



BANQUE  
ERIC STURDZA

# PAYS EMERGENTS : QUELLES PERSPECTIVES ECONOMIQUES ? QUELLE ATTRACTIVITÉ BOURSIÈRE ?

*« La difficulté n'est pas de comprendre les idées nouvelles mais d'échapper aux idées anciennes » John Maynard Keynes*

*Bruno Desgardins*

*Décembre 2017*

- **Faut-il investir en Bourse dans les pays émergents ?** Sur plusieurs années, le différentiel de croissance économique est en faveur des pays émergents mais le différentiel de performance boursière est en faveur des pays développés. Y-a-t-il donc un rattrapage boursier à anticiper ? Ou cette sous-performance trouve-t-elle une explication tangible ? La convergence pays émergents-pays développés n'est-elle pas une idée ancienne à laquelle il faut essayer d'échapper ? Telle est l'ambition de cette note.
- **Les pays émergents ont réussi un formidable rattrapage au cours des dernières décennies.** En 1980, les pays émergents réalisaient à peine plus d'un tiers du PIB mondial, récemment 52%. Certains ont bénéficiés de leurs richesses en matières premières, d'autres ont habilement profité d'un rattrapage technologique. Quelques-uns forts d'un vaste marché intérieur, ont su attirer les investissements des firmes multinationales. Beaucoup dégagent un excédent courant croissant qui les protège en cas de crise. Tous ont tiré avantage des progrès de l'alphabétisation et de l'allongement de l'espérance de vie.
- **Les contrastes sont néanmoins prononcés entre ces pays.** A s'en tenir aux fameux BRIC, le PIB de la Chine, \$12.300 milliards en 2016, selon le FMI, est plus de deux fois supérieur à la somme des trois autres, Inde \$2400 milliards, Brésil \$1900 milliards et Russie \$1400 milliards.
- **Ces dernières années, les taux de croissance sont plus faibles,** l'effet rattrapage est un peu épuisé et des crises politiques ont pu décourager l'investissement dans certains pays. En 2018, l'OCDE anticipe une croissance de 1,9% en Russie et au Brésil, 6,6% en Chine et 7% en Inde. Les croissances de la Chine, de l'Inde restent donc élevées, celles de la Corée du Sud ou de Singapour, sont satisfaisantes autour de 3% mais presque toutes sont très inférieures à la croissance des années 80 et 90 et certains grands pays, Brésil, Afrique du Sud, Russie, Nigéria ont subi des récessions. L'endettement est beaucoup plus élevé qu'il y a quelques années. C'est vrai des ménages, en Thaïlande à 78% du PIB, en Corée du Sud et c'est encore plus vrai des entreprises, en Inde, en Chine, en Turquie et dans beaucoup d'autres pays.
- **Que peut-on escompter pour les prochaines décennies ?** A l'avantage des pays émergents, on retiendra le potentiel d'amélioration de la productivité mais pas la poursuite de la croissance démographique car Chine, Russie, Corée du Sud, Iran, Europe de l'Est et beaucoup de pays d'Amérique Latine ne se distinguent guère de l'Europe et la forte croissance démographique de l'Inde et de l'Afrique pourrait parfois être un problème. A l'avantage des pays développés, les progrès de la robotisation, le développement des imprimantes 3D vont permettre de garder ou de relocaliser les industries dépendantes d'une main d'œuvre à bas coûts. Le protectionnisme, s'il devait gagner en audience, pénaliserait les Etats-ateliers de production. Le réchauffement climatique, s'il se confirme, handicaperait beaucoup de pays émergents situés dans les zones tropicales. Ajoutons à ce tableau que les grandes firmes multinationales occidentales disposent de solides parts de marché dans les pays émergents et captent bien la croissance de ces économies. Donc, tendanciellement les bourses des pays développés gardent des atouts par rapport aux bourses des pays émergents et les pays émergents resteront vulnérables aux flux de capitaux, positifs ces deux dernières années, négatifs les précédentes

et peut-être à nouveau dans la deuxième partie de l'année 2018. Des sorties de capitaux induisent dépréciation de la devise, donc inflation importée, hausse des taux, freinage de l'investissement et donc baisse de la Bourse.

## **Chine :**

La Chine, c'est incontestablement depuis les premières heures de la Révolution industrielle au 18<sup>ème</sup>, le plus rapide décollage économique d'un pays. Son PIB n'était que de \$1000 milliards en 2000, il dépassait \$12 000 milliards fin 2016. Raison de ce succès, un taux d'investissement, sans comparable, encore supérieur à 45% du PIB, qui profite d'un taux d'épargne très élevé et d'une consommation faible, moins de 40% du PIB, la moitié du pourcentage américain.

### **1. Les progrès réalisés :**

En 1990, la Chine réalisait 5% du PIB mondial sur la base des parités de pouvoir d'achat, aujourd'hui 18%, 3% de la production industrielle mondiale, aujourd'hui près d'un quart, le PIB/habitant est, sur cette base, équivalent à celui de la Corée en 1989 et la Chine, est un exemple unique parmi les pays émergents, pour la qualité de ses infrastructures. Même avec une croissance un peu inférieure à 7%, moitié plus faible que durant les années 90, la Chine est le premier contributeur à la croissance mondiale, un tiers environ. Chaque année, son PIB s'accroît de l'équivalent du PIB de la Suisse. Cela étant dit, il convient de relativiser cette percée : certes, en une vingtaine d'années la Chine est sortie de la catégorie des pays à revenus faibles mais le PIB/habitant en PPA (parités de pouvoir d'achat), un cinquième du PIB/habitant américain, n'est qu'au 74<sup>ème</sup> rang mondial (source FMI, chiffres 2015) et fait de la Chine un pays à revenu intermédiaire et le pays va le rester. Encore, faudrait-il ajouter que c'est l'un des pays les plus inégalitaires.

### **2. L'ambition géopolitique :**

L'histoire enseigne que la Chine n'a pas été une puissance agressive vis-à-vis de l'extérieur. Les dépenses militaires ne représentent que 1.3% du PIB, un montant en valeur absolue élevé de \$140 milliards, mais un quart du pourcentage russe et loin des \$620 milliards du budget américain. La Chine n'a que deux porte-avions quand les Etats-Unis en dénombrent dix et elle dispose de 300 avions, c'est-à-dire le tiers des Etats-Unis. Les sujets de tension sont essentiellement en mer de Chine. Elle veut y affirmer sa présence car c'est le lieu de passage d'un tiers du commerce maritime mondial et car en étendant son emprise sur certaines îles, elle souhaite accéder à des réserves de gaz ou de minerais rares situés en mer. On pense aux îles Spratley et Paracell, archipel d'îlots qui s'étendent sur quelques mille kilomètres au Sud de la Chine vers le Vietnam, les Philippines et Taïwan, à l'île de Scarborough, à moins de 200 kilomètres des Philippines, riche en réserves gazières. Ajoutons, l'ambitieux projet de Route de la Soie, c'est-à-dire la volonté de désenclaver l'Ouest de la Chine, d'ouvrir des routes commerciales terrestres et de permettre à des entreprises chinoises du bâtiment de compenser le ralentissement du marché domestique. Mais la réalisation se heurte parfois à la volonté de protéger l'indépendance ou de ne pas heurter

l'Inde et ainsi plusieurs Etats, Birmanie, Népal, Pakistan au Cachemire qui ont refusé la réalisation de projets de barrages que les chinois se disaient prêts à financer, sous condition d'en avoir la propriété.

### 3. Les réformes en cours :

Elles sont **politiques** avec la lutte contre la corruption, **économiques** avec la volonté de réduire les surcapacités, **stratégiques** avec la promotion des nouvelles technologies et de la robotisation. Le parti communiste chinois, lors du récent Congrès a souhaité réaffirmer le rôle des entreprises d'Etat, constituer des grands groupes publics en facilitant des regroupements et différer l'internationalisation du Yuan. Les enjeux et défis sont nombreux : agricoles puisque la Chine ne dispose que de 7% des terres arables, souvent polluées, pour nourrir 17% de la population mondiale. Démographiques, avec la poursuite de l'urbanisation, l'arrivée de 250 millions de ruraux dans les villes d'ici 2025. Environnementaux, puisque la Chine consomme 25% de l'eau mondiale mais ne dispose que de 8% des ressources. Quand on sait que près de 40% de la population de la planète dépend du Tibet pour l'approvisionnement en eau, on comprend que la Chine n'abandonnera jamais ce territoire.

### 4. Le vieillissement :

En 1960, les moins de 15 ans représentaient près de 40% de la population, en 2016, seulement 18%. Les plus de 60 ans étaient 200 millions en 2015, ils seront 450 millions en 2050. En 2030, l'âge médian ne sera plus de 25 ans comme en 1990 mais de 42 ans ! Pour contrer les effets négatifs, la baisse récente de la population active, le gouvernement a décidé de différer l'âge de la retraite mais d'autres mesures devront être prises.

### 5. La gestion de la dette :

Selon la BRI, Banque des Règlements Internationaux, la dette du secteur non financier, depuis 2008, est passée d'un équivalent de 60% du PIB à 260%. Le problème n'est pas tant la dette des ménages, modérée à moins de 40% du PIB, que la dette des entreprises et celle des collectivités territoriales. De cette dérive, il est ressorti beaucoup de surcapacités et une perte de l'efficacité du capital investi. Ainsi, selon le FMI, s'il y a dix ans, \$1.3 de crédit générait \$1 de PIB, désormais le ratio est de quatre pour un.

Pour enrayer la dérive de l'endettement dans les collectivités territoriales, le gouvernement a légèrement majoré le taux officiel à 2.5% et stoppe certains projets, telle la réalisation du métro, un projet de \$4.6 milliards, dans une ville de près de trois millions d'habitants en Mongolie intérieure. Un exemple qui explique le ralentissement de la croissance de l'investissement.

Une amélioration de la situation des banques et des marges des entreprises est perceptible et pourrait donner un nouvel élan à l'appréciation du marché boursier, aujourd'hui porté par la technologie, notamment Tencent dont la capitalisation atteint \$460 milliards et celle d'Alibaba qui s'en approche, avec \$445 milliards.

En conclusion, reprenons les termes employés lors du dernier Congrès, le souhait d'avoir retrouvé « en 2050, deux cent ans après la guerre de l'Opium, la première place » qui était la sienne. Est-ce crédible ? Sans doute, mais quelle est la pérennité d'un modèle de croissance axé sur l'investissement, abîmé par la pollution et dévoyé

par l'endettement ? Quelle est la solidité ou la fragilité de ce régime de parti unique ? Difficile de répondre mais  
« **Que les choses suivent leur cours, voilà la catastrophe** » disait **Walter Benjamin**.

## **Russie :**

### **1. Le déclin relatif :**

La Russie c'était selon les statistiques d'Angus Maddison 8.5% du PIB mondial à la veille de la guerre de 1914, 9.5% dans les années 50 et seulement 2.8% aujourd'hui. Le PIB/habitant, toujours en 1914, était supérieur à celui de l'Espagne, aujourd'hui il n'en représente que le tiers (\$8400 contre \$26300 en Espagne). Entre 2002 et 2007, la croissance russe oscillait entre 6 et 9%. Désormais, après une récession, les attentes n'atteignent pas 2%.

### **2. La faiblesse démographique :**

La Russie, c'est 1/6<sup>ème</sup> de la planète, quatre cinquième de la superficie de l'ancienne URSS et il est vrai à peine plus de la moitié de sa population. Mais derrière cette apparente puissance, se cache une faiblesse démographique. Entre exil, plus de 350 000 personnes en 2016 et insuffisance des naissances, 100 000 en 2016, le pays souffre d'un dépeuplement. De 145 millions, la population pourrait tomber, selon certaines prévisions, à 110 millions en 2050, sauf si une reprise des naissances est constatée. Aujourd'hui, 9<sup>ème</sup> pays par la population, dans 15 à 20 ans il ne sera plus qu'au 15<sup>ème</sup> rang, à un niveau comparable de son voisin turc. Poutine, soucieux de stopper le déclin de la population, 0.3 million en 2017, offre, 18 mois durant, une allocation aux jeunes parents (205 Euros/mois à Moscou, 150 à St Petersburg).

### **3. L'embellie conjoncturelle :**

La récession, -3.5% en 2015, -0.2% en 2016, est terminée, la croissance devrait atteindre 1.7% en 2017, le taux de chômage officiel est à 4.9%, la dette publique demeure faible à 10% du PIB, l'appréciation récente des prix du pétrole au-dessus de \$60/baril et la hausse des exportations à un niveau record de 5.2 millions de b/j permettent l'équilibre du budget et offrent à Monsieur Poutine une certaine latitude pour conforter un succès électoral l'année prochaine. Mais les traces des difficultés demeurent. Au taux de change pondéré de l'année 2016, le PIB 2016 ne dépassait guère \$1400 milliards, soit approximativement le PIB de l'Espagne, trois fois moins peuplée et un niveau très en retrait par rapport aux \$2200 milliards de 2013. Les revenus réels ont régressé de près de 6% en 2016, après plus de 3% en 2015, le nombre de russes en dessous du seuil de pauvreté s'est aggravé et atteint près de 20 millions, soit 14% de la population. Point positif, la diminution de l'inflation qui a permis plusieurs baisses de taux. Mais l'économie russe est entravée dans son développement par la rigueur de trente mois de sanctions imposées par les Etats-Unis et l'affaiblissement récent de la devise anticipe peut-être de nouvelles sanctions.

### **4. Les faiblesses structurelles :**

La Russie, avec la moitié des revenus de l'Etat tirés de l'exploitation du pétrole et du gaz, avec un tiers du PIB représenté par les exportations de pétrole et de gaz, offre le visage d'une économie de rente. Une rente insuffisamment utilisée au développement des infrastructures et trop dévoyée par le financement d'un budget militaire qui atteint 5.5% du PIB, \$70 milliards. Une rente insuffisamment dédiée à l'investissement productif qui n'atteint pas même 20% du PIB. Dans le nouveau budget 2018, Monsieur Poutine diminue les dépenses de voirie, d'éducation et accroît de plus de 30% les dépenses militaires qui représentent 30% du budget de l'Etat.

Plus fondamentalement, on peut déplorer l'emprise croissante de l'Etat et des entreprises publiques sur l'économie. A la libéralisation qui a prévalu jusqu'en 2005 et a permis de réduire le poids du secteur public à 35% du PIB, a succédé un mouvement inverse et actuellement les trois quart du PIB dérivent du secteur public. De même on est obligé de se rendre à l'évidence, l'industrie russe, à la veille de 1914, équivalente à celle de l'Allemagne n'en représente pas le tiers actuellement et il est difficile de trouver des points forts hors de l'armement.

La persistance d'importantes sorties de capitaux atteste d'un manque de confiance des grands acteurs économiques, fragilisés par une insuffisante protection du droit de propriété, découragés par la bureaucratie et pénalisés par la faible compétitivité. Pour inverser la tendance, il faudrait appliquer quelques-unes des réformes préconisées par Monsieur Koudrine, diversifier l'économie, investir dans les nouvelles technologies et encourager la création d'entreprises privées.

#### **5. Politiquement :**

la Russie a affirmé sa présence sur la scène internationale, multiplié les actions en Syrie à la Baltique et au Donbass, renforcé sa présence dans les Kouriles, décidé l'implantation de bases militaires en Arctique et surtout oublié le veto opposé par Eltsine en 1992 à une décision du parlement russe mettant en cause l'abandon de la Crimée à l'Ukraine. En résumé, beaucoup d'argent dépensé (on n'oublie pas \$7 milliards pour la réalisation d'un pont entre la Crimée et la Russie) mais peu de signes de sortie de crise sur ces différents théâtres d'opération et un relatif isolement diplomatique :

- Avec les douze pays de la CEI (Communauté des Etats Indépendants), l'engagement de Monsieur Eltsine de respecter l'intégrité des territoires a été deux fois bafoué, en Géorgie en 2008, en Ukraine en 2014 et l'allié Khazak craint une annexion du nord du pays à majorité russophone.
- Avec la Chine, hier plus petite en termes de PIB, aujourd'hui neuf fois plus importante, le rapprochement est ambigu, le pays représente moins de 15% des échanges de la Russie, la vente de systèmes anti-missiles par la Russie ou la coopération dans l'énergie ne sont pas gages d'une amitié pérenne et, au fil du développement de la Route de la Soie, la Russie aura du mal à contenir un rapprochement chinois avec les anciens alliés de la Russie.
- Avec l'Europe, les exportations ont été presque divisées par deux depuis 2012 à Euros 120 milliards et les importations sont tombées d'Euros 120 milliards à environ 70 milliards. L'Europe est toujours le premier partenaire économique, 40 à 50% des échanges, mais les relations politiques sont gelées.

- Avec les Etats-Unis, l'idylle Trump n'aura été qu'un mirage.
- Au Moyen-Orient, le jeu diplomatique et mal aisé avec la Turquie, le passé de treize guerres est lourd et la rivalité turco-iranienne, sunnite-chiite, entre deux pays proches en termes de population et de niveau de vie, ne pourra longtemps être ignorée, chacun rêvant d'affirmer sa présence dans la région. Avec la Syrie, on voit mal comment Bachar el Assad pourra légitimer son maintien au pouvoir après tant de massacres.

#### **6. L'attractivité relative du marché :**

La valorisation du marché est attractive par rapport à celle des autres pays émergents. Une caractéristique, un facteur différenciant, le poids des valeurs énergétiques, environ la moitié de la capitalisation, cause de la sous-performance quand les prix du pétrole étaient bas, facteur d'embellie escomptée aujourd'hui.

Paradoxalement la devise n'a pas bénéficié de l'appréciation récente du prix du pétrole gagnait 15% par rapport à ses plus bas d'octobre.

## **L'Inde :**

### **1. C'est d'abord une formidable croissance démographique :**

Songeons qu'en 1845, avant que la Reine Victoria ne devienne impératrice des Indes (1876), l'Inde ne comptait que 130 millions d'habitants. Aujourd'hui, elle en dénombre dix fois plus. Cette explosion démographique est récente puisqu'en 1950, le recensement indiquait moins de 380 millions d'habitants. Cette expansion, grande différence avec la Chine, va se poursuivre et d'ici 2030, la population de l'Inde dépassera celle de la Chine.

La comparaison de l'âge médian avec la Russie et la Chine est éclairante. L'Inde n'est qu'à 28 ans, la Russie à 39 ans, la Chine à 37 ans, avec un vieillissement rapide.

Cette jeunesse est un atout et un défi. Un défi car il va falloir financer l'éducation d'un pays qui recense encore 30% d'analphabètes contre 5% en Chine et ne consacre que 2.7% de son PIB à l'éducation. Certes, depuis 1980, le pourcentage d'enfants non scolarisés est tombé de 50% à 10%, mais, hormis pour l'élite, la qualité de l'enseignement et des enseignants est médiocre, l'absentéisme des instituteurs est élevé, celui des enfants également, ce qui fait courir au pays le risque de gâcher son atout démographique. Un défi car il va falloir créer 12 millions d'emplois chaque année, du jamais vu dans un pays qui, ces dernières années en a créé moins de la moitié et où les taux d'activité, spécialement ceux des femmes, sont très faibles. Un défi, parce qu'avec 60% à 70% de la population employée dans un secteur agricole peu productif qui ne réalise pas 15% du PIB, on peut anticiper de nombreuses restructurations et de nombreuses suppressions d'emplois. Un défi parce que si le tertiaire représente plus de 50% du PIB, il ne fournit que 28% des emplois. Un défi parce que le taux d'urbanisation n'est encore que de 35 à 40%. Un défi, parce que le développement des classes moyennes va avoir un effet redoutable sur la pollution. Que l'on songe, l'Inde ne compte qu'une trentaine de voitures pour

mille habitants quand la Chine avoisine les 100 et les Etats-Unis sont à plus de 760/1000. L'ambition de convertir tout le parc à l'électricité d'ici à 2030 semble peu crédible.

## **2. Des handicaps : la faiblesse de l'industrie, des infrastructures et de la situation financière des entreprises.**

En 1750, l'Inde réalisait un quart de la production industrielle mondiale mais à la veille de la guerre de 1914, 1.3%. Dans le même temps, la puissance coloniale, l'Angleterre avait vu sa part passer de 2% à 13.5%. Plus récemment, depuis le début des années 90, le poids de l'Inde dans le PIB mondial mesuré en termes de parité de pouvoir d'achat est passé d'un peu plus de 3% à 7%.

Aujourd'hui, l'activité manufacturière ne représente que 16% du PIB, loin des 30% constatés en Chine et les secteurs d'élection, hormis la pétrochimie ou les génériques dans la pharmacie ne sont pas nombreux. Le tourisme, avec moins de 10 millions de visiteurs chaque année, le tiers de la Chine, le quart même pour les recettes, est encore faiblement développé.

Aujourd'hui, les dépenses de recherche et développement n'excèdent pas 1% du PIB, la moitié du pourcentage de la Chine, le quart de la Corée du Sud. Sans surprise l'Inde n'enregistre même pas 1% des brevets internationaux, très loin des 5% de la Chine.

Aujourd'hui, l'industrie indienne souffre de la petitesse des entreprises. Alors qu'en Chine, la moitié des entreprises ont plus de 200 salariés, en Inde, seulement 10%. Une étude de McKinsey estime que seules 270 sociétés ont un chiffre d'affaires supérieur à \$125 millions quand il en existe près de 7700 en Chine, près de 3500 en Russie et 1300 au Brésil.

Aujourd'hui, l'Inde reste peu ouverte sur l'extérieur, n'exporte que 20% de son PIB, ne réalise que 2% du commerce mondial et un peu plus de 3% du commerce des services et si elle affiche un déficit des paiements courants, moindre que les 5% d'il y a quelques années, il est néanmoins proche de 2% du PIB. Une des causes est l'importation de 80% du pétrole consommé, du coke de bonne qualité.

Aujourd'hui, le taux d'investissement n'est que de 28% alors que les pays émergents consacrent généralement plus de 35% de leur PIB mais l'Inde souffre d'une insuffisance d'épargne locale, moins de 30% du PIB, et des difficultés à attirer des investisseurs étrangers, \$50 à 60 milliards d'investissements directs de l'étranger chaque année, à peine l'équivalent de 2% du PIB, moins de 3% des flux internationaux et des stocks d'investissements étrangers qui, en pourcentage du PIB ne représentent que 13% du PIB soit, en moyenne, la moitié des autres pays émergents. Cette faiblesse de l'investissement explique le retard dans les infrastructures. Autres causes de ce retard, les sociétés de chemins de fer peinent à investir car elles maintiennent des tarifs trop bas, essaient de compenser en majorant le fret, ce qui détourne le trafic vers la route et sature le réseau. Beaucoup de sociétés d'électricité ne sont pas profitables car elles offrent encore l'électricité gratuitement aux paysans.

La situation financière des entreprises et celle des banques constitue un autre problème. Les premières supportent une dette élevée, allouent plus d'un tiers de leur résultat d'exploitation au financement des frais



financiers et semblent donner la priorité au désendettement par rapport à l'investissement. Les secondes supportent des créances douteuses, supérieures à 15% du total des prêts, un pourcentage très supérieur pour les crédits à des entreprises locales, un montant global qui excède \$140 milliards et c'est ainsi que le gouvernement vient récemment de décider une recapitalisation des banques publiques de plus de \$30 milliards d'ici deux ans car d'elles dépendent 70% des prêts bancaires. Dans l'intervalle, on a pu observer récemment une stagnation de l'investissement privé que ne compense pas la stimulation de l'investissement public dans les infrastructures portuaires, routières et ferroviaires.

### **3. Autre handicap : la persistance des freins administratifs.**

Aux divers classements sur l'environnement des affaires, l'Inde ressort toujours avec des notes faibles. Parmi 190 pays, l'Inde est au 79<sup>ème</sup> pour le niveau de corruption et à la 130<sup>ème</sup> place selon le classement de la Banque mondiale pour la plus ou moins grande facilité à faire des affaires ! Beaucoup de projets d'infrastructures sont bloqués par de difficiles expropriations et la réglementation du travail entrave les licenciements. Ces deux réformes figuraient dans le programme de Monsieur Modi mais n'ont pas été mises en œuvre.

### **4. Une conjoncture moins favorable malgré des réformes ambitieuses:**

Le gouvernement de Monsieur Modi a indéniablement effectué des réformes bénéfiques à l'économie pour réduire les goulots d'étranglement. On retiendra la réduction des subventions au prix de l'essence qui a permis à l'Etat de dégager des capacités d'investissement dans les infrastructures, l'ouverture jusqu'à 49%, à des intérêts étrangers du capital des sociétés d'assurances, des infrastructures ferroviaires ou des réseaux de câbles, la volonté d'accroître le nombre de contribuables assujettis à l'impôt sur le revenu, aujourd'hui proche de 1% et d'élargir l'assiette de l'impôt qui représente à peine 15% du PIB, soit un pourcentage inférieur à la moyenne des pays émergents et parmi les plus faibles au monde. Terminons avec l'introduction en juillet 2017 de la TVA, une réforme fiscale clé, une mise en œuvre néanmoins un peu compliquée avec quatre taux entre 5 et 28%, une douzaine d'exemptions et une abondance de formulaires à remplir.

La croissance du PIB devrait atteindre 5.7% cette année, un chiffre flatteur, néanmoins très en deçà des 7% enregistrés ces dernières années, il est vrai dans un contexte de prix du pétrole en forte baisse qui avaient dopé la croissance de 1 à 2 points. En cause, le retrait de près de 80% des billets banques qui a pénalisé l'économie souterraine et la croissance dans un pays où près de 60% des ménages n'ont pas de compte bancaire et où l'économie souterraine est estimée à plus de 20% du PIB. Heureusement, la baisse de l'inflation permet un abaissement des taux d'intérêts qui favorisera le crédit et l'investissement, Heureusement, deux bonnes moussons ont permis un accroissement des revenus et, au dernier trimestre la production industrielle s'est redressée à 7%.

En guise de **conclusion**, économique, boursière, monétaire et géopolitique, on notera que l'Inde n'est pas la Chine, les populations sont assez comparables, celle de l'Inde dépassera la Chine d'ici 2030, mais le PIB est cinq fois inférieur et les seules réserves de change chinoise, \$3100 milliards, excèdent le PIB indien. Sous l'angle boursier, à plus de 20x les bénéfices escomptés, le marché est cher. Sous l'angle monétaire, l'opinion plus favorable de Moody's sur le risque indien a permis une compression du différentiel de taux et une appréciation

de la devise de 4.5% contre le \$ cette année. Sous l'angle politique, les relations avec l'Amérique de Trump sont floues, avec la Russie de Poutine, elles sont contrariées par la volonté russe de se rapprocher de la Chine et de lui vendre des armes et enfin avec la Chine, au-delà du sempiternel conflit frontalier du Cachemire, elles demeurent handicapées par un soutien chinois de près de \$60 milliards apportés au Pakistan pour la réalisation d'un corridor sur la Route de la Soie.

## **Afrique : « Il croit qu'il sait, il ne sait pas qu'il croit » Jean Rostand**

L'Afrique, c'est 51 pays et surtout une superficie qui équivaut à la superficie cumulée de l'Europe, des Etats-Unis, de la Chine et de l'Inde. Donc il est malaisé d'en parler comme d'un bloc. Dans les années 80 et 90, la situation de l'Afrique ne cessait d'inquiéter. Depuis l'an 2000, le sentiment inverse prévaut. Est-ce justifié ? On essaiera de nuancer, gardant à l'esprit la remarque ironique de Rostand sur un scientifique péremptoire.

### **1. Un défi démographique :**

En l'espace de 65 ans, l'espérance de vie en Afrique a gagné plus de 20 ans à 57 ans mais le taux de fécondité demeure extrêmement élevé à 4.7 enfants/femme, très supérieur à ceux de l'Asie et de l'Amérique Latine, respectivement de 2.1 et de 2.

En 1980, l'Afrique comptait 10% de la population mondiale. En 2050, cela sera 25% et en 2100, certaines estimations avancent 40%. Concrètement, de 1.2 milliard aujourd'hui, la population va atteindre 2.5 milliards en 2050, la population du Nigéria va passer de 190 millions à plus de 400 millions. Concrètement, les deux tiers de la croissance de la population active dans le monde d'ici 2050 seront en Afrique, ce qui signifie qu'il faudra créer 450 millions d'emplois dans les vingt prochaines années, assurément une gageure. Comment peut-on imaginer le décollage économique d'un pays comme le Niger où le nombre d'enfants/femme atteint 7.5 et où la population double tous les 22-24 ans ?

La croissance démographique, c'est certes l'opportunité de nouveaux marchés mais aussi des défis de création d'emplois, d'éducation puisque des millions d'enfants ne sont pas scolarisés, d'urbanisation, de pollution et autres.

### **2. Des résultats économiques contrastés :**

Les contrastes sont manifestes d'un pays à l'autre ou d'une région à l'autre puisque l'Est de l'Afrique a connu un plus grand essor que l'Ouest. Certains pays, comme l'Ethiopie, affichent encore un taux de croissance proche de 10%, d'autres, comme le Nigéria et l'Afrique du Sud, sont en récession ou en sortent à peine.

En pourcentage, la part de la population pauvre a diminué entre 1990 et 2012 de 56% à 43% mais, en nombre, on constate une augmentation du nombre de pauvres, de 280 millions en 1990 à 345 millions en 2015.

L'agriculture emploie 70% de la population mais elle est insuffisamment productive et les bonnes terres sont souvent prises par des étrangers.

L'endettement a été une des composantes majeures de la croissance récente et le FMI, dans une étude récente, pointe un service de la dette qui représente 12% des recettes publiques contre 5.4% encore en 2011. La dette publique des 18 pays d'Afrique sub-saharienne suivis par Fitch atteint 52% du PIB, presque le double des 28% enregistrés en 2011. Parmi les grands pays, l'Afrique du Sud excède ce niveau avec un ratio d'endettement de 54% du PIB, le Nigéria en reste loin à 20%. Parmi les petits, le Mozambique est à surveiller avec un ratio de 90%.

### **3. Une instabilité politique :**

Certes la démocratie se répand. De 4 pays à l'aube des années 90, le continent est passé à 25 pays démocratiques sur un total de 54. Mais, on estime à la fois qu'un quart de la population des pays d'Afrique sud saharienne vit dans des zones en conflit et que plus d'un tiers des conflits de la planète ces cinquante dernières années sont intervenus sur ce continent qui ne compte que 15% de la population mondiale. Une vingtaine de pays sont très fragiles. Certains Etats, le Niger par exemple, pauvres en épargne, se trouvent contraints de dépenser 6 à 7% de leur PIB pour la défense et souvent en vain. L'Etat est souvent faible, peu à même d'assurer l'Etat de droit et Daech ou d'autres organisations trouvent là des lieux d'implantation.

### **4. Des freins au développement économique :**

La corruption est répandue. Les infrastructures sont très insuffisantes et la construction de voies ferroviaires est trop coûteuse. Plus de 600 millions de personnes n'ont pas accès à l'électricité. Le secteur bancaire est souvent peu opérant pour faire des crédits. Le secteur manufacturier ne représente qu'à peine plus de 10% du PIB. L'Afrique ne réalise que 1.5% de la production industrielle mondiale, moitié moins qu'il y a quarante-cinq ans et encore, cette production est très concentrée en Afrique du Sud et au Nigéria. Certains pays, comme l'Angola ou le Sierra Leone, sont riches de matières premières mais ne savent pas en tirer profit.

### **5. Un mirage ?**

Ne nous méprenons pas. Le PIB/hab. en Afrique subsaharienne a certes doublé ces vingt-cinq dernières années pour atteindre \$3700 mais celui de la Chine, dans l'intervalle, a été multiplié par seize. L'Afrique, c'est moins de 5% de la consommation d'énergie dans le monde. L'Afrique au sud du Sahara, c'est à peine le PIB de la France. Et encore, faut-il être prudent sur les chiffres publiés. N'est-ce pas le Nigéria qui a réévalué de 90% son PIB en 2013 pour décréter qu'il dépassait \$500 milliards ? Décollage économique ? Certes la dernière décennie a été favorable mais considérons la liste des trente pays les plus pauvres en termes de revenu/habitant et 26 d'entre eux sont en Afrique sub-saharienne et en 2016, le PIB/habitant a régressé de plus de 1%. Quel rôle dans le processus de mondialisation ? Est-ce simplement comme fournisseur de matières premières agricoles ou minières ? Où est la valeur ajoutée ? Où seront les indispensables créations d'emplois ? La Chine investit en Afrique mais un quart va dans les mines sans grand bénéfice sur les économies locales.

On entend souvent évoquer l'émergence d'une classe moyenne de 300 millions de personnes qui serait une fantastique opportunité pour les grandes firmes multinationales. Mais c'est oublier que l'essentiel de cette classe moyenne dispose que de \$2 à \$4/jour, rien qui ne permette d'allouer de l'argent à des dépenses superflues.

## **Brésil :**

1. **Une croissance à long terme du PIB réel/habitant structurellement faible** explicable par un faible taux d'investissement (moins de 20% du PIB quand en Chine, il approche 45% du PIB), lui-même imputable à une épargne domestique insuffisante. Le pays sort de la récession avec une croissance attendue par le FMI de 0.7% cette année mais le revenu par habitant, en termes réels, a néanmoins régressé de près de 10% depuis 2013, les taux d'intérêt officiels sont toujours élevés ce qui freine le crédit.
2. **Un atout démographique mal exploité** : le Brésil est avec près de 200 millions d'habitants, le 5<sup>ème</sup> pays de la planète par la population après la Chine, l'Inde, les Etats-Unis et l'Indonésie. C'est un pays jeune puisque les plus de 65 ans ne représentent qu'à peine plus de 10% des actifs de 15 à 64 ans. Une chance, comparée aux pays européens où ce chiffre approche ou dépasse les 30% et a fortiori comparé au Japon. Pour autant, les pensions étant généreuses, le coût, 13% du PIB, dépasse celui de l'Europe et du Japon. On comprend la volonté politique de faire évoluer cette situation.
3. **Des atouts économiques indéniables souvent mal exploités** : le pays est un grand producteur et un grand exportateur de produits agricoles qu'il s'agisse de viande, de soja, de sucre, de café ou d'oranges et pour ces trois derniers produits, il est de loin le premier producteur mondial. Il s'agit essentiellement de produits à faible valeur ajoutée. L'agriculture est importante pour l'économie mais la pauvreté rurale persiste. Il est le premier pays industriel d'Amérique Latine et il est virtuellement indépendant pour l'énergie. Grâce au redressement des cours de certaines matières premières, le déficit courant a pu, depuis 2015, être très sensiblement réduit.
4. **Une clarification politique qui devra attendre les élections d'octobre 2018** : la crise politique récente a plongé les différents partis dans le discrédit. Si le gouvernement de Monsieur Temer a pu valider l'idée d'un plafonnement des dépenses, le respect de cette règle sera délicat aussi longtemps que la réforme de la sécurité sociale ne sera pas votée. Devant la conjonction des incertitudes politiques, l'aggravation de la dette publique à 75% du PIB cette année et plus de 80% en 2018, la persistance d'un déficit budgétaire primaire équivalent à 2.6% du PIB, S&P a abaissé la note du pays à BB- et ne la remontera probablement pas avant les élections.

**Conclusion : convergence ? « N'entretiens pas l'espoir de ce qui ne peut être espéré » Pythagore.**

Depuis 2007, la croissance du PIB des Etats-Unis a été de 14%, supérieure à celle de la Russie qui n'a pas dépassé 7%, très inférieure à celles de l'Inde et de la Chine qui ont plus que doublé leur PIB. Et pourtant, ce sont les Etats-Unis qui ont réalisé la meilleure performance boursière et la Chine la plus mauvaise puisque le marché a même baissé !

Les pays émergents représentent certes 52% du PIB mondial, un niveau très supérieur aux 35% de 1980 mais l'essentiel de la hausse est imputable à la Chine, une part plus modérée résulte de la croissance indienne tandis que les autres pays affichent un poids stable. La convergence est une aspiration mais se révèle souvent une illusion, un rêve aux deux sens positif et négatif du terme et donc, dans la formule de **Kant**, « **Le progrès est une hypothèse consolante** » on devrait remplacer progrès par convergence.

**Sous l'angle économique**, il est incontestable que les pays émergents sont mieux gérés qu'avant la crise de 1998. Le solde des paiements courants positif témoigne d'une moindre vulnérabilité aux mouvements de capitaux internationaux, même si certains grands pays émergents, comme le Mexique ou le Brésil, ont des taux d'épargne brut, extrêmement faibles, moins de 20% de leur PIB, qui les rendent dépendants des capitaux internationaux. Il est également vrai qu'en pourcentage du PIB, l'endettement global des pays émergents est sensiblement moindre que celui des pays développés, mais il a néanmoins crû rapidement ces dernières années. L'effet rattrapage technologique a indéniablement joué en faveur d'un différentiel de croissance positif pour les pays émergents et cela jouera moins à l'avenir. L'effet développement du secteur bancaire, accès facilité au crédit, est derrière nous, les ratios de prêts/dépôts sont désormais comparables à ceux des pays de l'OCDE. Reste le travail des femmes souvent peu développé par rapport aux pays développés et il y a là un facteur d'optimisme.

**Sous l'angle boursier** la capitalisation des marchés émergents en masse a formidablement cru depuis 1990 et cela peut laisser accroire que ces marchés sont très attrayants mais « **L'espérance est un mensonge appuyé sur l'avenir** » aurait dit **Balzac** et trois correctifs s'imposent : les introductions en bourse expliquent souvent une part substantielle de l'accroissement de la capitalisation. Ensuite, si la capitalisation globale des marchés émergents semble importante, la capitalisation des marchés émergents sur la base du flottant, en pourcentage de la capitalisation mondiale, ne représente qu'un quart de la capitalisation mondiale car le flottant est souvent faible puisque beaucoup de grandes sociétés sont majoritairement à capitaux étatiques. Enfin, si la capitalisation boursière ne représente que 40% du PIB de ces pays contre 100% dans les pays développés, c'est parce que beaucoup de ces marchés n'ont pas encore la profondeur des marchés développés, en termes de nombre de sociétés cotées, et c'est parce que la gouvernance de ces sociétés est encore parfois lacunaire.

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.