

Août 2010

OBSTACLES STRUCTURELS À LA CROISSANCE DANS LES ÉCONOMIES AVANCÉES

**Stratégies de placement dans le
nouvel ordre géopolitique
mondial**

TABLE DES MATIÈRES

1.	LE DÉBAT ACTUEL ENTRE AUSTÉRITÉ ET RELANCE : DES MESURES CYCLIQUES POUR DES PROBLÈMES STRUCTURELS	3
2.	UNE CROISSANCE ANÉMIQUE, CONSÉQUENCE INCONTOURNABLE DES GRANDS PROBLÈMES STRUCTURELS DES ÉCONOMIES AVANCÉES.....	4
3.	DETTES STRUCTURELLES INTENABLES ET INSTABILITÉ POLITIQUE	7
4.	LES DÉFIS POSÉS PAR LA DÉMOGRAPHIE ET LE RESSAC ANTI-IMMIGRATION	13
5.	LE PROTECTIONNISME ET LES GUERRES COMMERCIALES SONT-ILS INÉVITABLES ?	15
6.	OBSTACLES GÉOPOLITIQUES À LA CROISSANCE DANS LES ÉCONOMIES AVANCÉES.....	17
7.	STRATÉGIES DE PLACEMENT DANS LE NOUVEL ORDRE MONDIAL	20
	NOTE	25
	MISE EN GARDE	25

POINTS SAILLANTS :

- Le débat en cours entre partisans de mesures d'austérité et défenseurs de nouvelles mesures de relance est peu pertinent, la plupart des problèmes socioéconomiques des économies industrielles avancées étant de nature plus structurelle que conjoncturelle.
- L'intensification de la concurrence internationale, la désindustrialisation et la perte de maîtrise sur l'innovation empêchent les pays industrialisés de maintenir leur croissance économique à ses niveaux « normaux » comme par le passé.
- À notre avis, divers facteurs – dettes structurelles à long terme, démographie défavorable, ressac contre l'immigration, compressions des dépenses et stagnation des revenus – se conjugueront pour placer les pays développés dans une impasse politique, et cette source d'instabilité nuira aux efforts à déployer pour composer avec une croissance économique lente.
- La situation économique et politique actuelle à l'échelle mondiale accroît la probabilité du protectionnisme et des tensions commerciales.
- Puissance économique et puissance géopolitique sont indissociables. Nous croyons que le déclin du poids géopolitique des pays avancés sera préjudiciable à leur expansion. Inversement, l'élargissement de la sphère d'influence des nations en développement profitera à leur croissance économique.
- Les investisseurs doivent bien garder en tête que croissance économique et rendement du marché vont de moins en moins de pair au niveau national.
- **Conclusions en matière de placement** – Les marchés émergents continueront à surperformer ceux du monde développé; les marchés des États-Unis surperformeront ceux de la plupart des autres pays industrialisés; ceux de l'Inde surperformeront ceux de la Chine; les placements en Amérique latine sont plus prometteurs que ceux en Afrique; les matières premières et produits de base dégageront des rendements supérieurs à la moyenne, comme les placements faits en tenant compte des tendances planétaires lourdes.

1. LE DÉBAT ACTUEL ENTRE AUSTÉRITÉ ET RELANCE : DES MESURES CYCLIQUES POUR DES PROBLÈMES STRUCTURELS

Les gens qui pensent que la solution aux affres actuelles des économies industrielles avancées consiste à trouver le bon dosage de mesures d'austérité (pour résorber des déficits débilissants) et de mesures de relance (pour soutenir la reprise) risquent d'avoir une bien mauvaise surprise. Les problèmes structurels ont fait l'objet de déclarations sans lendemain et l'émergence rapide d'un monde multipolaire a suscité beaucoup d'analyses, mais les tentatives de tirer les conclusions de ces deux réalités nouvelles restent en général embryonnaires.

La plupart des observateurs jugent passagers les vents contraires qui soufflent actuellement, comme le niveau élevé du chômage, la stagnation des niveaux de vie, la lourdeur des dettes, la crise européenne et les excédents du marché de l'habitation. C'est ce qui nous vaut ce vif débat entre ceux qui croient qu'une nouvelle injection budgétaire fera franchir son dernier obstacle à l'économie et ceux qui arguent que l'aggravation de l'endettement des États risque de miner la reprise économique. Les dettes actuelles sont à des niveaux intenable et entravent la croissance, et il est improbable que l'économie puisse progresser à un rythme normal s'il n'y a pas un surcroît de dépenses ou d'investissements, quelle qu'en soit la provenance.

Dans cette perspective, le présent rapport élaborera sur des sujets déjà abordés dans des rapports antérieurs. Ainsi dans nos *Perspectives géopolitiques 2009* de janvier 2009, publiées en pleine crise financière, nous avons analysé la question des dettes, les défis auxquels font face les économies industrielles avancées et la probable surperformance relative des pays en développement. Dans notre *Geopolitical Hotline* de novembre 2009 dont le titre était *Pourquoi les États-Unis sont condamnés à une décennie de croissance lente*, nous avons cerné certains des problèmes structurels qui pèsent sur la croissance des États-Unis, notamment un système éducatif et un filet de sécurité sociale inadéquats, des investissements en R-D insuffisants, un système politique dysfonctionnel et une politique étrangère qui a peu de chances de procurer des avantages géopolitiques durables.

Nous restons convaincus que l'expansion à long terme des économies avancées sera freinée par les effets conjugués de divers facteurs : la concurrence est de plus en plus intense à l'échelle mondiale, leurs structures économiques sont déficientes, le poids des dettes des pouvoirs publics et des ménages devient insupportable, leur niveau de vie piétine, les coupures de dépenses créent un climat politique conflictuel, le protectionnisme et les tensions commerciales sont à la hausse, les coûts d'accès aux richesses naturelles augmentent, leurs tendances démographiques sont défavorables, et leurs sphères d'influence dans l'arène géopolitique rétrécissent.

Nous n'avons aucune idée de l'évolution à court terme des marchés mondiaux, mais pensons que les marchés émergents devraient encore surpasser les autres à long terme. Le risque-pays, par contre, ne se limitera plus aux pays habituellement suspects – les dictatures instables – et sera élargi sous l'effet des tensions économiques, commerciales et politiques entre les grandes puissances du monde, avec d'inévitables contrecoups au sein de leurs sphères d'influence. À cela s'ajoutera une disparité grandissante des taux de croissance des divers pays, des résultats de leurs entreprises et des rendements de leurs indices boursiers nationaux.

2. UNE CROISSANCE ANÉMIQUE, CONSÉQUENCE INCONTOURNABLE DES GRANDS PROBLÈMES STRUCTURELS DES ÉCONOMIES AVANCÉES

Fondamentalement, les économies des pays avancés se sont bâties sur l'hypothèse d'une croissance économique durable et relativement soutenue et d'un niveau de vie qui s'améliore sans cesse. Les pouvoirs publics, les entreprises et les ménages ont agi et emprunté en conséquence. Et c'est sur cette prémisse primordiale qu'ont été formulées les politiques et stratégies adoptées en matière de commerce extérieur, de sous-traitance, d'emploi, de sécurité sociale et d'immigration, entre autres.

Mais c'est oublier que la conjoncture économique et politique qui a émergé au sortir de la Deuxième Guerre mondiale étaient exceptionnelles et ne pouvaient pas durer. Juste après la fin des hostilités, les États-Unis étaient la seule grande puissance intacte sur la Terre puisque l'Europe, l'Union soviétique et le Japon, dévastés par la guerre, entamaient un vaste et coûteux processus de reconstruction. La Chine et l'Inde étaient en grande partie paralysées par des affrontements autodestructeurs entre factions politiques, communautés religieuses et classes sociales et faisaient peu de cas de leur développement économique. Ces circonstances ont conféré aux États-Unis des atouts importants et sans précédent : un appareil productif énorme construit pendant le conflit mondial, un territoire intérieur épargné par les ravages de la guerre, une économie fondée sur la libre entreprise et l'innovation, un grand pouvoir d'attraction auprès des meilleurs « cerveaux » du globe, une suprématie militaire incontestée, d'abondantes richesses naturelles d'accès peu coûteux à l'intérieur comme à l'étranger et un quasi-monopole sur les marchés à l'exportation de la planète. Dans les années 1950 et 1960, l'Europe, le Japon et l'URSS ont peu à peu repris pied, mais sans vraiment remettre en cause la prospérité et la compétitivité des États-Unis. Quant à la menace que faisait peser l'Union soviétique, elle était beaucoup plus politique et idéologique qu'économique.

Malgré ces atouts pour la plupart évidents, il fallait bien s'attendre à ce que le monde finisse par devenir plus compétitif. Les pays démocratiques et totalitaires d'Asie connaissent depuis une vingtaine d'années une croissance phénoménale qui a sorti un milliard de personnes de la pauvreté en un laps de temps relativement court. Jusqu'à tout récemment, les dirigeants du monde industrialisé regardaient l'avènement de cette nouvelle garde montante avec un enthousiasme qui n'avait rien de mitigé. Les multinationales occidentales ne pouvaient résister à l'attrait de ce bassin quasi-illimité de main-d'œuvre bon marché et de ces énormes débouchés. Elles ont donc transféré en Chine et dans d'autres pays émergents leurs activités industrielles à faible valeur ajoutée, cycliques, qui exigent peu de technologie mais beaucoup de main-d'œuvre, aux dépens des États-Unis et de l'Europe, réduisant ainsi leurs coûts d'exploitation et les prix de vente de leurs biens et services tout en gonflant leurs marges bénéficiaires. Cela a permis du même coup aux pays en développement de se diversifier bien au-delà de l'agriculture de subsistance.

Idéologiquement et politiquement, cette délocalisation massive a fait naître le plus persistant des mythes de notre époque : l'abandon par le monde industrialisé des fabrications à faible valeur ajoutée serait largement compensé par l'essor accéléré d'une nouvelle économie basée sur le savoir, la finance, l'innovation, les services et les productions de pointe. Mais il est vite devenu évident que le transfert d'activités et de technologies vers les pays émergents, notamment en Chine, finirait par développer le potentiel manufacturier et technologique des entreprises de là-bas. Ce

processus a été amplifié par le fait que nombre de ces pays étaient plus ou moins dépourvus de lois sur la propriété intellectuelle. Dans une large mesure, l'avantage concurrentiel à long terme des plus grandes sociétés de l'Occident a été sacrifié sur l'autel des profits à court terme, tout comme leur aptitude à créer des emplois dans leurs pays d'origine.

Dans un article particulièrement pénétrant de *BusinessWeek* (1^{er} juillet 2010), Andy Grove, cofondateur et président d'Intel de 1987 à 2005, porte un regard très critique sur les stratégies de sous-traitance à l'étranger des géants américains de la haute technologie. Il estime que, si la capacité de création d'emplois de certains secteurs est en déclin aux États-Unis – il donne comme exemples ceux de l'informatique, des énergies de remplacement et des accumulateurs d'électricité de nouvelle génération –, c'est en raison d'une sous-évaluation générale de la fabrication, l'idée que tant que les postes « intellectuels » restent sur place, ce qui arrive des emplois de production n'a pas d'importance. « De nos jours, les fabricants américains d'ordinateurs emploient environ 166 000 personnes de moins qu'avant 1975, l'année où le premier PC a été assemblé. Entre-temps, l'Asie s'est dotée d'une industrie de fabrication très performante, qui fait travailler autour d'un million et demi de travailleurs. » Apple, par exemple, a un effectif de 25 000 salariés environ aux États-Unis, alors que ses produits sont fabriqués par quelque 250 000 employés de Foxconn dans le sud de la Chine. Le même rapport de 1 à 10 vaut aussi pour Dell, Seagate Technology et bien d'autres sociétés technologiques américaines.

Pendant la dernière récession, bien que la fabrication soit à l'origine de seulement 12 % du PIB des États-Unis, les entreprises industrielles ont licencié plus de deux millions de travailleurs, soit 25 % des effectifs totaux; or en juin de cette année, moins de 10 % avaient été réembauchés selon le Bureau of Labor Statistics, cité par le *Globe and Mail* du 6 août 2010. L'industrie automobile offre un bon exemple des défis structurels auxquels fait face l'économie des États-Unis. Quand GM et Chrysler ont été au bord de la faillite, l'administration américaine s'est sentie obligée de monter un plan de 60 milliards \$US pour les sauver, en grande partie par crainte du chômage. L'année précédant le sauvetage, 355 000 emplois avaient été perdus; un an plus tard, seulement 50 000 ont été créés bien que les travailleurs de l'automobile aient fait d'importantes concessions sur leurs salaires et leurs avantages sociaux. Pourtant, même si certains ont choisi de jeter le blâme sur la mauvaise gestion de leurs dirigeants, les fabricants automobiles appartiennent à un secteur de basse technologie en proie à une âpre concurrence. Leurs effectifs finiront certes par remonter quelque peu, mais la plupart des sociétés manufacturières sont capables de répondre à un surcroît de demande sans avoir à augmenter sensiblement leur personnel. Où sont donc les emplois bien rémunérés que les secteurs de haute technologie étaient censés créer ?

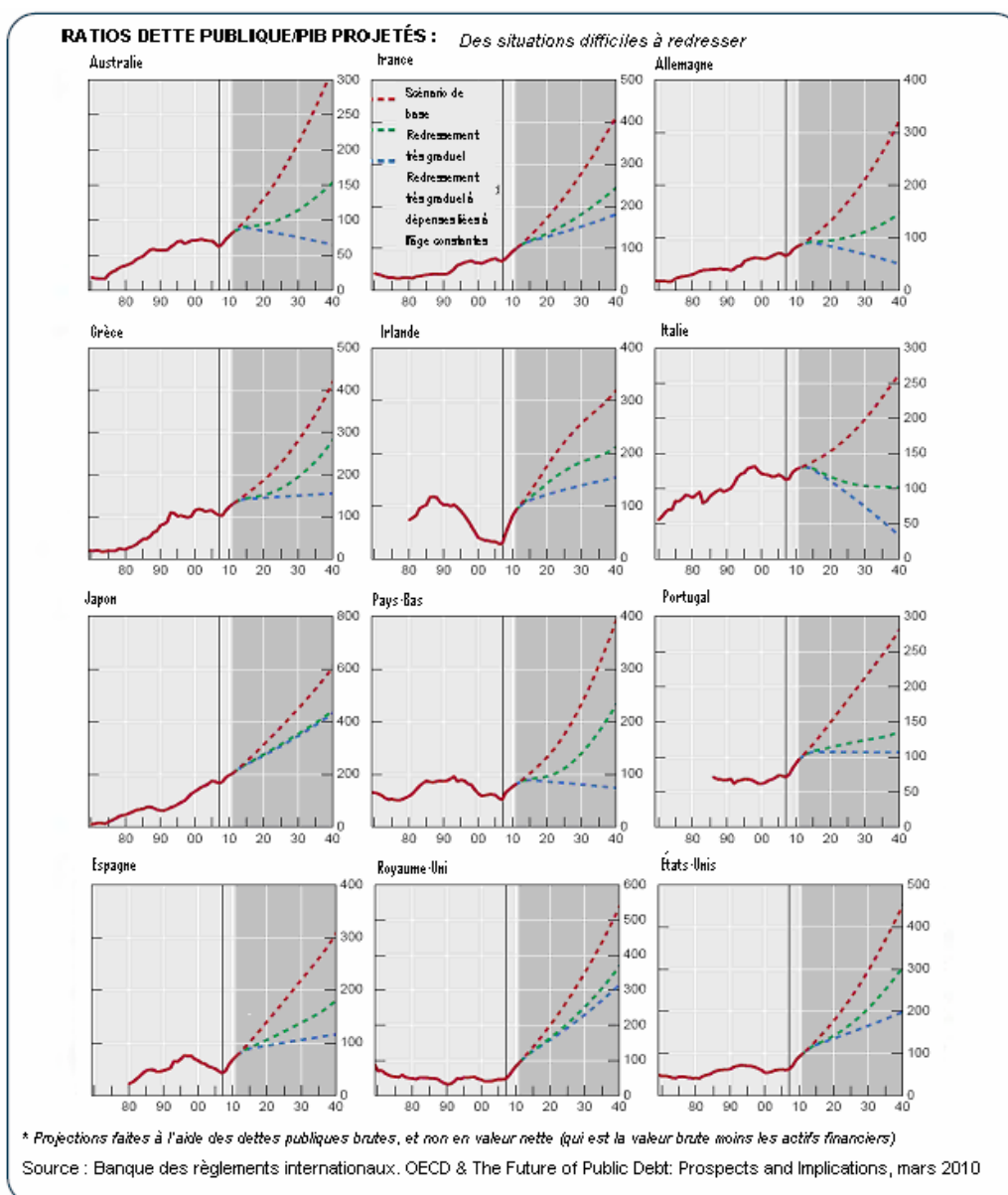
Plus important encore, le lien entre fabrication et innovation a été brisé. Citons encore Andy Grove. « Il n'y a pas que la délocalisation des emplois qui est en jeu : pour certaines technologies, l'innovation et l'expansion se font outre-mer... Si nos entreprises ne se développent pas chez nous, nous perdons la maîtrise des nouvelles technologies. » Prenons l'exemple des accumulateurs d'électricité. L'Amérique a perdu son avance il y a 30 ans quand elle a cessé de produire des appareils électroniques grand public : absents de la première phase des avancées technologiques faites pour les piles des petits appareils, les fabricants américains n'ont même pas pu concourir pour les phases suivantes, en particulier sur le vital marché des batteries d'automobiles. Bref, fait remarquer Andy Grove, « abandonner la fabrication d'un produit d'aujourd'hui peut vous exclure irrémédiablement d'une industrie émergente de demain ». On peut arguer que les pays industriels

avancés dominant toujours de nombreux secteurs de fabrication de pointe, notamment dans la défense, et de grands pans des secteurs des services, y compris celui de la finance et du conseil. Mais les grandes économies émergentes finiront par envahir la quasi-totalité de ces secteurs. La Chine, par exemple, est en train de construire un avion civil qui concurrencera l'Airbus A320 et le Boeing 737 à partir de 2016 : Comac, qui a été fondée il y a deux ans à peine et bénéficie d'un soutien important de l'État chinois, prévoit vendre 2 000 appareils d'ici vingt ans, ce qui lui donnerait une part de marché de 10 %.

Comme nous l'avons dit plus haut, il était inévitable que l'économie mondiale devienne plus concurrentielle en raison de l'accentuation des pressions sur l'emploi, de la hausse des prix des matières premières, de l'instauration de politiques de soutien à la production locale et des mesures énergiques que prennent un nombre croissant d'États pour infléchir les règles du jeu en faveur de leurs objectifs économiques et géopolitiques. Mais on ne peut pas s'empêcher de penser que, si les nations avancées sont dans une situation difficile, elles sont en bonne partie responsables de leurs propres malheurs. Elles ont en effet affaibli elles-mêmes les fondations de leur croissance et leurs tendances longues, par la désindustrialisation, par un sous-investissement en matière d'éducation, d'innovation et de R-D, par des priorités géopolitiques malavisées, par des niveaux d'endettement ingérables et par des structures politiques encourageant les gains immédiats au détriment du développement à long terme. Pour parler sans détour, disons que la structure économique actuelle ne soutiendra pas une reprise du genre qui permettrait aux nations avancées d'afficher des niveaux normaux de croissance et de création d'emplois dans un avenir prévisible. **Nous assisterons donc à une croissance lente, porteuse à son tour d'effets pervers – aggravation de la crise des dettes, des tensions géopolitiques, de la polarisation et de l'instabilité sur le plan politique interne et du ressac contre l'immigration, ainsi qu'un retour des tentations protectionnistes et réglementaires – le tout conspirant pour compliquer les efforts de protection des niveaux de vie.**

3. DETTES STRUCTURELLES INTENABLES ET INSTABILITÉ POLITIQUE

De toutes les initiatives autodestructrices qu'ont prises les gouvernements et les consommateurs de nos sociétés industrielles avancées, celle qui consiste à contracter de lourdes dettes et à en dépendre figure en très bonne place. Jamais depuis la Deuxième Guerre mondiale les dettes publiques du monde développé n'ont crû aussi vite que maintenant. Les graphiques ci-dessous montrent que, si les tendances actuelles se maintiennent, les ratios dette/PIB seront en augmentation rapide : d'ici seulement dix ans, la dette du Japon représentera 300 % de son PIB; le pourcentage correspondant du Royaume-Uni sera de 200 %; la Belgique, la France, l'Irlande, la Grèce, l'Italie et les États-Unis ne seront pas très loin derrière avec 150 %.



Les perspectives sont encore plus sombres quand on ajoute à cela la dette du secteur privé, qui équivaut actuellement à trois fois le PIB en moyenne. Selon le Mckinsey Global Institute, la part des dettes publiques et privées des dix pays ci-dessous au sein de leur PIB, qui était de 200 % en 1995, est montée à 300 % en 2008. Nul doute que les chiffres de 2009 seront encore plus noirs. Le désendettement prendra des années.

Pour abaisser ces ratios dette/PIB, dont les tendances actuelles sont intenables, il faudra tout à la fois hausser considérablement les impôts et taxes, comprimer les dépenses et mettre en œuvre d'importantes réformes structurelles et ce, pendant de nombreuses années. Le défi est bien résumé par Herman Van Rompuy, président de l'Union européenne : « La crise a révélé nos faiblesses. Notre taux de croissance structurel est trop bas pour créer des emplois et soutenir nos systèmes sociaux. »¹

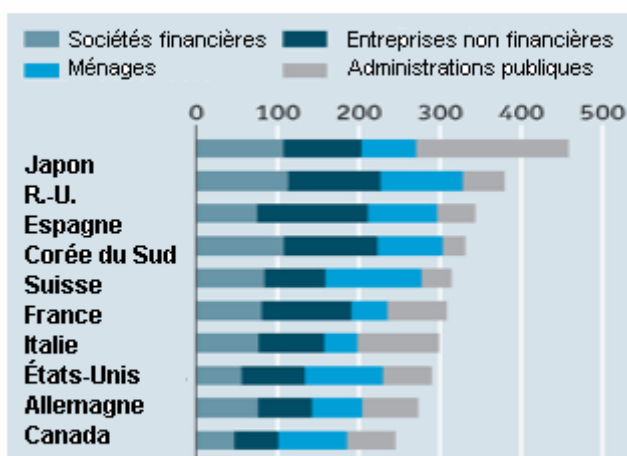
Si on se réfère à la gestion de la crise grecque par l'UE et du sauvetage des banques par l'administration américaine, les marchés ont de bonnes raisons de s'inquiéter. Dans les deux cas, les politiciens ont attendu d'être dos au mur avant d'agir. Or plus on attend pour résoudre une crise, plus la situation empire.

Alors que s'accumulaient les signes de détérioration, les dirigeants européens ont sous-estimé les difficultés de la Grèce jusqu'à la toute fin. En effet, ils n'ont pris le taureau par les cornes qu'une fois que les marchés obligataires ont littéralement abandonné la Grèce, que les taux des obligations publiques se sont mis à monter dans d'autres nations d'Europe et que les banques ont commencé à hésiter à se prêter les unes aux autres. Malheureusement, le coût des interventions pour calmer les marchés avait déjà monté en flèche : en mars 2009, on parlait d'un plan de soutien de 35 milliards \$; début mai, c'était 140 milliards \$ que l'Europe devait mettre sur la table. Mais les marchés se sont alors mis à craindre de plus en plus que d'autres pays d'Europe aient eux aussi besoin de soutien; c'est à hauteur de presque 1 000 milliards \$ que l'UE et le Fonds monétaire international ont dû s'engager pour rassurer les investisseurs.²

La responsabilité de la réaction tardive de l'UE est en grande partie imputable à la Chancelière allemande Angela Merkel. Celle-ci ne voulait pas donner l'impression de récompenser la prodigalité des Grecs, surtout à quelques jours d'une élection régionale cruciale, qu'elle a d'ailleurs perdue. Ironie du sort, sa position de fermeté a fini par coûter plus cher à son pays que si elle avait été plus coopérative dès le début. En effet, plus elle durcissait le ton, plus les investisseurs devenaient nerveux, et plus l'Allemagne et ses voisins européens devraient offrir de garanties aux marchés pour les rassurer.

ENDETTEMENT DE DIVERS PAYS

Dette totale en pourcentage du PIB, 2008



*Source : « Repent at leisure », The Economist
24 juin 2010*

Au vu de cette gestion de la crise grecque, on comprend que les marchés ne sont pas confiants de la manière dont l'UE fera face à d'éventuelles autres tourmentes, par exemple aux effets de la restructuration de la dette de la Grèce, à un problème d'endettement dans un autre pays de l'Union ou à une crise financière en Europe centrale (une part appréciable de la dette de cette région consiste en des emprunts en devises contractés par des ménages et des entreprises auprès de banques de l'Europe de l'Ouest). Il y a aussi le risque que les populations des pays du cœur de la zone euro rechignent à aider des pays plus petits et surendettés de la périphérie et de l'extérieur, le manque de soutien populaire pouvant déboucher sur des revirements politiques aux moments les plus inopportuns.

Nous avons vu que la lenteur de la croissance est un sous-produit incontournable des difficultés économiques structurelles. Or, les niveaux élevés d'endettement constituent un problème structurel à long terme pour toute économie qui ne croît pas assez vite. Les pays avancés sont en effet confrontés à d'énormes engagements sous-capitalisés dans les domaines de la santé et des retraites, à de faibles taux d'épargne personnelle, à une stagnation des revenus et de l'emploi et à une chute libre de l'actif net des ménages (au moins un ménage américain sur sept ne rembourse pas à temps ses emprunts ou fait face à une saisie)³. Tous ces facteurs forceront les États à adopter des mesures d'austérité, dont de nouvelles ponctions fiscales, qui seront plus dures et plus permanentes que ce que les dirigeants politiques actuels sont prêts à admettre ou à envisager et qui freineront sensiblement la consommation. Ces mesures feront particulièrement mal en Europe, où une proportion substantielle du PIB provient du secteur public, mais aussi aux États-Unis, où la part du revenu des particuliers tirée du secteur public est maintenant de 27 %, un record de tous les temps qui est presque le double du niveau de 1950.

On estime que la sous-capitalisation des seules caisses de retraite des États américains et des administrations locales atteint 3 000 milliards \$. Pire, les prévisions de la plupart de ces caisses reposent sur l'hypothèse que leurs placements ont un rendement de 8 % : s'ils ne rapportent plus que 5 %, le déficit se creuserait de 75 milliards \$ par an (C. Collins et A.J. Rettenmaier, Center for Policy Analysis, cités par J. Mauldin, « The Problem with Pensions », *Thoughts from the Frontline Weekly Newsletter*, 6 août 2010). Ajoutez à cela que dans la plupart des États, la loi ne permettra pas l'ajustement des retraites, ce qui laissera les contribuables complètement livrés à eux-mêmes.

Même si nous ne faisons que commencer à nous attaquer à nos dettes structurelles, l'opposition politique et populaire aux compressions budgétaires monte déjà, ce qui présage d'énormes défis pour les gouvernements en place.

- **Allemagne** – La Chancelière Angela Merkel, qui prône la discipline budgétaire pour son pays, a vu sa popularité s'effondrer puisque 19 % des Allemands seulement se déclarent satisfaits du gouvernement. À gauche de l'échiquier politique, le Parti social démocrate et le Parti vert font par contre d'importants gains dans les sondages (+28,3 % et +16,6 % respectivement), ce qui menace la viabilité de la coalition au pouvoir (*Stratfor*, 4 juillet 2010).
- **France** – Aux élections régionales de mars, les forces de centre-droit du président français Nicolas Sarkozy ont fortement reculé, abandonnant aux Socialistes le contrôle de 21 des 22 régions métropolitaines. La popularité du Président est au plus bas depuis son intronisation en mai 2007.

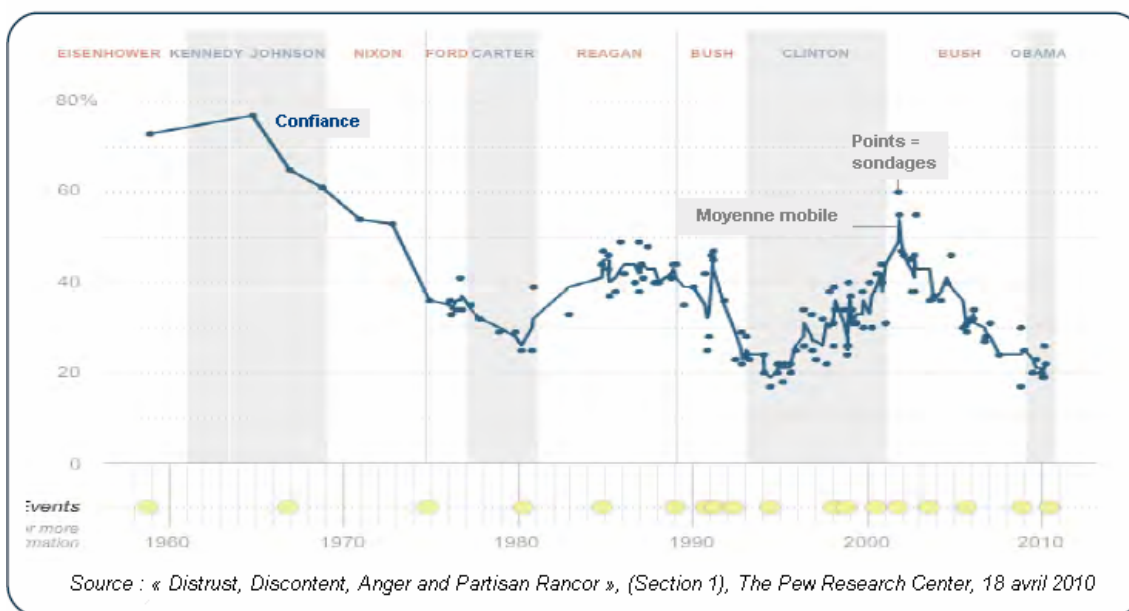
- **Espagne et Portugal** – Les gouvernements minoritaires de ces deux pays paraissent de plus en plus fragiles. La coalition au pouvoir en Espagne n’a fait adopter ses premières coupures budgétaires – il en faudrait beaucoup d’autres – qu’à l’issue d’un vote serré au Parlement (169 contre 168, avec 13 abstentions); elle serait sans aucun doute défaite si une élection avait lieu maintenant.
- **Grande-Bretagne** – Le Parti travailliste a perdu les élections du 6 mai, et le pays expérimente son premier gouvernement de coalition depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale. Malgré le manque de détails, les compressions budgétaires adoptées par le gouvernement conservateur qui vient d’être élu serviront de test pour voir quels effets ces coupures produiront sur la croissance et l’emploi, ainsi que sur la capacité des gouvernements occidentaux à maintenir le cap dans un climat de plus en plus conflictuel. Du point de vue macroéconomique, David Cameron vise probablement juste avec son plan destiné à restaurer la base industrielle de la Grande-Bretagne en offrant des crédits d’impôts et d’autres dégrèvements aux sociétés de haute technologie, en procédant à une refonte du système d’enseignement et en augmentant les dépenses publiques de R-D. Mais ce plan ne constitue pas un stimulant immédiat pour l’économie.
- **Japon** – Au pays du soleil levant, l’instabilité et l’impasse politiques – avec six premiers ministres en quatre ans – ont sapé les efforts déployés pour remédier à un chômage élevé, une croissance lente et un endettement lourd. Mais le Parti démocrate du Japon a remporté en août 2009 une victoire décisive qui a mis fin à 50 années de pouvoir pour le Parti conservateur. En juillet dernier, à peine un mois après l’avènement de Naoto Kan comme chef du parti et premier ministre, le PDJ a essuyé un grave revers à l’élection de la chambre haute du parlement japonais pour avoir proposé une hausse de la taxe de vente dans le but de sortir le Japon d’un endettement critique.
- **Hongrie** – Dans ce pays aussi le gouvernement subit de plein fouet le contrecoup de sa politique de rigueur. Le 17 juillet, les pourparlers avec le FMI et l’UE ont été prématurément suspendus, sans résolution sur un réexamen du programme de la nation. Le ministre de l’Économie a affirmé sans détour que la Hongrie vivait dans l’austérité depuis cinq ans et que de nouvelles mesures sont hors de question (*Stratfor*, 19 juillet 2010).
- **États-Unis** – Les sondages montrent que le Parti démocrate du président Obama pourrait perdre le contrôle d’une des deux chambres du Congrès, voire des deux, lors des élections de mi-mandat de novembre. La perte, en janvier, du siège que le pilier démocrate Ted Kennedy occupait au Sénat avant sa mort est vue comme un avertissement clair au parti du Président, surtout si les chiffres du chômage ne s’améliorent pas. Entre-temps, il devient de plus en plus difficile de gouverner à cause du fossé idéologique croissant entre Républicains et Démocrates, et cette tendance est exacerbée par le succès remporté par le Tea Party pour expulser les Républicains modérés. Enfin, les deux partis ne sont pas encore prêts à payer le prix politique de l’application des hausses d’impôts et des coupures budgétaires qui sont indispensables pour une remise en ordre des finances de l’Amérique.

Une solide performance du Parti républicain en novembre et la possible élection d’un président de ce parti en 2012 – sur fond de promesses de maîtriser des dépenses publiques incontrôlées pour remédier aux maux économiques du pays – se solderaient sans doute par une autre série d’attentes déçues. La grande incertitude dans laquelle vivent les gens ordinaires aux États-Unis

n'explique qu'en partie leur hésitation à consommer, ce qui exclut tout redressement rapide de la situation. Six travailleurs américains sur dix ne pensent pas obtenir de prestations de sécurité sociale après leur départ à la retraite, selon un sondage qui n'avait jamais fait état d'un tel pessimisme depuis que Gallup pose la question (1989), et plus de la moitié des retraités s'attendent à ce que leurs prestations existantes finissent par leur être retirées (*Gallup News*, 20 juillet 2010).

La stratégie électorale gagnante ne change pas : pas de nouveaux impôts, pas de réduction des programmes sociaux de l'administration fédérale. Pour compliquer les choses, plus de 60 % des Américains pensent qu'il faudrait créer des emplois par de nouvelles dépenses de relance économique (*Gallup News*, 17 juin 2010).

Du point de vue de l'opinion publique, l'un des pires effets pervers qu'ont produits ensemble le krach financier, la crise des dettes et la marée noire dans le golfe du Mexique est la perte de confiance de la population dans la capacité des pouvoirs publics et des entreprises à agir de manière responsable. Le graphique ci-dessous montre que seulement 22 % des citoyens américains sondés disent avoir confiance dans leur gouvernement. Cela fait plus d'un demi-siècle qu'on avait vu pareille défiance.



Les grandes sociétés des États-Unis ne sont guère mieux loties, puisqu'à peine 25 % leur font confiance, tout comme les institutions financières qui n'obtiennent que 22 %.⁴ Cette rancœur accroît le risque que le gouvernement adopte des politiques mal pensées dans le seul but de faire des gains politiques à court terme. L'adoption de la loi Sarbanes-Oxley en 2002, après l'éclatement de la bulle technologique, illustre parfaitement le problème : non seulement elle n'a pas permis d'éviter la crise financière, mais elle a imposé une bureaucratie excessive aux PME.

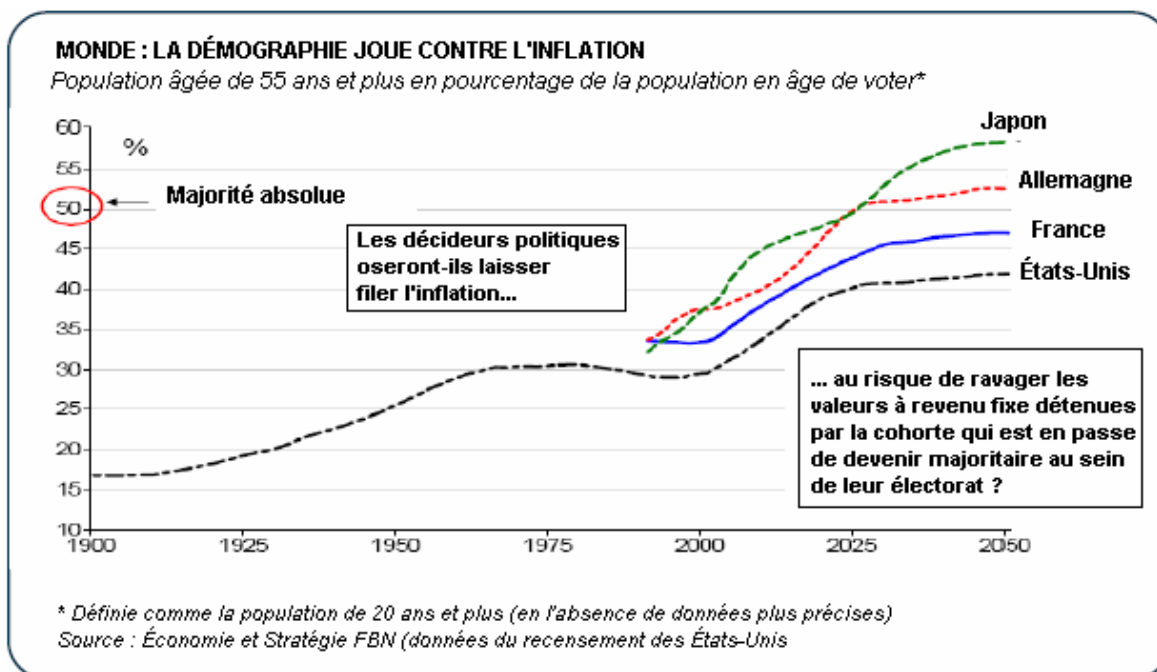
Il est probable que le mécontentement politique monte partout une fois que les électeurs auront découvert que le récent cocktail de coupures budgétaires et de ponctions fiscales ne marque que le début d'une longue période d'austérité. La situation politique des nations industrielles avancées

constitue l'un des risques géopolitiques les plus graves auxquels font face les investisseurs, car cette combinaison d'instabilité, d'immobilisme et de polarisation pourrait saper davantage la croissance économique et les efforts de réduction des dettes. Au cours des six derniers mois, nous avons vu des syndicats, des employés du secteur public et d'autres citoyens participer à des protestations et grèves violentes dans de nombreux pays européens. Selon toute vraisemblance, cela signale une longue période de remous politiques dans les démocraties avancées et ailleurs. Nous montrerons dans la section suivante que le ressac de l'opinion publique contre l'immigration et le libre-échange est déjà amorcé. À plus long terme, les démocraties avancées risquent fort de s'empêtrer dans de nouveaux conflits sociaux sur la redistribution de la richesse, surtout si le fossé en riches et pauvres s'élargit. Le régime d'imposition, les retraites avantageuses du secteur public, les profits des entreprises et les rémunérations des dirigeants seront tous remis en question. Il est toujours plus facile de répartir une richesse croissante que de partager la charge de l'austérité.

4. LES DÉFIS POSÉS PAR LA DÉMOGRAPHIE ET LE RESSAC ANTI-IMMIGRATION

Le fardeau de l'endettement et les pressions budgétaires de actuelles ne nous ont pas été légués par la récente crise financière, mais résultent des besoins accrus de sociétés qui vieillissent rapidement. Une population vieillissante mine les finances publiques de deux façons, en réduisant l'assiette fiscale et en alourdissant la prise en charge financière d'un nombre croissant de personnes âgées. Le cas de la Grande-Bretagne en est une illustration parfaite : selon le FMI, le resserrement du crédit, le sauvetage des banques et la récession ne rendent compte que de 14 % de l'augmentation prévue du poids de la dette publique anglaise; le reste – 86 % – tient au gonflement des dépenses publiques consacrées aux soins de santé et aux retraites. La plupart des autres nations développées sont dans la même situation. La crise du crédit n'a fait que mettre au premier plan l'inévitable crise budgétaire due au vieillissement.⁵

Aux États-Unis, l'âge médian de la génération des baby-boomers est de 52 ans actuellement. La majorité partira à la retraite d'ici 2020, ce qui aggravera progressivement les pressions sur les budgets de la prochaine décennie et risque fort de susciter une épreuve de force intergénérationnelle. Organisés, éduqués et disposant d'un poids démographique sans précédent (voir le graphique), les *baby-boomers* garderont un pouvoir politique énorme et l'utiliseront pour s'opposer à toute tentative de réduction de leurs prestations par le biais de l'inflation ou par d'autres moyens. Cette génération se portera en plus à la défense d'un *statu quo* dans le système politique qui constituera clairement un autre obstacle sur la route de la croissance.



Les tensions économiques et le chômage ont aussi provoqué une réaction, souvent teintée de racisme, contre l'immigration. Le nombre d'immigrants admis dans les pays de l'OCDE a chuté de 6 % en 2008, et ce premier recul depuis 2002 devrait s'amplifier quand sortiront les chiffres de 2009.

Il n'est un secret pour personne que plusieurs gouvernements ont adopté des politiques d'immigration plus restrictives pendant les deux dernières années. À nouveau, des décisions à courte vue contrecarrent la nécessité, pour nos sociétés industrielles avancées, de maintenir par l'immigration un équilibre démographique propice à la croissance économique.

Si l'Amérique a connu une expansion et une prospérité remarquables pendant la majeure partie de son histoire, c'est avant tout parce qu'elle a su mieux que les autres nations attirer et intégrer des immigrants du monde entier. Même les clandestins, main-d'œuvre bon marché cruciale pour de nombreux secteurs, notamment pour l'agriculture, ont contribué de façon non négligeable à la compétitivité de l'économie américaine. Or voici que de nos jours, selon un tout récent sondage (*Gallup News*, 27 juillet 2010), 45 % des Américains pensent que l'immigration devrait être diminuée, contre 17 % en faveur d'un renforcement et 34 % en faveur d'un maintien en l'état. La paranoïa compréhensible qui a suivi les attentats du 11 septembre, conjuguée au ressac contre l'immigration illégale (surtout latino-américaine) qu'on associe beaucoup à la montée du chômage, a engendré un débat acrimonieux susceptible de faire hésiter ou de dissuader des étrangers candidats à l'immigration, qu'ils soient peu qualifiés ou très éduqués ou diplômés. Même si la nouvelle loi de l'Arizona adoptée en avril 2010 interdit expressément le profilage racial, le seul fait que son application repose sur le soupçon raisonnable d'une présence illégale fera que les personnes d'origine hispanique seront immanquablement ciblées. Quelque 20 États envisagent de suivre cet exemple. Cette situation est potentiellement explosive à cause du chômage et parce que les Hispaniques sont en voie de former le quart de la population américaine.

La Maison-Blanche a porté la loi arizonienne devant les tribunaux, et le litige a toutes les chances d'aller jusqu'en Cour suprême. En juillet, le président Obama, qui a qualifié le système d'immigration actuel de « délabré et dangereux », a pressé le Congrès d'adopter une réforme de l'immigration créant un accès à la citoyenneté pour les onze millions de résidents illégaux (surtout latino-américains) des États-Unis. Il n'a toutefois pas fait de propositions concrètes au Congrès, apparemment soucieux du tort que sa proposition pourrait faire aux Démocrates lors des élections de novembre.

5. LE PROTECTIONNISME ET LES GUERRES COMMERCIALES SONT-ILS INÉVITABLES ?

Dans notre rapport intitulé *Facing Up To Protectionism* (avril 2009), nous soutenions que la montée du protectionnisme et l'escalade des tensions liées au commerce étaient de plus en plus probables. « Si les tendances actuelles persistent, les États auront de plus en plus de mal à résister aux pressions en faveur de restrictions du commerce. » [TRADUCTION]

Le protectionnisme est en effet l'un des outils qu'utilisent les États à la recherche d'un avantage comparatif dans un environnement mondial multipolaire de plus en plus concurrentiel. Malgré les vertus qu'ils veulent bien attribuer au libre-échange, tous les États pratiquent de nombreuses formes de protectionnisme, qu'il s'agisse de tarifs, de quotas d'importation, de subventions, de manipulations des taux de change, de dispositions relatives au contenu local ou d'obstacles réglementaires. Comme l'illustre le tableau qui suit, le ralentissement économique et la montée du chômage ont poussé de nombreux pays du G20 à adopter des mesures protectionnistes.

STIMULATION : UN BILAN							
Aperçu des mesures de relance et protectionnistes adoptées par les pays du G20 en réponse à la crise économique mondiale							
	Investissement dans les infrastructures	Aide à la petite entreprise	Filets de sécurité sociale	Aide au logement et à la construction	Aide aux industries stratégiques	Autres	Exemples de mesures protectionnistes
Argentine	!		!				Resserrement de la réglementation; quelques subventions au secteur de l'automobile
Australie	!		!	!		!	
Brésil			!	!			Quelques subventions au secteur de l'automobile
Canada	!		!	!	!	!	Quelques subventions au secteur de l'automobile
Chine	!		!	!	!	!	Resserrement des normes d'importation; subventions au secteur de l'automobile
France	!		!	!		!	Soutien des prix*; quelques subventions au secteur de l'automobile et à l'industrie laitière
Allemagne	!	!	!	!		!	Soutien des prix*; quelques subventions au secteur de l'automobile et à l'industrie laitière
Inde	!				!	!	Interdiction visant les jouets chinois
Indonésie	!		!		!		Certains biens ne peuvent être vendus que dans cinq ports, aéroports
Italie			!				Soutien des prix*; quelques subventions au secteur de l'automobile et à l'industrie laitière
Japon	!	!	!	!		!	Soutien des prix
Corée du Sud	!	!	!			!	Soutien des prix
Mexique	!		!			!	
Russie		!	!	!	!		Majoration des droits sur véhicules usagés
Arabie saoudite	!						
R.-U.	!		!	!		!	Soutien des prix*; quelques subventions au secteur de l'automobile et à l'industrie laitière
États-Unis	!		!			!	Soutien des prix*; quelques subventions au secteur de l'automobile

Données au 23 février; exclut l'Afrique du Sud et la Turquie, pour lesquelles les détails des mesures de relance n'étaient pas disponibles. *Mesures de l'Union européenne

Sources : Fonds monétaire international (mesures de relance); Banque mondiale (protectionnisme). Mars 2009

Récemment, la Chine a été au centre d'un débat animé au sujet de pratiques commerciales déloyales. **La Chine joue bien sûr un jeu dangereux en cherchant à profiter de tous les bienfaits d'une économie d'exportation alimentée par une devise artificiellement dévaluée et en même temps à faire croître et à protéger ses industries locales par des transferts technologiques forcés, des subventions, des dispositions relatives au contenu local et des lois laxistes sur la propriété intellectuelle.** À des degrés divers, les États-Unis, l'Europe, le Japon, l'Inde et le Brésil ont exprimé leur frustration et plusieurs ont contesté un certain nombre de pratiques commerciales chinoises devant des tribunaux de commerce international.

Aux États-Unis, des syndicats ouvriers, certains membres du Congrès et divers groupes de pression réclament depuis des années plus de fermeté devant les pratiques commerciales chinoises. Pour l'essentiel, ces efforts ont été jusqu'ici des coups d'épée dans l'eau parce que les grandes multinationales américaines et la Maison-Blanche défendaient ardemment le libre-échange. Mais on observe à présent des signes inquiétants d'**effritement de cette dernière ligne de défense contre le protectionnisme aux États-Unis.**

L'ex-chef de la direction d'Intel Andy Grove, qui ironiquement a présidé à l'expansion d'Intel sur les marchés chinois, croit à présent que les États-Unis devraient imposer des droits sur les produits fabriqués outre-mer et mettre les sommes prélevées à la disposition des entreprises qui choisissent d'élargir leurs activités en sol américain. « S'il en résulte une guerre commerciale, ajoute-t-il, qu'on la traite comme n'importe quelle autre guerre, qu'on combatte pour gagner... Le chômage est corrosif. Et si ce que je suggère ressemble à du protectionnisme, cela m'est égal. »

D'autres chefs d'entreprise américains sont aussi de plus en plus préoccupés par le climat des affaires en Chine. Dans une déclaration « politiquement incorrecte » à l'occasion d'un dîner privé, le chef de la direction de General Electric Jeffrey Immelt a dit : « Je suis vraiment inquiet à propos de la Chine. Je ne suis pas certain qu'en bout de ligne ils veulent voir un seul d'entre nous gagner ou réussir ».6 Selon le commissaire de l'Union européenne désigné pour le commerce Karel De Gucht, les politiques d'approvisionnement chinoises privilégient les entreprises locales d'une manière de plus en plus opaque, et la protection de la propriété intellectuelle reste une préoccupation majeure. La politique de Beijing visant à protéger les « innovations locales » et à leur accorder la priorité mettra des bâtons dans les roues aux entreprises étrangères des secteurs de la technologie de l'information (TI) et des énergies propres. L'UE pense aussi que la « grande muraille » chinoise de censure de l'Internet nuira aux entreprises européennes actives dans le secteur des services en Chine (Stratfor, 22 juillet 2010). Le déficit commercial de l'UE avec la Chine a presque triplé depuis 2003 et dépasse maintenant celui des États-Unis avec la Chine.

L'opinion publique des économies avancées voyant de plus en plus la Chine comme une menace économique plutôt qu'un potentiel à exploiter, la pression en vue de rapatrier les emplois et les innovations augmente, d'où les probabilités accrues de mesures protectionnistes.

6. OBSTACLES GÉOPOLITIQUES À LA CROISSANCE DANS LES ÉCONOMIES AVANCÉES

Les tensions commerciales ne sont qu'une facette des changements structurels qui modifient le paysage géopolitique dans un monde multipolaire. L'influence économique grandissante de pays émergents comme l'Inde, la Chine, le Brésil et l'Indonésie leur confère déjà une plus grande puissance géopolitique, qui leur permettra de promouvoir plus énergiquement leurs intérêts économiques sur la scène mondiale. Inversement, l'influence géopolitique faiblissante des pays industrialisés avancés aura des conséquences négatives pour leur potentiel de croissance économique. Il aurait été impensable que des intérêts commerciaux des États-Unis et d'ailleurs en Occident puissent être expulsés de la Russie, du Venezuela et d'autres pays d'Amérique latine et d'Afrique du temps où le monde était unipolaire.

Les États-Unis et leurs alliés continueront de jouir d'une supériorité militaire écrasante dans l'avenir prévisible, mais leur capacité de contrôler les événements et d'incarner le pouvoir mondial s'amenuise graduellement. Ici encore, la quête d'une politique étrangère basée sur une promotion éclairée des intérêts nationaux, définie comme la réalisation d'avantages géopolitiques et économiques durables, a trop souvent été entravée par des politiques fondées sur l'idéalisme et des impératifs idéologiques comme les guerres au Vietnam et en Iraq.

Dans le nouveau monde multipolaire, cinq grandes puissances – les États-Unis, la Chine, la Russie, l'Inde et l'Union européenne – essaieront de conserver et d'élargir leurs sphères d'influence politique et de pouvoir économique. La Russie, par exemple, est en voie de réaffirmer son influence sur un grand nombre des anciennes républiques soviétiques. Après avoir brièvement flirté avec l'Ouest, l'Ukraine est récemment retournée dans le giron russe, pour des raisons économiques et géopolitiques essentiellement. La Chine, pour sa part, étend son hégémonie régionale au Myanmar, au Népal et à la Mongolie. Des impératifs économiques, stratégiques et militaires ramèneront probablement même Taïwan au bercail. En juin, la Chine a signé avec Taïwan une entente commerciale historique éliminant les droits de douane sur des centaines de produits. L'entente favorise Taïwan bien plus que la Chine, mais, avec le temps, elle rendra Taïwan encore plus tributaire de la Chine du point de vue économique et, donc, politique.

Quant à l'Afrique, elle gravite graduellement vers l'orbite chinoise. L'instabilité politique, les conflits ethniques et tribaux, la corruption endémique, les abus des droits humains et la montée de l'islamisme radical dont elle est le théâtre refroidissent l'enthousiasme de nombreuses sociétés occidentales. La Chine, en revanche, consent énormément d'aide et de prêts et exécute de grands projets d'infrastructures sur le continent africain en échange de l'accès à ses abondantes ressources naturelles. L'Afrique est un des nombreux exemples d'endroits où la Chine a utilisé le pouvoir de l'État, par ses multiples agences et sociétés publiques, pour réaliser des objectifs économiques et politiques aux dépens des entreprises et des États occidentaux. Le capitalisme d'État et le leadership éclairé de la période post-Mao sont à la base d'un grand nombre des réalisations de la Chine moderne, parmi lesquelles la réduction du taux de pauvreté de 84 % à 16 % de la population (Banque mondiale), la création d'un puissant pôle manufacturier basé sur une main-d'œuvre bon marché et disciplinée, la construction d'une infrastructure moderne orientée vers la croissance, l'imposition de la cohésion sociale et de la stabilité politique et l'absorption de grandes parts des ressources naturelles mondiales. **Le capitalisme d'État a de nombreux obstacles devant lui,**

mais il confère pour le moment à la Chine des avantages concurrentiels formidables dans la redistribution du pouvoir économique mondial.

Nous ne partageons pas l'avis de ceux qui prédisent qu'un ralentissement mondial prolongé décapitera l'économie d'exportation de la Chine ou qu'il fera échouer sa transition vers une économie basée sur la consommation. L'augmentation constante des salaires et les investissements croissants dans la santé et les régimes de retraite feront éventuellement de la consommation des ménages le principal moteur de l'économie chinoise. Les nécessités économiques et politiques mondiales stimuleront ce virage structurel. La Chine est probablement sur le point, maintenant, de laisser sa monnaie s'apprécier. Cela permettrait à son économie de profiter des faibles prix des matières premières, fournirait une plus grande souplesse pour contrôler les pressions inflationnistes et réduirait les coûts d'importation d'équipements de fabrication spécialisés. Les consommateurs chinois sont également bien positionnés pour traverser la transition, la Chine affichant un ratio dette à la consommation/PIB de 7 %, comparativement à 94 % aux États-Unis.

Il faudrait cependant être naïf pour penser que la fin de l'utilisation de main-d'œuvre ultra-bon marché en Chine réduira sensiblement les pressions concurrentielles sur les économies industrielles avancées ou, même, que des taux de croissance inférieurs à 8 % entraîneraient l'implosion du système chinois. Ce que les analystes oublient trop souvent – mais dont nombre de Chinois se souviennent trop bien –, ce sont les décennies de pauvreté et de crise qui ont précédé l'ère de croissance actuelle. Par ailleurs, une classe moyenne en expansion et partie prenante du système contribuera aussi à la stabilité. Dans l'avenir prévisible, d'autres pays émergents d'Amérique latine, d'Asie et d'Europe de l'Est seront les principaux bénéficiaires. À mesure que la Chine progressera dans la chaîne de fabrication et qu'elle consolidera ses avancées dans le secteur tertiaire, les économies industrielles avancées domineront un nombre de plus en plus restreint de secteurs.

De manière similaire, l'Inde s'est donné un modèle durable pour poursuivre sa croissance économique. Elle s'est démarquée pendant la crise financière malgré des niveaux relativement faibles d'investissements de relance. Ses nombreuses forces sont :

- une économie basée sur la consommation intérieure et les services et donc moins vulnérable à un ralentissement mondial;
- des niveaux élevés d'épargne et d'investissement, un système financier stable (sans exposition à des actifs toxiques) et la classe moyenne la plus nombreuse au monde;
- une démographie favorable : l'âge médian y est de 25,9 ans comparativement à 35,2 ans en Chine, selon la Banque mondiale;
- un solide avantage relatif dans les industries de haute technologie – TI, biotechnologie, pharmaceutique, télécommunications – et des niveaux élevés de R-D;
- une économie basée sur des multinationales privées qui prennent de l'expansion sur les marchés mondiaux;
- une démocratie stable depuis 60 ans;
- les avantages concurrentiels de l'anglais comme langue de travail;
- une cohésion sociale relative, où le nationalisme l'emporte le plus souvent sur le régionalisme;

- une population hindoue à 80 % environ;
- des avantages géopolitiques : des tensions avec le Pakistan et la Chine peu susceptibles de mener à des confrontations sérieuses, et des relations solides avec les États-Unis, l'Europe, le Japon et d'autres démocraties dans la région.

Malgré les énormes engagements d'ordres militaire, économique et politique que les États-Unis et d'autres puissances occidentales ont pris à l'égard du Moyen-Orient, particulièrement après l'attentat du 11 septembre 2001, leur influence dans cette région, dans l'ensemble, s'étiolé. L'équilibre de la terreur entre l'Iran et l'Iraq était l'un des fondements de la stabilité relative au Moyen-Orient. Par des guerres civiles ou autrement, l'Iraq finira par graviter vers l'orbite iranienne quand les Américains retireront leurs troupes. Les sanctions contre l'Iran, auxquelles la Chine et la Russie donnent un aval essentiellement d'apparence, pousseront ce pays et ses ressources dans les sphères d'influence de ces deux puissances. Le bombardement de l'Iran ne ferait qu'accélérer le processus et, au mieux, retarderait les ambitions nucléaires iraniennes (***Bombarder l'Iran ? Il faut peser les risques***, octobre 2009). D'une manière ou d'une autre, l'influence régionale de l'Iran grandira. La guerre en Afghanistan est impossible à gagner et les pressions de plus en plus fortes exercées de l'intérieur des États-Unis accéléreront leur retrait. Un accord temporaire pourrait être conclu avec les Talibans, mais l'Afghanistan ne deviendra jamais un allié de l'Occident ni un endroit où les entreprises occidentales feront des affaires, et certainement pas un modèle de démocratie dans la région. Pendant ce temps, la Chine et le Pakistan resserrent leurs liens. Du point de vue économique, la Chine, la Russie et l'Inde participent de plus en plus à l'exploration et à la mise en valeur des ressources pétrolières et gazières de la région. La résurgence de la Turquie au Moyen-Orient, qui avait le potentiel d'être une force pro-occidentale modératrice, prend depuis environ deux ans une tournure inquiétante. Clairement, l'époque où le Moyen-Orient était une source sûre de pétrole pour les pays occidentaux tire à sa fin.

Au cours des prochaines années, les États-Unis choisiront probablement de consolider leur relation clé avec l'Amérique latine, qu'ils ont grandement négligée durant la dernière décennie. La Chine et d'autres pays investissant massivement dans les ressources de l'Amérique latine, en utilisant le Venezuela, Cuba, la Bolivie et d'autres États d'Amérique centrale comme têtes de pont, les États-Unis souhaiteront renverser la vapeur. Même le Mexique, un allié politique clé, est de plus en plus frustré devant l'antimexicanisme perçu des États-Unis, pendant que les guerres de cartels meurtrières sont attribuées à l'appétit insatiable pour la cocaïne des consommateurs américains (***Rapports régionaux : Mexique – Fondamentaux favorables malgré des défis importants à court terme***, mars 2010).

7. STRATÉGIES DE PLACEMENT DANS LE NOUVEL ORDRE MONDIAL

L'environnement mondial multipolaire d'aujourd'hui, où la plupart des gestionnaires de portefeuille n'ont d'autre choix que d'investir dans les pays émergents, présente indiscutablement des risques et des complexités sans précédent depuis la Deuxième Guerre mondiale. S'il est impossible de savoir où seront les actions mondiales dans six mois, à plus long terme, les occasions abondent pour ceux qui placeront bien leurs pions.

A) Croissance économique et rendement des marchés vont de moins en moins de pair

La croissance économique anémique dans les pays industrialisés avancés n'empêche pas les entreprises, les secteurs d'activité et même les indices boursiers nationaux d'afficher une très bonne tenue. De façon similaire, pour les raisons que nous expliquons ci-après, la croissance rapide que connaît la Chine n'est pas un gage de performances nettement supérieures de ses indices boursiers. Les rendements des marchés boursiers depuis mars 2009 montrent clairement que les bénéfices des entreprises peuvent être robustes même dans un contexte macroéconomique de faible croissance. Les faibles taux d'intérêt, les contrôles serrés des coûts (y compris par le maintien d'effectifs minimums), la délocalisation de la production dans des pays où les coûts sont faibles et l'accroissement des exportations vers les pays émergents en croissance rapide ont gardé les marges en meilleur état que les ventes des entreprises et que la performance économique globale des pays industrialisés avancés. Selon la Réserve fédérale de St. Louis, les bénéfices des entreprises ont atteint 1 370 milliards \$ au premier trimestre de 2010, un sommet de tous les temps (*Washington Post*, 8 août 2010).

Historiquement, par exemple, l'indice S&P et les ventes au détail aux États-Unis présentaient une forte corrélation, mais celle-ci semble à présent en voie de disparaître. Au deuxième trimestre de 2010, les sociétés industrielles américaines, comme Caterpillar et 3M, ont déclaré des bénéfices plus élevés que prévu grâce en grande partie à la forte demande de la Chine, de l'Inde et d'autres pays émergents. La prise de bec récente entre l'économiste en chef de Gluskin Sheff David Rosenberg et le stratège en chef de Merrill Lynch David Bianco est symptomatique d'un malaise plus profond. M. Rosenberg prédit que le marasme de la consommation aux États-Unis et la chute de l'indice de Shanghai n'annoncent rien de bon pour le S&P 500. M. Bianco s'en tient quant à lui à un objectif à 12 mois audacieux de 1 350 points pour le S&P 500 et soutient que les bénéfices d'un grand nombre de ses sociétés profiteront de leur forte exposition aux exportations et aux économies d'outremer. Parallèlement, en juillet 2010, l'optimisme croissant qui émane des prévisions de bénéfices des analystes boursiers aux États-Unis, en Europe et en Chine contraste fortement avec l'érosion attendue des indices mondiaux de la fabrication (indices des directeurs d'achats).

B) Les marchés émergents continueront de surperformer les marchés des pays avancés

Pour toutes les raisons mentionnées dans ce rapport, nous réitérons notre avis de longue date que les marchés émergents surpasseront dans l'ensemble ceux des économies développées. Les économies émergentes devraient croître de 7 % cette année et de 6,2 % en 2011, comparativement à 2,4 % et à 1,9 %, respectivement, pour les économies développées. L'expansion du commerce entre les marchés émergents contribuera à prémunir de nombreux pays en développement contre le plein impact d'une croissance plus lente dans les économies industrielles avancées.

C) *Les marchés américains feront mieux que la plupart des autres marchés avancés*

En dépit des innombrables défis auxquels est confrontée l'économie américaine, dont la probabilité d'un long et pénible processus de réindustrialisation, les entreprises et le marché américains devraient connaître un rendement supérieur à ceux de la plupart des autres pays avancés, sauf peut-être le Canada et l'Australie riches en ressources. En raison de leur fiscalité relativement moins lourde, les États-Unis bénéficient d'une plus grande souplesse que le Japon ou la majorité des pays d'Europe. De plus, les États-Unis continuent de jouir d'un net avantage en matière de R-D, d'une puissance militaire dominante et de meilleures perspectives démographiques. Un certain nombre d'entreprises américaines sont bien positionnées pour profiter des besoins de plus en plus sophistiqués des pays en développement et des méga-tendances mondiales qui se dessinent. Récemment, parce qu'elles ont su maintenir des marges bénéficiaires élevées malgré le recul de la consommation intérieure, beaucoup d'entreprises américaines ont accumulé d'importantes liquidités, actuellement estimées à 2 000 milliards \$ (*Washington Post*, 8 août 2010). Investiront-elles ces réserves et aideront-elles à créer de l'emploi ou les conserveront-elles pour racheter des actions, faire des acquisitions et relever les dividendes ?

D) *Chine contre Inde : Avantage Inde*

La Chine a une avance de 12 à 14 ans sur l'Inde selon la majorité des indicateurs socio-économiques, dont le PIB, le pouvoir d'achat, l'urbanisation, les infrastructures et les taux d'alphabétisation. Quand la transition d'une économie d'exportation à une économie basée sur la consommation prendra forme, les entreprises axées sur les exportations et les infrastructures locales risqueront de céder le pas à celles qui seront axées sur le marché interne de la Chine.

Les grands défis macroéconomiques de la Chine sont bien connus : le boomerang démographique, les inégalités de revenus, les pénuries de nourriture, d'eau et d'énergie, la grande dépendance à l'égard des marchés d'exportation et le conflit entre les objectifs politiques et économiques. Mais le plus grand d'entre tous est peut-être la gestion de la transition complexe mais nécessaire vers un système socio-économique et politique plus ouvert et moins autoritaire. En effet, plus un pays s'émancipe économiquement, moins il peut dépendre d'une planification centrale pour faire avancer son économie. Une économie à planification centralisée est aussi plus vulnérable à des erreurs d'orientation qu'une économie tournée vers les marchés. La Chine de demain devra faire plus de place à la démocratie, à la liberté, à l'entrepreneuriat et à la créativité individuelle. **Les investisseurs s'intéressant aux entreprises chinoises qui font du commerce ou des affaires en Chine doivent aussi se préoccuper des tensions commerciales croissantes entre ce pays et le monde développé, découlant par exemple d'une attitude hostile envers les investisseurs étrangers (Rio Tinto) ou de l'imposition par la Chine de conditions minant les bénéfices des sociétés.**

Les risques pour les investissements étrangers en Chine – comme en Russie d'ailleurs – s'étendent à la sphère d'influence du pays. Il ne faudrait pas croire, par exemple, que les investissements à long terme de la minière Ivanhoe Mine en Mongolie seraient à l'abri de contrecoups en cas de conflits d'ordre commercial entre la Chine et l'Occident.

L'avenir de l'Inde est aussi parsemé d'embûches. Les niveaux élevés de pauvreté (42 %), l'inefficacité du secteur agricole, la dépendance à l'égard de capitaux étrangers, l'État central faible,

la réglementation excessive, la corruption, les systèmes d'éducation et de soins de santé sous-développés, les pénuries d'eau, de nourriture et d'énergie et les politiques à court terme inhérentes aux démocraties pourraient tous concourir à gaspiller l'avantage démographique de 20 à 30 ans du pays et entraver la modernisation de son économie.

L'Inde a aussi une sphère d'influence limitée, sans compter des voisins pas toujours commodes, comme le Pakistan et la Chine, auxquels il faut ajouter le mouvement maoïste en expansion au Népal et l'islamisme radical au Bangladesh. **Dans l'ensemble, cependant, nous pensons que la croissance économique de l'Inde, alimentée par la consommation, ses solides alliances géopolitiques avec les États-Unis, l'Europe et d'autres démocraties de la région, sa démocratie stable et son cadre juridique qui protège l'entreprise privée et les investisseurs permettront à ses marchés (et aux sociétés étrangères possédant de grands marchés dans le pays) de surpasser leurs homologues chinois.**

E) Amérique latine contre Afrique : Avantage Amérique latine

L'Amérique latine et l'Afrique ont beaucoup en commun. Toutes les deux ont tiré parti de leurs vastes ressources naturelles et du glissement mondial des rapports de forces qui s'est opéré en faveur des pays producteurs et au détriment des pays consommateurs de ressources. Elles sont actuellement l'objet même de la concurrence de plus en plus vive que se livrent les grandes puissances pour gagner l'accès et le contrôle des sources minérales et énergétiques mondiales. Historiquement, les deux continents ont aussi souffert de systèmes politiques instables et corrompus et été le théâtre de grandes violences. Nous pensons cependant que l'Amérique latine offre des avantages clairs du point de vue de l'investissement. Malgré l'émergence d'Hugo Chavez au Venezuela, dont le régime paraît de plus en plus fragile, l'Amérique latine demeure en grande partie dans la sphère d'influence des États-Unis, tandis que la Chine devient rapidement la puissance dominante en Afrique. Dans l'ensemble, les pays d'Amérique latine sont devenus des démocraties stables, avec des systèmes d'éducation et de soins de santé en progression et une classe moyenne qui croît rapidement, et où les inégalités et la pauvreté sont en recul et une identité nationale émergente remplace les identités tribales ou régionales. L'Afrique, par contraste, est ravagée par des litiges de frontière en apparence impossibles à résoudre, des violences tribales, religieuses et ethniques à grande échelle, des niveaux extrêmes de pauvreté et d'inégalité, la montée de la force perturbatrice qu'est l'islamisme radical, le manque d'infrastructures et une kyrielle de coups d'État.

Beaucoup d'entreprises occidentales ont déjà pris la décision de se retirer de l'Afrique. Pour les sociétés énergétiques et minières en particulier, qui engagent des sommes très importantes en immobilisations sur des horizons de 20 à 30 ans, les risques semblent élevés même si les fruits des investissements peuvent paraître irrésistibles. Les déboires de la canadienne First Quantum Minerals en République démocratique du Congo, par exemple, étaient entièrement prévisibles (**Kolwezi: The Geopolitics of a Slam Dunk**, août 2009).

Le Brésil demeure notre premier choix en Amérique latine. Ses atouts sont évidents : des ressources naturelles abondantes, une économie portée par la consommation, une classe moyenne en expansion, un système financier stable, une démographie favorable, une démocratie mature, des niveaux de pauvreté et d'inégalité décroissants, des politiques en harmonie avec le marché et un faible risque géopolitique (**Rapports régionaux : Brésil – Vers une surperformance durable**, novembre 2009). Parce qu'il cherche à exercer un leadership régional et souhaite incarner le pouvoir

à l'étranger, le Brésil pourrait à l'occasion prendre des positions aux antipodes de celles des États-Unis, comme dans son opposition aux bases militaires américaines en Colombie et sa participation avec la Turquie aux négociations directes avec l'Iran sur son programme nucléaire. Ce serait une erreur que de dramatiser outre mesure ces événements.

F) Les matières premières domineront

Les cours des matières premières et des actions resteront extrêmement volatiles et excessivement tributaires des projections économiques à court terme concernant les économies industrielles avancées. La croissance mondiale à long terme, cependant, surtout dans les pays émergents, continuera de soutenir les prix des matières premières. Nous réitérons que, dans un monde multipolaire où les règles du jeu sont rarement équitables et où les acteurs des pays émergents jouent une toute autre partie, les risques propres aux pays et les tensions géopolitiques (surtout celles se rapportant à la sphère d'influence des grandes puissances) doivent être continuellement réévaluées avec soin.

Au Canada, nous maintenons nos perspectives optimistes de longue date à l'égard du pétrole (*The Politics of Oil and Gas*, présentation à l'Edmonton CFA Society, janvier 2005, et *The Future of the Oil Sands*, Geopolitical Hotline, octobre 2008). Les pressions géopolitiques sur les ressources pétrolières disponibles s'accroissent sans cesse, mais le jour où le pétrole disparaîtra progressivement de l'équation énergétique est encore loin. Malgré les préoccupations environnementales légitimes et la forte opposition exprimée aux États-Unis, la forte demande et les avancées technologiques dans l'extraction du pétrole l'emporteront sur d'autres considérations. Une partie du pétrole pourrait faire son chemin jusqu'aux marchés asiatiques, mais il est difficile d'envisager que l'État américain ne voudra pas – plus tôt que tard – assurer son accès à cette source sûre d'approvisionnement. Les États-Unis jouent généralement nettement mieux en défensive (qu'on pense au rejet de la tentative de la Chine d'acquiescer à l'Umocal en 2005), mais il viendra un temps où ils n'auront plus beaucoup d'autre choix que de s'entendre avec le Canada et ses producteurs pétroliers sur l'avenir des sables bitumineux.

G) Investir dans les méga-tendances

L'analyse géopolitique cerne des points de friction internationaux et des risques propres aux pays qui peuvent avoir une incidence sur les actions individuelles et les marchés nationaux et mondiaux, mais elle cherche aussi à repérer les méga-tendances structurelles qui détermineront l'orientation future de la croissance économique et des placements.

En termes globaux, il est à peu près certain que les économies émergentes resteront principalement fondées sur les nécessités socio-économiques de base. Même les dictatures doivent ultimement répondre aux besoins de leurs populations pour assurer leur survie politique. Les pays émergents, comme la Chine et l'Inde, devront investir massivement pour prévenir les pénuries de nourriture, d'énergie et d'eau. Nous avons déjà formulé des recommandations de placement spécifiques concernant les secteurs de l'agriculture et de l'alimentation (*What the Looming Food Crisis Means for Investors*, juin 2009), le gaz naturel (*Investir dans la révolution du gaz naturel*, juin 2010) et la demande croissante d'électricité (*Savoir tirer parti de la demande mondiale d'électricité croissante*, septembre 2009). En ce qui concerne ces méga-tendances, nous avons,

dans la plupart des cas, exprimé une préférence pour les fabricants de matériel et les investissements dans les infrastructures.

Les autres secteurs appelés à profiter des méga-tendances mondiales sont l'industrie militaire (***Industrie militaire et stabilité mondiale***, février 2010) et les secteurs des soins de santé, des énergies propres et des technologies environnementales.

NOTES

¹ *The Financial Times*. « Europe: Danger zone », 16 mai 2010.

² *The Washington Post*. « Hesitation by leaders drove cost of Europe's crisis higher », 16 juin 2010.

³ Un prêt hypothécaire sur cinq n'est pas à flot aux États-Unis, et l'avoir net des propriétaires est négatif de 800 milliards \$.

⁴ « Distrust, Discontent, Angst and Partisan Rancor », The Pew Research Center, 18 avril 2010 et « The Most Damaging U.S. Deficit: Trust », *BusinessWeek*, 18 juin 2010.

⁵ « This is the age of war between the generations », *Times (UK Daily)*, 2 juin 2010.

⁶ « L'UE se fait aussi de plus en plus critique des pratiques commerciales de la Chine » [TRADUCTION], 30 juin 2010.

MISE EN GARDE

Les notations et leur signification : NOTATION INITIALE DES TITRES : FBN dispose d'un système de notation à trois niveaux qui concerne l'ensemble des titres suivis par l'analyste en question. Voici une brève description de chacun de ces niveaux : Titre à rendement supérieur Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent; Titre à rendement moyen. Le titre devrait dégager un rendement semblable à celui des titres du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent; Titre à rendement inférieur Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de révision Notre analyste a retiré sa notation en raison du manque d'information et il demeure en attente de plus amples renseignements et/ou de précisions; Dépôt notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société; Diffusion restreinte Compte tenu des opérations bancaires d'investissements continues ou en raison d'autres circonstances, la politique et/ou les règlements de FBN ou la législation interdisent à notre analyste de procéder à la notation des titres d'une société.

NOTATION DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie qui reflète le point de vue de notre Groupe Économie et Stratégie, au moyen de sa stratégie de notation sectorielle. Le système à trois niveaux note les secteurs industriels de la façon suivante : Surpondération, neutralité et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit faible, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes. Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de leur avis personnel et qu'aucune partie de leur rémunération n'a été, n'est ni ne sera directement ou indirectement liée à des recommandations ou à des points de vue particuliers formulés au sujet des titres ou des sociétés. FBN rémunère ses analystes de recherche à partir de sources diverses. Le service de recherche constitue un centre de coûts financé par les activités commerciales de FBN, notamment les Ventes et les opérations sur titres de participation institutionnels, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banques d'investissement. Comme les revenus tirés de ces entreprises varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis NBF Securities (USA) Corp., une entité membre du même groupe que FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Les ressortissants des États-Unis qui désirent effectuer des opérations sur l'un ou l'autre des titres dont il est fait mention aux présentes doivent le faire uniquement par l'entremise de NBF Securities (USA) Corp. Résidents du Royaume-Uni Égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, FBN a approuvé la présente promotion financière aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée Financial Services and Markets Act 2000. FBN, sa société mère, les sociétés faisant partie de la Banque Nationale du Canada ou les membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations, des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers connexes qui font l'objet du présent rapport, ou il peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes et/ou des achats à l'égard des titres ou des instruments financiers connexes en question que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans le cadre de la création d'un marché pour ces titres ou instruments financiers connexes ou avoir déjà agi à ce titre et ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répétera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles aux clients privés. Le présent rapport ne fait pas l'objet ni ne fait partie d'une offre de vente, d'une souscription ou de la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les titres décrits aux présentes. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira, de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements. La présente information ne doit être distribuée qu'aux clients non privés du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Services Authority.

Droits d'auteur Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du FCPE Vous pouvez trouver le sommaire des cotations trimestrielles de FBN et les cotations totales mensuelles par mois dans notre site Web, sous les onglets Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations (lien) <http://www.nbcn.ca/cmst/site/index.jhtml?navid=803&templateID=249> La NBF Research Dissemination Policy est disponible dans notre site Web sous les onglets Legal/Research Policy (lien) <http://www.nbcn.ca/cmst/site/index.jhtml?navid=712&templateid=243>

