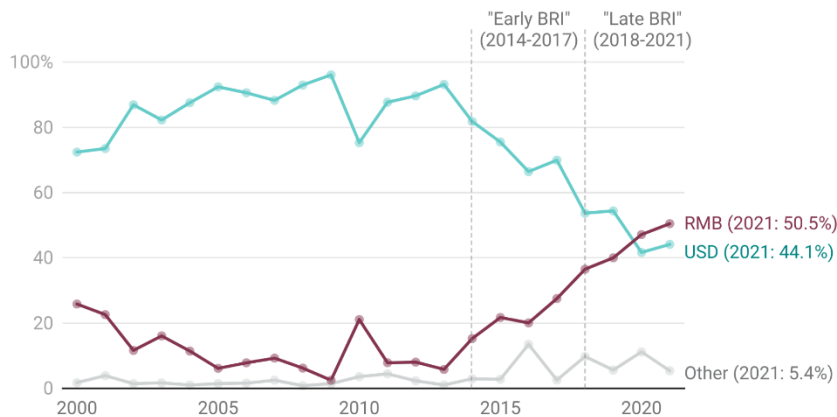
Des événements similaires pourraient-ils se dérouler en Asie du Sud-Est, en Inde, ou dans le Moyen-Orient élargi ? Compte tenu de la croissance des revenus, du fait que la Chine propose désormais des

voitures de haute qualité à moins de 10 000 \$ US, et du financement pour de tels achats, n'est-ce pas le chemin de moindre résistance ?

Conclusion : La chute de Constantinople n'a pas déclenché « la fin de la mondialisation ». Au contraire, elle a déclenché une soudaine et forte augmentation du commerce mondial. Dans cet esprit, la même chose pourrait-elle se produire en conséquence directe des sanctions contre la Russie et des tentatives des États-Unis de « dé-sinifier » les chaînes d'approvisionnement mondiales ? En fait, il semble que c'est précisément ce qui se passe. Ces deux événements ont signifié que des pays tels que l'Indonésie, le Brésil, l'Arabie Saoudite, l'Inde et la plupart des autres nations des marchés émergents peuvent désormais avoir accès aux matières premières nécessaires pour alimenter leur croissance, et aux outils de machine nécessaires pour s'industrialiser, dans leurs propres monnaies. Ou du moins, plus en dollars américains. L'année dernière, pour la première fois, la Chine a accordé plus de prêts aux pays émergents en RMB qu'en dollars US :

Composition of China's loan portfolio by currency of denomination

Percent of official sector loan commitments from China (in constant 2021 USD) to LICs and MICs



Et cela avant l'annonce récente de l'Arabie Saoudite signant une ligne de swap de 7 milliards de dollars US équivalente avec la PBoC et la possible vente par la Chine de centrales nucléaires au royaume. Aujourd'hui, l'idée que le monde pourrait se démondialiser serait perçue comme une plaisanterie par quiconque vit à Dubaï, Singapour, Sao Paulo ou Mumbai. Au contraire, la réalité est que le monde traverse une nouvelle vague de mondialisation. Mais c'est une vague différente de ses prédécesseurs. Pour la première fois depuis que Colomb a navigué vers les Amériques (comme aimait le dire Churchill, Colomb était le premier socialiste du monde : il est parti sans savoir où il allait, il est arrivé sans savoir où il était, et il a fait tout cela avec l'argent d'autrui...), le monde connaît une vague de mondialisation qui ne nécessite pas de financiers occidentaux, d'ingénieurs occidentaux, de modes de transport occidentaux, de devises occidentales ou de technologies occidentales. Et pire encore, depuis la saisie des actifs des oligarques russes, les profits de cette mondialisation sont de plus en plus susceptibles de ne pas être recyclés dans des actifs occidentaux, qu'il s'agisse de bons du Trésor américains, de biens immobiliers parisiens ou de clubs de football anglais (voir Les Conséquences à Long Terme des Sanctions Russes). Au lieu de cela, les profits du boom de la mondialisation des marchés émergents en cours seront probablement recyclés dans les marchés émergents eux-mêmes.

Ce qui est une autre raison de croire que le marché haussier des marchés émergents n'en est encore qu'à ses débuts.

