

Les milieux d'affaires brésiliens commencent à douter de la capacité du président Jair Bolsonaro de mener à bien les réformes attendues.

A close-up portrait of Jair Bolsonaro, the President of Brazil, looking slightly to the left. He is wearing a dark suit, white shirt, and dark tie. The background is blurred, showing the colors of the Brazilian flag.

AMÉRIQUE LATINE Une région vulnérable

Le retour de la croissance économique ne masque pas les déséquilibres budgétaires et extérieurs.

PAR XAVIER DIAZ

+ EMAIL xadiaz@agefi.fr

Dans un monde où la croissance économique ralentit, l'Amérique latine fait exception. A l'occasion de la présentation de ses prévisions de printemps, le Fonds monétaire international (FMI) a revu en baisse sa projection de croissance mondiale pour 2019 à 3,3 %, après 3,6 % en 2018, avec des trajectoires différentes entre les régions. Les pays émergents résistent, avec une croissance de 4,4 % (contre 4,5 % en 2018), au sein desquels l'Amérique latine et les Caraïbes la voient se

reprendre à 1,4 % après 1 % en 2018. Le FMI anticipe une accélération à 2,4 % en 2020. Cette reprise correspond à la conjugaison du rebond de l'économie brésilienne et d'une récession moins marquée cette année en Argentine que l'an dernier. Les économistes de l'IIF (International Institute of Finance) anticipent même une accélération de la croissance à 2,9 % dès le deuxième trimestre : « *Des progrès solides au Mexique et au Brésil, conjugués à une sortie de récession de l'Argentine devraient dynamiser la croissance.* » Au Brésil, l'amélioration reflète le changement de perception par les agents économiques à la suite de l'élection et de l'investiture à la présidence de Jair Bolsonaro, le 1^{er} janvier dernier. Une évolution appréciée par les investisseurs, notamment à la Bourse de Sao Paulo, qui a bondi de près de 40 % depuis juin 2018. En Argentine, le rebond devrait suivre les durs ajustements de la politique monétaire opérés l'an dernier. Mais il est encore trop tôt pour

y voir un changement structurel. L'Amérique latine reste confrontée à d'immenses défis.

VOLATILITÉ INTÉRIEURE

« **Ce sont des économies** volatiles avec de nombreux risques. Le Brésil dispose d'une classe moyenne importante, mais le secteur privé est très endetté, le chômage élevé et l'inflation parfois forte », souligne Sylvain Barthélémy, économiste chez TAC Economics. Le pays est loin des années fastes du « boum » des matières premières, quand la croissance culminait à 4 %. Après des années de surchauffe, dopée par le crédit, le pays a basculé dans la récession (2015-2016). « Nous ne nous attendons pas à un retour à une croissance de 4 %, affirme ce spécialiste. L'activité est notamment freinée par le manque d'investissement. » Sur

100 pays émergents, la part de l'investissement dans le PIB est l'une des plus faibles, à 17 % contre 40 % en Chine et 30 % en Inde. Le Brésil partage avec la Turquie cette faiblesse : deux pays où la croissance ne décolle pas. Les milieux d'affaires brésiliens commencent en outre à douter des capacités de Jair Bolsonaro, qui a confié au libéral Paulo Guedes son programme économique, de mener à bien les réformes après trois mois d'inaction et un effondrement historique de sa popularité. C'est le cas de la réforme des retraites. « La réforme des retraites est primordiale pour améliorer la situation budgétaire, souligne Josipa Markovic, économiste marchés émergents chez Swiss Life AM. Le Brésil affiche l'un des déficits publics les plus élevés des marchés émergents et tout retard par rapport au programme de baisse des dépenses pourrait nuire au retour de la croissance. » Un déficit public de 8 % du PIB, couplé à une dette publique de 80 %, pourrait rapidement devenir insoutenable. Avec plusieurs semaines de retard, cette réforme a franchi une première étape parlementaire, mais le chemin vers une adoption est encore long et devrait prendre plusieurs mois. Le risque est de voir la réforme, qui vise une économie de 1.000 milliards de reais (250 milliards d'euros) sur 10 ans, perdre de son ambition d'origine (50 % à 60 % de ce montant). Les dépenses annuelles de retraite pèsent 14 % du PIB. L'inquiétude des investisseurs se reflète dans l'évolution du real qui, après s'est apprécié face au dollar en début d'année, a rechuté à 4 reais pour un dollar. « Pour l'ensemble

de l'Amérique latine, la bonne santé économique du Brésil est primordiale, le pays représentant 36 % du PIB total de la région, l'équivalent de la Chine pour le monde », rappelle Sylvain Barthélémy.

DÉPENDANCE EXTÉRIEURE

Autre vulnérabilité structurelle des pays d'Amérique latine, leur dépendance aux financements externes. « La correction, l'an dernier, sur les marchés émergents nous a appris que les investisseurs sont de plus en plus réticents à financer les pays les plus dépendants de la croissance du crédit », note l'IIF. De fait, en 2018, la forte montée de l'aversion pour le risque a durement touché les pays avec les plus gros besoins de financement externe, au premier rang desquels l'Argentine. « L'Argentine est devenue vulnérable en raison de la forte augmentation de sa dette publique, ce qui a accru sa dépendance aux capitaux étrangers », poursuit l'IIF. Le pays a d'autant plus été frappé que les investisseurs avaient placé beaucoup d'espoir dans l'élection à la présidence de Mauricio Macri. Le pays est tombé en récession l'an dernier (-2,5 %), la quatrième année en dix ans. L'intervention du FMI, avec un prêt de 56 milliards de dollars, le plus important jamais octroyé, a un temps rassuré les investisseurs. Toutefois, le pays est loin d'être sorti de l'ornière, malgré la réduction de son déficit courant attendue à 2 % cette année contre 5,4 % fin 2018, selon le FMI. Par

LE MEXIQUE, UN CAS À PART

Pour Sylvain Barthélémy, économiste chez TAC Economics, le Mexique est un cas à part. « C'est le pays d'Amérique latine avec le plus faible risque, notamment bancaire, ce qui est un facteur clé de ces pays. » Les finances publiques sont saines, avec une dette de 55 % du PIB et un déficit compris entre 2 % et 3 %. Toutefois, l'élection d'Andres Manuel Lopez Obrador (AMLO) à la présidence a jeté le doute sur la croissance mexicaine : « Les perspectives du pays sont très dépendantes de l'incertitude entourant les politiques de la nouvelle administration », jugent les économistes de l'IIF. Le FMI anticipe un recul de la croissance du PIB cette année à 1,6 % (2 % en 2018). L'investissement et la production industrielle ralentissent et le gouvernement doit résoudre

la question du financement des investissements de Pemex. La compagnie nationale pétrolière a vu sa production baisser de moitié en dix ans faute d'investissements. Pemex représente 23 milliards de dollars de recettes annuelles pour l'Etat. Les besoins seraient de 5 milliards de dollars, loin des 200 millions promis par le gouvernement. La notation *high yield* guette l'entreprise, ce qui compliquerait son accès au marché. Avec des échanges commerciaux bilatéraux de 610 milliards de dollars, l'an dernier, les relations avec les Etats-Unis constituent l'autre grand sujet de malaise. La menace du président américain Donald Trump de fermer la frontière avec le Mexique si le pays ne contrôle pas le flux migratoire vers les Etats-Unis se fait déjà ressentir sur l'activité économique.

→ Une spirale inflationniste très difficile à briser

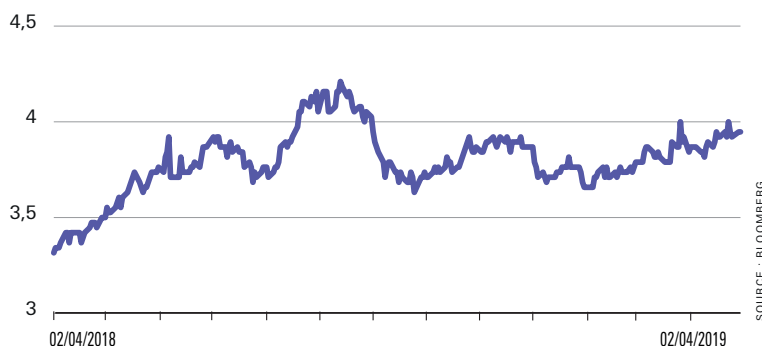
ailleurs, le gouvernement ne parvient pas à contrôler l'inflation, qui culmine à 55 % (un record depuis la fin de l'hyperinflation en 1991), conséquence de l'effondrement de la devise (-55 %). L'activité

est en panne, compte tenu de taux d'intérêts prohibitifs (71 %). Une spirale inflationniste très difficile à briser. La situation économique reste d'autant plus fragile que l'incertitude politique grandit à l'approche de l'élection présidentielle d'octobre prochain. Mauricio Macri chute dans les sondages, au détriment de Cristina Kirchner, donnée gagnante. « *Alors que les chances de réélection de Mauricio Macri fondent à mesure qu'accélère l'inflation, le gouvernement a pris des mesures de gel des tarifs publics et de contrôle des prix, notent les économistes du Crédit Agricole. L'urgence sociale est évidente. L'urgence politique également. Quitte à oublier, malgré les témoignages récents de l'histoire, qu'il n'y a pas de 'free lunch'.* » Le taux de pauvreté atteint 32 %.

Parmi les autres pays très dépendants de la croissance du crédit, l'IIF place le Brésil et la Colombie. Le Brésil l'est toutefois moins à l'égard des financements externes et sa dette est en grande partie libellée en real. En revanche, la Colombie, outre qu'elle est confrontée à la crise vénézuélienne, fait partie des pays au déficit courant élevé (3,8 % en 2018 et 3,9 % anticipé par le

DÉPENDANCE À LA FED

Taux de change dollar-real



SOURCE : BLOOMBERG

FMI en 2019) et elle est très dépendante des exportations de matières premières (dont le pétrole). Le maintien d'une politique monétaire accommodante de la part de la Réserve fédérale américaine et la stabilisation du dollar lui ont permis, comme à de nombreux pays émergents, de desserrer la contrainte monétaire. La Banque centrale a indiqué qu'elle ne relèverait pas ses taux d'intérêt cette année. Reste qu'en cas de regain d'aversion pour le risque, notamment en cas de ralentissement marqué aux États-Unis ou en Chine, ces pays seront les premiers touchés, tout comme la plupart des pays émergents. Et cela, même si la Fed adopte une politique encore plus accommodante. ■

LA PAROLE
À...

MICHAEL ISRAËL,
gérant et associé chez IVO Capital

« Le 'rating' ne reflète pas la valeur intrinsèque des entreprises des pays émergents »

Que reprochez-vous à la notation des entreprises des pays émergents ?

Il y a une particularité sur ce marché de la dette d'entreprises des pays émergents. La *rating* décernée par les agences de notation ne reflète pas la valeur intrinsèque des entreprises. Leur notation est plafonnée par celle de leur pays. Même si la note de l'entreprise est supérieure, c'est celle du pays qui s'impose. Ce n'est donc pas un élément de jugement pertinent. Prenez Koc Holdings, une entreprise industrielle turque, qui bénéficie d'un *rating* de qualité intermédiaire A2 chez Moody's (équivalent A chez S&P) avant application de la correction liée au souverain. Une fois le filtre pays passé, sa note tombe à Ba1 (équivalent BB+), soit 5 crans de moins et en catégorie *high yield*.



A quel type de rendement faut-il s'attendre ?

Des émetteurs de très bonne qualité offrent des primes substantielles. Une prime qui s'ajoute à celle rémunérant déjà l'écart avec les émetteurs des pays développés. Il est d'environ 100 points de base par rapport aux émetteurs américains. A l'heure actuelle, la dette *corporate* émergente libellée en dollar paye un rendement moyen couvert en euro de 2,3 % et de 4,2 % pour les émetteurs *high yield*. Sur les dix dernières années, la performance moyenne annuelle en euro est de 7,3 % et 9,1 % pour la *high yield* avec des volatilités équivalentes

à celle des dettes gouvernementales *investment grade* mondiales libellées en toute devise (Global Government Bonds). Le résultat est supérieur aux dettes émergentes gouvernementales libellées en dollar (6 % en euro) et en devises locales (3,6 % en euro).

Quelle région est la plus représentée sur ce marché ?

C'est l'Amérique latine, avec 34 % de la pondération de l'indice JPMorgan CEMBI HY. L'Asie compte pour 29 %. En termes de rémunération, les émetteurs d'Amérique latine offrent un rendement moyen couvert en euro de 4,5 % mais avec une durée de 4,3 ans contre 4,2 % et 3,8 ans respectivement pour l'indice.