

Lettre n°83

Les pays émergents face au mur de la dette.

« *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.

Espoirs déçus, tel est le sens de ce mot de Neruda. Quelle a été l'évolution des pays émergents et que peut-il advenir pour ces pays ? Comment parvenir à conjuguer, à financer l'indispensable résorption de la pauvreté et la nécessaire transition climatique dans des pays émergents parfois proches d'une situation de défaut ? Telles sont les interrogations de tout investisseur potentiel sur ces marchés, auxquelles nous essaierons d'apporter des réponses dans cette Lettre 83 après quatre remarques liminaires :

- **Une des réussites de la mondialisation**, ces trente dernières années, a été la réduction du nombre de personnes avec moins de \$1,90/jour, de 2 milliards à 700 millions. Une nuance néanmoins s'impose : autant, la convergence pays développés-pays émergents a joué jusqu'en 2012, autant, elle est depuis lors interrompue.
- **Deux des méfaits de la Covid** puis des conséquences de la guerre en Ukraine ont été d'interrompre cette dynamique de diminution de la pauvreté. Le « quoi qu'il en coûte » en vogue dans les grands pays occidentaux n'a pu, faute de moyens, être mis en œuvre dans les pays émergents.

Ainsi, depuis 2020, le nombre de pauvres a cessé de baisser et l'objectif de contenir ce chiffre à moins de 3% de la population mondiale, d'ici 2030 semble désormais difficile à atteindre.

Ainsi, également, la faim dans le monde affecte 150 millions de personnes supplémentaires, soit, selon l'ONU, 735 millions, 9.2% de la population mondiale et surtout 20% des Africains.

- **Une nouvelle crise de la dette ?** Les crises de la dette dans les pays émergents sont malheureusement récurrentes. On se souvient des années 80 après le choc pétrolier, on se souvient de la crise asiatique de la fin des années 90, on s'inquiète aujourd'hui des conséquences de la remontée des taux dans le monde et du durcissement des conditions de crédit.
- **Des pays émergents désireux de changer la gouvernance internationale** : depuis, la création en 1945 des grandes institutions multilatérales, le FMI et la Banque Mondiale, le monde a changé, le nombre de pays a doublé pour atteindre 200 et la population a triplé pour atteindre 8 milliards. Le poids démographique et économique des pays développés a été dilué et les pays émergents, réclament une évolution des organisations multilatérales afin d'obtenir davantage de poids dans la prise de décisions. Il s'agit d'atténuer le tropisme occidental de ces organisations et de l'idéologie sous-tendant leur politique.

Après avoir brossé un tableau de la fragilisation des pays émergents (1^{ère} partie), on soulignera l'incapacité de ces pays à financer la transition énergétique (2^{ème} partie), on signalera la multiplication des risques de défaut (3^{ème} partie) et on terminera avec le ressentiment des pays émergents (4^{ème} partie).

I. Les 4 indices ou facteurs de la fragilisation des pays émergents :

Le recul de l'indice de développement humain :

Jamais ces trente dernières années, l'indice de développement humain, défini par l'ONU, n'avait reculé. Mais, tel a été le cas en 2020 puis en 2021 car le niveau de vie a régressé et l'espérance de vie a baissé.

Les pays handicapés par le fardeau de la dette, voient sans cesse s'aggraver le pourcentage de leur population en situation d'extrême pauvreté. Exemple topique, l'Argentine, car le pays est aujourd'hui classé par l'agence Fitch C, c'est-à-dire juste au-dessus du défaut de paiement, et car 43% des habitants ne peuvent s'offrir le minimum requis de denrées alimentaires ou de services alors que le pays historiquement était riche.

Une inflation plus problématique que dans les pays développés :

La hausse des prix alimentaires est politiquement, économiquement et socialement, plus durement ressentie dans les pays émergents car le poids de l'alimentaire dans les dépenses des ménages est souvent déterminant.

Conséquence de la hausse des prix des produits alimentaires et de celle des prix de l'énergie, conséquence de la dépréciation des devises, les taux d'inflation dans les pays émergents sont souvent supérieurs à ceux des pays développés.

Les risques posés par la décision russe de ne pas renouveler l'accord sur les céréales :

En 2020, 15 des 54 pays africains achetaient plus de la moitié de leur blé auprès de l'Ukraine et de la Russie.

Le non-renouvellement de l'accord céréalier par la Russie, une décision surprenante à quelques jours d'un sommet Afrique-Russie que Poutine souhaitait réussir, pénalise l'Égypte et beaucoup de pays d'Afrique de l'Est comme le Kenya, la Somalie, l'Éthiopie.

L'incidence immédiate est un renchérissement du prix des céréales.

Les hausses de taux :

Depuis début 2022, le coût d'emprunt des pays classés C par les agences de notation, les pays les plus endettés donc, a augmenté de 14 points, tuant toute possibilité de croissance.

Selon la CNUCED, la charge de la dette des pays les plus pauvres pourrait s'accroître de plus de \$800 milliards d'ici 2025.

La hausse des taux est la conséquence de l'inflation et de la dépréciation des devises. Les pays les plus fragiles sont le Zimbabwe, l'Argentine, l'Iran et l'Égypte.

En Argentine et en Égypte, les taux d'intérêt atteignent respectivement, 97% et 19% pour une inflation officiellement à 110% pour l'Argentine et 37% pour l'Égypte. En Turquie, les taux viennent d'être remontés à 15% mais c'est insuffisant.

II. L'incapacité à financer la transition énergétique :

Les réalisations :

Depuis 2015 et l'adoption de l'Accord de Paris, les investissements internationaux dans les énergies renouvelables ont selon l'ONU, triplé mais l'essentiel a été réalisé dans les pays développés.

A l'échelle mondiale, on peut se réjouir de voir les investissements dans les énergies propres dépasser les investissements dans les énergies fossiles, \$1700 milliards contre \$1100 milliards (chiffres de l'AIE).

Dans les pays émergents, non seulement, les montants à investir sont très élevés mais l'accès aux marchés de capitaux est à un taux très supérieur à celui des pays développés. Pire encore, selon l'ONU, une trentaine de pays émergents n'ont pas encore réussi à attirer les investisseurs internationaux.

Des \$770 milliards investis dans les pays émergents, plus des deux tiers sont en Chine.

Les besoins :

Si, une puissance comme l'Inde, au 5^{ème} rang mondial, en dépit d'investissements substantiels dans le solaire, dépend encore à 90% des énergies fossiles dans son bilan énergétique, on comprend la difficulté pour de petits pays émergents d'assurer leur transition énergétique.

La COP27 évalue à \$2400 milliards/an les investissements à prévoir dans la transition énergétique des pays émergents, soit 6.5% de leur PIB, un pourcentage très supérieur à celui des pays développés, car les pays émergents, souvent positionnés autour des Tropiques, sont fréquemment victimes de cyclones, d'inondations ou de sécheresse.

Selon la COP27, les pays émergents ne pourront guère financer plus du cinquième peut-être même le dixième des besoins estimés.

Un rapport récent de la CNUCED est plus alarmant car, retenant les objectifs de développement durable fixés à 2030, il estime les investissements à \$4000 milliards/an. On en est loin puisqu'en 2022, les pays émergents n'ont attiré que \$545 milliards d'investissements étrangers dans les énergies propres.

Les griefs :

Certes, aujourd'hui, les pays émergents polluent beaucoup mais, si l'on considère, les seules émissions de gaz à effet de serre, celles de l'Afrique représentent moins de 5% des émissions mondiales et, depuis le début de la révolution industrielle, les pays développés sont à l'origine de 70% des émissions de gaz à effet de serre.

Aussi, beaucoup des pays émergents reprochent aux pays développés de les obliger à financer une lutte contre le réchauffement climatique auquel, faible niveau de développement oblige, ils ont peu contribué.

Deuxième cause de ressentiment, la mise en œuvre, fin 2023, par l'U.E de la taxe carbone aux frontières. Calculée sur le contenu carbone des produits importés, elle décourage la délocalisation d'entreprises polluantes dans des pays peu réglementés, comme souvent peuvent l'être les pays émergents, et elle est perçue comme un frein au développement.

Troisième cause de ressentiment, les subventions allouées par les grands Etats au développement des énergies renouvelables, subventions assimilées à une concurrence déloyale.

III. La multiplication des risques de défaut :

Les pays les plus fragilisés :

Parmi les pays les plus fragilisés, le Sri Lanka avec un service de la dette équivalent à 75% de ses recettes budgétaires, l'Angola avec un service de la dette à hauteur de 60% de ses recettes budgétaires, la Zambie et le Soudan à 40%, le Tchad et la Tunisie à 30%.

En moyenne, selon la CNUCED, le service de la dette représente 16% des recettes et, en moyenne, selon l'ONU, les pays Africains supportent des taux d'intérêt 8x supérieurs aux pays européens.

A défaut d'une aide, les prochaines années de croissance pour le continent africain seront hypothéquées car les dépenses d'éducation, de formation, de santé seront sacrifiées.

La Zambie en défaut de paiement fin 2020, le Ghana, aujourd'hui, une vingtaine d'autres pays africains possiblement dans les prochains mois, tels sont les risques, telles sont deux des causes de notre prudence avant d'investir dans les marchés boursiers de ces pays.

Au nombre des pays exposés au risque de défaut, on pense à la Tunisie confrontée à une dette publique à 80% du PIB et à l'Égypte fragilisée par une dette à 93% du PIB.

Le nécessaire allègement de la dette des plus pauvres :

Est-il utopique de rêver à un accord, un aménagement, un allègement de cette dette ? La dette publique des pays émergents, c'est 30% de la dette publique mondiale, un pourcentage en croissance car les taux d'intérêts sont plus élevés, surtout pour la fraction toujours plus importante allouée par des investisseurs privés internationaux.

La liste de pays dans une situation précaire est longue. Les intérêts nets de la dette publique selon l'ONU excèdent 10% du PIB dans 50 pays émergents. Une telle charge d'intérêts peut provoquer l'insolvabilité de ces pays. Or, on parle de pays représentant une population de 3,3 milliards.

Seuls, ces pays sont dans l'incapacité de s'en sortir mais, aidés par le reste de la communauté internationale, le pire pourrait être évité car le montant global d'intérêts ne diffère guère du coût du sauvetage de la seule banque régionale américaine, Silicon Valley au printemps de cette année.

La Chine montrée du doigt :

La Chine n'a cessé de se présenter comme une puissance non colonialiste et, à l'appui de sa politique des Routes de la Soie, elle s'est, dans un premier temps, montrée généreuse, disposée à octroyer des prêts importants, près de \$130 milliards entre 2000 et 2019, aux seuls pays africains.

Dans le passé, les pays occidentaux membres du Club de Paris, ont souvent procédé à des allègements de dettes.

Aujourd'hui, cette solution implique d'y associer la Chine car elle est la première créancière. Mais, une nouvelle fois, ces jours derniers, lors de la réunion des ministres des Finances des pays du G20, la Chine a maintenu son opposition à un accord multilatéral pour venir en aide aux pays les plus endettés. La Chine attend du FMI et de la Banque mondiale une renonciation à leur statut de créanciers privilégiés. La Banque mondiale refuse, arguant un risque de voir sa note dégradée et ainsi de ne plus pouvoir prêter à taux bas.

On l'a vu au Sri Lanka, pays en faillite, la Chine, créancière sur le port d'Hambatotota, a préféré saisir le port et a même prévu d'y installer une base militaire.

IV. Le double ressentiment des pays émergents et les réformes à envisager :

La faible représentativité au sein des organismes multilatéraux :

Depuis la création des organismes multilatéraux après la seconde guerre mondiale, le poids attribué à chacun des Etats dans les votes n'a pas évolué et relève d'un équivalent de suffrage censitaire. Les Etats-Unis ont une prééminence, les Etats Occidentaux, une majorité et l'Afrique sud-Saharienne a moins de 5% des votes au FMI, 10% des votes à la Banque Mondiale et aucun membre permanent au Conseil de sécurité de l'ONU.

Les carences de l'aide occidentale :

L'aide publique au développement, en théorie 0.7% du PIB chaque année, depuis les années 1970 dépasse à peine la moitié du montant prévu.

Les pays d'Afrique au sud du Sahara, parmi les plus nécessiteux de la planète, ont reçu moins de \$30 milliards d'aides bilatérales en 2022, un montant, selon l'OCDE, en baisse de 8%.

Depuis la signature, il y a huit ans, de l'Accord de Paris prévoyant une aide annuelle de \$100 milliards pour faciliter la transition climatique dans les pays émergents, le montant n'a encore jamais été atteint. Les membres du G20 à la récente réunion dirigée par l'Inde ne se sont pas mis d'accord pour mobiliser cette somme alors que les besoins sont évalués au minimum à \$1000 milliards/an.

Seules avancées du sommet de Paris fin juin de cette année, \$2,5 milliards pour aider le Sénégal dans la transition énergétique et un accord pour la restructuration de la dette de la Zambie.

Les 3 réformes à envisager :

- En réponse au niveau élevé des taux d'intérêts : un accès à des financements moins coûteux doit pouvoir être organisé. Il y a deux à trois ans, le FMI avait décidé un montant supplémentaire de DTS, droits de tirage spéciaux, \$100 milliards en faveur des pays émergents, mais la mise à disposition vient à peine d'être annoncée. La Banque mondiale doit également augmenter sa capacité de crédits de quelques \$50 milliards et offrir un accès plus important à des prêts à taux faibles pour les pays à faibles revenus.
- En réponse à l'insuffisance d'aides financières : une taxe sur le transport maritime pourrait être reversée partiellement aux pays émergents pour contribuer au financement de la transition énergétique.
- Au regard des contraintes financières des pays développés, du niveau déjà élevé de leur dette publique et de l'ampleur des investissements à prévoir dans la transition énergétique, on voit mal pourquoi la Chine, les pays du Golfe et quelques autres ne s'associeraient pas plus généreusement à ces aides aux plus pauvres.

Les financements privés devraient également être substantiellement augmentés dans le cadre de partenariats public-privé mais cela suppose souvent la mise en place d'un environnement juridique plus favorable pour la protection des investisseurs.

Conclusion : « *Il n'y a pas de fatalité en histoire. L'avenir sera ce que nous voudrons qu'il soit* » Bergson dans Mélanges à la page 1538.

Dans la ligne de la pensée de Bergson, gardons-nous de trop de pessimisme sur l'avenir des pays émergents et discernons quelques opportunités d'investissement. Des nombreux points développés dans cette Lettre 83, on en retiendra 7 :

- ***L'accusation de protectionnisme n'est pas infondée*** : nombre de pays émergents accusent les pays Occidentaux d'un protectionnisme déguisé derrière les subventions aux énergies renouvelables ou à la réindustrialisation. Tel est notamment le propos récent du 1^{er} ministre de l'Inde, Narendra Modi. Un exemple usuel, l'usage du Buy American Act. Un exemple récent, la subvention accordée par l'Allemagne à Intel, €9.9 milliards, pour attirer Intel.
- ***L'insuffisance de l'aide dénoncée par les pays émergents est un thème récurrent*** : on l'a vu dans cette Lettre, l'insuffisance est étayée mais les pays développés se défendent en rappelant leur contrainte d'endettement. De fait, à l'exception de l'Allemagne, tous les pays du G7 ont une dette publique à plus de 1x le PIB.
- ***L'insuffisance des créations d'emplois*** : clé de la résorption de la pauvreté, la création d'emplois est difficile dans beaucoup de pays émergents confrontés à l'économie informelle. En Afrique, la population va doubler à 2,5 milliards d'ici 2050 et chaque année 10 millions de jeunes entrent sur le marché mais le nombre d'emplois créés n'excède pas 4 millions. En Inde, le problème est similaire avec la nécessité de créer 200 millions d'emplois ces dix prochaines années mais des 900 millions en âge de travailler, seulement la moitié font partie de la population active et pas plus de 60 millions ont un emploi formel. En Chine, le taux de chômage des jeunes est de 21.3%.
- ***La transition énergétique*** est un sujet mondial. Si les pays de l'OCDE sont seuls à investir, le réchauffement climatique ne sera pas maîtrisé. Aujourd'hui, les pays émergents sont responsables de près des deux tiers des émissions mais, faute du relais des investissements privés et de recettes budgétaires suffisantes, ils sont incapables d'assurer le financement.
- ***La nécessaire différenciation*** : le monde émergent compte plus de 150 pays, affiche une croissance moyenne de 4%, trois à quatre fois supérieure à celle des pays développés mais la conjoncture varie beaucoup d'un pays à l'autre. Certains pays, Vietnam, Inde... profitent, durablement, des investissements d'entreprises occidentales désireuses de réduire leur dépendance envers la Chine. D'autres, en Amérique Latine notamment, profitent des exportations de matières premières. D'autres, souvent en Afrique, sont en grande difficulté.

Globalement, les 25 plus grandes économies émergentes, qu'il s'agisse du Mexique, du Brésil ou de l'Inde, affichent une croissance et des perspectives satisfaisantes et, hors Chine, elles représentent la moitié du PIB des pays émergents.

A ce jour, les cinq défauts de paiement enregistrés concernent de petites économies, comme la Zambie, donc ne constituent nullement l'amorce d'un risque de crise systémique.

- **L'évolution contrastée des devises** : depuis deux ans, s'il y a dépréciation des devises émergentes contre \$, il y a plus fréquemment une appréciation contre € car les pays émergents, exemple le Brésil, s'appuient sur des taux plus élevés. Depuis le début de l'année, les devises d'Amérique Latine, portées par des taux d'intérêts élevés, s'apprécient sensiblement contre le \$. Le Peso colombien et le Peso mexicain enregistrent des hausses de plus de 20% contre \$, celle du real brésilien avoisine 15% et le Peso chilien est à près de 15%. Cela explique des entrées de capitaux dans ces pays.
- **La baisse attendue des taux d'intérêts** : l'inflation moyenne dans les pays émergents est revenue à 5-6%, un pourcentage étonnement proche de celui enregistré dans les pays développés. Les taux d'intérêt avaient été majorés plus tôt et davantage que dans les pays développés. Aussi, aujourd'hui, il y a un potentiel important de détente, il y a pour les investisseurs des opportunités. On pense notamment au Brésil avec des taux à 13.7%.

Genève, le 26 juillet 2023

Bruno Desgardins

Bruno Desgardins
CIO
Switzerland



SingAlliance Pte Ltd

20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA

16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@singalliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd

Unit 904-907, 9/F Dah Sing Financial Centre
248 Queen's Road East
Wanchai, Hong Kong
T: +852 2639 3659
E: info.hongkong@singalliance.com

**SingAlliance Pte Ltd
(DIFC Representative Office)**

The Gate, Level 13 East, Office 10, DIFC
PO Box 121208 Dubai, UAE
T: +971 (0) 4 401 9158
E: info.dubai@singalliance.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.