

Quinze ans Quinze leçons d'Afrique

Chapitre I: leçons de stratégie



1

Leçons de stratégie

- 1 ● Leçon n°1: L'Afrique est une, mais elle est aussi diverse
- 2 ● Leçon n°2 : L'environnement des affaires s'améliore mais progressivement et de manière inégale et engendre des risques d'intégrité dans l'entreprise
- 3 ● Leçon n°3 : La classe moyenne africaine bouscule les dynamiques de marché mais n'épuise pas le sujet des modèles de croissance

① Leçon n°1 : L'Afrique est une, mais elle est aussi diverse

L'Afrique est souvent considérée comme un continent de pauvreté et de misère, de guerres et de crises politiques, de corruption et de lourdeur administrative, voué à un développement à deux vitesses entre pays producteurs de pétrole et miniers et les autres, entre pays anglophones et pays francophones, entre les pays ayant déjà effectué leur transition démographique et les autres... En parallèle, l'Afrique apparaît depuis dix ans et de façon croissante dans les médias, comme un nouvel eldorado où les opportunités sont nombreuses et où l'on peut réussir à condition d'y appliquer les méthodes éprouvées dans le monde développé.

L'Afrique est tout ceci à la fois : elle est diverse. 54 pays la composent, plus d'un milliard de personnes y vivent. Elles seront le double en 2050. Cette diversité s'observe dans un grand nombre de domaines : géographique, social et politique, diversité institutionnelle et culturelle, diversité linguistique (anglais, français, portugais, swahili, bambara, wolof...), toutes héritées de l'histoire du continent. **Cette diversité oblige à une approche pragmatique et prudente. Elle représente aussi un grand potentiel de diversification des risques** pour un investisseur développant une stratégie continentale, qu'il s'agisse du risque politique ou macroéconomique, ou encore du risque de change.



*L'Afrique est
diverse. 54 pays la
composent, un
milliard de
personnes y vivent.
Elles seront le
double en 2050*

L'Afrique croit, mais la volatilité demeure.

Les quinze premières années du vingt-et-unième siècle auront été une grande saison de croissance pour l'Afrique. Mais durant cette période, l&P a vécu une crise macroéconomique d'ampleur au Ghana, la crise puis la renaissance ivoirienne, un séisme au Kenya, quinze coups d'Etat, et l'installation de la crise sahélienne.

Rien ne permet de penser que les quinze prochaines années vont être plus stables : les économies pétrolières et minières vont demeurer fortement dépendantes des prix fluctuants des matières premières ; l'accroissement rapide de l'endettement public va rendre plus volatiles les équilibres macro-économiques ; la fragilité sociale et institutionnelle de la plupart des pays va conduire à connaître des crises politiques nationales régulières ; la crise sahélienne et son cortège de conséquences sécuritaires est installée sur le long terme ; les flux migratoires internes à l'Afrique vont faire peser un poids croissant sur les équilibres locaux.

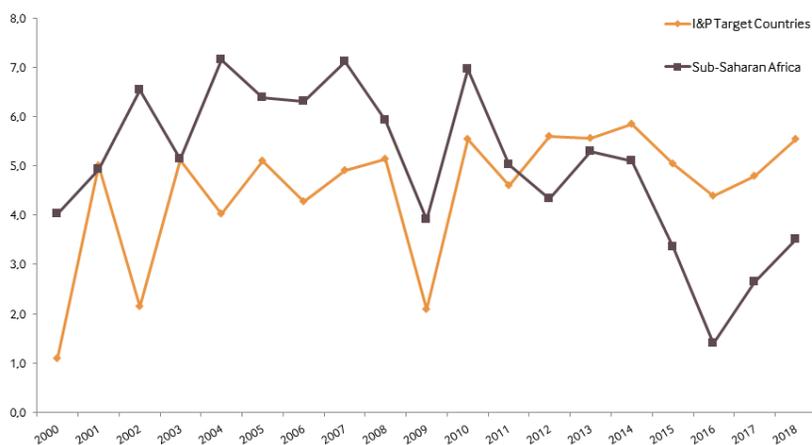
Ces constats n'invalident pas les formidables fondamentaux africains : une entrée certes disparate et plus lente que souhaitable dans la transition démographique, qui génère un dividende du même nom qui sera perçu sur le long terme ; un processus d'urbanisation rapide qui génère de la productivité de manière continue ; des révolutions technologiques qui changent la substance même du développement (et sur lesquelles nous allons revenir) ; une Chine qui continue à tirer la croissance africaine : elle le fait non seulement par ses importations et ses investissements en infrastructure, mais aussi par un début d'amorçage de délocalisation industrielle.

Notre expérience directe nous conduit à estimer que la conjoncture africaine va continuer à fortement se diversifier suivant les pays. Nous distinguons nettement quatre catégories parmi eux : les pays dépendant des ressources pétrolières et minières, dont l'essor des classes moyennes est ralenti par la crise financière ; les pays reposant d'abord sur une croissance du marché intérieur, les plus stables ; les pays entrant dans la sphère de délocalisation manufacturière chinoise, qui pourraient constituer le nouveau « miracle » africain ; et enfin les pays en crise politique et militaire. Le Sahel va occuper une place très particulière dans cet ensemble, en offrant à la fois de réels potentiels de croissance mais aussi un contexte sécuritaire dégradé. En fait, chacune de ces catégories de pays va connaître des évolutions spécifiques qui vont de moins en moins rendre la notion de « moyenne » africaine pertinente.

En ce qui concerne I&P, la répartition de nos risques dans une quinzaine de pays a été un important facteur de stabilité de notre performance opérationnelle. Nous n'avons jamais renoncé à investir y compris dans des pays jugés très fragiles, si les opportunités se présentaient. Seules les considérations de sécurité physique de nos collaborateurs et partenaires nous ont conduits à fermer provisoirement certaines destinations. Cette barrière continuera à être la plus difficile à franchir.

Nous avons en outre fait le choix délibéré de n'investir que marginalement et de manière très sélective dans des économies pétrolières ou minières : la volatilité de ces économies ne nous donnait pas confiance dans la possibilité pour un fonds d'investissement de « sortir » au bon moment. Nous avons toujours investi avec une très grande sélectivité dans des entreprises fortement liées au secteur public : or, rares sont les sociétés localisées dans les pays pétroliers et miniers, orientées vers l'exportation ou la consommation privée, qui ont une compétitivité suffisante pour représenter un réel espoir entrepreneurial. Les pays dans lesquels nous avons investi se situent quasiment tous dans la partie vive de l'Afrique subsaharienne, importatrice nette de pétrole. Cette partie du continent continue d'enregistrer de très bonnes performances.

Croissance des quinze pays d'Afrique Subsaharienne dans lesquels I&P a opérés¹ depuis 2002, en comparaison du reste de la région



Source: FMI (2017)

1. Bénin, Burkina Faso, Cameroun, Les Comores, Côte d'Ivoire, Gabon, Ghana, Madagascar, Mali, Mauritanie, Namibie, Niger, Ouganda, République Démocratique du Congo, Sénégal.

La question du risque de change ne risque pas de changer.

Dans le cas des investissements en fonds propres dans la région du monde où nous opérons, il n'est pas possible de se prémunir contre le risque de change

Le risque de change est particulièrement angoissant pour l'investisseur international à long terme. La volatilité demeure forte en Afrique : même si la fréquence des périodes de contraction a tendance à s'espacer, leur ampleur en Afrique est sans équivalent—10 points de croissance en moins en moyenne. Cette situation s'explique probablement par la conjonction d'une faible diversification économique et d'une gestion macroéconomique demeurée pro-cyclique (et donc une faible résilience aux chocs). Dans le cas des investissements en fonds propres dans la région du monde où nous opérons, il n'est pas possible de se prémunir contre lui : les couvertures de change sont soit inexistantes, soit trop onéreuses. Les remontées de flux ne sont prévisibles que très approximativement, et pour des montants qui peuvent être affectés d'importants aléas. Il n'y a pas d'autres solutions que de prendre ce risque de change en plein.

Plusieurs facteurs devraient pourtant contribuer à atténuer la perception du risque de change.

Le premier réside dans la zone CFA. Pour les investisseurs européens, elle présente une très grande réduction du risque de change. Depuis la dévaluation de 1994, ce dernier a été presque totalement éliminé. Les prévisions en la matière sont particulièrement périlleuses. Néanmoins, il n'est pas exclu que la période à venir puisse conduire à un ajustement, sur une des sous-régions ou sur la totalité de la zone, ou une modification du régime, bien que ceci soit loin d'être assuré. Nous n'imaginons pas, en tout état de cause, des modifications de parité susceptibles d'atteindre l'ampleur du mouvement de 1994.

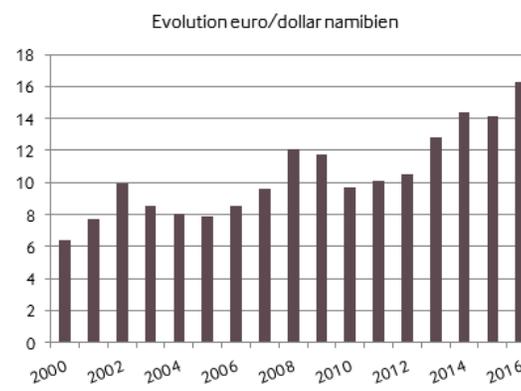
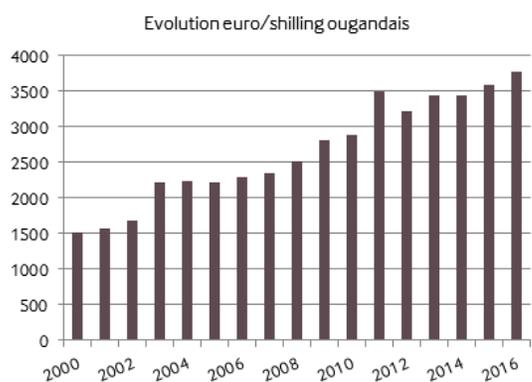
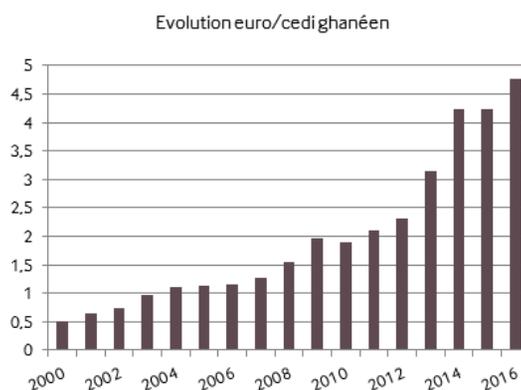
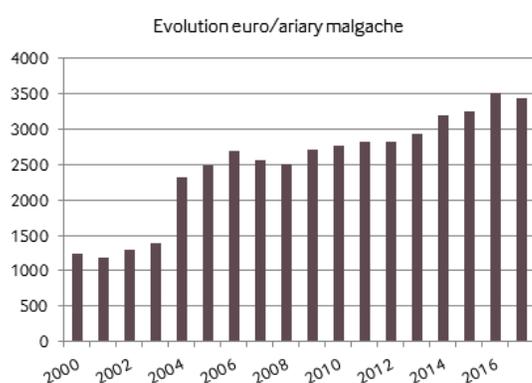
Le second réside dans la nature et l'ampleur des changements de parité sur moyen terme dans les pays où nous opérons. Les fortes tensions négatives subies ces dernières années par le marché de changes des différents pays d'intervention d'I&P ont commencé à s'atténuer en 2017.

Cela a tenu à plusieurs facteurs. Le premier a été le durcissement des politiques intérieures en Ouganda et en Namibie. Dans ce dernier pays, en raison du rattachement au Rand, les autorités monétaires ont suivi la Banque Centrale d'Afrique du Sud et ramené le taux directeur de 7 à 6,75 % en août 2017. Le second concerne le Ghana : les tensions inflationnistes commencent progressivement à s'y atténuer avec le durcissement de la politique monétaire et la stabilisation du taux de change.

De plus, les entrées d'investissements de portefeuille attirées par l'émission d'obligations libellées en monnaie locale ghanéenne d'une valeur de deux milliards de dollars ont permis de faire passer le niveau des réserves de 2,6 à 3,3 mois d'importations entre la fin 2016 et juin 2017. Enfin, à Madagascar, la relative stabilisation politique a permis de mettre fin aux importants glissements de la parité de l'ariary dans les dernières années.

La période que nous connaissons semble donc se caractériser par une certaine stabilisation des mouvements de change, après les très importants ajustements opérés à partir de 2008. Néanmoins, la durée moyenne de vie d'un fonds comme ceux que gère I&P est de dix ans ou plus et celle d'un investissement spécifique entre 5 et 8 ans. A ces échelles, il n'y a aucune méthode macroéconomique qui permette de prévoir ce que sera le taux de change d'un pays ou d'un groupe de pays à la sortie des investissements.

A ces échelles, il n'y a aucune méthode macroéconomique qui permette de prévoir ce que sera le taux de change d'un pays à la sortie des investissements



Source: FMI, Banques Centrales (2017)

Seules deux méthodes sont donc employables pour gérer le risque.

La première consiste, comme pour les risques macroéconomiques et politiques, à répartir les investissements dans un nombre significatif de pays. Cette règle simple est pourtant souvent méconnue. C'est elle qui est par exemple à la base des désillusions rencontrées par ceux qui ont concentré leurs investissements dans les pays pétroliers et miniers dans les années 2000 – 2010.

La seconde consiste, lorsque les pays présentent des fluctuations trop importantes du taux de change, à chercher des couvertures «naturelles». Dans certains pays, nous nous sommes ainsi concentrés uniquement sur des entreprises à l'exportation. Sans aller jusqu'à ce point, on peut sélectionner des investissements dans des secteurs qui seront favorisés par une dévaluation (faible part des coûts en devise forte, par exemple). Dans ces pays, on s'éloignera des activités reposant sur des importations ou ayant des coûts de fonctionnement ou d'amortissement élevés en devise, surtout si les possibilités de modification tarifaire sont limitées (cas de secteurs réglementés par exemple). Dans de nombreux cas, les couvertures «naturelles» peuvent complètement absorber les pertes financières dues à la dévaluation, par un surcroît de valeur reposant sur une croissance accélérée par cette dernière. Reste qu'il faut que, comme cela s'est passé au Nigéria, les événements de change ne s'accompagnent pas de contrôle des capitaux interdisant le rapatriement de ces derniers ou fixant des taux de change artificiels.

C'est notre première leçon d'Afrique.

Développer une approche diversifiée sur les plans sectoriel et géographique, répartir ses risques politiques, macroéconomiques et de change, sont essentiels pour bénéficier de la diversité des situations qu'offre le continent et gérer au mieux « le risque Afrique ». Garder l'œil sur les questions de sécurité et rester vigilant sur la question du change demeurent des enjeux importants pour l'investisseur international qui doit intégrer ces paramètres à sa stratégie d'investissement et s'adapter constamment à la volatilité et à l'instabilité du continent.