

L'Amérique latine en 2014

Amérique latine : le retour de la contrainte extérieure

- Au cours des années 2000, l'Amérique latine enregistrait des taux de croissance élevés : entre 2003 et 2013, la croissance moyenne était de 4,1%. La forte demande externe et l'envolée du prix des matières premières ont largement contribué au dynamisme des économies et permis que la région se relève rapidement de la crise de 2008.
- Pourtant, depuis quelques années, les économies latino-américaines tournent au ralenti. La demande externe et le prix des matières premières ne soutiennent plus la croissance régionale qui dépassera à peine 1% cette année. Le retour de la contrainte extérieure pèse sur les performances économiques de la région, mais des facteurs internes sont également à l'origine du ralentissement.
- Les économies latino-américaines sont entrées dans une phase de croissance modérée et il est peu probable que la région renoue avec des taux de croissance comparables à ceux de la décennie précédente. Les avancées de ces quinze dernières années en termes de développement et de bien-être pourraient en être menacées ; d'où l'importance de réformes visant une croissance qui sera sans doute plus faible mais aussi plus soutenable et équilibrée.

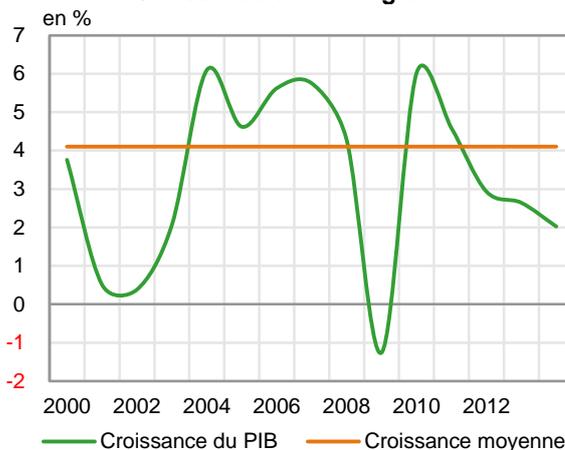
Perspectives de croissance

Depuis 2012, les économies latino-américaines tournent au ralenti. Avant la crise, en 2007, la région enregistrait une croissance de 5,8% a/a et immédiatement après la crise, en 2010, la croissance régionale était de 6%. En 2014, le PIB ne progressera que de 1,1% en moyenne, alors qu'il progressait de 4,1% entre 2003 et 2013¹. Plus qu'un ralentissement conjoncturel, la région est entrée dans une période de croissance modérée, avec de grandes disparités entre les pays.

L'Argentine et le Venezuela sont entrés dans une phase de récession dont ils ne sortiront que lorsque des réformes de fond seront menées, ce que les gouvernements actuels semblent vouloir ignorer. Aucun des deux pays n'a accès aux financements extérieurs alors que leurs réserves ne cessent de diminuer. Les niveaux d'inflation sont alarmants et la croissance a disparu. Au Brésil, la croissance en 2014 sera pratiquement nulle. L'incertitude est grande quant à l'issue du scrutin présidentiel d'octobre et à la politique économique qui sera menée en 2015. La performance mexicaine est encore décevante mais après une vague de réformes et grâce à la reprise américaine, la croissance devrait accélérer sensiblement en 2015. Enfin, même les pays andins,

champions régionaux en termes de croissance, n'ont pas été épargnés par le ralentissement. Le Pérou et le Chili devraient enregistrer des taux de croissance inférieurs à 3% pour 2014. Les deux pays sont affectés par des difficultés dans le secteur minier et la faiblesse de l'investissement. Seule la croissance colombienne se maintiendra élevée et stable, autour de 5%.

Croissance du PIB régional



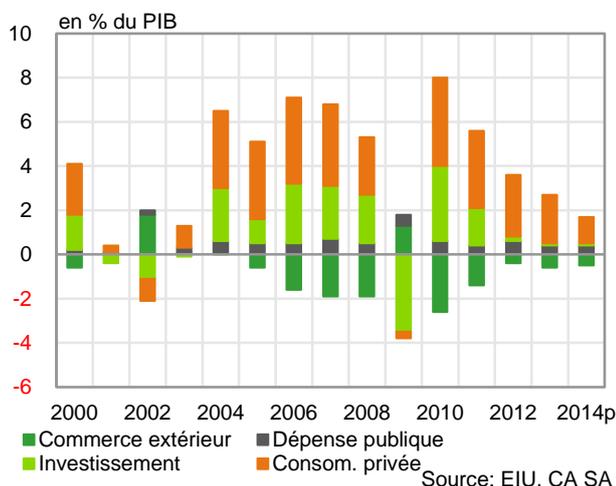
Source: FMI, CA SA

¹ FMI.

Les facteurs explicatifs de ce ralentissement sont à la fois internes et externes. D'une part, la demande domestique soutient de moins en moins l'activité. La croissance moyenne de la consommation privée dans la région est passée de 6,1% en 2010 à 3,2% en 2013 et devrait encore s'affaiblir en 2014. Sur la même période, le ralentissement de l'investissement est patent. La croissance moyenne régionale de l'investissement est passée de 8,2% en 2011 à 1,5% en 2013². La moindre progression de l'investissement est liée à la faiblesse de l'épargne, à la détérioration de la confiance des entreprises, mais aussi à la baisse de l'investissement public ou à des retards dans la mise en œuvre de projets d'investissement privés. Pourtant, la dépense publique prend le relais dans la plupart des économies – bien que la marge de manœuvre budgétaire se soit réduite – mais sans réussir à compenser la perte de vitesse de la consommation et de l'investissement privés. D'autres facteurs structurels sont à l'origine du ralentissement économique de la région, nous y reviendrons plus tard.

D'autre part, l'affaiblissement de la demande mondiale et la modération des prix des matières premières expliquent la croissance médiocre des exportations, tant en volume qu'en valeur. À cela vient s'ajouter la volatilité des marchés financiers à l'approche de la normalisation de la politique monétaire américaine. Ces conditions externes défavorables ont tendance à creuser les déficits courants, à diminuer les recettes de l'État – dont une partie plus ou moins importante est issue de l'exportation de matières premières – et rendent plus difficile le financement des déficits courants.

Amérique latine : contributions à la croissance



Des conditions externes moins favorables que par le passé : le retour de la contrainte extérieure

L'affaiblissement de la demande chinoise et les récessions dans les économies développées à la suite de la crise de 2008 ont mis fin à la période de

² Source : The Economist Intelligence Unit

*bonanza*³. La région ne peut désormais plus compter sur les excédents courants et les prix élevés des matières premières pour croître. Toutefois, l'accélération de la croissance américaine et la reprise même extrêmement faible et laborieuse des autres économies développées devraient permettre la réactivation du commerce mondial⁴ en 2014 et ainsi soulager en partie les économies latino-américaines. Cependant, la reprise américaine implique également un retour à la normal de la politique monétaire de la FED, c'est-à-dire le risque pour l'Amérique latine de voir les flux de capitaux se diriger vers des actifs moins risqués dans les économies développées. Le risque de sorties de capitaux est donc bien réel pour une partie des économies latino-américaines et aurait des conséquences tant sur les taux de change que sur le financement des déficits courants.

Malgré une détérioration des conditions extérieures, la situation reste encore favorable aux économies latino-américaines. En effet, les prix des matières premières – s'ils ont tendance à baisser – se maintiennent à des niveaux élevés et soutiendront la croissance à moyen terme. De même, la normalisation de la politique monétaire de la FED sera vecteur de plus de volatilité sur les marchés financiers mais une grande partie des économies latino-américaines sont suffisamment stables pour être épargnées par cet ajustement. Mais la contrainte extérieure et l'ajustement à des financements plus onéreux, moins abondants, pèseront inévitablement sur les performances économiques de la région.

Encadré – Évolution du prix des matières premières

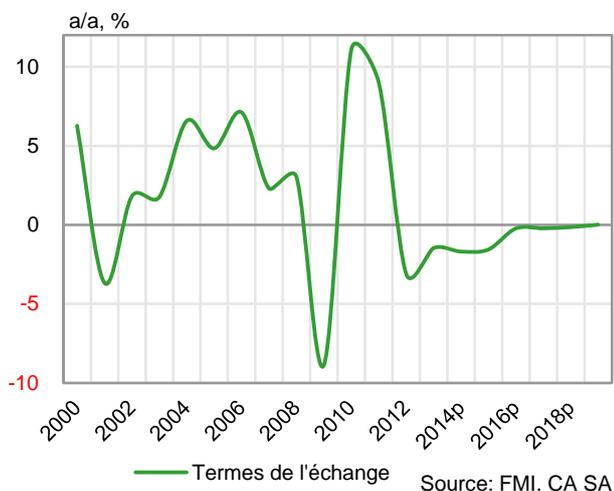
À partir de 2012, les prix des matières premières se « calment » : de manière générale, le prix des produits primaires se maintient à un niveau élevé mais il ne progresse plus à un rythme aussi soutenu que la décennie précédente. Le prix de certains produits (métaux notamment) diminue même nettement. La tendance à moyen terme du prix des matières premières est donc clairement orientée à la baisse. Parmi les raisons de cette modération, le ralentissement de la croissance chinoise est un facteur essentiel – si ce n'est le seul facteur – étant donné le poids de la Chine dans la demande mondiale de matières premières. Par ailleurs, la volonté de l'État chinois de réorienter son modèle de croissance vers le marché domestique pourrait signifier que la modération de la demande chinoise pour les matières premières sera durable. Enfin, un autre facteur primordial est l'augmentation de l'offre pour certaines matières premières.

³ La *bonanza* (prospérité) désigne la période de boom économique des années 2000 en Amérique latine, notamment due à la hausse du prix des matières premières.

⁴ La reprise de l'activité dans les pays développés n'impliquera pas pour autant une hausse des prix des matières premières puisque les pays développés ne sont pas autant demandeurs de produits primaires comme peuvent l'être les puissances émergentes comme la Chine.

Pour l'Amérique latine dans son ensemble, les termes de l'échange se sont détériorés de 3,1% entre 2011 et 2012, de 1,4% a/a en 2013 et devrait encore diminuer de 1,6% a/a en 2014. Le Mexique est le seul pays à être très peu affecté par la détérioration des termes de l'échange, ses exportations étant principalement composées de produits manufacturés à destination des États-Unis. Les pays pétroliers (Venezuela et Équateur) sont également peu impactés par la modération des prix des matières premières puisque les prix du pétrole et de l'énergie sont stables depuis 2012 et devraient se maintenir à un niveau élevé à horizon 2020. En revanche, les pays andins et le Brésil sont autrement plus affectés par la baisse des prix des métaux et minerais. Les prix des métaux ont reculé en grande partie en raison du ralentissement de la demande chinoise. Les prix des métaux de base tels que l'aluminium ou le zinc se sont également assagis puisqu'ils sont utilisés comme *inputs* dans l'industrie manufacturière, la construction et les projets d'infrastructure, et sont donc largement dépendants du cycle économique. Enfin, les prix de certains métaux ont baissé en raison d'un excès d'offre. C'est particulièrement le cas pour le minerai de fer (dont le prix a chuté de 15% entre 2013 et 2014) et le cuivre (-6% entre 2013 et 2014). Enfin, les prix des produits agricoles connaissent un recul modéré. La baisse du prix du soja à horizon 2020, même si elle est modeste, est particulièrement inquiétante pour l'Argentine, dont les recettes agricoles en dépendent largement.

Amérique latine : termes de l'échange

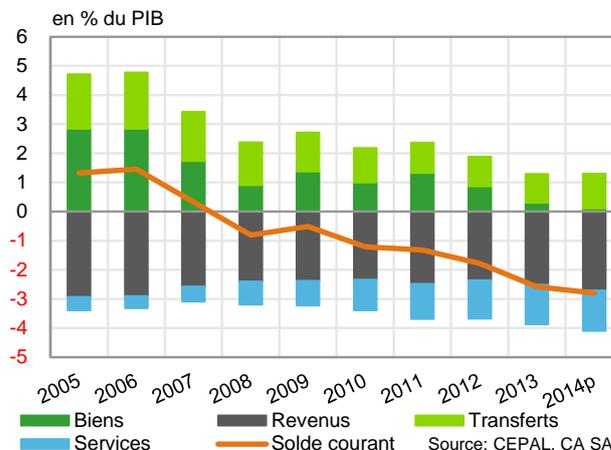


Une détérioration généralisée des balances courantes

Pour la plupart des pays de la région, les déficits courants sont réapparus après la crise de 2008, de façon temporaire et modérée. Puis, à partir de 2011, les balances courantes se sont de nouveau dégradées et les déficits se sont étendus à l'ensemble de la région. Le ratio moyen balance courante/PIB est passé

de 1,3% en 2005 à -2,6% en 2013 et devrait encore se dégrader à -2,8% en 2014⁵.

Amérique latine : structure de la balance courante



L'un des facteurs essentiels de la dégradation de la balance courante est la détérioration du solde commercial (-1,1% du PIB en 2013 pour la région). Depuis 2012, la croissance des exportations est largement ralentie, tant en volume qu'en valeur. Ainsi, entre 2003 et 2011, la croissance moyenne des exportations pour la région était de 14%. La hausse du prix des matières premières est en grande partie responsable de cette dynamique : il explique 10% de la croissance des exportations alors que l'augmentation des volumes n'en explique que 4%. Mais à partir de 2011, la tendance s'inverse. En 2012, les exportations ne progressent que de 1,6% a/a. Or, l'augmentation des volumes exportés expliquent cette fois 4% de la croissance des exportations alors que le prix des matières premières contribue négativement à la croissance des exportations⁶. Grâce à la reprise de l'activité aux États-Unis et dans une bien moindre mesure dans la zone euro, les exportations devraient retrouver un rythme de croissance modéré à court terme. Le Mexique et la zone centre seront les principaux bénéficiaires de la reprise américaine. En revanche, la croissance des exportations restera faible en Amérique du Sud puisque le commerce intra régional – plus important que dans le reste de la région – sera affecté par les récessions en Argentine, au Venezuela et au Brésil. Face aux exportations en net recul, les importations sont toujours dans une dynamique de hausse, bien que les rythmes de croissance tendent à se modérer. C'est principalement le cas en Amérique du Sud (à l'exception de la Colombie et de l'Uruguay), où plusieurs pays connaissent un net ralentissement de leur activité et une diminution de leur demande domestique après plusieurs années de surchauffe (c'est le cas du Pérou ou du Chili par exemple). Au contraire, les importations du Mexique et des pays d'Amérique centrale restent dynamiques.

La balance des biens s'est largement dégradée après la crise de 2008 mais reste excédentaire. En revanche, la

⁵ Source : CEPAL.

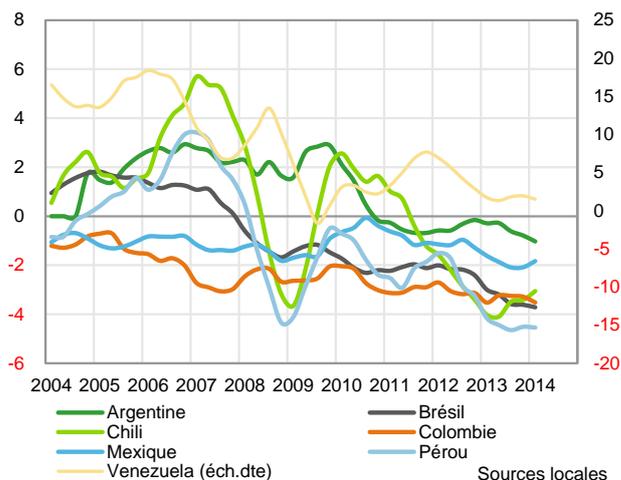
⁶ Source : CEPAL.

balance des services est toujours déficitaire malgré l'évolution positive du tourisme grâce à la reprise (même décevante) de l'activité dans les économies développées. La progression des flux touristiques permettra – si ce n'est une amélioration – une stabilisation de la balance des services au même niveau (déficit de -4% du PIB). La balance commerciale restera déficitaire en 2014 (d'environ 1% du PIB, comme en 2013).

La reprise de l'activité dans les pays développés aura également un impact sur la balance des transferts. Excédentaire de 1,1% du PIB en 2013, elle devrait encore s'améliorer en 2014 grâce à la hausse des transferts de migrants, qui bénéficiera davantage aux pays d'Amérique centrale et au Mexique qu'aux pays d'Amérique du Sud⁷.

Les déficits courants des économies latino-américaines continueront à se creuser en 2014, en grande partie à cause de la dégradation de la balance commerciale. Mais tous les pays de la région ne sont pas affectés de la même façon. Les balances courantes du Chili et du Pérou ont connu les dégradations les plus spectaculaires entre 2008 et 2014 (respectivement -6 et -5 points de PIB), en raison d'une demande domestique dynamique qui a entraîné une hausse des importations. La balance courante argentine était encore excédentaire avant 2013 mais elle s'est rapidement détériorée (-3,3 points de PIB entre 2008 et 2014). Seule la balance courante vénézuélienne est encore excédentaire grâce aux réserves pétrolières colossales mais aussi au contrôle des changes instauré sous le gouvernement Chávez et limitant les importations⁸. Le solde courant vénézuélien est tout de même en nette diminution (-7 points de PIB entre 2008 et 2014). Le déficit courant uruguayen a connu l'une des dégradations les plus importantes (-4,6 points de PIB) entre 2008 et 2014 mais il devrait diminuer voire disparaître à court terme : le projet d'usine de papier de Montes de Plata s'est finalisé en 2014 et la production a débuté en juin, permettant de dégager des excédents sur les premiers mois de fonctionnement.

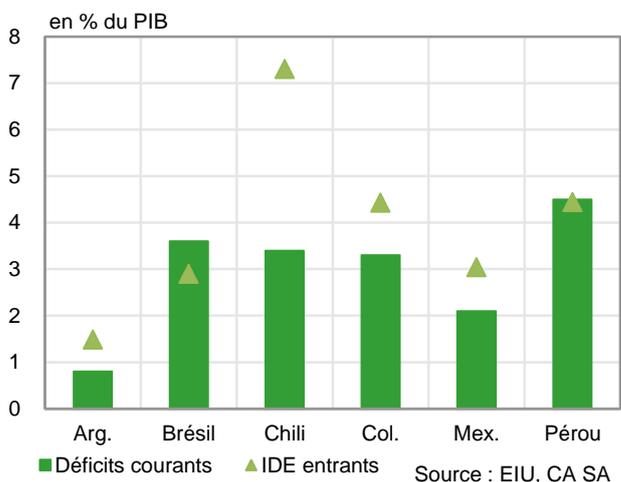
Balances courantes (en % du PIB)



Les déficits courants sont aisément financés par les flux d'investissement, malgré la volatilité accrue sur les marchés financiers

Jusqu'à présent, les pays latino-américains ont aisément financé leurs déficits courants, grâce aux flux abondants d'investissements directs et de portefeuilles étrangers ainsi qu'aux réserves de change accumulées au cours des années 2000. Aujourd'hui encore, l'Amérique latine est une destination privilégiée d'investissements directs étrangers (IDE) : en 2013, la région a reçu 155 Mds USD d'IDE, quasiment 20% de plus qu'en 2012. Cette même année, les flux d'IDE couvraient à eux seuls les besoins de financement de chacun des pays, à l'exception du Brésil et de l'Uruguay.

Besoins de financement et IDE en 2013



⁷ Les transferts de migrants installés aux États-Unis connaissent une augmentation bien plus importante que les transferts des migrants installés en Europe en raison de la reprise plus soutenue de l'activité aux États-Unis par rapport à la zone euro. Cela profite donc davantage aux pays d'Amérique centrale et au Mexique dont les migrants sont massivement installés aux États-Unis. L'Amérique du Sud est bien moins concernée par l'augmentation des flux de transferts de ses migrants plutôt installés en Europe, où la reprise reste encore hypothétique.

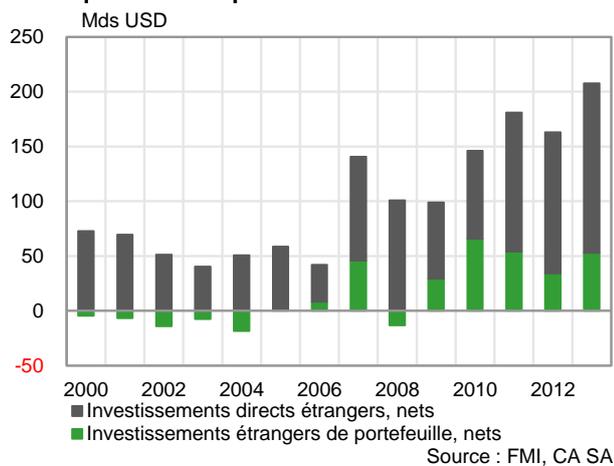
⁸ De la même manière, le contrôle des changes et les restrictions aux importations instaurés en Argentine expliquent en grande partie que la balance courante soit restée excédentaire jusqu'à présent.

Aujourd'hui, la principale inquiétude concernant les flux d'investissements de portefeuille est liée à l'incertitude de la politique monétaire américaine et à l'éventuelle volatilité des marchés financiers qu'elle est susceptible d'engendrer. La Banque centrale américaine (FED) a récemment renouvelé son engagement à maintenir des taux d'intérêts proches de zéro pour une « période de temps prolongée » et, le moment venu, à procéder à une hausse des taux de façon progressive. Paradoxalement, cette annonce a inquiété les marchés qui doutent de la capacité de la FED à agir de façon graduelle. Selon eux,

dans un contexte de reprise économique, plus la FED tarde, plus elle risque de devoir agir rapidement pour éviter une éventuelle surchauffe.

La volatilité des marchés financiers, l'augmentation des « spreads » de crédit (rendements demandés par les marchés sur la dette externe), les pressions sur les taux d'intérêt locaux et sur le change affectent les principaux pays latino-américains. Le Brésil en a fait la douloureuse expérience en 2013. Néanmoins, la solvabilité externe de l'Amérique latine dans son ensemble n'est pas remise en cause : la région reçoit surtout des IDE de moyen et long terme, par définition plus stables que les investissements de portefeuille.

Amérique latine : répartition des flux d'investissement



En revanche, quelques pays feront rapidement face à des difficultés de financement de leur déficit, en partie à cause de déséquilibres internes non résorbés. Ainsi, l'Argentine, toujours en conflit avec les fonds spéculatifs « vautours » qui détiennent de la dette argentine, n'a pas accès aux financements extérieurs et les réserves de change du pays ont largement diminué depuis la fin de l'année 2013, couvrant un peu moins de 5 mois d'importations (28,6 Mds USD). Le Venezuela est l'un des derniers pays d'Amérique du Sud à dégager des excédents courants grâce à ses réserves de pétrole ; son besoin de financement est donc pour le moment limité. Cependant, l'excédent courant se réduit depuis quelques années et les réserves de change ont diminué de 25% depuis janvier 2013. D'autre part, les déséquilibres internes, l'absence d'une politique économique « prudente » de la part du gouvernement vénézuélien et le mauvais climat des affaires sont autant d'éléments qui découragent les investissements dans le pays. La question du financement de l'économie vénézuélienne pourrait se poser à assez court terme.

À l'exception notable de l'Argentine et du Venezuela, la solvabilité externe de l'Amérique latine semble robuste. Les dettes externes des pays de la région sont relativement faibles et ont considérablement diminué depuis le début des années 2000. Les ratios de dette externe/PIB ont cependant eu tendance à remonter ces

dernières années même s'ils restent à des niveaux largement soutenables⁹.

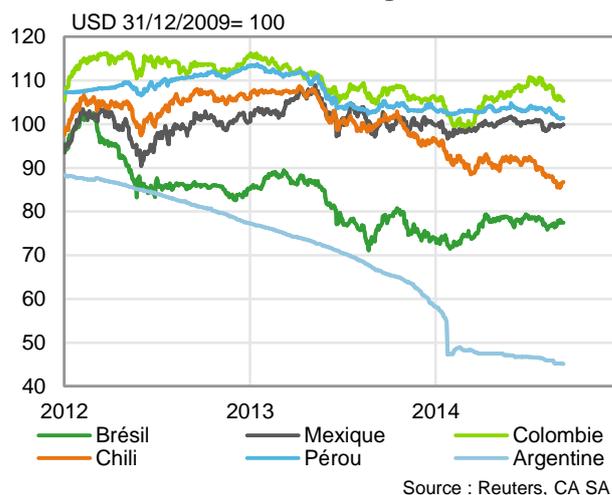
Encadré – Dépréciations des devises latino-américaines

Au cours des années 2000, l'Amérique latine s'est trouvée dans un cas typique de « maladie hollandaise » : la très forte croissance (en valeur plutôt qu'en volume) des exportations de matières premières et l'entrée massive d'investissements étrangers a provoqué l'appréciation des devises latino-américaines (en plus de nombreux autres déséquilibres).

Aujourd'hui, la modération du prix des matières premières, les perspectives de croissance faible et la volatilité des marchés financiers entraînent la dépréciation des devises latino-américaines, obligeant parfois les banques centrales à intervenir sur le marché des changes. Entre avril 2013 et mars 2014, onze monnaies ont connu des dépréciations de plus de 5%, dont le peso argentin (54%), le peso chilien (18,6%), le real (16,2%), le peso colombien (12,4%) ou encore le sol (8,3%).

De nouvelles dépréciations sont attendues pour 2014, plusieurs devises latino-américaines étant surévaluées par rapport à leur niveau d'équilibre et ce, malgré les dépréciations récentes.

Taux de change



Quelle relance de la croissance ? Une marge de manœuvre réduite pour l'instauration de politiques monétaire et fiscale expansives

Durant et après la crise de 2008, les États latino-américains ont instauré des politiques de relance de la croissance qui leur a permis de résister au choc de 2008 et de renouer rapidement avec des taux de croissance élevés. Mais ces politiques de relance ont aussi contribué à réorienter la croissance vers plus de consommation et moins d'investissement, affectant ainsi la productivité et la compétitivité de la région. La croissance dynamique de la dépense publique a également participé au creusement des déficits fiscaux. Aujourd'hui les États ne disposent plus de cette même marge de manœuvre pour mener des politiques de relance.

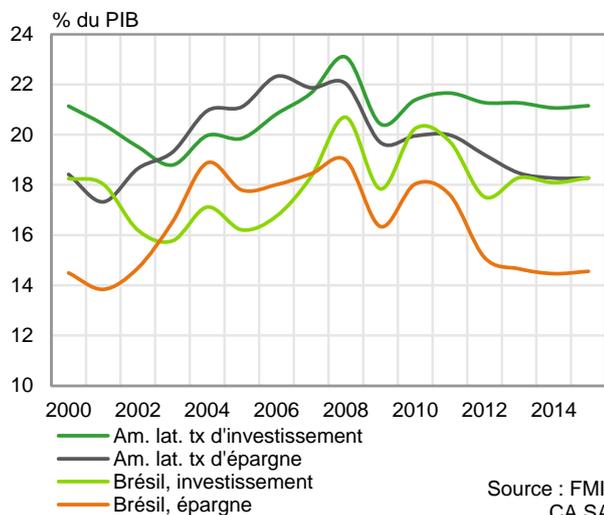
⁹ Le ratio dette externe/PIB de la région est passé de 17,6% à 21,6% entre 2008 et 2013 selon des données de la CEPAL.

D'une part, les politiques monétaires ne sont plus un outil disponible pour les économies latino-américaines, alors que l'inflation a plutôt tendance à augmenter – bien qu'elle reste faible dans la plupart des pays. Seules les Banques centrales du Chili, du Pérou et du Mexique ont opté pour une politique monétaire expansive qui soutient l'activité, tout en sachant que leur taux d'inflation est maîtrisé. D'autre part, les soldes budgétaires sont déficitaires, à l'exception du Pérou. Le creusement des déficits est lié en partie à la détérioration des conditions externes et également à l'expansion de la dépense publique non compensée par une augmentation des recettes fiscales. La position fiscale des économies latino-américaines reste vulnérable puisqu'une partie élevée des revenus est issue des exportations de matières premières, ce qui renforce leur caractère pro-cyclique et volatil. Ainsi, le ralentissement de la demande externe et la modération des prix des matières premières ont participé au creusement des déficits budgétaires. Pour autant, les ratios dette publique/PIB sont largement inférieurs à 60% – à l'exception du Brésil – et la tendance est plutôt stable.

Un ralentissement durable

Les économies latino-américaines sont entrées dans une période de croissance modérée et il est peu probable que la région renoue avec des taux de croissance comparables à ceux de la décennie précédente.

Taux d'épargne et d'investissement



Au cours des années 2000, la croissance élevée a été portée par l'augmentation de la main-d'œuvre en âge de travailler et l'accumulation du capital productif. Pourtant, aujourd'hui, ces mêmes facteurs expliquent une partie du ralentissement économique. D'une part, la ressource en travail n'est pas infinie et sa contribution à la croissance sera limitée dans les prochaines années en raison de facteurs aussi naturels que le vieillissement de la population, voué à s'accroître. D'autre part, la progression du capital productif sera limitée par la faiblesse des taux d'épargne et d'investissement, liés à un environnement des affaires médiocre. En effet, au cours des années

2000, la forte croissance de la demande externe et interne a masqué la faiblesse des taux d'épargne et d'investissement, aujourd'hui parmi les plus faibles au monde. Le Brésil est le pays qui enregistre les taux d'épargne et d'investissement les plus bas de la région et ils ne progressent que faiblement.

Dans ce contexte, des politiques contra-cycliques de relance de la croissance n'auront qu'un impact limité ; les États latino-américains doivent plutôt viser la hausse de la productivité au moyen de réformes structurelles. Cela passe d'abord par la création d'un environnement propice aux affaires, à l'investissement et à l'innovation.

De nombreux éléments font encore obstacle à l'instauration d'un environnement des affaires incitatif : la complexité des réglementations, le non-respect de la règle de droit, la médiocrité des infrastructures ou encore la lourdeur administrative.

Classement *Doing business** 2014

	Octroi de permis de construire	Protection des investisseurs	Paiement des impôts	Exécution des contrats
Argentine	181	98	153	97
Brésil	130	80	159	135
Chili	101	34	38	102
Colombie	24	6	104	25
Mexique	40	68	118	26
Pérou	117	16	73	110
Venezuela	110	182	187	165

* Classement sur 189 pays

L'augmentation de la productivité implique également un investissement conséquent dans le capital humain à travers l'amélioration des systèmes éducatifs, l'investissement dans le secteur de la recherche et du développement, etc. Enfin, la croissance élevée des années 2000 largement dépendante de la demande externe, a entraîné l'abandon de nombreux secteurs productifs (en particulier les industries locales) au profit de l'exploitation des matières premières dont la progression n'est pourtant pas infinie. Le renforcement de la compétitivité de ces industries locales peut également contribuer à une hausse de la productivité¹⁰.

Quelques pays de la zone ont entrepris des programmes de réformes dans l'optique de rééquilibrer la croissance et de dépasser ces difficultés structurelles internes. C'est le cas du Mexique, de la Colombie, du Chili ou encore du Pérou. Sans réformes, le ralentissement de la croissance menacera les avancées de ces quinze dernières années en termes de développement, de réduction de la pauvreté et des inégalités ou encore de qualité institutionnelle. L'absence de réformes – souvent demandées par la population – risquerait également d'exacerber le risque politique. L'émergence de conflits sociaux et politiques ces deux dernières années au Brésil, au Venezuela ou au Pérou nous l'a déjà démontré. ■

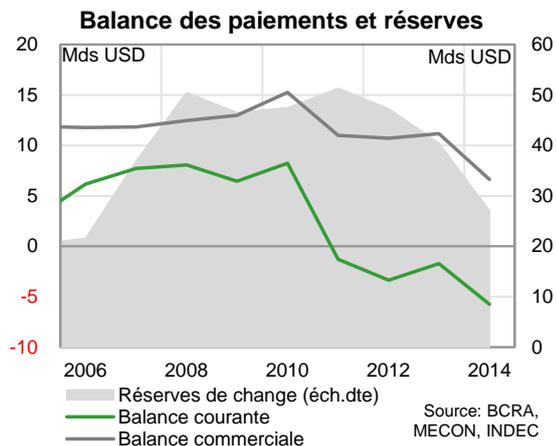
¹⁰ Pour plus de détails sur ces questions de productivité : cf. Martin, J.L., "Amérique latine: quelles perspectives à moyen terme?", *Eclairages Émergents* n°13/03, Crédit Agricole, août 2013.

Argentine

• Afin de restaurer son accès aux financements extérieurs, le modèle « kirchnériste » a évolué vers plus de réalisme économique en 2014. Mais les équilibres macroéconomiques ne pourront être rétablis sans un ajustement budgétaire profond et une politique crédible de lutte contre l'inflation. Jusqu'aux élections de 2015 et dans l'attente d'une politique économique plus cohérente, la situation économique ne s'améliorera pas substantiellement, dans un contexte politique et social tendu.

Depuis 2012, la situation économique s'est sensiblement dégradée. La croissance du PIB en 2012 a été corrigée à la baisse, de 1,9% à seulement 0,9%, et la croissance en 2013 n'a été que de 2,9%, loin des taux de croissance des années précédentes, proches des 10%. Après deux trimestres consécutifs de baisse du PIB, l'économie argentine est officiellement entrée en récession. Nous prévoyons une contraction du PIB de -1% pour l'année 2014. La production industrielle diminue et la confiance des consommateurs n'a jamais été aussi déprimée depuis 2002. La consommation des ménages – habituel moteur de l'économie argentine – soutient de moins en moins l'activité : elle est affectée par le niveau d'inflation considérablement élevé, à peine compensé par la revalorisation annuelle des salaires. Enfin, l'investissement, handicapé par les restrictions sur les importations mises en place par le gouvernement pour freiner la dégradation des échanges extérieurs, recule.

Face à la diminution accélérée des réserves de change en janvier dernier (passées sous la barre des 30 Mds USD, couvrant un peu moins de 5 mois d'importations), la Banque centrale argentine (BCRA) a cessé de défendre le peso, qui s'est déprécié de 25%. L'impact immédiat a été un renchérissement du coût des importations (notamment de la facture énergétique). Ce « surcoût » a absorbé les recettes saisonnières tirées des exportations agricoles du T2 2014.



La chute des réserves et la dégradation de la situation économique ont révélé l'urgence de retrouver l'accès aux marchés internationaux et contraint le modèle « kirchnériste » à évoluer vers plus de pragmatisme économique. Ainsi, la nouvelle équipe entrée au gouvernement après les élections d'octobre 2013 a entrepris une vaste opération de « séduction » des marchés : création d'un nouvel indice des prix – plus proche de la réalité mais toujours pas des plus fiables –, un timide ajustement fiscal avec la diminution de subventions (insuffisant pour résorber le déficit budgétaire, -1,9% du PIB en 2013, qui continuera à se creuser) et,

surtout, l'amorce de négociations pour résoudre les contentieux avec les entreprises étrangères et clôturer le chapitre du défaut souverain de 2002. Avec plusieurs accords signés à son actif, l'Argentine était sur la bonne voie pour retrouver l'accès aux financements extérieurs et stabiliser son économie. Mais une décision du Tribunal d'appel de New-York confirmée par la Cour Suprême américaine en juin 2014, contraint l'Argentine à rembourser les fonds spéculatifs qui ont refusé les restructurations de dette en 2005 et 2010. L'échec des négociations avec les « fonds vautours » a précipité l'Argentine en défaut de paiement sur une partie de sa dette externe.

La normalisation de la situation argentine sur le dossier de la dette est impérative pour restaurer son accès aux financements extérieurs et éviter une crise financière. Mais d'autres ajustements sont indispensables : la plus grande difficulté sera sans doute le retour à la vérité des prix. Celle-ci exige un retour progressif à des prix « économiques », reflétant les coûts de production et l'équilibre offre-demande. Ce n'est pas le cas actuellement, ce qui contraint le gouvernement à subventionner massivement des services tels que l'énergie ou les transports (à hauteur de 5% du PIB). Ce niveau insoutenable représente une des principales sources de déséquilibre de l'économie argentine, le déficit budgétaire en résultant étant financé principalement par la création monétaire, générant *in fine* une accélération de l'inflation. La BCRA est de plus en plus réticente à financer le déficit public mais elle y reste contrainte par le gouvernement qui tarde à mettre en place un ajustement fiscal (préalable à toute politique crédible de lutte contre l'inflation). Par ailleurs, la dépréciation n'est pas une stratégie viable : elle ne permet pas de gain de compétitivité prix (encore moins pour un pays exportateur de produits agricoles dont le prix est défini sur les marchés mondiaux) ni le redressement des réserves de change. Le peso est toujours surévalué et va continuer à subir des pressions à la baisse. Or, la BCRA ne pourra pas soutenir la devise argentine tout comme elle n'a pu la défendre en janvier dernier.

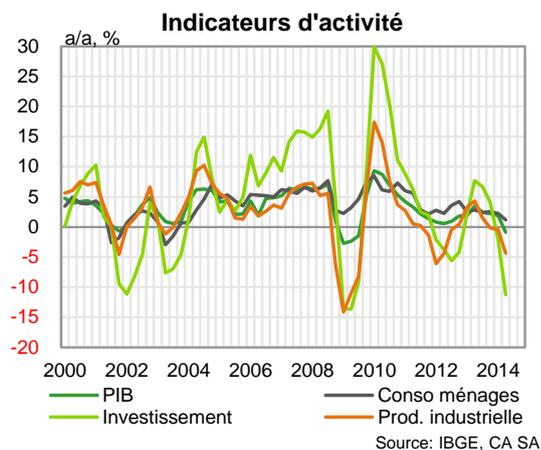
Enfin, l'Argentine fait toujours face à un problème difficile à résoudre dans l'immédiat : le manque de confiance des Argentins et des investisseurs étrangers. Malgré un environnement des affaires qui s'améliore progressivement, l'Argentine cumule encore les obstacles à l'implantation d'entreprises étrangères : le poids du passé, le contrôle des changes et des importations, la mauvaise qualité de certaines infrastructures et l'incertitude économique empêchant toute visibilité. Le mécontentement des Argentins croît rapidement face aux difficultés économiques persistantes, à l'inflation élevée et à la montée de l'insécurité. La perspective d'une alternance politique aux prochaines élections en 2015 permet d'espérer une évolution de la situation économique argentine. Cela suppose que le nouveau gouvernement élu soit prêt à mettre en place un ajustement macroéconomique qui sera douloureux, et qu'il dispose d'une légitimité suffisante pour le mettre en œuvre. ■



Brésil

• La croissance brésilienne reste au-dessous de son potentiel, butant sur la faiblesse des infrastructures, l'insuffisance de l'épargne et de l'investissement productif. La compétitivité souffre en outre d'un real encore surévalué. Il est difficile d'être optimiste pour le court terme : si un dérapage significatif (des finances publiques ou des prix) est improbable, il ne faut pas non plus attendre d'initiative majeure en année électorale. L'issue de l'élection présidentielle d'octobre est très incertaine; on peut toutefois espérer une réorientation de la politique économique, plus favorable à la croissance, à partir de 2015.

Le 24 mars 2014, Standard & Poor's a abaissé la note souveraine du Brésil à BBB-. L'agence justifiait sa décision par « la combinaison d'un dérapage fiscal, la perspective d'une exécution budgétaire médiocre dans un contexte de croissance faible, une capacité limitée à ajuster la politique économique avant l'élection présidentielle d'octobre, et un certain affaiblissement des comptes extérieurs ». Nous partageons ce point de vue, qui se limite au constat d'une détérioration de la situation économique du pays. Ce qui implique aussi que la probabilité d'abaissement, à court terme, de la note souveraine par les deux autres agences est élevée (en septembre, Moody's a abaissé la perspective de la note brésilienne de stable à négatif). S&P rappelait toutefois des éléments de robustesse du Brésil : des institutions relativement solides, la taille et la diversification de l'économie, et sa conviction d'un « engagement [des autorités brésiliennes] à préserver la stabilité économique ». L'"investment-grade" du pays n'est donc pas menacé, sauf dérapage majeur et très improbable de la politique économique. Restent les trois faiblesses invoquées par S&P : croissance médiocre, détérioration des finances publiques, et tensions sur la balance des paiements.



La médiocrité de la croissance. La croissance a été forte entre 2004 et 2008 : l'appréciation du prix des matières premières exportées et la redistribution interne des revenus (grâce à la politique sociale de Lula) ont alimenté un optimisme général des agents économiques locaux et étrangers quant au potentiel du pays. Après la crise de 2009, cet élan s'est cassé : les termes de l'échange sont en recul et surtout la politique de redistribution via l'impôt et les hausses de salaires et de retraites est maintenant devenue un handicap, affectant la compétitivité des entreprises brésiliennes. Celle-ci souffre aussi d'un investissement insuffisant (18% du PIB) du secteur public (d'où les graves lacunes des

infrastructures) comme du secteur privé (malgré des capacités de production proches de la saturation). L'économie brésilienne est entrée en récession cette année après deux trimestres consécutifs de recul du PIB. Le gouvernement brésilien maintient sa prévision de croissance à 0,7% pour 2014, ce qui semble désormais peu réaliste. Nous prévoyons une croissance du PIB nulle pour 2014 et légèrement supérieure pour 2015 (+0,9%).

La dégradation des finances publiques. Jusqu'en 2008, un effort budgétaire soutenu (l'excédent primaire atteignait alors 4,8% du PIB) avait permis une baisse de la dette publique (à 57% du PIB). En 2013, cet excédent n'était plus que de 1,8%, et devrait encore baisser en 2014 (notre prévision : 1,5%). Un dérapage majeur est improbable, mais un retour rapide à des excédents significatifs est tout autant : la capacité de prélèvement fiscal a atteint ses limites (36% du PIB), et les autorités s'avèrent pour le moment politiquement incapables de rationaliser les dépenses, y compris quand elles sont à l'évidence excessives (telles que les retraites).

Les tensions sur la balance des paiements. Un déficit courant de 81 mds USD (3,6% du PIB) a été enregistré en 2013. La dégradation lente mais régulière depuis 2006 des comptes extérieurs est due en partie à la quasi disparition de l'excédent commercial, mais aussi à la forte augmentation des importations de services, et notamment des postes "voyages" (-25 Mds USD en 2013) et "location d'équipements" (-19 Mds). Ces évolutions traduisent la perte progressive de compétitivité de l'économie, sous l'effet de l'augmentation de ses coûts en reais (salaires, logistique...) et d'un real encore très surévalué, malgré sa forte baisse depuis 2011. Une nouvelle correction sur le real est d'ailleurs un des risques les plus significatifs par rapport à notre scénario central, même si elle serait à certains égards souhaitable (pour l'industrie notamment). Mais depuis l'année dernière, la Banque centrale défend le real, craignant qu'une dépréciation trop rapide n'ait un impact aggravant sur une inflation toujours menaçante (+6,5% a/a en juillet). Le financement du déficit courant ne pose jusqu'ici pas de problèmes, les investissements directs étrangers se maintenant à un niveau élevé (64 Mds USD en 2013). Mais les investissements de portefeuille sont beaucoup plus volatils, sensibles aux humeurs des marchés, aux événements domestiques, et à la politique monétaire américaine.

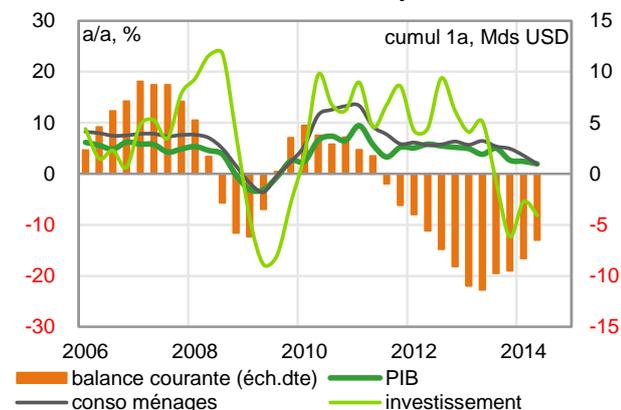
L'issue du scrutin présidentiel d'octobre 2014 est incertaine, comme la politique économique qui pourrait être menée après l'élection : poursuite de la politique actuelle (auquel cas la croissance risque de demeurer atone), ou mise en œuvre de réformes qui redonnerait du souffle à l'économie et permettrait de retrouver une croissance supérieure à 4%. ■

Chili

• Grâce à des taux de croissance élevés, une gestion économique prudente, des institutions démocratiques solides et une certaine stabilité politique, le Chili fait figure de modèle en Amérique latine. Cependant, des difficultés subsistent, telles que la faiblesse de l'investissement dans le capital humain, la persistance de fortes inégalités ou encore la qualité médiocre des services publics. En 2013, Michelle Bachelet s'est fait élire sur un vaste programme de réformes visant à améliorer ces points ; elle dispose d'une grande marge de manœuvre et du soutien de la population mais les attentes des Chiliens sont particulièrement élevées et le ralentissement économique ne joue pas en faveur du nouveau gouvernement.

Le Chili n'a pas été épargné par le ralentissement économique régional. La croissance du PIB a été de 5% en 2013, contre +5,8% a/a en 2012. Pour 2014, la Banque centrale (BCCh) prévoit une croissance comprise entre 2,5% et 3,5% mais ses prévisions sont sans cesse révisées à la baisse étant donné la mauvaise performance des deux premiers trimestres de l'année (2,4% a/a et 1,9% a/a). Nous prévoyons une croissance de 2,2% en 2014 puis une légère reprise en 2015. La consommation des ménages et les exportations soutiennent toujours l'activité mais l'investissement, auparavant l'un des principaux moteurs de l'économie, s'est largement affaibli en 2013 (+0,4%) et continue à reculer en 2014 (-5,5% a/a et -8,1% a/a au T1 et T2 2014). À mettre en perspective avec le taux de croissance moyen de l'investissement ces trois dernières années (13%)...

Activité et balance des paiements



Source : BCCh, CASA

La BCCh a les moyens de mener une politique monétaire expansive pour soutenir l'activité étant donné le faible niveau d'inflation. Le taux d'intérêt directeur a été abaissé à maintes reprises, passant de 5% en octobre 2013 à 3,5% en août 2014. Malgré la légère augmentation des prix à la consommation (4,5% a/a en juillet 2014 contre 3% a/a en décembre 2013), la BCCh devrait maintenir sa politique de baisse des taux. Le consensus prévoit un taux d'inflation autour de 4,4% en 2014, juste au-dessus de la cible officielle de la Banque centrale (entre 2% et 4%).

Encore excédentaire en 2012 (+0,6% du PIB en 2012), la balance fiscale a enregistré un déficit de 0,6% du PIB en 2013. Le solde budgétaire devrait rester stable cette année, malgré le programme de réformes du nouveau gouvernement qui ajoute une pression supplémentaire sur les finances publiques. Cependant,

l'augmentation des dépenses publiques (pour financer la réforme de l'éducation et des mesures sociales visant la réduction des inégalités) devrait être compensée par les recettes supplémentaires dégagées par la réforme fiscale (en supposant qu'effectivement la hausse des impôts rapporte 3 points de PIB en plus par année, comme cela est prévu). Malgré une tendance à la hausse de la dette publique, le ratio dette sur PIB reste largement soutenable (12,8% du PIB en 2013).

Depuis quelques années, la position extérieure du Chili s'est dégradée. La détérioration des termes de l'échange (particulièrement la modération du prix du cuivre qui représente 50% du total des exportations chiliennes) et le ralentissement de la demande chinoise ont inévitablement affecté l'économie chilienne. Cependant la tendance semble s'inverser depuis le début de l'année : en juillet, l'excédent commercial cumulé sur douze mois (6 Mds USD) n'avait jamais été aussi élevé depuis deux ans et la balance courante a commencé à se redresser au T2. Le ralentissement de la demande domestique explique l'amélioration de la balance commerciale : les importations ont reculé de 8,8% a/a au premier semestre 2014 alors que les exportations restaient stables. Par conséquent, **les risques de surchauffe de l'économie** – réels auparavant – **diminuent très clairement** : la dépense publique est toujours vigoureuse mais la consommation des ménages s'affaiblit (+1,9% a/a au T2 2014 contre +5,6% en 2013), et les importations et l'investissement baissent rapidement. Dans ce contexte, nous prévoyons une réduction du déficit courant à 2,1% du PIB en 2014 (contre -3,4% du PIB en 2013), avant une nouvelle hausse du déficit en 2015.

Michelle Bachelet a été élue pour un second mandat en décembre 2013 et a pris ses fonctions en mars 2014. Ces élections ont été marquées par le très faible taux de participation (42%, le niveau le plus bas depuis le retour de la démocratie en 1990), expliqué en partie par l'abandon du vote obligatoire. Mais cela reflète aussi la **détérioration de la confiance des Chiliens envers les partis politiques traditionnels et les institutions**. Les mouvements de protestation étudiante pendant le mandat de Sebastián Piñera ont également révélé la frustration d'une partie de la population chilienne, dont les revendications portaient sur l'amélioration des services publics et la réduction des inégalités. Le soutien de la population au gouvernement de Michelle Bachelet dépendra très clairement de l'application des réformes qui s'attaquent à ces problèmes (réformes éducatives, fiscales et constitutionnelles). Cependant, le ralentissement économique, l'hétérogénéité de la coalition politique qui porte le gouvernement et les attentes extrêmement élevées des Chiliens réduisent la marge de manœuvre de Michelle Bachelet. ■

Colombie

• La Colombie affichait un taux de croissance autour de 5% ces dix dernières années, sans pour autant que cela n'engendre des déséquilibres : l'inflation est maîtrisée, les finances publiques sont sous contrôle et le déficit courant modéré est aisément financé par les flux d'investissements directs étrangers. Néanmoins, l'économie colombienne a trois faiblesses : les infrastructures de transport désastreuses pèsent sur la croissance ; la persistance du conflit armé a des conséquences graves en termes de bien-être et de potentiel économique ; enfin, les inégalités sont parmi les plus élevées au monde et peu d'efforts sont faits pour les éliminer.

En 50 ans, la Colombie a connu une seule année de récession, en 1999. En 2014, la croissance devrait être au-dessus de la moyenne de ces dix dernières années (4,8%), grâce notamment à un excellent premier trimestre (6,4% a/a). D'autre part, le pays n'a jamais connu d'épisode d'hyperinflation (le « record » a été atteint en 1977, avec un taux d'inflation de 34%) et les prix à la consommation sont aujourd'hui stables à 2,9% a/a, en ligne avec la cible officielle de la Banque centrale. En terme de gestion des finances publiques, la Colombie fait encore une fois figure d'exception : la gestion budgétaire prudente depuis les années 1970 lui a valu d'échapper à la crise de la dette de 1982-1983 qui a pourtant touché l'ensemble de la région. Dès le milieu des années 1980, la Colombie était alors classée « *investment-grade* ». Mais, des conséquences inattendues de la réforme constitutionnelle de 1991, la détérioration de la règle de droit accompagnée d'une insécurité croissante ont conduit au creusement du déficit public entre 1995 et 2004, en même temps que la monnaie se dépréciait rapidement. Le ratio dette publique sur PIB passe alors de 14% en 1996 à 46% en 2002 et entraîne la perte de l'*investment-grade*. La position fiscale s'est depuis améliorée ; une règle fiscale a été mise en place en 2011 et la dette publique est retombée à 35% du PIB.

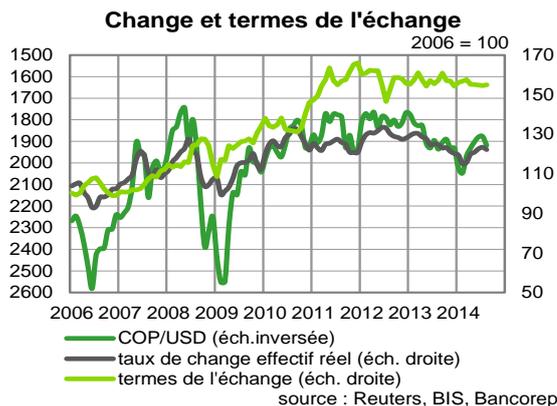
Le déficit courant s'est creusé ces dernières années mais il reste soutenable (3,3% du PIB en 2013) et il est aisément financé par les flux d'IDE qui s'orientent principalement vers les secteurs pétrolier et gazier. Le déficit courant devrait légèrement diminuer au cours des prochaines années. En revanche, un risque de maladie hollandaise pèse sur le pays. La part des matières premières dans les exportations a considérablement augmenté, passant de 65% du total en 2005 à 83,5% en 2012 (dont 51% de pétrole). Parallèlement, la part de produits manufacturés dans les exportations s'est largement affaiblie. La Colombie n'est pas un grand producteur de pétrole ; aujourd'hui, la production atteint 1 million de barils par jour et ne pourra pas se déployer beaucoup plus. Cependant, le développement du secteur pétrolier, l'augmentation des exportations de charbon (81 millions de tonnes en 2012 : la Colombie est le 5^e exportateur mondial) et l'intérêt croissant des investisseurs étrangers (les flux d'IDE sont passés de 1,7 Md USD en 2003 à 16,4 Mds USD en 2013) ont entraîné l'appréciation du peso. La devise colombienne s'est appréciée de 69% entre février 2003 et mai 2012, avec un pic en 2008. Depuis, le peso s'est déprécié, mais l'ampleur de l'appréciation passée a largement affecté l'industrie manufacturière locale.

Trois autres contraintes pèsent sur la croissance : des infrastructures inadaptées, un manque de sécurité et des inégalités profondes.

Les projets d'**infrastructure** se heurtent à un problème insoluble : à taille équivalente, la Colombie est sans doute le pays à la géographie la plus accidentée. Mais, au-delà de cette seule barrière physique, il y a l'insuffisance de l'investissement public liée au manque de ressources budgétaires, le mauvais management des grands projets d'infrastructure et la corruption. Les efforts du gouvernement actuel concernant les infrastructures de transport méritent d'être soulignés. Mais cet effort devra être soutenu pendant plusieurs années et généralisé à l'ensemble des infrastructures.

Le **risque politique** colombien n'est pas aussi important que ce que l'on a tendance à affirmer ; il est d'ailleurs certainement plus faible qu'au Mexique ou au Pérou. Étant donnée l'histoire récente du pays, la gauche radicale a peu de soutien et un changement de politique économique vers un modèle « alternatif » est donc peu probable. Le risque politique se traduit principalement par la persistance du conflit armé.

La violence dans les zones rurales mine le potentiel de l'agrobusiness, affecte l'épargne et l'investissement et a surtout un coût humain considérable. De nombreuses familles ont été obligées d'émigrer vers les banlieues pauvres des grandes villes : on estime le nombre de déplacés internes à 2,5 millions, sans doute le phénomène de déplacés internes le plus important au monde. Actuellement, des négociations se tiennent à la Havane entre le gouvernement et les FARC. Une résolution du conflit semble envisageable et la population l'a implicitement approuvée à travers la réélection de J.M. Santos, l'instigateur des négociations. Pour autant, un accord de paix formel et son application prendront du temps, sans mentionner l'installation d'une véritable paix. Les migrations internes ont inévitablement aggravé les **inégalités**. Certes, il existe quelques programmes de transferts monétaires, mais c'est loin d'être suffisant étant donné l'ampleur du problème. Une réforme fiscale doit être votée dans les prochaines années : une opportunité pour les autorités d'instaurer une politique véritablement redistributive, susceptible, à terme, d'élever le potentiel de croissance. ■





Mexique

• **L'économie mexicaine n'a crû que de 1,3% en 2013, bien en-dessous de son taux de croissance moyen déjà modeste de 2,5% depuis 1994. Le président Peña Nieto a cependant lancé dès sa prise de fonction une vague de réformes sans précédent depuis 20 ans : réformes éducative, énergétique, fiscale, bancaire... et même électorale. Elles ont déjà impacté favorablement l'image du Mexique et pourraient, à moyen terme, améliorer le potentiel de croissance. Celui-ci restera toutefois bridé par des structures sociales figées, que les autorités ne semblent pas décidées à faire évoluer.**

La très mauvaise performance de 2013 (+1,3%) est en partie due à des raisons conjoncturelles : le ralentissement de l'activité aux États-Unis, en particulier au 1^{er} semestre, et les retards dans les décaissements publics suite au changement d'administration à Mexico, qui ont sévèrement affecté un secteur de la construction déjà mal en point (-4,5% en 2013). La tendance pour 2014 reste à confirmer : la construction reprend (moyennant un déficit budgétaire en hausse, même s'il reste maîtrisé), mais la production manufacturière a piétiné au 1^{er} trimestre, et la croissance du PIB est restée médiocre (+0,7% a/a). Un rebond se dessine au 2^e trimestre : +2,7% a/a pour le PIB, et +4,1% a/a pour la production manufacturière. De même, l'annonce d'un vaste programme d'investissement en projets d'infrastructure sera un moteur de croissance essentiel à court terme, permettant de soutenir la reprise de la consommation privée et de la construction. Mais le mauvais acquis du début d'année contraindra la croissance en 2014 (notre prévision : +2,0%), avant une reprise plus nette en 2015 (+3,2%).

Le président Peña Nieto a pris, dès sa prise de fonctions en décembre 2012, l'initiative de réformes majeures, notamment de l'éducation, des secteurs pétrolier et gazier, et de la fiscalité. L'objectif général de ces réformes est bien sûr d'accroître le potentiel de croissance. Elles ont déjà eu un impact favorable sur la perception du Mexique par les analystes (ainsi le récent *upgrade* du souverain par Moody's) et les marchés. **La plus emblématique des réformes est l'ouverture du secteur énergétique à l'investissement privé.** Elle permet d'espérer une relance d'une production pétrolière aujourd'hui stagnante, car le potentiel est très probablement présent en eaux profondes dans le Golfe du Mexique et dans les schistes du nord du pays. La compagnie pétrolière nationale, Pemex, est en effet incapable d'entreprendre ces investissements : en raison de la captation de l'essentiel de ses revenus par le budget de l'État, mais aussi de sa propre inefficience. Mais cette relance sera lente, les délais de négociation des contrats, d'exploration et de construction la repoussant au mieux à la fin de cette décennie. En outre, une augmentation de la production n'aurait pas d'impact direct majeur sur l'économie mexicaine, qui n'est pas une économie pétrolière : l'impact se ferait *via* le budget, à qui elle pourrait redonner des marges de manœuvre. **Cela viendrait appuyer une réforme fiscale qui a dans l'ensemble déçu.** Au-delà de l'élimination de quelques "niches" et d'un alourdissement modéré de la fiscalité directe sur les personnes, l'effort d'élargissement de l'assiette fiscale a été modeste. Parce qu'une partie significative de l'économie reste "informelle" et difficile à taxer, mais aussi parce que les autorités mexicaines semblent finalement peu intéressées à renforcer les capacités d'intervention de l'État, en particulier dans le domaine social.

Pourtant, on peut s'interroger sur la soutenabilité du modèle socio-économique mexicain. Celui-ci doit être crédité de succès réels, comme la forte progression des exportations industrielles, allant jusqu'à la reconquête de parts de marchés aux États-Unis (12,4% des importations totales en 2013), malgré la concurrence chinoise. La proximité du marché nord-américain est pour le Mexique un avantage comparatif évident, décisif pour certains biens pondéreux, comme l'automobile (plus de 3 millions de véhicules produits par an) ou l'électroménager.

Mais les principaux secteurs exportateurs vers les États-Unis sont des activités de montage, et le plus souvent des filiales d'entreprises étrangères, qui trouvent au Mexique une main-d'œuvre abondante (le sous-emploi est massif, au-delà du taux de chômage officiel de seulement 4,7%) et bon marché. L'écart avec la Chine sur le coût du travail dans l'industrie a pratiquement disparu, alors que le rapport était de 1 à 10 en 1994. Et à côté de l'industrie exportatrice, parfois moderne et compétitive, subsiste un secteur informel à la productivité très faible et encore étonnamment large pour un pays "à revenu moyen" : 65% de la population active n'a ainsi pas accès à des prestations de santé via son activité professionnelle. **Ce "modèle" de faible productivité / bas salaires / informalité élevée pèse sur la croissance, car il bride la consommation des ménages** : celle-ci n'a ainsi progressé depuis 20 ans que de 2,9% par an. L'orthodoxie budgétaire ayant par ailleurs limité la croissance de la consommation publique à 1,4% par an (soit moins que la population !), celle du PIB est arithmétiquement contrainte, car ces deux composantes en représentent respectivement 69% et 12%.

L'impact de la faible progression des revenus sur la consommation est aggravé par les inégalités dans la distribution des revenus. Celles-ci sont du même ordre que celles observées dans la moyenne de l'Amérique latine (la région la plus inégalitaire au monde). Mais le Mexique se distingue dans la région par le fait que la réduction de la pauvreté y semble plus lente qu'ailleurs. On ne peut pas ne pas rapprocher cette médiocre performance sociale de la faible capacité et de la faible volonté d'intervention de l'État. **Cette structure sociale figée est source d'un certain inconfort, car elle est porteuse de risques.** Les frustrations sociales ont longtemps trouvé un exutoire dans l'émigration vers les États-Unis. Mais elles contribuent aussi à la montée de la violence dans le pays, qui a un coût économique : certains secteurs comme le tourisme ou les services médicaux ne se développent pas comme la proximité du marché nord-américain devrait leur permettre. **Mais le principal risque est politique** : une part significative de la population pourrait être prête à entendre un discours plus radical, dont la mise en œuvre éloignerait le pays de la confortable orthodoxie économique actuelle. ■

Pérou

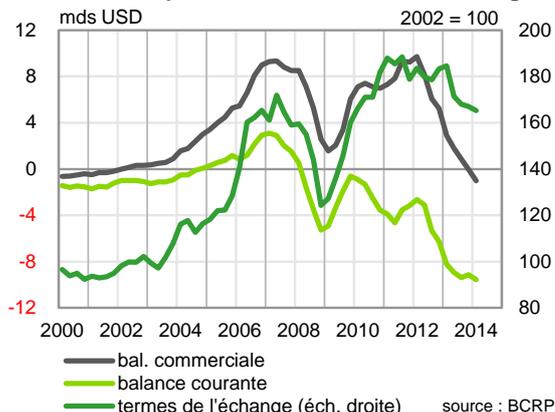
• Le Pérou a longtemps affiché des taux de croissance parmi les plus élevés de la région. Pourtant, depuis 2013, le ralentissement de la demande externe et domestique affecte l'économie péruvienne ; des secteurs clés tels que l'activité minière ou la construction en ont été les premiers touchés. Mais les fondamentaux macroéconomiques du Pérou sont solides et lui permettent de résister aux conditions extérieures moins favorables.

L'environnement extérieur ne soutient plus l'activité, comme cela a été le cas dans les années 2000. En 2013, le PIB a enregistré une croissance de 5,8%. Cette croissance élevée s'est maintenue jusqu'au T1 2014 (+5,1% a/a) mais a brusquement chuté au T2 2014 (1,7% a/a) et était seulement de 0,3% en juin. Pour 2014, bien que le consensus s'accorde sur une croissance autour de 4,3%, nous prévoyons une croissance de 2,5%. Le ralentissement est en partie dû à l'émergence de conditions extérieures moins favorables que par le passé et plus particulièrement la modération des prix des métaux qui constituent 60% du total des exportations péruviennes. À la contrainte externe s'ajoute le ralentissement de l'activité domestique, affectée par des contraintes d'offre dans les secteurs minier et manufacturier (ce dernier s'est contracté de 3,5% a/a au T2 2014) et d'une demande locale affaiblie. L'investissement a chuté de 4% a/a au T2 2014 et la construction, l'un des moteurs de la croissance lors de la dernière décennie, s'est contractée de 0,4% a/a au T2 2014, loin des +10% enregistrés au premier semestre 2013. Dans ce contexte de ralentissement économique, la Banque centrale commence à relâcher sa politique monétaire étant donné le niveau d'inflation faible (3,3% en juillet) bien que légèrement supérieur à la cible officielle (de 1% à 3%).

Les taux de croissance élevés durant ces dix dernières années et la gestion prudente des finances publiques permettent au Pérou de mieux résister face aux conditions externes défavorables. L'État a les moyens de prendre le relais de la consommation privée, d'où la diminution de l'excédent budgétaire (la consommation publique a augmenté de 7,4% a/a au S1 2014) et la croissance forte de l'investissement public (+15% en 2013). Le ratio dette publique/PIB est soutenable (19,2% du PIB en 2013) et continue à diminuer. Enfin, une réforme fiscale a été votée en octobre 2013 pour renforcer la nature contra-cyclique de la dépense publique, via la création d'un fonds de stabilisation et la fixation d'un déficit budgétaire structurel à 1% du PIB.

Les principaux risques auxquels doit faire face l'économie péruvienne sont liés à la détérioration de sa position extérieure. La diminution des termes de l'échange (-13% en avril 2014 par rapport à la moyenne de 2011) et le ralentissement de la production minière sont à l'origine du déficit commercial. Il s'élevait à -1,8 Md USD en juin 2014 (cumulé sur 12 mois) contre un excédent de 5,2 Mds USD en 2012. Le déficit courant s'est donc encore creusé (-4,5% du PIB en 2013 contre -3,3% du PIB en 2012). Nous prévoyons un déficit courant de l'ordre de 5,8% du PIB en 2014. Jusqu'à présent, le déficit a été facilement financé par les flux de capitaux privés mais le Pérou reste vulnérable dans un contexte de normalisation de la politique monétaire américaine et d'augmentation de l'aversion au risque émergent.

Balance des paiements et termes de l'échange



Mais des déséquilibres internes sont également à l'origine du creusement du déficit courant. L'économie péruvienne est en surchauffe : entre 2005 et 2013, la demande domestique a pratiquement doublé (+90% en volume), grâce à une croissance remarquable dans le secteur de la construction (+150%). Cela a aussi entraîné une croissance des importations de l'ordre des 130%. Ce schéma était possible – bien que risqué – tant que les volumes et les prix des produits exportés avaient tendance à augmenter rapidement. Ce n'est plus le cas aujourd'hui, et un ajustement (qui implique aussi un ralentissement de la croissance du PIB) est alors nécessaire.

Les risques d'instabilité politique existent bel et bien mais ne sont pas alarmants. Le taux d'approbation du président Ollanta Humala se maintient à un niveau faible (29% en août) à cause de scandales de corruption à répétition et de l'ingérence de la première dame Nadine Heredia dans la gestion gouvernementale. À cela s'ajoutent la forte polarisation au sein du Congrès et les changements répétés de l'équipe gouvernementale. Ollanta Humala devrait pouvoir compléter son mandat (qui s'achève en 2016) sans problèmes majeurs mais la coalition actuellement au pouvoir risque de s'affaiblir entre temps. En revanche, la situation sociale est plus inquiétante. Les mouvements sociaux se sont généralisés (parfois même bloquant de grands projets tels que celui de la mine de cuivre et d'or Conga), malgré la croissance élevée et l'amélioration du niveau de vie (le PIB par habitant a augmenté de plus de 50% depuis 2008). Il existe une forte polarisation entre la côte et les montagnes, avec, d'une part, une classe moyenne urbaine qui a profité de la croissance des années précédentes et d'autre part, une grande partie de la population toujours marginalisée et pauvre. Le ralentissement économique actuel risque d'amplifier les inégalités ou du moins leur perception, même si le Pérou continuera à croître à des niveaux supérieurs au reste de la région. ■

Venezuela

• **Le Venezuela dispose des réserves de pétrole parmi les plus importantes au monde. Pourtant, tous les indicateurs sont au rouge. L'économie est en récession, l'inflation a passé la barre des 60%, le pays est au bord du défaut de paiement et le risque politique est élevé. Le modèle chaviste qui a permis une réduction spectaculaire des niveaux de pauvreté et d'inégalité a aussi entraîné de nombreux déséquilibres qu'il sera difficile de résorber...**

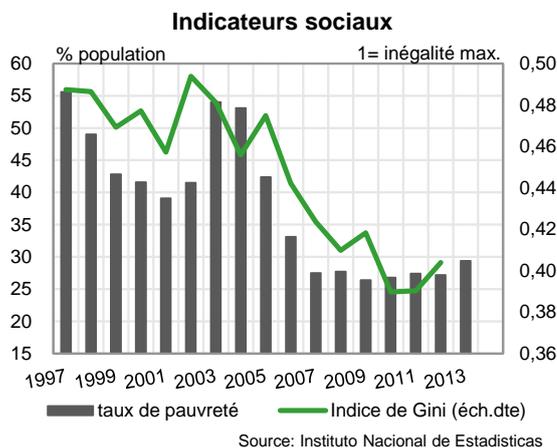
Le PIB devrait se contracter de 3% en 2014 après une croissance déjà décevante en 2013 (+1,3% a/a). La consommation privée était encore soutenue en 2013 (+4,7%) mais elle est de plus en plus affectée par l'inflation extrêmement élevée (65% a/a en 2014). **La dépense publique, marque de fabrique du modèle chaviste, a moins progressé** en 2013 (passant de 6,3% a/a en 2012 à 3,3% a/a en 2013) et devrait encore ralentir en 2014. Enfin, l'investissement s'est contracté de 9% a/a en 2013 (et devrait reculer de 6% a/a en 2014), une chute considérable par rapport à 2012 (+23,3% a/a). **L'insuffisance de l'investissement affecte les capacités productives** qui se sont déjà fortement dégradées au cours des dix dernières années : les secteurs hors pétrole ont été laissés à l'abandon. L'agriculture et l'industrie (en grande partie nationalisée et très mal gérée) ne pourront pas redémarrer sans des investissements conséquents. L'insuffisance de l'investissement explique aussi en partie la diminution de la production pétrolière depuis 2000 (-30% entre novembre 2000 et avril 2014). Outre le manque de financement, l'industrie vénézuélienne doit faire face à des difficultés internes : faible compétitivité du secteur industriel hors pétrole, « rareté » des biens d'équipements en raison des restrictions aux importations et de l'accès limité aux devises.

Il y a peu de visibilité sur les finances publiques vénézuéliennes. Le solde budgétaire est devenu déficitaire en 2008 et le déficit n'a cessé de se creuser depuis (-6% du PIB en 2013). Le retour à l'équilibre budgétaire est conditionné par la mise en place d'une véritable politique fiscale. Une baisse des dépenses publiques semble difficile aujourd'hui étant donné la faible popularité du gouvernement Maduro. Certaines mesures sont pourtant indispensables, telles que la hausse du prix de l'essence, aujourd'hui subventionnée par PDVSA à hauteur de 12,5 Mds USD par an, ce qui fait du litre d'essence vénézuélienne le moins cher du monde depuis quinze ans : environ 2 centimes USD.

Le Venezuela possède 20% des réserves pétrolières mondiales, et pourtant, sa position extérieure se dégrade. Les exportations reculent depuis 2013 (-6,2% a/a ; le consensus prévoit une contraction de 4,3% pour 2014) et les revenus pétroliers ne compensent plus les sorties de capitaux (prêts à l'étranger par les résidents, thésaurisation en USD et fuite des capitaux largement expliqués par un environnement des affaires déplorable). Cela explique la réduction de l'excédent courant (1,7% du PIB au T3 2013 – dernier chiffre publié à cette date, contre 4,2% du PIB un an auparavant) et la diminution rapide des réserves de change (21,6 Mds USD couvrant un peu moins de 6 mois d'importations). Face à la détérioration de la balance courante, le gouvernement a renforcé le contrôle des changes pour restreindre davantage les importations (-9,7% a/a en 2013), avec pour unique résultat l'augmentation des pénuries.

En septembre, Standard & Poor's a abaissé le rating vénézuélien à CCC+, une note qui signale normalement un risque accru de défaut de paiement dans les deux années à venir : **c'est justement le cas du Venezuela qui manque cruellement de liquidités pour rembourser ses emprunts.** D'ici la fin de l'année, le Venezuela doit honorer plusieurs échéances de dette d'un montant total de 6,5 Mds USD, l'équivalent d'un tiers des réserves du pays. Bien que Nicolás Maduro réaffirme régulièrement sa volonté de payer, les marchés s'inquiètent d'un **possible défaut sur la dette externe vénézuélienne**, qui s'élève à 80 Mds USD.

En fait, **les revenus pétroliers – captés par l'État ne peuvent plus couvrir simultanément le service de la dette et les subventions à l'économie.** Dans ce contexte détérioré, un constat s'impose : **le modèle chaviste n'est plus soutenable.** Le gouvernement Chávez a largement profité du boom du prix des matières premières au cours des années 2000 pour instaurer un modèle basé sur la subvention de nombreux biens et services et des dépenses publiques élevées destinées aux populations pauvres. Ce n'est plus possible aujourd'hui – ou en tout cas pas dans les mêmes proportions – en raison de la modération des prix du pétrole et des contraintes d'offre. D'ailleurs, **les niveaux de pauvreté et d'inégalités** qui avaient considérablement chuté depuis l'arrivée de Chávez au pouvoir **sont en train de remonter.**



Une partie de l'année 2014 a été marquée par des **mouvements de protestation violents** rassemblant des étudiants, des membres de la classe moyenne et des Vénézuéliens usés par l'insécurité croissante et la dégradation de la situation économique. Le gouvernement et l'opposition ne sont pas parvenus à un accord : l'opposition, qui n'a pas réussi à s'imposer par la voie électorale depuis quinze ans, ne parvient pas à affaiblir le soutien des classes populaires au modèle chaviste ; elle est divisée et en partie radicalisée. Du côté du pouvoir, Nicolás Maduro est dépourvu du charisme et de la popularité de son prédécesseur, et dérive de plus en plus vers l'autoritarisme. ■



Données structurelles ¹	population	PIB	PIB ppa / hab	taux de croissance 2000-2013	exportations 2013	exportations % mat. 1ères 2010-2012	IDH 2013	gouvernance 2012	Doing Business 2014
	mios. hab	mds. USD	USD	moy. ann., %	mds. USD	% total	classement ²	moy. KKZ ³	classement ⁴
	Brésil	202,8	2244	12220	3,3	242,0	65,0	79	53,2
Mexique	117,5	1302	18600	2,1	380,0	27,3	71	52,2	53
Argentine	42,7	505	20800	3,9	81,7	68,4	49	33,2	126
Colombie	49,5	396	11460	4,3	59,9	81,3	98	51,4	43
Venezuela	40,6	311	13320	3,3	97,3	95,2	67	6,3	181
Chili	17,7	260	23270	4,4	76,7	88,3	41	89,9	34
Pérou	30,8	205	11550	5,7	42,2	89,0	77	48,1	42
Equateur	16,3	101	11910	4,5	25,7	91,1	98,0	33,2	135
Rép. Dominicaine	10,8	63	13150	5,0	9,5	33,6	102	38,9	117
Guatemala	16,3	58	7670	3,4	6,3	64,1	125	36,7	79
Uruguay	3,4	56	17590	3,4	10,3	75,2	50	71,5	88
Costa Rica	5,0	53	14430	4,4	11,5	39,8	68,0	60,5	102
Am. Latine & Caraïbes	611	5773	12998	3,4	1111	57,9	78,0	50,9	102

Croissance, prix, et échanges	PIB (a/a, %)			inflation (a/a, %)			balance courante (% du PIB)		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
	Brésil	2,5	0,0	0,9	6,2	6,4	6,5	-2,4	-3,6
Mexique	1,3	2,0	3,2	3,8	3,8	3,6	-1,3	-2,1	-1,4
Argentine *	2,9	-1,0	1,0	20,7	36,0	27,0	0,0	-0,7	-0,6
Colombie	4,7	5,0	5,0	2,0	2,8	2,8	-3,1	-3,3	-3,9
Venezuela	1,3	-3,0	-1,0	40,6	65,0	55,0	2,9	3,4	7,8
Chili	4,1	2,2	3,1	2,1	4,2	3,4	-3,4	-3,4	-2,1
Pérou	5,8	2,5	2,8	2,8	3,5	3,4	-3,3	-4,5	-5,6
Equateur	4,2	4,2	3,5	2,7	3,4	3,7	-1,4	-2,3	-3,0
Rép. Dominicaine	4,1	4,5	4,1	4,8	3,9	4,2	-4,1	-4,3	-4,0
Guatemala	3,5	3,5	3,5	4,3	3,7	4,4	-2,7	-2,6	-2,8
Uruguay	4,8	3,2	3,8	8,6	8,8	7,5	-5,4	-5,5	-1,6
Costa Rica	3,5	3,8	4,1	5,2	6,0	5,6	-5,1	-5,1	-5,1
Am. Latine & Caraïbes	2,7	1,1	2,1	8,7	11,8	9,7	-2,6	-2,2	-2,1

Finances publiques Risques	solde primaire (% du PIB)			dette publique (% du PIB)			CDS 5 ans	notation S&P / Moody's / Fitch
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	23/09/2014	23/09/2014
	Brésil	2,8	2,0	2,4	56,8	58,9	59,6	142
Mexique	-0,5	-1,8	-1,3	31,1	32,7	33,7	76	BBB+ / A2 / BBB+
Argentine	-0,7	-0,8	-0,7	32,6	42,9	46,6	2792	SD / Caa1 / RD
Colombie	0,0	-0,1	0,2	34,6	34,7	34,3	85,2	BBB / Baa2 / BBB
Venezuela	-3,4	-2,1	-0,7	24,8	35,4	40,1	1660	CCC+ / Caa1 / B
Chili	0,0	0,0	-0,2	12,8	13,4	14,1	68	AA- / Aa3 / A+
Pérou	1,8	1,2	1,0	19,2	17,9	16,6	94	BBB+ / A3 / BBB+
Equateur	-4,0	-4,0	-3,0	25,9	29,5	31,9	nd	B+ / Caa1 / B
Rép. Dominicaine	-0,5	-0,5	-0,2	39,2	41,8	44,4	367	B+ / B1 / B
Guatemala	-0,6	-0,6	-0,6	24,6	25,0	25,4	222	BB / Ba1 / BB
Uruguay	0,9	-0,1	0,5	39,8	41,7	41,4	137	BBB- / Baa2 / BBB-
Costa Rica	-2,9	-3,4	-3,8	36,0	39,0	41,7	260	BB / Baa3 / BB+
Am. Latine & Caraïbes	0,6	0,1	0,5	39,6	42,2	43,1		

¹ chiffres 2014 (prévisions) sauf indication contraire

² Indice de Développement Humain, sur 187 pays

³ moyenne des KKZ 3 à 6, note de 0 (minimum) à 100 (maximum)

⁴ sur 185 pays

* compte tenu des controverses sur l'indice officiel, l'inflation est une estimation CASA

Sources : instituts statistiques locaux, Banques centrales, PNUD, Banque Mondiale, CEPALC, EIU, S&P's, Moody's, Fitch, Thomson Reuters, Crédit Agricole SA

Achévé de rédiger le 30 septembre 2014

Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe
12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille - **Rédacteurs en chef** : Jean-Louis Martin, Catherine Lebourg

Documentation : Dominique Petit - **Statistiques** : Robin Mourier

Secrétariat de rédaction : Véronique Champion-Faure

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Etudes Economiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

iPad : l'application **Etudes ECO** disponible sur l'App store

Android : l'application **Etudes ECO** disponible sur Google store

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.