

Quel après-crise ?

Par

Philippe Estin

Vice President, Estin & Co

Comme tous les ans, voici nos hypothèses fondamentales sur les macro-scénarios qui soutendront les options stratégiques des groupes.

Faisons un rêve : un rebond en 2021 est confirmé. Il est inégal¹. La Chine brille de tout feu avec 8% de croissance en 2021, s'ajoutant aux 2% de 2020. Dans son ensemble, l'Asie à forte croissance finit 2021 avec un PIB 4% au-dessus de 2019. Les Etats-Unis, 3%. L'Europe ne se remet pas avant 2022 au plus tôt.

Dans cet après-crise, certains pays et entreprises ressortent plus forts ; d'autres, affaiblis. Nous repartons pour une nouvelle décennie. A quoi ressemble-t-elle ?

Les bébés, c'était hier

Revenons aux fondamentaux. Il y a trois composantes à la croissance économique : la croissance de la population, les gains de productivité et l'inflation.

En ce qui concerne la *croissance de la population*, elle est sur une tendance décroissante de long terme.

En dehors de l'Afrique subsaharienne, la population mondiale croissait à près de 2% par an dans les années 1970 et à 1% dans les années 2000 et 2010. Elle croîtra à 0,6% entre 2020 et 2030, 0,4% entre 2030 et 2035 et 0,2% entre 2035 et 2050².

Ces deux points disparaissent à horizon 2050. Hors Afrique sous-Saharienne (dont le développement reste trop faible ; la région ne contribuera pas significativement à l'économie mondiale dans les dix à quinze prochaines années), la croissance de la population était de 1% dans les années 2000 et 2010. Elle sera de 0,6% dans les années 2020 et de 0,4% dans les années 2030. En Amérique du Nord et en Europe, c'est la poursuite d'une tendance de long terme. Dans certains pays asiatiques et en particulier en Chine, c'est une rupture majeure (voir ci-dessous).

L'Afrique subsaharienne sera la seule géographique avec une croissance significative de sa population. Elle représente 15% de la population mondiale en 2020. Elle représentera 17% en 2030 et 23% en 2050. Comme le niveau de vie moyen y reste faible, sa part dans le PIB du monde restera probablement aux environs de 2% dans les quinze prochaines années, malgré la croissance de sa population. Si la région doit devenir l'un des moteurs de la croissance mondiale, c'est après 2035.

¹ Les projections de croissance sont les chiffres du FMI du 23 mars 2021 pour 2021-2025 et de CEBR (« World Economic League Table ») de décembre 2020 pour 2025-2035.

² La population mondiale (y compris Afrique subsaharienne) a augmenté de 0,7 à 0,9 milliards de personnes à chaque décennie depuis 1970. Etant donné la croissance de la base, cela se traduit par une diminution du taux de croissance. La croissance de la population en absolu finira aussi par ralentir : entre 2040 et 2050, la population mondiale croîtra de 0,6 milliards de personnes.

Dans toutes les régions économiques majeures, la croissance de la population ralentit à 2030 et approche le point mort à 2050. *Les deux points que la population contribuait à la croissance mondiale disparaissent.*

Toujours en croissance et de toujours plus en Asie

En termes réels (ajustés de l'inflation), l'économie mondiale a crû à 3% par an depuis les années 70 grâce à un accroissement de la productivité s'ajoutant à la croissance de la population (cf. tableau 1³).

Entre 1976 et 2020, l'Amérique du Nord représentait systématiquement entre 32% et 25% du PIB mondial et 50% à 25% de sa croissance⁴. Elle a fini la dernière décennie à l'extrémité basse.

L'Europe représentait 40% à 30% du PIB mondial jusque dans les années 2000. Elle ne représente plus que 25%. Elle n'est plus à la pointe des grands courants de croissance (de manière la plus évidente, dans la numérisation). Et en 2020, la région a été impactée de manière disproportionnée par la crise par rapport à l'Amérique du Nord, la Chine et le reste de l'Asie en forte croissance.

Le Japon, puis la Chine, ont eu successivement une contribution significative à la croissance mondiale. Ensemble, ils en ont représenté entre 12% et 20% entre 1976 et 2010. Entre 2010 et 2020, la Chine à elle seule a représenté 55% de la croissance mondiale (comblant le « déficit » laissé par l'Europe sur cette période).

Le monde a pu soutenir 3% de croissance par an hors inflation parce qu'il se déplaçait vers les marchés en forte croissance, et en particulier l'Asie en forte croissance.

Dans les quinze ans qui viennent, la croissance mondiale sera toujours de 3% hors inflation. Le monde ne ralentit pas : il continue de se déplacer vers l'Asie. *Les opportunités seront d'abord et avant tout en Asie à forte croissance, du fait de gains de productivité continus dans la région.*

L'Amérique du Nord croîtra en termes réels entre 1,5% et 2,5% par an. Sa part dans l'économie passera de 27% en 2020 à 20% en 2035.

L'Europe est un pari risqué. Dans un « scénario de base », elle pourrait conserver sa place jusqu'à 2030 et toujours représenter 25% de l'économie mondiale à cette date, avec une légère décroissance au-delà (23% en 2035). Même ce sur-place requerrait une réaction de survie forte de la part des Etats et des entreprises, avec une croissance deux fois plus élevée que ce qu'elle n'a été au cours des dix années passées (2 à 2,5% par an au lieu de 1%). Si l'Europe reste embourbée dans ses difficultés structurelles, sa part dans l'économie mondiale passera en dessous des 20%. *Le poids de l'Europe dans l'économie mondiale en 2035 pourrait être deux fois moindre qu'en 1980.*

La Chine sera la première économie mondiale devant les Etats-Unis en 2030. Sa part du PIB mondial passera de 18% en 2020 à 26% en 2035.

L'Asie en forte croissance hors Chine représentera 12% de l'économie mondiale en 2035, similaire à la Chine en 2015. En première ligne, l'Inde a un poids économique qui semble être sur une trajectoire similaire à celle de la Chine avec un écart de trente à quarante ans.

En conséquence, le monde en 2035 pourrait avoir quatre blocs : la Chine (25% du PIB mondial en 2035), l'Europe (23%), l'Amérique du Nord (20%) et l'Asie en forte croissance (12%).

³ Sauf mention contraire, tous les chiffres sont en termes réels (ajustés de l'inflation). Si l'inflation est à 2%, 3% en termes réels se traduisent en 5% en termes nominaux. Les chiffres sont aussi à taux de change constant (la croissance est la même que la croissance en monnaie locale, ajustée de l'inflation). Les projections sur 2021-2025 proviennent du FMI (projections du 23 mars 2021). Les projections au-delà de 2025 sont tirées de CEBR (World Economic League Table, édition de décembre 2020).

⁴ Sauf entre 2001 et 2010, où l'Amérique du Nord n'a contribué que 16% à la croissance mondiale.

La Chine et l'Asie en forte croissance croîtront à 5 à 6% dans les quinze prochaines années. Ils représentent 25% du PIB mondial en 2020 et représenteront 38% en 2035. Pour les entreprises et leurs équipes de direction, l'enjeu est un déplacement, qui s'amplifie, des moyens de production, des marchés, des technologies, des innovations, des centres de décision, des équipes... vers l'Asie.

La Chine : ralentissement et vieillissement

Même si sa part dans l'économie mondiale augmente, *la Chine se verra ralentir* : dans un scénario « consensus », elle croîtra « seulement » à 5% par an dans la décennie qui vient, et à 4% sur celle d'après⁵

Ce ralentissement est lié à la tendance majeure qui pèse sur sa population : *la Chine en 2020 a la même structure de population que le Japon en 1990⁶ (cf. tableau 2). Elle va vieillir à la même vitesse*. Après un pic en 2030, sa population va décroître (sauf changement de politique migratoire).

Cette évolution n'est probablement pas suffisante pour arrêter l'ascension de la Chine vers la première position dans l'économie mondiale. Elle pose question sur la capacité du pays à continuer sa croissance tous les ans sans récession depuis 1977. Elle va sans aucun doute changer la nature des incitations et des opportunités pour les entreprises : produits, innovation, marketing ciblant une population à vieillissement rapide...

Le risque de démondialisation partielle

Les facteurs sont nombreux : « squeeze » des classes moyennes, changements climatiques, ressources énergétiques et naturelles limitées, tensions post crise sanitaire et tensions géopolitiques. Ils mènent certains à promouvoir des formes de démondialisation.

Une fragmentation totale du commercial mondial par pays est difficilement compatible avec la poursuite du développement économique étant donné la répartition des ressources, les effets d'échelle et l'interdépendance nécessaire des économies modernes.

Cependant, une démondialisation partielle pourrait se produire, autour de quatre blocs ayant la taille pour être autonomes : autour de la Chine, de l'Amérique du Nord, de l'Europe et peut-être de l'Asie en forte croissance. En 1970, l'Amérique du Nord et l'Europe représentaient 70% de l'économie mondiale. En 2035, les quatre blocs ci-dessus en font 80%. La Chine, l'Europe et les Etats-Unis auront chacun une économie de taille équivalente à celle du monde entier au début des années 2000⁷. Cela rendrait possible une démondialisation partielle, économiquement soutenable, même si celle-ci serait sous-optimale par rapport à une économie mondialisée.

Une transition énergétique probable, mais coûteuse et complexe

Le consensus est que les dix ans à venir sont critiques pour le réchauffement climatique. Mais étant donné ses coûts, la transition climatique ne serait pas réaliste avant 2050 ; les ressources fossiles, d'un autre côté, pourraient être épuisées complètement à 2070 ; l'énergie nucléaire est la seule énergie bas-carbone qui répondrait aux besoins avec les volumes suffisants, mais elle prête à débat.

⁵ En monnaie locale, ajusté de l'inflation. Le renminbi devrait s'apprécier dans la décennie qui vient comparé au dollar, du fait de la croissance de la demande intérieure et de la vente d'actifs libellés en dollars pour répondre au vieillissement de la population. 5% en monnaie locale hors inflation pourrait se traduire en 9% en dollars courant, soit autant qu'en 2010-2020.

⁶ 12% de la population ayant plus de 65 ans ; 55 à 60% entre 25 et 64 ans ; 30 à 35% ayant moins de 25 ans.

⁷ En termes nominaux (avec inflation).

« Rien ne boucle » entre les différents impératifs : il faut prioriser et définir des plans cohérents à des différents niveaux. Que seront les entreprises et gouvernements prêts à faire au-delà des postures politiques ?

Le retour de l'inflation

La fin des taux bas est probable, même si probablement pas sur le court terme. Avec le vieillissement de la Chine, la production mondiale d'épargne va stagner car la population la plus à même de la générer (la population active de moins de 64 ans) va rester la même, sauf changement majeur des conditions de retraite (santé et loi). La consommation d'épargne, quant à elle, va augmenter : la population de plus de 65 ans va croître à 3% par an sur 2020-2050. En 2035, les plus de 65 ans représenteront 35 à 40% de la population entre 25 et 64 ans (vs. 15% en 1980) Les dépenses dans l'éducation vont être massivement remplacées par les dépenses dans la santé et le soutien aux populations âgées.

A court terme, la tendance pourrait ne pas avoir d'impact majeur sur les taux d'intérêt. La surabondance d'épargne⁸ est réelle. Les banques centrales maintiennent des taux bas afin de lutter contre la crise. L'argent facile et les politiques de stimulus poussent les valeurs des acteurs immobiliers et financiers vers des sommets à travers la création monétaire. Le risque à court terme est une instabilité financière et un regain d'inflation en contrecoup de la crise pour les pays qui ont trop eu ressort aux stimulus. Sur le long terme, à horizon 2035 (avec incertitude sur le timing), *la tendance va mettre un terme à la période de taux d'intérêt décroissants que le monde a connu depuis 1980.*

Pour les gouvernements, le cycle magique de dette croissante et de charges d'intérêt décroissantes s'arrêtera. Les Etats entreront dans cette nouvelle ère avec des santés différentes (Asie en forte croissance vs. pays occidentaux ; Europe du Sud vs. Europe du Nord...).

Pour les entreprises, il faudra gérer l'exposition aux pays où le poids de la dette est devenu non soutenable. Pour leurs propres dettes, il faudra se désendetter (pour les plus exposées), et prioriser les projets de croissance.

Dans l'ensemble

Une économie mondiale qui devient en grande partie asiatique et avec un poids croissant de seniors aux besoins en dépenses de santé et médicales (cf. tableaux 3 et 4).

Des dépenses publiques massives pour sortir de la crise sanitaire, financer la transition énergétique et supporter la population âgée ; en Europe, un coût de modernisation (numérisation...) et pour faire face à la course au leadership entre les Etats-Unis et la Chine (innovation, technologies, brevets, industries critiques...).

En conséquence, un retour probable à l'inflation.

Une question sur l'augmentation des taux d'intérêt et l'impact sur la capacité des entreprises à soutenir leurs croissances et leurs multiples de valorisation.

Quelques secteurs qui capturent une part significative de la croissance : digitalisation, robotique & automatisation, santé (préventive et curative), transition énergétique (si soutenable financièrement). Probablement une segmentation accrue entre d'une part « jeunes seniors » actifs et en bonne santé, et les seniors plus âgés. Une différenciation accrue entre les secteurs et les types de consommateurs subventionnés, et ceux ne dépendant pas de la santé fragile des gouvernements. Des investissements et un degré d'innovation élevés pour s'adapter aux reconfigurations rapides des industries (déplacement vers l'Asie, vieillissement...).

⁸ Surplus net de la demande d'épargne avant que les taux d'intérêt ne re-balancent par rapport à l'offre (opportunités d'investissement).

Des niveaux d'investissement et d'innovation soutenus pour s'adapter à ces changements rapides dans la configuration des industries et les marchés.

Les besoins de sélectivité des investissements et de compétitivité seront croissants. Les erreurs stratégiques ne pardonneront pas.

Philippe Estin

Avril 2021

Estin & Co est un cabinet international de conseil en stratégie basé à Paris, Londres, Zurich, New York et Shanghai. Le cabinet assiste les directions générales de grands groupes européens, nord-américains et asiatiques dans leurs stratégies de croissance, ainsi que les fonds de private equity dans l'analyse et la valorisation de leurs investissements.

ESTIN & CO

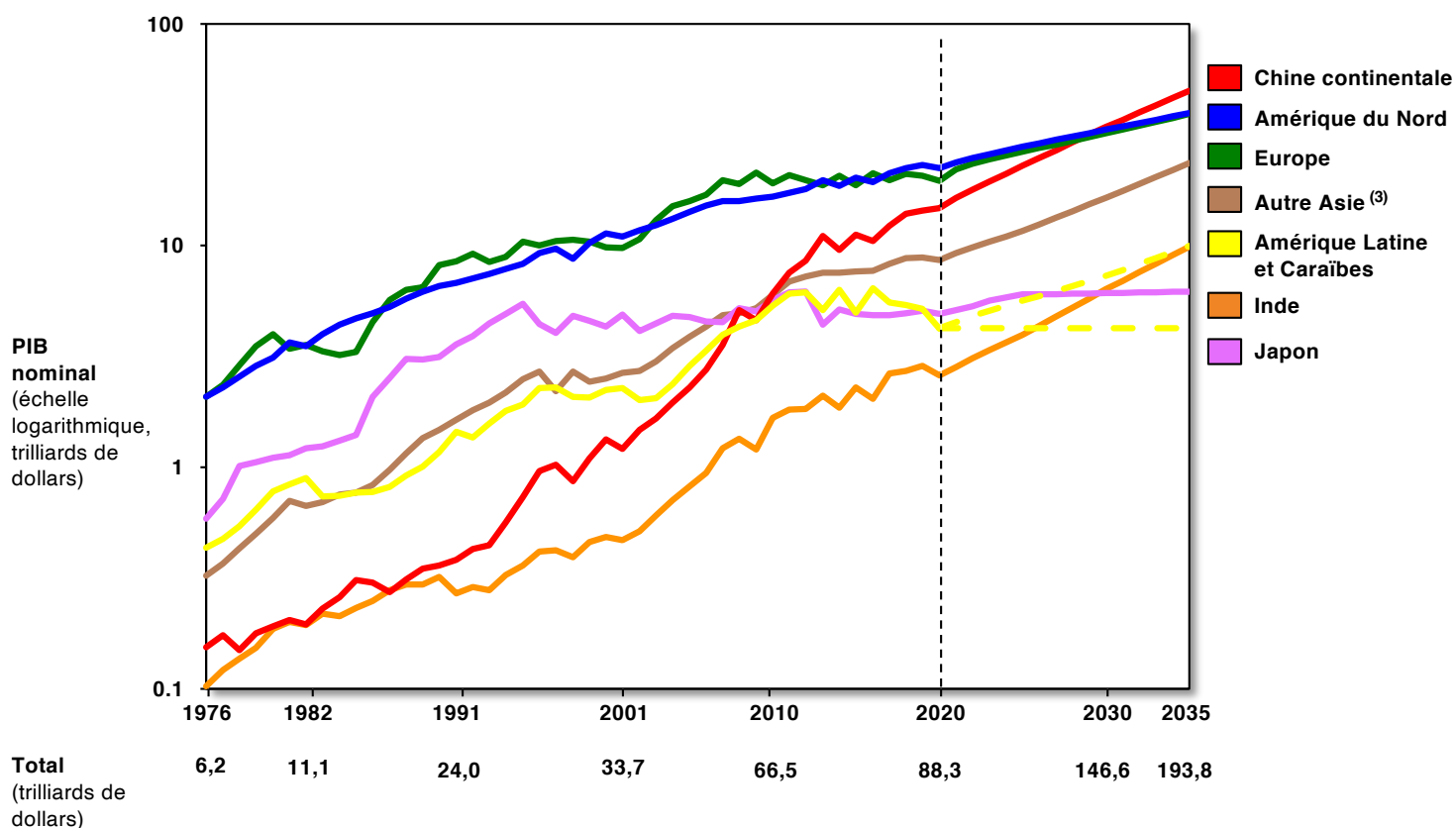
5

PARIS - LONDRES - ZURICH - NEW YORK - SHANGHAI

3, rue du Docteur Lancereaux - 75008 Paris

Tél. : +33 1 56 59 87 87 - Fax : +33 1 56 59 87 88 - Web : <https://estin.com>

- Tableau 1 -
PIB nominal annuel (1) (2)
 1976-2035

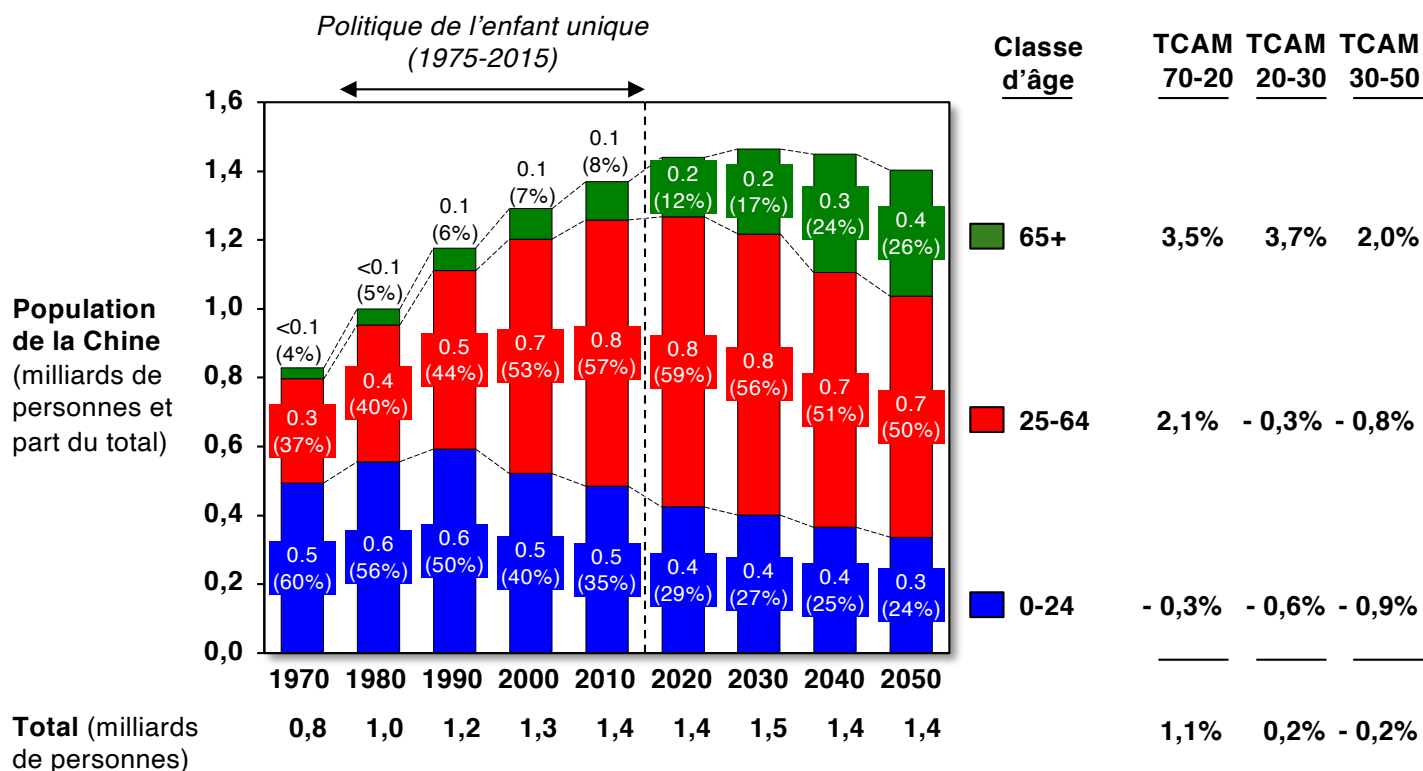


(1) Données en termes nominaux, c'est-à-dire avec inflation, convertis en dollars à taux de change courants ; (2) Les données avant 2019 proviennent de la Banque mondiale. Les projections sont celles du FMI pour 2020-2025 (projections du 23 mars 2021) et de CEBR pour 2025 à 2035 (projections de décembre 2020) ; (3) Arménie, Azerbaïdjan, Géorgie, Kazakhstan, Kirgizstan, Tadjikistan, Turkménistan et Ouzbékistan (chiffres non disponibles avant 1990)

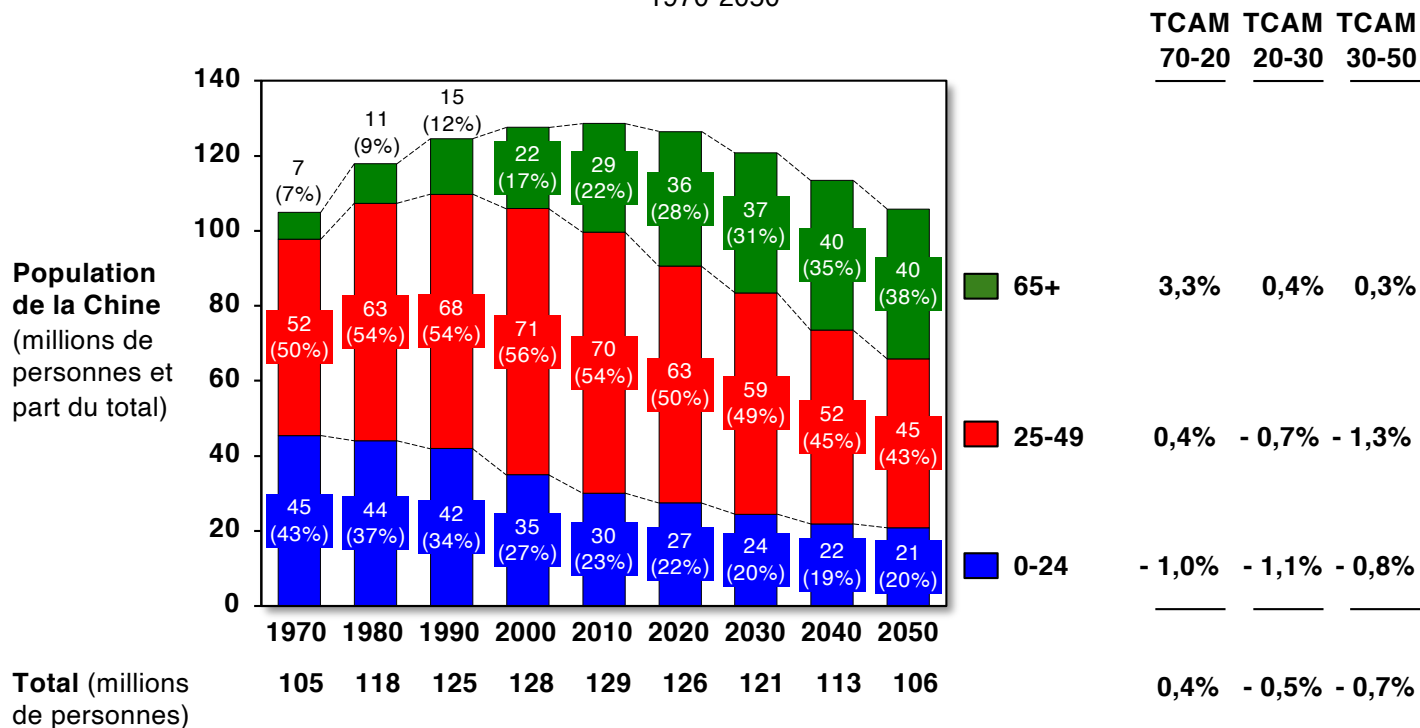
Sources : Banque mondiale, Haver Analytics, FMI, CEBR, statistiques nationales, analyses et estimations Estin & Co

- Tableau 2 -

Démographie de la Chine
1970-2050



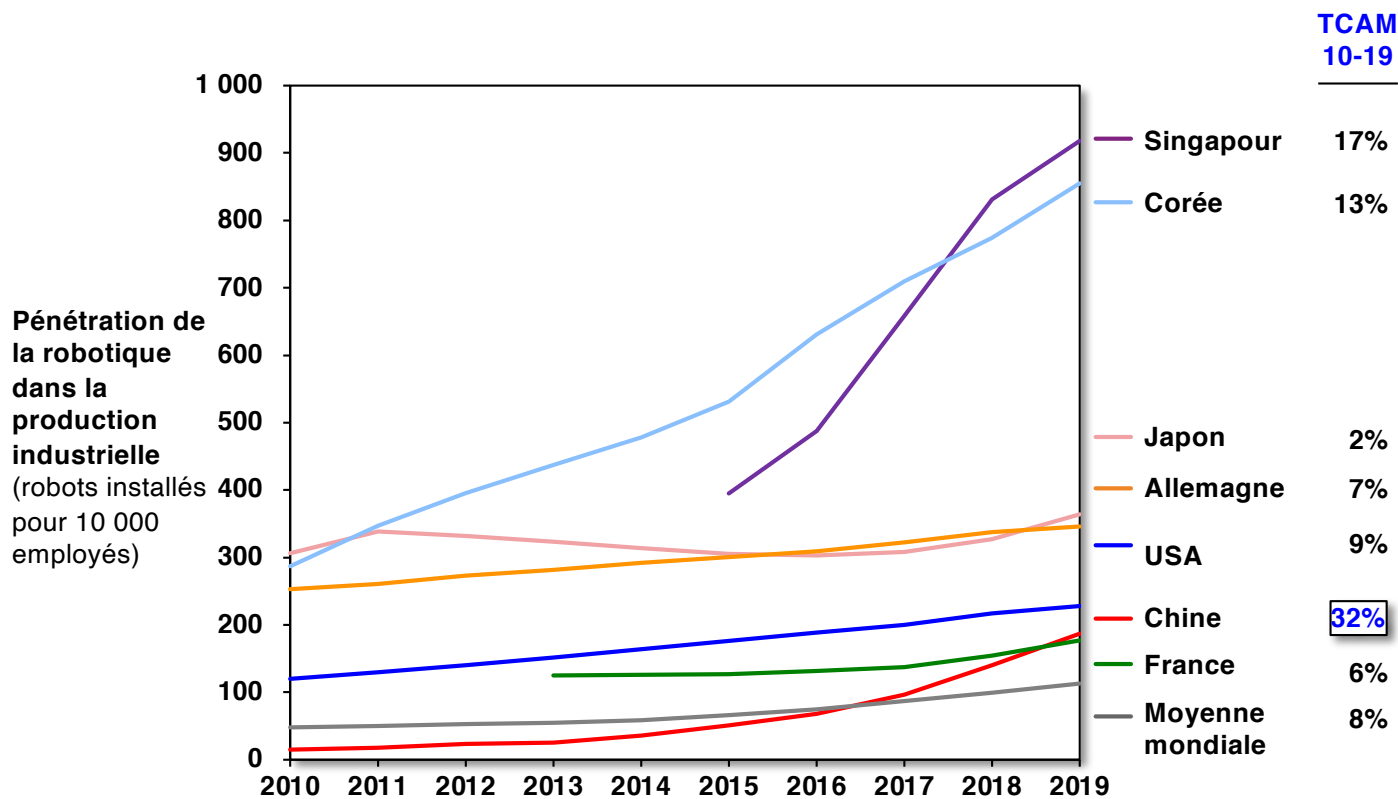
Démographie du Japon
1970-2050



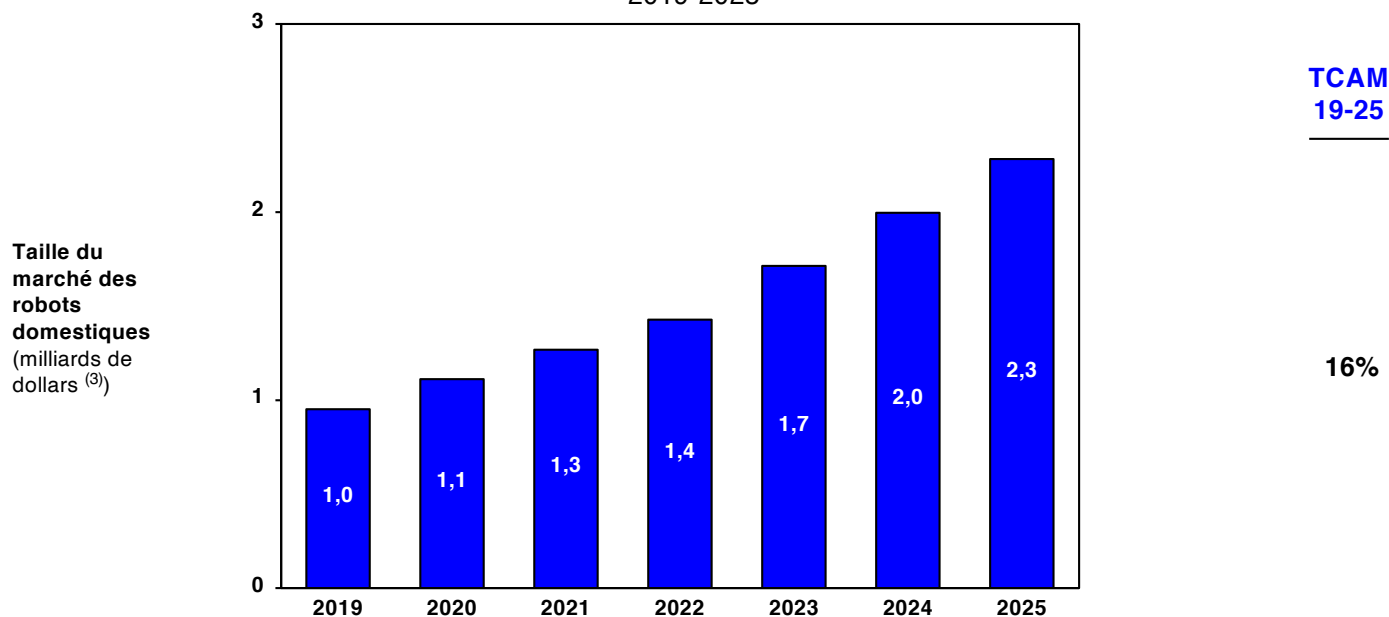
Sources : Nations Unies, analyses et estimations Estin & Co

- Tableau 3 -

Pénétration de la robotique dans la production
2010-2019



Marché des robots domestiques au Japon (2)
2019-2025



(1) Toutes industries ; (2) Robots de distribution et transport, robots médicaux et infirmiers et robots ménagers ; (3) A taux de change constant USD / JPY = 106

Sources : International Federation of Robotics, Nomura Research Institute, analyses et estimations Estin & Co

- Tableau 4 -

Ventilation des dépenses pour un ménage d'une femme (une seule personne) au Japon

	< 30 ans	> 70 ans
Age moyen	25	77
Alimentaire	17%	22%
Logement	26%	10%
Energie, éclairage et eau	5%	8%
Habillement	6%	5%
Santé	2%	5%
Transport	4%	2%
Communication	6%	3%
Culture et divertissement	12%	12%
Dépenses sociales (cadeaux...)	4%	14%
Autre	18%	19%
Dépense du ménage	100%	100%

(1) Statistiques de 2015

Sources: statistiques nationales, Banque mondiale, Kumano Hideo (Dai-ichi Life Research Institute), analyses et estimations Estin & Co