

BLOGGERS INVITÉS

Le retour de l'Argentine

Avril 25, 2017



Mark Mobius
Executive Chairman
Templeton Emerging Markets Group

Lors d'un récent voyage en Argentine, j'ai cherché à comprendre à quel point les choses avaient changé sous la houlette de la nouvelle administration, avec à la clé de nombreuses réformes politiques constructives. Il reste pas mal de travail à faire pour relever les défis et la route pourra parfois être semée d'embûches, mais les progrès que nous avons observés jusqu'à présent paraissent encourageants. Mon collègue argentin Santiago Petri et moi-même faisons ici part de notre point de vue.

Le président Mauricio Macri a promulgué un certain nombre de changements, notamment la suppression des contrôles de change sur le peso argentin, des réformes fiscales, une révision du mode de calcul de l'inflation, de nouvelles nominations à la banque centrale — et, peut-être plus important encore, le règlement de vieilles dettes en souffrance auprès de créanciers étrangers.

De mon point de vue, la première année du président Macri a été marquée par des résolutions décisives et intelligentes. Un développement particulièrement positif a été la loi sur l'amnistie fiscale. Plus récemment, l'agence de notation Standard & Poor's a revu à la hausse sa notation de crédit à long terme, en invoquant les progrès réalisés au niveau de la rectification de plusieurs déséquilibres macroéconomiques, ce qui paraît de bon augure.

Analyse des chiffres

La croissance économique de l'Argentine a été plutôt irrégulière et volatile au fil des années. Ces dix dernières années, l'économie argentine a subi quatre années de contraction : en 2009, 2012, 2014 et 2016. Mais il y a également eu de notables embellies, avec un produit intérieur brut (PIB) en hausse de 10 % en 2010 et de 2,5 % en 2015. Après la contraction de 2016, la croissance du PIB devrait à nouveau atteindre les 2,7 % ,grâce aux nouvelles politiques orientées vers la croissance du président Macri.[\[1\]](#)

Dans le même temps, l'inflation a tendanciellement augmenté au cours des dix dernières années, se situant en-dessous de 10 % en 2007-2009, pour atteindre un pic de près de 40 % en 2016. L'ancienne présidente Cristina Fernández de Kirchner et son administration ont été accusées de falsifier les statistiques de l'inflation afin de dissimuler les répercussions négatives des grands programmes de dépenses et le déficit budgétaire toujours croissant financé par la banque centrale au moyen de l'impression de monnaie. L'administration s'en est prise à l'Institut national de la statistique, qui établit l'indice des prix à la consommation (IPC), et a licencié des statisticiens au motif qu'ils présentaient des données jugées négatives ou défavorables.

Lorsqu'elle est entrée en fonction, la nouvelle administration Macri a immédiatement normalisé l'Institut de la statistique afin de doter le pays d'un instrument plus fiable pour suivre l'évolution de l'inflation. Macri a conféré une totale autonomie à la banque centrale et il semble que l'autorité monétaire parvienne peu à peu à contrôler l'inflation.

Il est relativement plus facile de réduire temporairement l'inflation lorsqu'elle est au plus haut que de la ramener durablement dans une fourchette à un chiffre. C'est actuellement le principal défi de la banque centrale. L'inflation devrait ralentir cette année à 22 % environ, mais le Gouvernement considère ce chiffre encore trop élevé.

En 2016, la médiocre conjoncture économique a entraîné une montée en flèche du taux de chômage argentin, qui s'est retrouvé légèrement au-dessus de 9 %, mais ce taux devrait redescendre aux alentours de 8,5 % cette année.[\[2\]](#)

D'une manière générale, le marché boursier argentin a sous-performé l'indice MSCI Emerging Markets au cours des dix dernières années, mais les choses ont quelque peu progressé avec le nouveau Gouvernement. En 2016, l'indice argentin Merval a gagné plus de 40 % et, depuis le début de l'année, affiche une hausse de près de 30 %.[\[3\]](#)

Les valorisations des actions argentines ont commencé à augmenter à partir d'un ratio cours/bénéfices (CB) de près de trois fois les bénéfices en 2012 à près de douze fois les bénéfices en 2016.[\[4\]](#) Ces chiffres sont toujours inférieurs au point haut atteint en 2007, lorsque le ratio CB argentin moyen était de 24.

À l'instar de nombreuses autres devises des marchés émergents, la valeur du peso argentin a fléchi face au dollar américain. En 2012, un dollar américain se vendait à environ 4,3 pesos argentins. À l'heure actuelle, un dollar américain équivaut à 15,4 pesos argentins.[\[5\]](#)

Revenons aux affaires

Pendant notre visite à Buenos Aires, mes collègues et moi-même avons rencontré les dirigeants d'une société d'e-commerce leader en Amérique latine. Ces dirigeants nous ont affirmé que le Mexique et d'autres pays d'Amérique latine présentaient un bon potentiel en raison de la pénétration croissante d'Internet. Les smartphones, en particulier, deviennent peu à peu incontournables partout dans le monde et permettent aux entreprises de distribution d'atteindre davantage de clients.

Dans une banque argentine, nous avons évoqué l'impact de la forte inflation argentine. La croissance des prêts de cette banque est de près de 35 % mais, si l'on y soustrait le taux d'inflation, la croissance réelle est d'environ 15 %. L'écart entre le coût de ses fonds et ses prêts est actuellement large, ce qui contribue à la rentabilité de la banque. À l'image d'autres banques importantes en Argentine, la rentabilité se porte bien. Les dirigeants nous ont fait savoir qu'ils investissaient agressivement sur le secteur des services bancaires numériques, en se concentrant tout particulièrement sur les jeunes générations (âgées de moins de 27 ans) afin de se forger une clientèle pour l'avenir.

Chez un fabricant argentin de conduites pour gisements pétroliers, nous avons appris que, suite à quelques années désastreuses au cours desquelles les prix se sont effondrés et la demande de conduites destinées au forage de pétrole et de gaz a dégringolé, la situation commençait à s'améliorer et que la demande de conduites reprenait. Cette société opère au niveau mondial et illustre à merveille les compétences techniques, de gestion et entrepreneuriales des Argentins. Leader sur le marché des conduites haute qualité pour gisements pétroliers, la société est également implantée ailleurs dans le monde, là où opèrent ses clients des forages pétroliers. Nous avons été agréablement surpris d'apprendre qu'elle avait su se construire une nouvelle usine à un moment des plus opportuns, alors que les prix du pétrole étaient au plus bas ; maintenant que les prix du pétrole repartent à la hausse, les perspectives sont meilleures.

Dans cette grande entreprise sidérurgique, nos débats se sont focalisés sur l'énorme capacité excédentaire de la Chine et la fermeture de nombre d'aciéries dans le pays. Outre ses opérations en Argentine, la société dispose d'installations dans d'autres pays d'Amérique latine. Les représentants de la société ont indiqué que le coût de la main-d'oeuvre était bien inférieur au Mexique, comparé au Brésil et à l'Argentine. Nous avons parlé de la nouvelle administration américaine et de sa volonté de limiter les importations, ainsi que des répercussions que cela aurait sur les affaires de la société — qui, en réalité, pourraient être plutôt positives dans certains cas.

Des réformes constructives

En 2011, l'Argentine était en défaut de paiement de plus de 90 milliards de dollars sur sa dette extérieure et le refus par l'ancienne présidente de négocier avec les créanciers interdisait au pays tout accès aux marchés obligataires. En 2016, suite aux efforts renouvelés de l'administration Macri pour parvenir à un accord, l'Argentine a pu réintégrer les marchés de capitaux en pratiquant une vente d'obligations jugée extrêmement réussie. En janvier 2017, le Gouvernement a levé des fonds au moyen de différents instruments de dette.

De surcroît, le Gouvernement a lancé un programme d'amnistie fiscale destiné à alléger la charge fiscale des Argentins ayant déclaré des actifs à l'étranger sans s'acquitter des impôts correspondants. Grâce à cette amnistie fiscale en faveur des holdings étrangères, ce sont au total 166 800 millions de dollars qui ont déclarés, soit près de 20 % du PIB argentin. Le total des actifs déclarés était composé à 17 % (20,5 milliards de dollars) d'actifs immobiliers, à 29 % (33,6 milliards de dollars) de comptes financiers, à 29 % (55,9 milliards de dollars) d'investissements et à 6 % (6,8 milliards de dollars) d'autres actifs. Parmi les actifs déclarés, 80 % étaient détenus à l'étranger et 20 % en Argentine.^[6] Les impôts perçus dans le cadre de l'amnistie fiscale ont représenté 1,8 % du PIB.

Nous estimons que cette évolution est encourageante car les investisseurs locaux devraient investir une bonne partie de leurs actifs nationaux dans des titres locaux, donnant ainsi un louable coup de fouet à l'économie du pays.

Santiago Petri

Vice-président senior, Directeur exécutif senior

Templeton Emerging Markets Group

Lorsque la nouvelle administration argentine est entrée en fonction, elle a hérité des déséquilibres et distorsions macroéconomiques et microéconomiques issus du passé, ainsi que d'un cadre institutionnel en pleine déconfiture.

D'un point de vue macroéconomique, l'économie du pays reposait sur des niveaux de consommation intérieure insoutenables pour la croissance, aggravés par des déficits budgétaires croissants et de faibles niveaux d'épargne et d'investissement. D'un point de vue microéconomique, pour éviter de sombrer dans une crise de la balance des paiements, l'ancien Gouvernement a mis en oeuvre des mesures de réglementation du commerce et des changes pour le moins kafkaïennes.

Sur le plan intérieur, lorsqu'elles ne parvenaient pas à contrôler directement les prix, les autorités ont décidé d'intervenir au niveau de l'Institut officiel de la statistique, chargé de faire le relevé de l'inflation et d'autres statistiques importantes. Manquant d'une véritable source de financement pour le Trésor et se retrouvant isolé des marchés de capitaux internationaux, le Gouvernement a également décidé de subordonner la banque centrale à ses besoins financiers, déclenchant ainsi un processus d'inflation effrénée et de fuite des réserves de change.

La nouvelle administration a nommé une nouvelle équipe à la tête de la banque centrale, qui a été capable de désamorcer la bombe à retardement laissée par ses prédécesseurs à travers une expansion monétaire agressive, aggravée par ce que certains considèrent comme une émission inconsidérée de contrats à terme de devises. Dans le même temps, les nouvelles autorités ont aboli les mesures de réglementation de change et unifié les différentes cotations des changes en un seul système de « flottement impur ». Actuellement, la banque centrale applique un régime de ciblage de l'inflation qui lui a permis de réduire considérablement le taux d'inflation.

La difficile situation économique dont a hérité l'administration, avec de hauts niveaux de pauvreté, l'a empêché de prendre le problème du déficit budgétaire à bras-le-corps en réduisant les dépenses, ce qui aurait pu amplifier la contraction économique argentine.

Par conséquent, la stratégie du Gouvernement consiste à dépendre en grande partie du financement extérieur tout en établissant des objectifs graduellement baissiers pour la réduction du déficit sur le moyen terme. À mesure que l'économie s'améliore, le Gouvernement devrait avoir moins de mal à ajuster les dépenses que si ces mesures devaient être prises en contexte de récession.

Pour ma part, je pense que l'un des changements les plus audacieux qu'il m'ait été donné d'observer dans cette administration — au-delà des mesures prises pour assimiler l'Argentine à d'autres économies de marché ailleurs dans le monde — est la directive claire du président Macri visant la transparence. La contraction économique de 2016 a été en partie due à un processus d'audit rigoureux des attributions et paiements de travaux publics, dont la corruption endémique avait été entretenue par l'administration précédente. Ce processus d'audit a forcé la nouvelle administration à suspendre les travaux publics, car les nouvelles autorités rechignaient à payer des projets soupçonnés de corruption.

La transparence accrue du processus s'est d'ores et déjà traduite par une plus grande efficacité. La construction de routes (entre autres) relève du ministère des Transports, qui affirme avoir réduit le coût des appels d'offres antérieures jusqu'à 40 % pour un même projet.

En outre, certains projets routiers précédents ont été abandonnés peu après avoir démarré, laissant seulement quelques mètres de route construits, alors même que le soumissionnaire avait déjà payé la totalité du montant du projet. Les projets entrepris par la nouvelle administration, quant à eux, sont maintenant terminés.

Dix ans durant, l'Argentine a vécu une totale pénurie d'investissements infrastructurels significatifs dans les secteurs énergétique, routier, ferroviaire et portuaire, ainsi que dans les secteurs hospitalier et scolaire. L'investissement privé est relativement faible et nous sommes d'avis qu'un cadre de politiques prévisibles et transparentes doit ouvrir la voie à de nouveaux projets attractifs.

Dans le secteur technologique, de nombreuses entreprises prospères sont déjà entrées en bourse et nous estimons que beaucoup d'autres sociétés qualifiées pourraient les suivre dans un avenir proche.

Selon nous, la normalisation de l'Argentine ouvre la voie à de nombreuses autres opportunités d'investissement significatives dans le pays. L'élimination totale des contrôles de capitaux, qui obligeaient les flux entrants à demeurer dans le pays pendant un certain laps de temps avant de pouvoir en sortir, a représenté un atout considérable pour les investisseurs.

La patience du peuple à l'épreuve

Conscient que les choses ne peuvent changer du jour au lendemain, le peuple argentin a globalement compris les défis auxquels l'actuel Gouvernement a dû faire face lorsqu'il est entré en fonction et admet qu'il faudra du temps pour inverser la situation. Le retard ou la lenteur de la reprise économique argentine a eu un impact négatif sur les niveaux de confiance mais, d'une manière générale, le peuple reste optimiste quant à son avenir.

L'économie a touché le fond au second semestre de 2016 et, comme la modeste reprise qu'elle a amorcée depuis n'a pas touché des secteurs liés à la consommation, la population ne la remarque peut-être pas. Faute de redressement économique manifeste, le Gouvernement suscite encore quelques doutes.

L'économie et la confiance des consommateurs constitueront sans nul doute des facteurs fondamentaux lors des élections législatives de mi-mandat, à la fin octobre de cette année. Une victoire de l'actuelle administration devrait l'aider à recharger ses batteries et à aborder la deuxième moitié de son mandat, en sachant qu'elle bénéficie du soutien nécessaire à la poursuite de son programme en cours. Une défaite permettrait à l'opposition de se consolider et induirait une période d'instabilité plus délicate pour Macri.

Très récemment, un rassemblement en faveur du Gouvernement a eu lieu dans le pays, qui a attiré un nombre considérable de participants encourageant le Gouvernement à poursuivre son travail (sans nécessairement le soutenir à 100 %). Les observateurs ont vu dans ce rassemblement un mouvement de défense des institutions démocratiques, opposé aux tentatives livrées par certaines factions radicales de l'opposition, sous l'ancienne présidente Kirchner, pour faire obstruction au Gouvernement et instaurer un environnement social hostile.

Nous avons conscience qu'il est difficile pour le Gouvernement de Macri d'introduire toutes les réformes qu'il aurait souhaitées, compte tenu des enjeux politiques sur le court terme. Cependant, nous ne doutons pas que, après les élections de mi-mandat (en supposant que les partisans de Macri gagnent en puissance), les réformes qui sont toujours en attente d'application pourront finalement voir le jour. Si Macri parvient à rester sur cette voie — même au prix de douloureux efforts pour les consommateurs, qui subissent la montée du prix du pétrole et des hausses de salaires restreintes —, les perspectives d'avenir de l'Argentine devraient être plutôt positives.

Les commentaires, opinions et analyses de Mark Mobius et Santiago Petri sont présentés uniquement à des fins d'information et ne doivent pas être interprétés comme des conseils d'investissement individuels ou des recommandations visant à investir dans un quelconque titre ou à adopter une quelconque stratégie d'investissement. Les conditions économiques et de marché étant susceptibles d'évoluer rapidement, les commentaires, opinions et analyses sont valables à leur date de publication et peuvent changer sans préavis. Les présentes ne constituent pas une analyse exhaustive de tous les aspects importants d'un pays, d'une région, d'un marché, d'un secteur, d'un investissement ou d'une stratégie.

Mentions légales importantes

Tout investissement comporte des risques, notamment celui de ne pas récupérer le capital investi. Les investissements dans des titres étrangers comportent des risques spécifiques, notamment liés aux fluctuations des taux de change, à l'instabilité économique et à l'évolution de la situation politique. Investir dans les marchés émergents, y compris dans la sous-catégorie des marchés frontières, implique des risques accrus concernant ces mêmes facteurs, lesquels s'ajoutent aux risques liés à leur plus petite taille, à leur liquidité inférieure et à l'absence de cadre juridique, politique, commercial et social établi pour soutenir les marchés de valeurs mobilières. Les risques liés à l'investissement dans les marchés frontières sont encore supérieurs à ceux associés aux marchés émergents en raison du développement moins avancé des structures précitées ainsi que du potentiel de forte volatilité des prix, de la liquidité insuffisante, des barrières commerciales et des contrôles sur les taux de change. Les prix des actions peuvent fluctuer, parfois rapidement et fortement, en raison de facteurs propres aux sociétés individuelles, aux secteurs particuliers ou aux conditions de marché générales.

[1] Source : Base de données du FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2016. Rien ne garantit que les estimations ou prévisions se réalisent.

[2] Ibid.

[3] Source : Bloomberg, depuis le début de l'année jusqu'au 5 avril 2017. L'indice MSCI Emerging Markets reflète les moyennes et grandes capitalisations de 23 pays émergents. L'indice Merval est un indice pondéré par les prix représentant des titres sélectionnés sur la Bourse de commerce de Buenos Aires. Les indices ne font l'objet d'aucune gestion et il n'est pas possible d'y investir directement. Ils ne tiennent pas compte des commissions, dépenses et frais de vente. Les performances passées ne constituent pas un indicateur ni une garantie des performances futures. Consultez le site www.franklintempletondatasources.com pour obtenir des informations supplémentaires sur les fournisseurs de données.

[4] Le ratio cours/bénéfices (CB) d'un titre individuel est le rapport entre son cours de bourse et le bénéfice par action de l'entreprise concernée. Le ratio cours/bénéfices est la moyenne pondérée des ratios cours/bénéfices des actions composant l'indice.

[5] Source : Bloomberg, données au 5 avril 2017. Consultez le site www.franklintempletondatasources.com pour obtenir des informations supplémentaires sur les fournisseurs de données.

[6] Source : ministère du Trésor argentin, 4 avril 2017.