

Lettre 39

Pays développés – Pays émergents : de la convergence à la divergence

*« Quand la mer était calme, tous les navires sans exception flottaient aisément »
Shakespeare*

Pourquoi, depuis de nombreux mois, surpondérons-nous avec succès les pays développés par rapport aux pays émergents ?

Indubitablement, les pays émergents ont réussi un formidable rattrapage au cours des dernières décennies. En 1980, ils réalisaient à peine plus d'un tiers du PIB mondial, récemment 58%. Indéniablement, certains ont bénéficié de leurs richesses en matières premières, d'autres ont habilement profité d'un rattrapage technologique, d'autres encore, forts d'un vaste marché intérieur, ont su attirer les investissements des firmes multinationales, tous ont tiré profit des progrès de l'alphabétisation, tous ont bénéficié de l'allongement de l'espérance de vie.

Néanmoins, la convergence avec les pays développés, observée depuis les années 90 sur le niveau de vie, l'éducation, les institutions, les tendances démographiques et facilitée par le recul des crises économiques a marqué un coup d'arrêt avec le développement de régimes autoritaires, les sorties de capitaux et, récemment, la crise suscitée par la Covid est venue rappeler la pertinence du mot de *Shakespeare* en exergue de cette lettre.

Les divergences s'accroissent avec les pays développés : les mesures de soutien ont été très élevées dans les pays de l'OCDE, 25% du PIB aux Etats-Unis sur trois ans, 16% en Grande Bretagne, 8% en France et en Italie mais inférieure à 2% du PIB en Turquie, au Mexique et en Inde, environ 3% en Russie et en Afrique du Sud.

L'économie mondiale a retrouvé son niveau de PIB d'avant crise, le FMI révisé à la hausse à 6% la croissance mondiale en 2021 puis à 4.9% en 2022. Mais la reprise est contrastée entre pays occidentaux et pays émergents et le FMI parle de « grande divergence ».

Afin d'évaluer cette divergence, on essaiera d'apporter des explications politiques, budgétaires, financières, vaccinales, monétaires, commerciales, boursières, économiques et environnementales.

- *L'explication politique :*

La démocratie a reculé ces dernières années au profit de régimes illibéraux, lesquels ont, souvent, mal gérés la crise de la Covid. On pense particulièrement au Brésil, à l'Inde, à la Turquie, au Venezuela et d'autres encore et, conséquence, moindres sont les capitaux extérieurs investis dans ces pays.

- *L'explication budgétaire :*

Les occidentaux - Europe, Etats-Unis, Japon - ont pu se permettre de laisser filer les déficits. Les Etats ont usé de leur statut d'emprunteur à des conditions privilégiées, préservé les revenus des ménages, conjuré le risque de faillites des entreprises, offert des garanties aux crédits, financé le chômage partiel. Autant de moyens d'actions, \$12000 milliards pour les pays du G7, dont sont souvent privés beaucoup de pays émergents puisque leurs mesures n'atteignent que \$4000 milliards selon le FMI.

Ce soutien budgétaire très généreux a permis d'amortir les conséquences de la crise et de préparer la reprise. Les déficits budgétaires ont été en 2020 de 16% aux Etats-Unis, 19% au Royaume-Uni, 11% au Japon et en Italie.

Cette année, le déficit américain devrait encore atteindre 15% du PIB, la dette publique s'élèvera à 128% du PIB, 160% si on ajoute la dette des entités fédérées mais on n'observe point de défiance vis-à-vis du \$ puisque le taux à 10 ans n'est qu'à 1.30%.

Ces chèques alloués aux ménages américains, ces allocations chômage versées en Europe expliquent l'accumulation d'épargne tout au long de 2020. Aux Etats-Unis, ce sont \$2600 milliards ainsi accumulés pendant la pandémie, un taux d'épargne à plus de 33% du revenu disponible selon le BEA. En Europe, selon **Moody's**, l'épargne exceptionnelle a également atteint des niveaux élevés, plus de 10% du PIB au Royaume-Uni, 8% en Espagne, plus de 6% en Allemagne et en Italie. Au Japon, elle est évaluée à \$300 milliards. Dans ces différents pays, l'épargne est convertie peu à peu en consommation alors qu'en Amérique Latine, l'épargne a baissé. Globalement Moody's a évalué à \$5400 milliards le surcroît d'épargne mondiale en 2020, soit 6% du PIB, un pourcentage dépassé dans la plupart des pays développés et donc non atteint dans les pays émergents.

Garanties aux entreprises, aides aux ménages, dépenses dans les infrastructures, autant de mesures expliquant la rapidité et la force de la reprise dans les pays de l'OCDE.

- ***L'explication financière :***

Ici deux aspects, les injections et les avoirs à l'étranger.

Les banques centrales, américaine, européenne, anglaise et japonaise, ont été à même d'injecter des liquidités, sans risques pour la stabilité de la monnaie car les emprunts sont financés dans les devises locales et ces devises dominent le système monétaire international : plus de 60% pour le \$ et plus de 20% pour l'Euro. Dans l'histoire économique depuis la seconde guerre, il y a eu peu de crises financières, voire aucune, dans les pays qui empruntent dans leur propre devise et c'est là un privilège insigne au service des grands pays.

Un certain nombre de pays occidentaux disposent d'un patrimoine à l'étranger et cela constitue une garantie supplémentaire. Ainsi, fruit d'années d'excédents de leurs balances des paiements courants, donc d'un excédent d'épargne, l'Allemagne et le Japon peuvent ainsi bénéficier d'avoirs extérieurs nets supérieurs à 60% de leur PIB. En Suisse, la seule Banque nationale possède en réserves de change l'équivalent de plus d'une fois le PIB du pays.

- ***L'explication vaccinale :***

La sortie de crise est plus rapide grâce à l'avance prise dans la diffusion des vaccins. En Israël, en Europe, aux Etats-Unis, 60 à 70% de la population ont reçu au moins une dose et ce pourcentage est sans comparaison avec le faible taux des pays émergents.

Ainsi, aux Etats-Unis, la consommation a déjà retrouvé son niveau d'avant crise et en Europe, ce niveau sera souvent retrouvé d'ici la fin de l'année. Ainsi est-ce le cas également en Chine et probablement dans plusieurs pays d'Asie du Sud-Est ces prochains mois.

- ***L'explication monétaire :***

Malgré l'accélération de l'inflation, l'encours de dettes souveraines à taux négatifs est à nouveau de \$16 500 milliards. Toute la dette publique allemande est à taux nominal négatif, la dette française jusqu'à 12 ans, la dette espagnole jusqu'à 9 ans, la dette italienne et la dette grecque jusqu'à 7 ans. La

France a pu émettre à 30 ans à 0.9%. Partout dans l'OCDE, les taux réels sont très négatifs. Aux Etats-Unis, le taux d'inflation est à 5.4% en juillet mais le taux long à 10 ans n'est qu'à 1.30% et le plus haut de mars n'a pas excédé 1.75%.

La BCE a acheté un stock important de dettes et depuis 2011, a pu faire passer son total de bilan de €100 milliards à plus de €2500 milliards sans incidence négative sur l'Euro.

Aux niveaux de taux actuels, une augmentation de 50 points du ratio de dette sur PIB dans les pays développés n'augmenterait le poids du paiement d'intérêts réels dans le PIB que d'environ 0,5 point.

Les pays émergents ne sauraient se permettre de telles politiques monétaires expansionnistes. Non seulement les pressions inflationnistes sont plus marquées - 6.2% en Inde, 9% au Brésil, 17.5% en Turquie - mais encore, les banques centrales de ces pays ont dû, à plusieurs reprises, remonter les taux substantiellement, ce à quoi les pays développés échappent. Au Brésil, on vient d'assister à la 4ème hausse du taux directeur à 5.25% après un plus bas à 2% en 2020. En Inde, la banque centrale, après plusieurs hausses, maintient le taux d'intérêt officiel à 4% pour le taux de refinancement mais sera obligée d'intervenir. En Russie, la banque centrale a dû récemment augmenter le taux directeur d'un point à 6.5% car le taux d'inflation est à 6.5%.

En termes comparatifs, l'incidence négative pour les pays émergents, pour les coûts de financement des Etats et des entreprises, est donc sensible.

- ***L'explication commerciale :***

Ici, plusieurs aspects.

Si les relations commerciales entre pays occidentaux ont toujours été supérieures en valeur aux relations avec les pays émergents, cette dernière décennie, selon la Chambre de commerce américaine en Europe, 57% des investissements américains à l'étranger ont été en Europe et, en 2020, les exportations américaines vers l'U.E. ont approché \$300 milliards, plus du double des exportations américaines vers la Chine et supérieures à celles vers les autres pays émergents. Le ralentissement du commerce international a davantage pénalisé les pays émergents.

Ensuite, les exportations des pays émergents les plus pauvres ont baissé de 12% en 2020 contre 9% pour les exportations mondiales. Les exportations de services de ces pays ont diminué plus encore, d'un tiers, suite à l'effondrement des recettes touristiques.

Troisième aspect, pour l'avenir, la dynamique des échanges observée depuis une cinquantaine d'années sera freinée par les relocalisations, des relocalisations étayées par des calculs politiques, exemple de Biden désireux d'augmenter le « Buy American act », donc la part de composants américains pour les commandes publiques à 60% contre 55%, même si le prix est 20% plus élevé que celui de leurs concurrents étrangers. Des relocalisations, également motivées par le souci d'indépendance technologique. Des relocalisations, facilitées par les progrès de l'intelligence artificielle et de la robotisation.

Un exemple de cette quête de souveraineté sur des secteurs jugés clés, la Commission européenne prévoit €1 milliard chaque année pour l'I.A. C'est bien mais c'est encore peu car les Américains dépensent, \$8 milliards/an mais on peut conjecturer une révision à la hausse du chiffre européen ces prochaines années.

Enfin, quatrième aspect, une multiplication des mesures protectionnistes, souvent néfastes pour les pays émergents. Selon l'organe universitaire Global Trade Alert, en 2020, il y a eu 2332 mesures restrictives

aux échanges dans le monde, une hausse de 44% par rapport à 2019 et cela en surprendra certains, ce sont les Etats-Unis et le Royaume-Uni qui ont pris le plus de mesures protectionnistes.

- *L'explication boursière :*

Dans les pays développés, les levées de capitaux sont de plus en plus importantes et porteuses d'avantages comparatifs. Certains aiment à parler du déclin américain, *Talleyrand* aimait à ironiser « *Les Etats-Unis, ce peuple marchand, sans aristocratie et sans culture* », il n'empêche, dans le domaine essentiel de l'innovation, la fluidité des marchés de capitaux pour irriguer les start up est sans équivalent : \$150 milliards levés au 1^{er} semestre aux Etats-Unis par les « licornes » (jeunes entreprises d'une valeur boursière supérieure à \$1 milliard), 150 licornes apparues aux Etats-Unis dans la Silicon Valley au 1^{er} semestre 2021. Cela est sans comparaison avec le reste du monde.

Le meilleur hommage au marché américain est rendu par les Chinois car 35 introductions en Bourse au Nasdaq de sociétés chinoises ont eu lieu depuis le début de l'année.

Pour financer les jeunes entreprises, le « Private Equity » n'a jamais disposé d'autant de liquidités, \$4100 milliards avant la crise, et la quasi-totalité sont investies dans les pays développés.

En dépit de la crise, en 2020, le nombre d'introductions en Bourse aux Etats-Unis a été multiplié par deux et \$160 milliards ont pu être levés à cette occasion.

Enfin, dans les pays occidentaux, beaucoup de grandes sociétés disposent d'un « pricing power », répercutent les hausses de coûts des matières et maintiennent leurs marges. On pense à des sociétés comme Coca Cola ou Procter & Gamble mais on a vu également au 1^{er} semestre, dans l'automobile, des groupes majorer leurs prix et améliorer leurs marges. Au 1^{er} trimestre 2021, la marge nette des sociétés américaines du S&P500 approchait 13% un niveau supérieur aux 11% d'avant crise.

- *L'explication économique :*

Là encore, plusieurs éléments, conjoncturels et structurels.

Sous l'angle conjoncturel, grâce aux diverses mesures de soutien, les économies développées ne sont plus très loin de leur niveau de PIB d'avant la crise : la France, l'Allemagne, l'Italie sont entre 3 et 4% en-dessous de leur pic, les Etats-Unis ont dépassé de près de 1% leur PIB d'avant la crise et la récession n'aura duré que deux mois. Hormis la Chine et les pays d'Asie du Sud-Est, les grands pays émergents font toujours face à des problèmes majeurs. Parmi les grands pays, selon *l'OCDE*, les pays qui mettront le plus de temps à retrouver le niveau d'avant crise sont l'Afrique du Sud, l'Argentine, le Mexique, l'Arabie Saoudite.

Sous l'angle structurel, 4 points peuvent être évoqués :

Selon le *Boston Consulting group*, 7 des 10 entreprises les plus innovantes dans le monde sont américaines (Apple, Alphabet, Amazon, Microsoft, Tesla, Pfizer, IBM), une est coréenne, Samsung, une japonaise, Sony et une chinoise, Huawei.

Ensuite, les dépenses de R&D dans l'OCDE s'établissent à 2.5% en moyenne, un pourcentage supérieur à celui des pays émergents. En Suède, les dépenses de R&D atteignent 3.4% du PIB, en Allemagne 3.1%, aux Etats-Unis 2.8%, en France 2.2%. Autant d'avantages par rapport aux pays émergents. Plus rapide est l'innovation et sa diffusion. Un exemple, la 5G, facteur de productivité car elle va permettre entre autre une efficacité accrue dans la logistique et la gestion des stocks, une élévation de l'espérance de vie grâce à la diffusion d'applications médicales, amélioration de la sécurité routière, meilleure gestion des villes.

Également, pour les prochaines années, les mutations du capitalisme – lutte contre le réchauffement climatique, investissements dans les infrastructures, aides à la formation suite aux développements de la robotisation...- obligeront les Etats à une plus grande intervention. Les pays développés en ont les moyens, la majorité des pays émergents non et ainsi, le différentiel de compétitivité s'aggravera.

Un exemple, l'U.E. : elle a défini des priorités industrielles, souhaite développer les ordinateurs quantiques, produire localement les semiconducteurs, développer les batteries électriques, et promouvoir l'hydrogène. Autant de secteurs d'avenir financés à des taux d'intérêt favorables. Autant d'investissements susceptibles de procurer un avantage comparatif supplémentaire aux pays développés.

- **L'explication environnementale :**

Les pays émergents sont responsables de 90% de la croissance des émissions de gaz à effet de serre mais ils ne reçoivent qu'1/5^{ème} des investissements dans les énergies propres. Il faudrait passer de \$150 milliards/an à \$1000 milliards/an pour s'inscrire dans l'objectif de neutralité carbone mais ces pays, hormis la Chine et quelques autres, n'ont pas les moyens de financer. En Afrique, il faudrait d'abord combler le retard de développement de l'électricité mais cela sera détaillé dans notre prochaine Lettre.

Conclusion :

Pour résumer notre Lettre et qualifier la divergence amorcée entre pays développés et pays émergents, on peut s'inspirer du mot de **Joseph de Maistre** sur la Révolution française de 1789 : « **Longtemps nous n'avons pas compris la révolution dont nous sommes les témoins ; longtemps nous l'avons prise pour un évènement. Nous étions dans l'erreur : c'est une époque** ».

De cette Lettre, on retiendra une réflexion sur l'allocation géographique stratégique dans un portefeuille. Les pays d'Asie du Sud-Est, comme la Corée du Sud, Taiwan et Singapour sont intégrés aux pays développés, la Chine est officiellement classée par l'OMC (Organisation mondiale du commerce) comme un pays émergent même si on peut débattre de cette question.

Les neuf points examinés ci-dessus définissent l'environnement des entreprises, l'éco-système dans lequel elles évoluent, les économies externes à disposition, qu'ils s'agissent de la qualité des infrastructures, de l'irrigation des marchés financiers, des supports budgétaires et monétaires à la croissance.

De la crise récente il ressort une implication accrue des grands Etats dans l'économie, des plans de relance massifs, des mesures de soutien à la recherche dans des secteurs stratégiques, des programmes d'investissement dans les infrastructures, des conditions de financement à taux très faibles voire négatifs, des aides à la relocalisation.

Autant de mesures susceptibles d'accroître l'avantage comparatif des Etats-Unis et de l'Europe ces prochaines années par rapport au reste du monde. Et dans cet ensemble, la supériorité américaine, si souvent décriée, est manifeste. On a pu l'apprécier à la lecture du paragraphe sur la Bourse. Aussi est-il logique de payer plus cher les bénéficiaires des sociétés américaines que ceux des entreprises européennes et a fortiori que ceux des entreprises du reste du monde.

Peu importe si la croissance américaine est éventuellement plus faible que dans d'autres régions du monde car on investit dans des multinationales à même de capter la croissance là où elle est réalisée.

L'acronyme BRIC, créé par Goldman Sachs au début des années 2000 pour symboliser l'essor des grands pays émergents - Brésil, Russie, Inde, Chine -, porte un vernis qui s'écaille vite à l'analyse. Trop de divergences de trajectoires entre ces pays pour les rapprocher. Le PIB de la Chine, \$15.200 milliards

en 2019 selon le FMI était plus de deux fois supérieur à la somme des trois autres, Inde \$2400 milliards, Brésil \$1890 milliards et Russie \$1660 milliards. On pourrait consacrer une Lettre à disserter sur ce qui les distinguent voire les opposent. Ne retenons qu'un point incontestable : la Chine, plus grande réussite d'un décollage économique, réalise aujourd'hui 18% du PIB mondial mais ne représente pas même 5% de la capitalisation du MSCI. Sans occulter l'incidence de la reprise en main politique et idéologique opérée par le régime dans certains secteurs, il y a là une sous-évaluation manifeste.

Terminons cette Lettre sur l'arrêt de la convergence entre pays développés et pays émergents avec, pour les pays émergents, un risque à court terme, une menace latente à moyen terme, un problème certain à long terme :

- *Le risque prochain de défaut de certains pays :*

Pour pallier les difficultés des pays émergents, le FMI a décidé d'une allocation supplémentaire de DTS (droits de tirage spéciaux) de \$650 milliards. \$275 milliards devraient bénéficier aux pays émergents et les pays du G7 ont décidé d'allouer \$100 milliards de leurs DTS aux pays émergents. Il n'empêche, certains pays sont aujourd'hui dans une situation périlleuse et le FMI met en avant le Liban et quelques pays africains qui auront besoin d'aides ciblées et massives. Pour garder quelque optimisme, on rappellera le mot du grand poète libanais, mort en 1931, **Gibran** : « *Nul ne peut atteindre l'aube sans passer par le chemin de la nuit* ».

- *Le risque latent de protectionnisme ou de relocalisations :*

Si des formes de démondialisation devaient prévaloir, les pays émergents seraient les grands perdants mais nous ne croyons guère à cette menace. Le **CEPII**, dans une étude sur la France, applicable aux autres pays occidentaux, a montré qu'une fermeture des frontières aux pays émergents amputerait le revenu médian français de 6 à 18%. Donc cette politique est à écarter. La globalisation a certes coûté des emplois dans l'industrie mais elle en a créé dans le tertiaire à l'export.

- *L'enjeu du vieillissement :*

L'augmentation de la part de la population âgée, la diminution de la population active, contrairement aux croyances, ne concerne certes ni l'Afrique, ni l'Inde mais pas simplement non plus les seuls pays occidentaux. Si, dans un pays développé comme la Corée du Sud, 43% des plus de 65 ans vivent en dessous du seuil de pauvreté car le pays ne dépense que 3 points de PIB pour les retraites, qu'en sera-t-il des pays émergents, majoritairement privés de systèmes. La Chine, la Russie, l'Europe de l'Est et d'autres sont ainsi concernés.

Genève, le 17 août 2021

Bruno Desgardins



Bruno Desgardins
CIO
Switzerland

SingAlliance (Switzerland) SA
16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@sing-alliance.com



SingAlliance Pte Ltd
20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@sing-alliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd
1205, 12/F Bank of America Tower
12 Harcourt Road, Central
Hong Kong
T: +852 3611 7790
E: info.hongkong@sing-alliance.com

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 peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.