

Amérique du Sud : bientôt la lumière au bout du tunnel? Des opportunités pour les investisseurs téméraires

Plusieurs facteurs ont miné la croissance économique en Amérique du Sud au cours des dernières années. La baisse des prix des matières premières, le ralentissement du commerce mondial et de l'économie chinoise ainsi que de nombreux problèmes politiques ont causé des difficultés à cette région. On remarque que le Brésil et l'Argentine ont été particulièrement touchés. Toutefois, la situation semble maintenant s'améliorer, aidée par des réformes politiques encourageantes. Les prochaines années s'annoncent donc meilleures pour l'Amérique du Sud ainsi que pour les investisseurs qui s'intéressent à cette région.

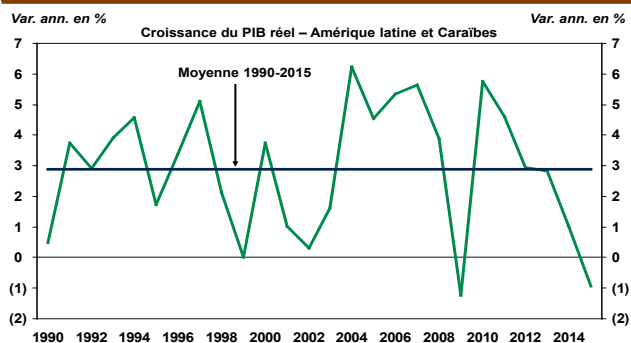
Depuis 1990, la moyenne de la progression annuelle du PIB réel pour l'ensemble de l'Amérique latine est proche de 3,0 %. Cependant, après des années de croissance économique rapide aidée par un boom des matières premières, l'Amérique du Sud¹ a récemment connu une période plus sombre (graphique 1). La diminution des prix des matières premières, la faiblesse de la demande chinoise, une inflation élevée causée en bonne partie par la chute des devises sud-américaines face au dollar américain et des nombreux problèmes politiques ont même fait tomber en récession quelques pays de la région, le Brésil en premier lieu. Pour la première fois en trente ans, l'Amérique du Sud semble sur le point de connaître en 2015 et en 2016, deux années consécutives de contraction du PIB réel. Ce revers de conjoncture s'observe parmi quelques pays de la région (graphique 2), mais notamment au Brésil dont le poids (avec environ 3 % du PIB mondial selon la parité du pouvoir d'achat [PPA] en 2014) est particulièrement important.

UNE CROISSANCE DÉPENDANTE DU CONTEXTE MONDIAL ET DU MARCHÉ DES MATIÈRES PREMIÈRES

La faiblesse de l'économie brésilienne en particulier et des économies sud-américaines en général est en partie due au

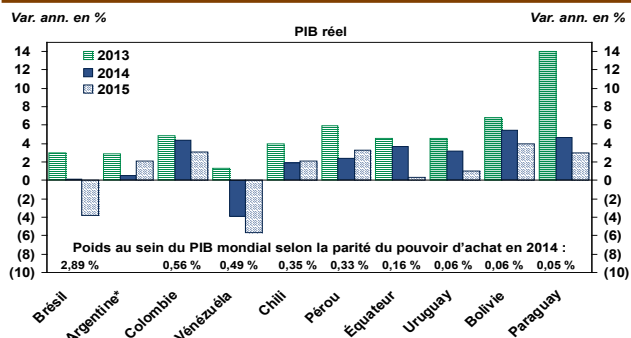
¹ Ce document traite surtout des principaux pays de l'Amérique du Sud. Toutefois, certaines données publiées par des groupes internationaux comme la Banque mondiale et le Fonds monétaire international couvrent l'Amérique latine (qui comprend aussi les pays d'Amérique centrale, incluant le Mexique) ainsi que les Caraïbes. Nous avons publié une analyse portant sur le Mexique en mai 2016, www.desjardins.com/ressources/pdf/pv160505-f.pdf?resVer=1462452732000.

Graphique 1 – Depuis deux ans, la croissance se situe bien en deçà de la moyenne historique



Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

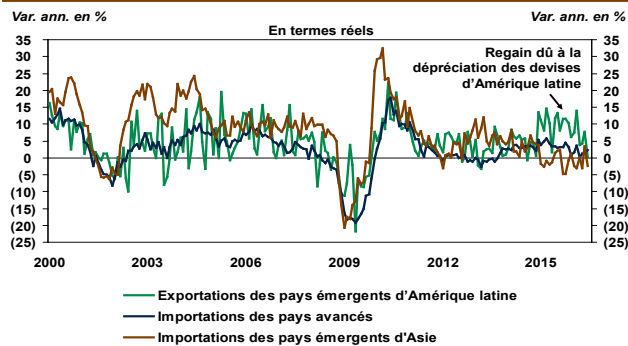
Graphique 2 – La plupart des pays d'Amérique du Sud ont connu un ralentissement au cours des dernières années



* La Banque mondiale ne calcule pas de PIB selon la parité du pouvoir d'achat pour l'Argentine.
Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

ralentissement de l'économie mondiale. La croissance plus lente des importations de la part des pays avancés, mais aussi des pays émergents comme la Chine, a fait particulièrement mal (graphique 3).

Graphique 3 – La croissance des exportations des pays émergents d'Amérique latine suit bien le cycle mondial



Sources : CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis et Desjardins, Études économiques

En fait, la montée de l'économie chinoise depuis le début des années 2000 a eu des conséquences négatives importantes sur le secteur sud-américain de la fabrication. Selon la Banque mondiale, la concurrence chinoise aurait amené entre 2001 et 2011 un manque à gagner de plus de 6 % des exportations brésiliennes de produits manufacturiers. Pour le reste de la région, ce manque à gagner se situe entre 3 % et 7 %. De l'autre côté, le développement rapide de la Chine a provoqué un gonflement de plus de 10 % des exportations agricoles et de 20 % des produits miniers. Si la conjoncture mondiale, avec la Chine en premier lieu, influence clairement le volume des exportations provenant d'Amérique du Sud, elle dicte également le type de ses exportations.

Le marché des matières premières a donc pris une importance grandissante pour les économies sud-américaines au cours du dernier cycle haussier. Les prix du pétrole sont notamment névralgiques pour les exportations et les investissements de la Colombie, de l'Équateur et du Vénézuéla. Le Brésil, le Chili et le Pérou sont aussi largement dépendants des matières premières, notamment dans le secteur minier et agricole.

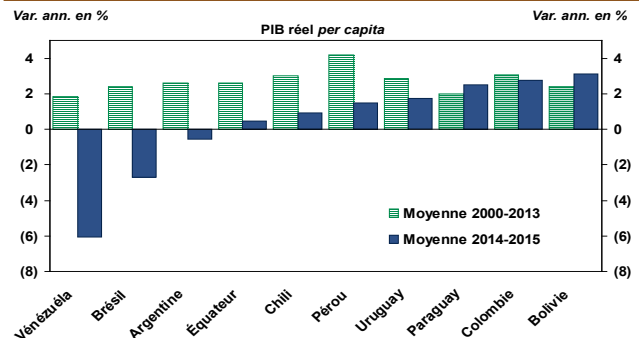
Il ne faut cependant pas négliger l'influence des mouvements de devises sur le commerce, surtout s'ils sont prononcés comme cela a été le cas au cours des dernières années. Ainsi, malgré une croissance mondiale encore lente en 2015, les exportations réelles brésiliennes ont grimpé de 6,1 % l'an dernier grâce à la baisse du réal.

LA PAUVRETÉ EST ENCORE TRÈS PRÉSENTE

Malgré les avancées des dernières décennies, la pauvreté demeure importante en Amérique du Sud, et la situation s'est

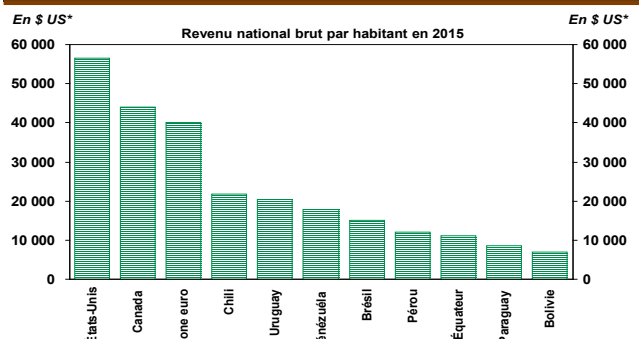
détériorée au cours des dernières années avec des reculs du PIB réel par habitant au Vénézuéla, au Brésil et en Argentine (graphique 4). On remarque aussi que le revenu national par personne demeure extrêmement bas en Amérique du Sud par rapport aux pays avancés (graphique 5). Mais la plupart des principaux pays de la région se trouvent dans une meilleure position que la Chine ou l'Inde.

Graphique 4 – Le PIB per capita s'est aussi détérioré dans certains pays de la région



Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

Graphique 5 – Les pays d'Amérique du Sud se situent loin derrière le peloton en termes de revenu par habitant



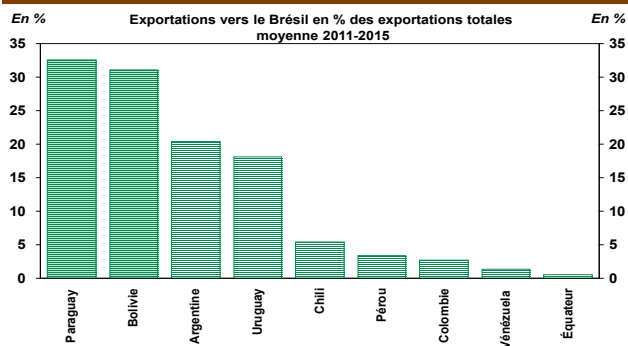
* Selon la parité du pouvoir d'achat.
Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

LE CAS DU BRÉSIL

Avec un PIB se classant au 7^e rang mondial selon la PPA, le Brésil est de loin l'économie la plus importante d'Amérique du Sud. Il représente 42 % de l'Amérique latine excluant le Mexique. Ainsi, les aléas de son économie affectent grandement les autres pays de la région. Le Brésil occupe une place prépondérante dans les exportations de l'Argentine, de la Bolivie, du Paraguay et de l'Uruguay (graphique 6 à la page 3). On remarque du même souffle que malgré son poids, la demande brésilienne est beaucoup moins importante pour les pays de la côte Pacifique du continent. Dans le cas du Vénézuéla, de la Colombie et de l'Équateur, la principale destination des

exportations est les États-Unis. Pour le Chili et le Pérou (ainsi que pour le Brésil), c'est la Chine.

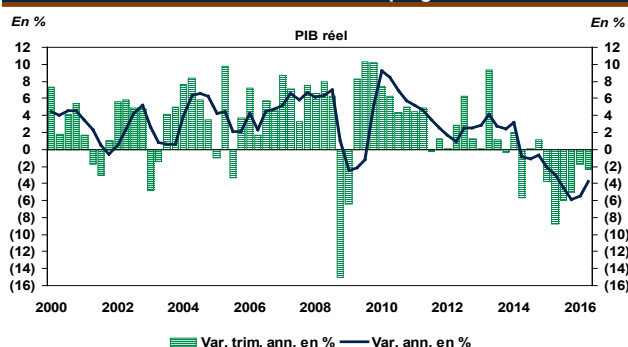
Graphique 6 – Le Brésil est une destination importante pour plusieurs pays d'Amérique du Sud



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

L'économie brésilienne a bien performé au cours des années 2000 si l'on fait abstraction de la chute de l'économie mondiale en 2008-2009 (graphique 7). Elle a enregistré entre l'année 2000 et la mi-2013 une croissance réelle moyenne de 3,6 %. Ses exportations ont notamment profité de la hausse des prix des matières premières (fer, pétrole, etc.) et des denrées agricoles (soya, sucre, café, etc.). Elle a aussi profité de l'essor général envers les pays émergents, notamment en faisant partie du BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine), nouveau pôle de croissance mondiale. L'investissement étranger a d'ailleurs progressé assez rapidement pour atteindre une variation annuelle moyenne de 19,6 % entre 2000 et 2013. Une politique budgétaire relativement expansionniste sur l'ensemble de la période a aussi appuyé la croissance.

Graphique 7 – Jusqu'à la récente période de faiblesse, l'économie brésilienne a assez bien progressé

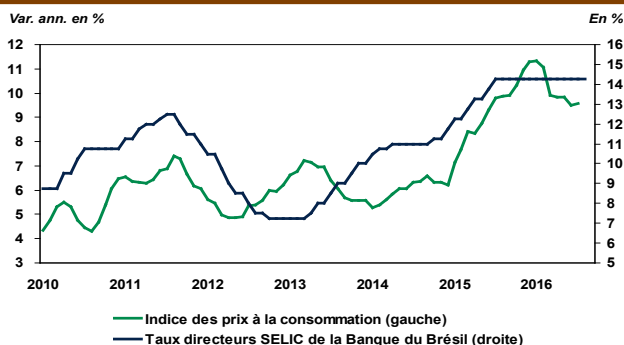


Sources : Central Statistical Organisation et Desjardins, Études économiques

Ce cercle vertueux a toutefois fait place à une situation bien plus difficile. La chute des prix des matières premières, les scandales politiques et financiers — touchant particulièrement Petrobras la principale entreprise brésilienne —,

le ralentissement de la demande chinoise et une nouvelle méfiance des marchés internationaux envers les économies émergentes ont tous contribué à faire chavirer l'économie brésilienne. Elle est maintenant dans une récession dont elle ne s'est pas encore complètement sortie. Le PIB réel a reculé de 7,9 % entre le sommet cyclique du premier trimestre de 2014 et le début de 2016, enregistrant sept trimestres de baisse durant la période dont six consécutifs. La Coupe du monde de soccer en 2014 et les Olympiques de Rio cet été ne semblent pas avoir été en mesure de relancer l'économie brésilienne. Comme indiqué plus haut, la chute de la devise qui a perdu près de la moitié de sa valeur face au dollar américain depuis 2013 a offert un certain soutien aux exportations. Toutefois, le coût interne de cette dépréciation s'est matérialisé par une inflation grandissante et une chute des investissements étrangers. De plus, la Banque du Brésil a dû réagir en resserrant sa politique monétaire à plusieurs reprises, augmentant le principal taux directeur de 700 points de base (de 7,25 % à 14,25 %) depuis 2013 (graphique 8).

Graphique 8 – La baisse de la devise et la hausse de l'inflation ont amené la Banque du Brésil à resserrer sa politique monétaire



Sources : Banco Central do Brasil, Datastream et Desjardins, Études économiques

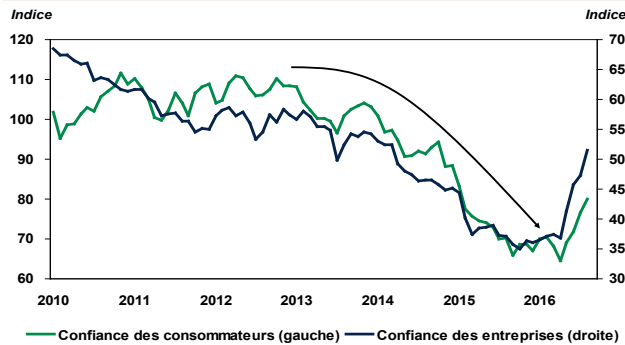
Cette situation a fortement affecté l'humeur des agents économiques. Les indices de confiance ont diminué autant chez les entreprises que chez les consommateurs brésiliens (graphique 9 à la page 4).

BIENTÔT UNE EMBELLIE

On observe toutefois que la situation de l'économie brésilienne semble être près d'un point de retournement. Plusieurs indicateurs, comme les indices de confiance, commencent à pointer vers le haut depuis le début du printemps. Les variations annuelles des ventes au détail et de la production industrielle demeurent largement négatives, mais les reculs sont déjà bien moins prononcés. L'indice mensuel d'activité économique de la Banque nationale du Brésil a augmenté au cours de deux des trois derniers mois.

La stabilisation et la remontée des cours de plusieurs matières premières et de denrées depuis le début de l'année

Graphique 9 – La confiance a fortement diminué au Brésil



Sources : Fundacao Getulio Vargas, Brazilian National Confederation of Industry et Desjardins, Études économiques

appuient cette amélioration de la conjoncture brésilienne. Par exemple, les prix internationaux du minerai de fer, principale exportation du pays, ont augmenté de 39,8 % depuis le début de l'année. Ceux du café de 28,2 % et ceux du pétrole de 25,2 %. Le prix du soja a ralenti au cours de l'été, mais cela fait suite à un sursaut de 31,7 % au cours du premier semestre de 2016. Depuis le début de l'année, on y observe tout de même un gain de 10,6 %. Cette remontée assez généralisée des prix des exportations brésiennes a aussi été l'un des facteurs qui ont permis à la devise de s'apprécier de 29,5 % depuis le creux de janvier. De plus, le principal indice boursier du Brésil affiche un bond de 60,3 % depuis le creux de janvier dernier alors qu'il s'était contracté de 39,4 % depuis son sommet de 2014.

DES APPUIS POLITIQUES À LA CROISSANCE

Au Brésil : Parmi les facteurs qui aident le Brésil à voir la lumière au bout du tunnel, on retrouve le changement de garde à la tête du pays. Pour faire place au processus parlementaire de destitution, la présidente Dilma Rousseff – en poste depuis janvier 2011 et réélue en 2014 – a été temporairement écartée du pouvoir en mai 2016. Elle a ensuite été destituée de façon permanente par le Sénat le 31 août. Les nombreux scandales politiques liés à l'administration Rousseff ainsi qu'à la classe dirigeante brésilienne en général, notamment ceux liés à la compagnie pétrolière Petrobras, ont été des facteurs de la détérioration de la confiance et de la chute des investissements au cours des dernières années. Le gouvernement du vice-président Michel Temer a été particulièrement bien accueilli par les marchés, notamment grâce à des nominations de haut calibre à des postes économiques importants. Il reste à savoir si les avancées effectuées par l'administration de M. Temer se poursuivront.

En Argentine : L'Argentine a aussi connu des problèmes économiques, financiers et politiques importants au cours des dernières années. Toutefois, le remplacement des gouvernements populistes de Christina Fernandez et

précédemment de son mari Nestor Kirchner par l'administration réformatrice de Mauricio Macri suscite beaucoup d'optimisme. À très court terme, les réformes pourraient faire mal à la croissance économique, car le gouvernement tente de se redonner une crédibilité financière tout en réformant un système qui repose beaucoup sur les subventions et le gaspillage étatique. Toutefois, on observe déjà une réduction des barrières commerciales à l'importation et des taxes à l'exportation. À plus long terme, ces efforts, s'ils ne sont pas freinés au niveau législatif par des partisans de l'ancien régime, devraient porter des fruits et accélérer la croissance argentine. On remarque déjà que le gouvernement a réussi un retour sur les marchés financiers internationaux avec de premières émissions d'obligations après quinze années d'« exil ». Parmi les défis restant à relever, on retrouve l'atténuation nécessaire du taux d'inflation argentin, qui continue de se situer aux alentours de 35 %. Des investissements en infrastructures, notamment dans le secteur de l'énergie, seront aussi nécessaires pour générer une croissance économique plus stable et plus vive.

Au Pérou : Bien que peu dépendant de la conjoncture brésilienne, l'économie péruvienne a tout de même ralenti sous l'effet de la faiblesse de la demande chinoise et de la baisse des prix des matières premières, notamment du cuivre. La croissance y demeure cependant enviable à 3,2 % en 2015. Un des facteurs positifs pour l'économie péruvienne est la solidité de ses institutions, notamment en ce qui a trait à la gestion de l'économie. L'élection récente de Pedro Pablo Kuczynski à la présidence, face à la candidate populiste de droite Keiko Fujimori, devrait faire en sorte que cette gestion saine et prudente de l'économie péruvienne continuera de profiter à la croissance.

En Colombie : Ce n'est pas tant un changement d'administration qui pourrait appuyer la croissance économique colombienne, mais plutôt le récent accord de paix entre le gouvernement et l'armée révolutionnaire qui se font la guerre depuis 52 ans. Ce cessez-le-feu permanent, s'il est entériné par la population lors du référendum du 2 octobre, devrait encourager l'investissement et le tourisme.

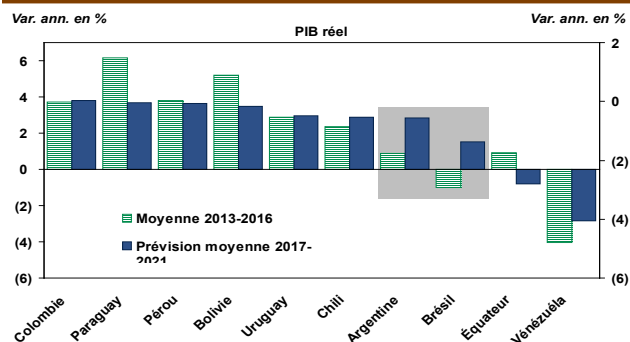
Mais pas encore au Vénézuéla : Le Vénézuéla demeure en grave récession, voire en crise économique. Le PIB réel aurait chuté de 3,9 % en 2014 et de 5,7 % en 2015. En avril, le Fonds monétaire international (FMI) prévoyait une contraction de près de 8,0 % en 2016 et une autre de 4,5 % en 2017. C'est évidemment la chute des prix du pétrole qui fait mal à l'économie du Vénézuéla. Ce marché représente près de 95 % des exportations du pays avec les États-Unis, l'Inde et la Chine comme principales destinations. Les finances publiques sont en totale déroute, l'inflation tourne autour de 800 %, la devise s'est complètement effondrée et

les pannes électriques et les problèmes de distribution de biens essentiels sont courants. Pour le moment, le gouvernement profite de financement de la part de la Chine, mais l'incertitude politique et économique est importante.

PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT

Les dernières années ont été généralement plus difficiles pour l'économie sud-américaine, notamment pour le Brésil et les pays qui y sont très liés commercialement. Toutefois, la stabilisation du marché des matières premières et la poursuite modérée de leur récente remontée devraient aider la conjoncture dans toute la région. Certains indicateurs montrent déjà et l'on peut penser que ce début de tendance se poursuivra. D'ailleurs, les prévisions du FMI tablent sur une telle embellie (graphique 10). Malgré une révision à la baisse de presque tous les scénarios de croissance à cause des craintes liées au *Brexit* (qui devrait d'ailleurs peu affecter la région), cet organisme a légèrement revu à la hausse (+0,1 % en 2016 et en 2017) ses prévisions pour l'Amérique latine. Le FMI prévoit maintenant une contraction de 0,4 % du PIB réel de cette zone cette année et un gain de 1,6 % l'an prochain. La révision à la hausse s'est surtout effectuée au Brésil. Le regain de l'économie devrait donc favoriser le retour à une croissance plus rapide du marché intérieur et, notamment, de l'investissement au Brésil et en Argentine. Les prévisions du FMI pour les autres pays ne changent pas vraiment la donne, mais elles ont été effectuées en avril dernier avec des prévisions plutôt pessimistes sur les prix des matières premières.

Graphique 10 – Les prochaines années s'annoncent meilleures pour l'Argentine et le Brésil



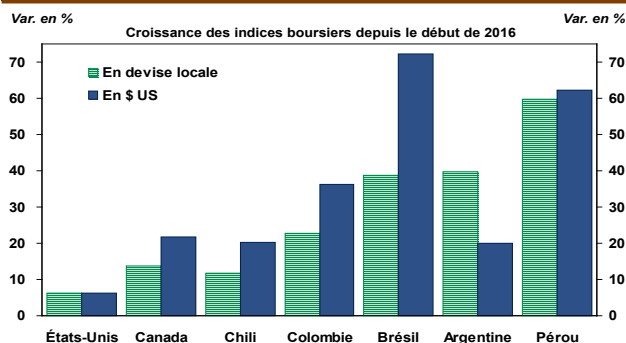
Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

MARCHÉS BOURSIERS

Le marché boursier sud-américain, qui a été déprimé pendant toute la phase de ralentissement et de contraction, a commencé à relever la tête au cours des derniers mois. Depuis le début de l'année, les principaux indices boursiers ont connu de très fortes croissances qui paraissent encore meilleures si elles sont ramenées en \$ US (sauf dans le cas de l'Argentine). La palme revient surtout au Pérou où

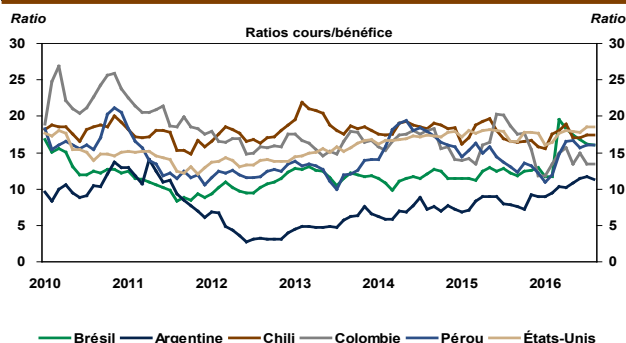
la Bourse a augmenté de près de 60 % jusqu'à maintenant en 2016 (graphique 11). Ces gains font cependant suite à des contractions assez importantes en 2015. Du fait, les ratios cours/bénéfice ne paraissent pas exagérés et ils se situent même généralement sous celui observé aux États-Unis (graphique 12). Si la conjoncture continue à s'améliorer et si le climat de confiance reprend du mieux, une hausse des profits devrait accompagner une poursuite de l'augmentation des indices boursiers. D'ailleurs, les perspectives de profits se montrent relativement bonnes, semblables à celles des États-Unis ou du Canada (sauf pour le sursaut au Pérou) (graphique 13 à la page 6). Elles se sont d'ailleurs généralement améliorées au cours des derniers mois.

Graphique 11 – Les Bourses ont fortement augmenté depuis le début de l'année en Amérique du Sud



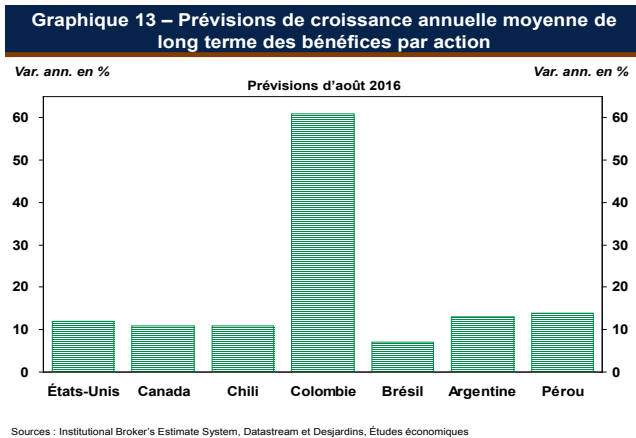
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 12 – Les ratios cour/bénéfice n'affichent pas de très grandes surévaluations



Sources : Institutional Broker's Estimate System, Datastream et Desjardins, Études économiques

Pour les investisseurs canadiens ou américains, la hausse des bourses sud-américaines a été gonflée par les mouvements de taux de change. La forte appréciation des devises de plusieurs pays émergents depuis le début de l'année risque cependant de ne pas se poursuivre. La force relative de l'inflation dans certains pays de la région, notamment au Brésil et en Argentine, devrait empêcher une hausse continue des devises de ces pays. Les perspectives de voir la Réserve fédérale augmenter de nouveau les taux directeurs



américains sont aussi une contrainte à l'appréciation des monnaies des pays émergents, pouvant même conduire à une sortie de capitaux. Il n'est pas exclu qu'un sentiment de confiance plus optimiste envers cette région appuie à la fois la conjoncture et les devises, mais, à court ou moyen terme, ces dernières ne devraient pas autant gonfler la valeur de la Bourse une fois calculée en dollars américains ou canadiens.

CONCLUSION

Après des années difficiles, il est indéniable qu'un certain vent d'optimisme commence à souffler sur l'Amérique du Sud. Plusieurs des freins, globaux et nationaux, qui ont miné la croissance économique au cours des dernières années se sont atténués. On ne peut pas encore vraiment parler d'un nouvel élan, mais la situation paraît moins sombre. En premier lieu, la conjoncture politique semble plus favorable, notamment au Brésil et en Argentine, à un regain durable de la confiance qui pourrait attirer davantage d'investissements nationaux et étrangers.

Les difficultés ne sont toutefois pas toutes estompées et l'économie sud-américaine demeure fragile et soumise aux aléas du marché international des matières premières et de la demande de la Chine et des pays avancés. Cette fragilité repose aussi sur des faiblesses de long terme comme une pauvreté endémique, des inégalités de revenus persistantes et d'importants problèmes de corruption. À cela, il faut ajouter des phénomènes plus récents comme la crise du virus Zyka qui risque de nuire au tourisme.

Mais il y a aussi des opportunités intéressantes pour ces économies à moyen terme. Pour en profiter, il faudra mettre en place ou poursuivre les efforts de réforme, notamment du côté de la transparence des institutions publiques. L'amélioration de la productivité par le biais de l'éducation et par des infrastructures plus à point est une condition gagnante pour que les pays d'Amérique du Sud puissent

davantage profiter d'une croissance mondiale. D'autant plus que celle-ci risque de continuer à s'avérer relativement lente par rapport aux cycles précédents. L'amélioration des échanges commerciaux intracontinentaux via la zone Mercosur (Marché commun du Sud) devra se poursuivre, tout comme le développement d'accords avec d'autres régions du monde. À ce chapitre, le Partenariat transpacifique (PTP, ou TPP en anglais) était une belle opportunité pour le Pérou et le Chili (ainsi que le Mexique) qui devaient y participer, mais les pressions politiques, notamment américaines, font en sorte qu'il risque de ne pas voir le jour.

Si la croissance économique mondiale parvient à se maintenir à un rythme satisfaisant et que les réformes politiques continuent d'aller de l'avant, les opportunités pour les investisseurs intéressés à l'Amérique du Sud devraient se montrer plus nombreuses et plus intéressantes, tout en demeurant relativement risquées.

Francis Généreux
Économiste principal