

Lettre n°13

Quelle approche boursière dans des pays émergents en crise ?

« Ô combien plus graves que les causes de la colère sont ses conséquences » Marc Aurèle

Dans la vie de chacun, le confinement, hors hypothèse d'une nouvelle vague, aura duré un trimestre sur une vie moyenne de 320 trimestres. Dans les entreprises, probablement à tort, les marchés financiers veulent croire à la même brève parenthèse, à une reprise en V. Dans les Etats membres de l'OCDE et en Chine, l'empreinte sera plus marquée et durable car les ratios d'endettement, en pourcentage du PIB, vont être dégradés de 15 à 20 points. Dans les pays émergents hors Chine et hors Russie, cadre de la réflexion de cette note, la crise est plus profonde et dans le mot de *Marc Aurèle* en incipit, on peut remplacer colère par crise et ainsi on appréciera mieux l'ampleur des problèmes. Point de cause unique, un arrêt momentané de l'offre, comme dans les pays développés mais un faisceau de causes. Point de remèdes évidents car le financement à taux zéro de la reprise n'est pas une option et car les amortisseurs sociaux, Etat providence ou indemnisation du chômage partiel par exemple, n'existent pas.

Pour mieux comprendre l'ampleur des problèmes, on analysera successivement les causes immédiates et les remèdes. On prendra de nombreux exemples parmi les grands pays, l'Inde, le Brésil mais aussi l'Afrique du Sud, la Turquie, les pays du Moyen-Orient et les pays africains. Concision oblige, on gardera pour une note ultérieure une analyse des failles structurelles de nombre de ces pays mais, conjoncture ou structure, la conclusion est la même. Le rattrapage du PIB/habitant des pays de l'OCDE est une gageure que la majorité de ces pays ne parviendront à réaliser et, ces prochaines années on ne parlera pas de convergence mais de divergence.

Les causes :

Dans les pays de l'OCDE, le cycle de croissance, depuis la mi-2009 aux Etats-Unis, était le plus long de l'après-guerre et la récession est la conséquence d'un arrêt volontaire des économies pour enrayer la propagation du virus. Dans les pays émergents, il y a deux causes principales, la fuite des capitaux et la chute des revenus mais celle-ci procède de diverses raisons.

La chute des revenus :

Dans leur majorité, les pays émergents sont plus ouverts sur le monde, plus dépendants de l'extérieur que les grands pays développés.

La chute des revenus, c'est pour les uns, les matières premières, notamment le pétrole, pour les autres, le tourisme, pour quelques-uns la diminution de l'argent envoyé par les migrants et, pour les plus grands d'entre eux, l'arrêt momentané des investissements réalisés par les grandes firmes multinationales.

Les pays dépendants des matières premières : on évoque souvent la situation de *l'Arabie Saoudite*. A juste titre car les réserves de change ont baissé de \$200 milliards, car le déficit budgétaire va excéder 10% du PIB et car les grands projets d'équipement de MBS sont nécessairement mis entre parenthèses. Mais c'est oublier que l'Arabie Saoudite, hormis quelques emprunts récents, n'a pas de dette, dispose d'un quart des réserves mondiales de pétrole, bénéficie d'un coût de production bas à quelques \$/baril, a une population, 30 millions, en croissance certes rapide mais gérable au regard du potentiel du pays. L'analyse est proche pour les autres pays du Golfe et on rappellera que si la note de l'Arabie Saoudite est A, celle du Qatar est AA-, celle du Koweït AA et Bahreïn B+. Les problèmes sont évidemment plus aigus pour l'Algérie, l'Equateur, l'Angola avec une dette à 120% du PIB et beaucoup de pays africains car les réserves de pétrole sont moins pérennes, les coûts

de production plus élevés et la situation financière plus précaire. Ne parlons pas de la situation dramatique des pays sous sanctions, l'Iran et le Venezuela, ou des pays en guerre ou instables, la Libye et l'Iraq.

Les pays dépendants du tourisme : on pense à la Thaïlande, le Cambodge, les Philippines, l'Indonésie et bien d'autres. Les recettes touristiques y représentent fréquemment 20% ou plus du PIB. L'activité est arrêtée et l'année est virtuellement perdue.

Les pays dépendants des investissements extérieurs : on pense à des grands pays comme l'Inde, le Brésil, l'Afrique du Sud et la Turquie qui ont en partage un marché intérieur potentiellement attractif mais qui souffrent d'un taux d'épargne faible et d'une dépendance aux capitaux extérieurs pour financer notamment des projets d'infrastructure. L'ampleur du déficit de leur balance des paiements courants, souvent 4 à 5% du PIB, est un indicateur de cette dépendance.

Les pays dépendants des revenus des migrants : on peut retenir l'Egypte et les Philippines, tous deux dépendants du Golfe Persique, donc d'économies affectées par la diminution des ressources et en cours de réflexion pour moins dépendre de la main d'œuvre étrangère.

La baisse des exportations à destination des pays développés : pour un certain nombre de producteurs de produits manufacturés ou de composants, de textiles ou d'automobiles, l'arrêt de la production et de la consommation dans les pays de l'OCDE a été fatal et l'activité de sous-traitance a été stoppée. Dans des pays comme le Vietnam, la Malaisie et la Thaïlande, les seules exportations à destination de l'Union Européenne et des Etats-Unis représentent respectivement 30% du PIB, 12% et 11%. On pourrait y ajouter les exportations importantes à destination d'un Japon en récession.

Si l'OMC, Organisation mondiale du commerce, anticipe une diminution des échanges internationaux de 10 à 30% cette année, des pays comme la Turquie ou le Maroc, aux portes de l'Europe ou encore les pays d'Asie du Sud-Est sont parfois plus impactés.

La fuite des capitaux et la dépréciation de la devise :

Si les pays émergents ont toujours été soumis à des mouvements erratiques sur les flux de capitaux à l'entrée, dans les périodes d'euphorie internationale ou à la sortie, durant les moments d'inquiétude, la fuite des capitaux constatée a fragilisé leurs devises et renchérit le service de la dette. L'IIF, International Institute of Finance, estime ainsi à \$100 milliards les sorties de capitaux ces derniers mois.

Les pays qui, ces dernières années, ont le plus recouru à l'endettement sont les plus fragilisés. Parmi les grands, citons en Amérique Latine le Brésil et l'Argentine dont la dette atteint désormais 90% du PIB le Mexique avec une dette à 55% du PIB et l'Afrique du Sud avec une dette à près de 100% du PIB. Autant de pays, on pourrait ajouter l'Inde, structurellement entravés dans leur développement par un faible taux d'épargne domestique qui retentit sur le taux d'investissement, faible à 25% du PIB, loin de la Chine, à plus de 40%.

En résumé, la crise est générale. La récession devrait être de plus de 7% en Amérique Latine, près de 10% au Mexique, 5 à 6% en Turquie, en Inde et en Asie du Sud-Est, plus de 4% au Moyen-Orient et à peine moins en Afrique, chiffres, parfois non significatifs car comparés à des résultats 2019 déjà peu brillants pour certains. Parmi les rares à pouvoir afficher une croissance positive, le Vietnam, un marché attractif d'une de 100 millions, intéressant pour des délocalisations d'entreprises chinoises et pour des entreprises occidentales soucieuses de réduire leur dépendance à la Chine et encore plus attractif depuis la ratification d'un accord de libre-échange avec l'Union européenne.

Les remèdes :

Le difficile recours au déficit budgétaire :

Dans les grands pays, il ne sera pas rare d'observer cette année des déficits budgétaires de 10 à 20% du PIB. Rien de tel envisageable dans les pays émergents sauf à prendre des risques sur la stabilité monétaire. Ainsi les pays de l'OCDE peuvent-ils compenser le recul du PIB avec un déficit au moins équivalent. Autant de mesures destinées à financer le chômage partiel, à alléger les charges des entreprises et à leur garantir des prêts pour prévenir le risque de faillite. Rien de tel pour les pays émergents qui en auraient pourtant le besoin. Les dépenses publiques n'y représentent en temps normal qu'une moyenne de 27% du PIB contre 42% dans les

pays de l'OCDE. Point n'est question d'indemniser le chômage, de soutenir la consommation. Et, même quand un embryon d'indemnisation existe, la majorité des travailleurs sont dans l'économie informelle et ne bénéficient d'aucune aide. En Afrique subsaharienne, en Inde, le secteur informel, c'est fréquemment 50%, en Amérique Latine et en Turquie, il est encore de 35% et en Chine, peu parmi les 280 millions de migrants bénéficient d'une allocation chômage. A cela, on ajoutera la faiblesse des dépenses de santé, 2.5% du budget fédéral en Inde, 1.2% du PIB en Egypte, par exemple et ces carences d'Etat providence expliquent un recours à l'épargne de précaution pour ceux capables de la constituer ou une rechute dans la pauvreté, voire la famine, pour beaucoup d'autres.

L'impossibilité du « Quantitative easing » et des taux zéro :

Les taux zéro sont l'immense privilège des pays de l'OCDE, La Suisse et son taux officiel négatif de -0.7%, la zone Euro et son taux de -0.5%, le Japon avec un taux de -0.1%, les Etats-Unis et l'Angleterre avec un taux fixé à zéro jouissent d'un avantage incomparable. Ainsi, une faible croissance économique permet-elle d'absorber la charge de la dette. Rien de tel dans les pays émergents car ils ne peuvent s'appuyer sur une devise clé et sont exposés à une perte de confiance, donc à des sorties de capitaux qui provoquent tout à la fois affaiblissement de la devise, renchérissement des importations et diffusion de l'inflation. La *Turquie* a abaissé son taux de 24% à 8% mais la devise s'est effondrée. Le Brésil a tenté d'ignorer la même contrainte, sa devise, cette année s'est dépréciée fortement. L'Inde vient d'abaisser son taux de 4.4% à 4% mais cela restera sans impact positif.

L'appel au FMI et la quête d'un allongement des délais de remboursement :

Depuis le début de l'année, près d'une trentaine de pays ont vu la note sur leur dette dégradée par Fitch. Parmi eux, le Mexique, l'Afrique du Sud, l'Angola, le Gabon. En Afrique un moratoire a été octroyé pour le paiement des intérêts sur les dettes. Concrètement, les échéances 2020 sont reportées sur trois ans à partir de 2022. Ce n'est qu'un début mais certains pays, la Syrie ou le Soudan, ne peuvent en bénéficier car ils ont trop d'arriérés de paiements envers le FMI. A en croire le FMI, il faudrait mobiliser \$ 2.500 milliards pour aider les pays émergents. La Banque Mondiale a octroyé \$12 milliards de « facilités » pour des pays en difficulté et le FMI, en réponse aux demandes d'aides de 110 pays, a mis à disposition \$50 milliards sur les \$100 milliards d'aides d'urgence susceptibles d'être octroyées. Les premiers pays aidés ont été notamment Madagascar, la Gambie, la Jordanie et d'autres pays africains. Prochainement, l'Equateur, le Sénégal, le Pakistan, le Ghana et le Tchad recevront aussi des aides.

L'annulation de dettes souhaitée par plusieurs organismes va se heurter à la résistance de la *Chine* car ces dernières années elle a octroyé, selon les statistiques du FMI, \$350 milliards de prêts, et certains pays lui doivent l'équivalent de 15 à 20% du PIB. La Chine ne peut refuser des gestes car son image serait très abimée mais elle n'a pas aujourd'hui une aisance financière telle qu'elle puisse se permettre de grands sacrifices.

La *Turquie*, en dépit de la faiblesse de ses réserves de change, moins de \$90 milliards de réserves brutes, or inclus, pour plus de \$70 milliards d'engagements, ne veut pas envisager un recours au FMI mais l'accord de « swap » avec le Qatar pour \$5 milliards ne suffira pas car les banques sont très endettées en devises et doivent rembourser \$80 milliards l'année prochaine, l'équivalent de plus de 10% du PIB.

Les risques de défaut :

Le G20 souhaiterait alléger les dettes. Les situations les plus critiques se trouvent en Argentine et au Liban. La première, suite à un effondrement de sa devise a supporté une inflation officielle de plus de 50% en 2019 et ne voit comment faire face à un endettement à 90% de son PIB, soit \$310 milliards et un taux de pauvreté de 45%. Le pays a fait défaut en mai 2020, voudrait restructurer \$66 milliards, suspendre ses paiements jusqu'en 2023, bénéficier d'un allègement substantiel de ses intérêts et d'un effacement partiel de la dette. Mais les négociations sont malaisées car l'Argentine, même si les investisseurs souffrent d'amnésie, est récidiviste. 10 défauts et restructurations de la dette au XXème siècle n'avaient pas dissuadé les investisseurs de souscrire, il y a quelques années, à une émission à 100 ans à un taux à peine supérieur à 7% mais la dernière aide du FMI, un record de \$44 milliards, ne date que du dernier gouvernement Macri. La situation du *Liban* n'est guère plus enviable et s'y ajoute une situation politique inextricable. La devise s'est écroulée de quelque 75% par rapport au \$. Un « cut » d'au moins 70% sur les obligations est envisagé pour diviser par deux d'ici la fin de l'année le ratio de dette publique/PIB actuellement de 175%, soit une dette de \$90bn. A la clé des mesures drastiques mais un accord n'est pas encore trouvé et le taux de pauvreté explose.

Conclusion : « *Nous aimons être qualifiés de continent de l'espoir... Cet espoir est comme la promesse d'un paradis, une créance dont le paiement est toujours ajourné* » Pablo Neruda

Sous l'angle financier, le raisonnement développé par la Commission européenne pour venir en aide aux pays du sud de l'Europe est valide pour examiner la situation des pays émergents. Une pandémie est une crise globale qui appelle la coopération internationale. A défaut de pouvoir prétendre à des financements à taux zéro, les pays émergents doivent pouvoir escompter des rééchelonnements de dettes, voire des annulations pour les pays les plus fragiles.

Sous l'angle industriel, certains producteurs redoutent des relocalisations dans l'OCDE, mais, comme analysé dans notre lettre précédente, nous n'anticipons pas un mouvement de grande ampleur.

Sous l'angle commercial, certains appréhendent des taxes nouvelles, comme une éventuelle taxe carbone aux frontières de l'Union européenne et celles-ci affecteraient leur compétitivité.

Sous l'angle social, si grâce à la mondialisation, le pourcentage de pauvres dans les pays émergents a pu diminuer de plus de 40% de la population en 1980 à 15% en 2015, il devrait sensiblement s'aggraver en 2020. Le G20 évoque une augmentation de quelque 50% du nombre de pauvres, 400 millions de personnes de plus dans un monde de 7,7 milliards, et la Banque Mondiale craint une recrudescence des famines.

Sous l'angle environnemental, un durcissement des normes ESG, en Europe, par exemple, pourrait affecter la compétitivité de nombreuses sociétés dans les pays émergents.

Sous l'angle économique, sans croissance, pas de créations d'emplois et les pays africains, avec 60% de leur population âgée de moins de 25 ans ou l'Inde avec 45% dans la même situation sont confrontés à un défi. Ces deux régions doivent créer quelque 13 millions d'emplois chaque année et, en *Inde*, le chômage touche 25% de la population active, soit 120 millions de personnes. Le *Brésil* est le cas le plus problématique, avec une récession de près de 10%, après des années de récession ou de faible croissance, deux tiers de la population en situation de précarité, un arrêt des investissements internationaux et un Président en sursis politique.

Sous l'angle politique, on peut constater le revers subi par les gouvernements populistes, habiles à jouer de la démagogie dans les périodes fastes mais à la peine pour gérer dans la transparence une situation de crise. On pense au *Brésil*, à la *Turquie*, aux *Philippines* et à l'*Inde*.

Sous l'angle géopolitique, certains régimes populistes cherchent hors de leurs frontières le moyen de faire oublier les difficultés économiques. La *Turquie* et ses interventions en *Libye* et en *Syrie* ne constituent qu'un exemple

De ces développements ressortent la volatilité, le beta, l'amplification à la hausse ou à la baisse d'un investissement dans les marchés financiers des pays émergents. La prudence guidant nos investissements, dans l'allocation, notre préférence aujourd'hui va aux pays de l'OCDE et à la Chine. Si on s'en tient aux trois profils traditionnels de mandats sous gestion, on ne soumettra pas les profils « défensifs » à ces variations erratiques et, pour les autres, on sélectionnera quelques valeurs et quelques thématiques pour investir 5% dans les profils « équilibrés » et un peu plus de 10% dans les profils « croissance ».

Genève, le 18 juin 2020



Bruno Desgardins
Directeur de la Gestion