

AMÉRIQUE LATINE : LE RAPPEL DES FONDAMENTAUX

Christine Riffart

Département analyse et prévision

Sortie de la crise en 2010, l'Amérique latine a tiré parti jusqu'en 2012 d'un environnement international plutôt porteur. La crise des dettes souveraines dans la zone euro, combinée à une politique de bas taux d'intérêt aux États-Unis, a réorienté les flux de capitaux vers les pays émergents. Dès lors, l'amélioration de la situation économique et financière dans les grandes économies développées s'accompagne depuis l'année dernière d'un retournement en Amérique latine. Affaiblie par le fort ralentissement du commerce international depuis 2012 et par de moindres entrées des capitaux en 2013, la région enregistre depuis deux ans de piètres performances économiques qui contrastent avec l'embellie de 2010-2011, où au dynamisme de la demande étrangère, s'ajoutait un environnement financier anormalement porteur. Le problème est qu'aujourd'hui le retournement de l'environnement international fait apparaître les déséquilibres qu'il faut désormais corriger. En 2012, le maintien de conditions de financement très permissives avait permis d'atténuer l'impact récessif du repli du commerce international. Mais le retournement des anticipations financières enregistré à partir du printemps 2013 a réduit l'intérêt des investisseurs étrangers pour la région et ramené au premier plan le retour de la contrainte externe. À la fin du *quantitative easing* aux États-Unis et au retournement des perspectives de croissance dans la zone euro, s'ajoutent depuis le début de l'année les inquiétudes quant au financement des déséquilibres courants dans certains pays. En touchant les pays les plus exposés, les turbulences observées sur les marchés des changes depuis près d'un an illustrent cette situation. Mais à l'exception de l'Argentine et du Venezuela où la situation est particulièrement préoccupante,

le risque d'une crise financière majeure dans la région nous semble écarté. L'ajustement à la contrainte extérieure pèse et pèsera encore lourdement en 2014 et 2015 sur les performances régionales : malgré le léger raffermissement des échanges de marchandises en 2014, la croissance pourrait atteindre 2 % en 2014 et 2,8 % en 2015 dans l'ensemble de la zone (tableau).

Tableau. Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

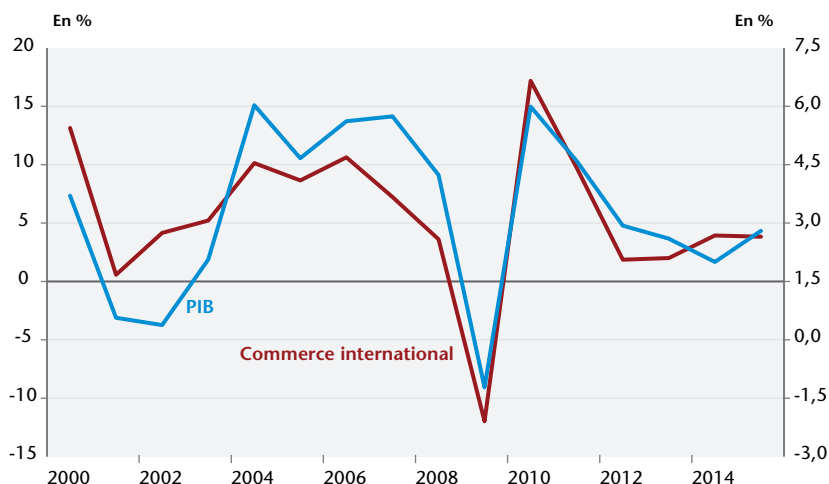
	2012	2013	2014	2015
PIB	2,9	2,6	2,0	2,8
Argentine	1,9	5,0	-0,4	1,3
Brésil	1,0	2,3	1,7	2,0
Mexique	3,7	1,3	2,4	4,1
Importations	2,8	7,7	1,7	4,3
Exportations	2,6	0,3	5,6	3,8
Demande adressée	2,1	0,1	5,8	3,9

Sources : FMI, calculs et prévision OFCE avril 2014.

2013-2015 : le retour de la contrainte extérieure ...

Depuis 2012, l'Amérique latine enregistre des rythmes de croissance inférieurs de moitié à ceux enregistrés entre 2003 et 2011. De 4,3 % en moyenne, la croissance a atteint 2,9 % et 2,6 % en 2012 et 2013 et elle pourrait se maintenir à ce rythme encore deux années. Portée pendant plusieurs années par l'envolée des termes de l'échange et la forte demande étrangère en matières premières, en provenance notamment de la Chine, l'Amérique latine avait ainsi su tirer parti de cet essor pour stimuler sa demande intérieure et redévelopper son secteur primaire. De plus en plus, le cycle de croissance de la région et le cycle du commerce international se sont confondus au point d'entretenir une dangereuse corrélation (graphique 1). Après la crise de 2009 qui avait fait plonger l'économie régionale dans la récession *via* le canal du commerce, la reprise des échanges en 2010 et 2011 avait ramené l'économie sur son ancienne trajectoire, et ce d'autant plus rapidement que le financement de la croissance était facilité, notamment en 2011, par des entrées massives de capitaux étrangers.

Graphique 1. PIB de l'Amérique latine et commerce international



Source : OCDE, calcul OFCE.

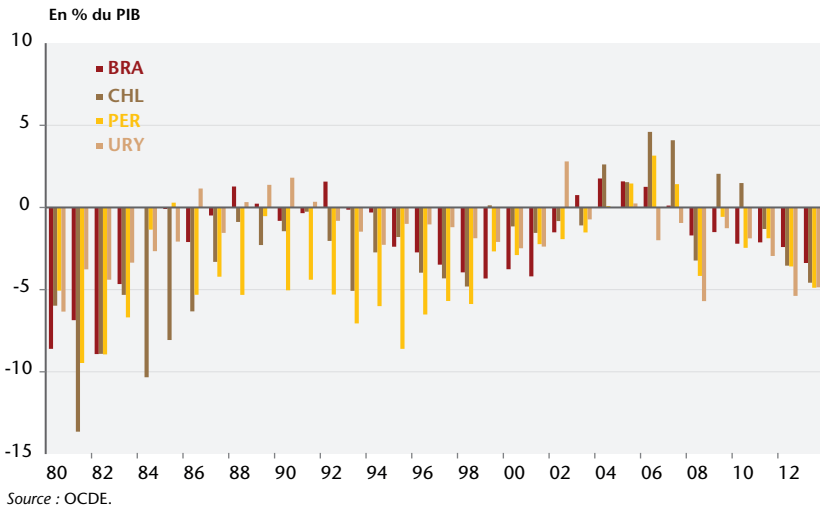
Le durcissement de l'environnement international en 2012 et surtout 2013, la révision des perspectives de croissance, désormais plus favorables aux États-Unis et à la zone euro que dans les pays émergents, et le ralentissement des injections de liquidités par la Réserve fédérale sur les marchés financiers, annoncé en mai 2013 et effectif depuis janvier 2014, ont mis en évidence les points faibles de la croissance passée, et notamment ceux liés à ses sources de financement externes : dépendance au commerce extérieur et accès au marché des capitaux anormalement relâché pendant plusieurs années. Malgré la forte accumulation des réserves de changes, l'abondance des entrées de capitaux a favorisé la surévaluation de plusieurs monnaies (au premier chef le real brésilien) et donc grevé la compétitivité des produits nationaux, en même temps qu'elle nourrissait une forte expansion du crédit domestique. Aujourd'hui, le volume des ventes à l'étranger stagne, voire baisse, dans de nombreux pays (Chili, Colombie, Pérou, Argentine) tandis que les importations progressent encore de 7,7 % dans l'ensemble de la zone en 2013.

Résultat, le déficit de la balance courante, réapparu en 2008 mais contenu jusqu'en 2011, s'est dégradé en 2012 et surtout en 2013 (graphique 2). Entre la moyenne annuelle de 2008 et le troisième trimestre 2013, le solde courant s'est dégradé de plus de 8 points de PIB au Chili, 7,5 points au Pérou, 3,5 points au Brésil et

en Argentine. En fin de période, le déficit atteint 3,5 % de PIB au Brésil, Chili, Colombie et 4,9 % au Pérou et les pays excédentaires, tels que l'Argentine et le Venezuela, enregistrent un recul de leurs excédents.

Or, tant que les sources de financement extérieur étaient abondantes, la dégradation des comptes courants ne posait pas problème, le financement étant plus qu'assuré par les entrées de capitaux. Mais en 2013, la baisse des entrées de capitaux et la hausse des *spreads* ont rappelé l'existence de la contrainte externe, car si les investissements directs se sont maintenus à des niveaux encore élevés, les autres placements (investissements en portefeuille et crédits) ont fortement diminué.

Graphique 2. Balance courante

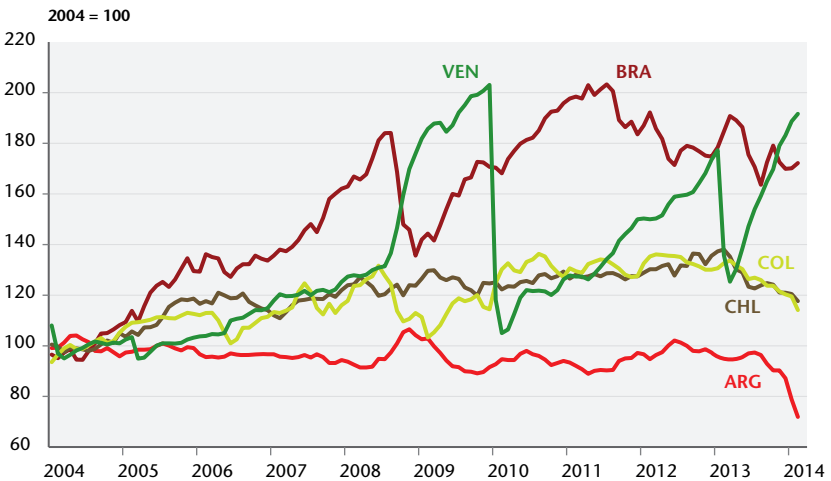


Aussi, la nécessité de l'ajustement à ce nouvel environnement s'impose et le relâchement de la contrainte externe passe par la correction des déséquilibres, notamment le redressement de la compétitivité. Cela suppose que les taux de change reviennent vers des niveaux plus bas et que les pressions inflationnistes restent contenues dans certains pays. Depuis mai 2013 et mars 2014, les monnaies nationales se sont dépréciées face au dollar de 18 % en Argentine, 16 % au Chili, 13 % au Brésil, 10 % en Colombie, 7 % au Mexique et au Pérou. Mais comparées aux monnaies des principaux partenaires commerciaux et une fois pris en compte les

différentiels d'inflation, les taux de change effectif réel restent encore élevés (graphique 3). Si l'on se réfère à la moyenne de 2003-2004, où les balances courantes étaient en moyenne équilibrées, ces taux sont encore 80 % plus élevés au Brésil, autour de 20 % au Chili, Colombie, Pérou et Equateur. Le peso argentin qui, au vu des statistiques officielles, apparaît comme très compétitif, avec un taux de change effectif réel inférieur de 30 % à la période de référence, pâtit lui aussi d'une forte surévaluation dès lors que l'on considère l'inflation effective, et non plus l'inflation officielle, compte tenu de l'important écart existant entre les deux depuis 2007. Toutefois, cette tendance à la baisse des taux de change vient attiser des tensions inflationnistes déjà existantes dans certains pays, poussant les autorités à intervenir sur les marchés pour atténuer la tendance. Les réserves de changes ont baissé en Argentine au Venezuela mais aussi au Brésil et au Pérou pour soutenir la monnaie et éviter un choc inflationniste (graphique 4).

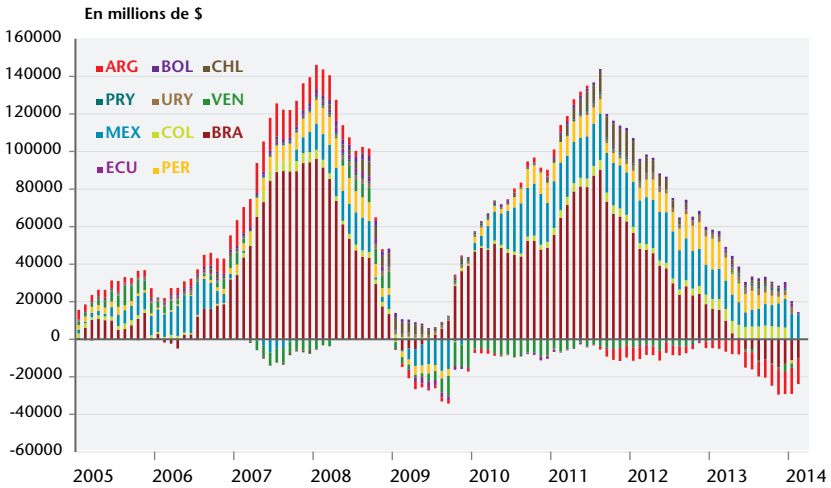
Néanmoins, partout les finances publiques restent solides et, à l'exception du Venezuela entré dans un processus de monétisation de son déficit (supérieur à 15 % du PIB), la dette publique reste contenue. C'est au Brésil qu'elle est la plus élevée (57 % du PIB fin 2013) mais elle reste stable et n'est pas libellée en devises étrangères.

Graphique 3. Taux de change effectif réel



Source : BRI.

Graphique 4. Variation des réserves de change



... nécessite des ajustements plus ou moins douloureux selon les pays

Si la croissance régionale est globalement faible, certains pays s'en sortent malgré tout mieux que d'autres. Ainsi en est-il des pays intermédiaires, dont les fondamentaux sont solides. Le Chili, la Colombie, le Pérou sont restés dynamiques en 2013, avec une croissance proche de leur rythme de long terme. L'inflation a été contenue et est restée près des cibles autorisées par les banques centrales dans le cadre de la politique monétaire nationale. Ceci a permis la détente en octobre dernier du taux d'intérêt directeur au Chili, confronté à un net ralentissement de l'activité. Après un recul de 0,1 % du PIB au quatrième trimestre, la croissance n'est plus que de 2,7 % sur un an en fin d'année et la production industrielle a baissé de 1,7 % en janvier sur un an. Au Pérou, les taux se maintiennent à un niveau bas, et les autorités monétaires interviennent massivement sur le marché des changes pour soutenir la monnaie. Mais les taux directeurs pourraient augmenter prochainement avec la poussée d'inflation qui se profile depuis le début de l'année. Le pas a déjà été franchi en Colombie où les autorités monétaires ont resserré leur taux en même temps qu'elles rache-

taient des dollars pour reconstituer leurs réserves de change (200 millions en janvier 2014).

Le Brésil est dans une situation conjoncturelle beaucoup plus difficile. Avec une croissance moyenne proche de 2,5 % depuis trois ans, l'activité progresse moins vite que sa tendance de long terme mais les tensions sur l'offre demeurent, et notamment sur le marché du travail. Le taux de chômage reste à un niveau bas et les tensions salariales continuent d'attiser les pressions inflationnistes. Depuis avril 2013, la politique monétaire est devenue particulièrement agressive : le taux directeur Selic est passé de 7,25 % à 10,75 % en février 2014 tandis que l'inflation reculait sur la période de 6,5 % à 5,6 %. La politique budgétaire vient faire le contre poids et poursuit une orientation expansionniste. Cette stratégie devrait se poursuivre en 2014 avec les élections présidentielles d'octobre et les grands événements sportifs en vue jusqu'en 2016 (Coupe du monde de football et Jeux Olympiques). La surévaluation du real brésilien est encore forte au début de 2014 mais malgré l'ajustement opéré depuis 2011, les investisseurs n'ont pas déserté le pays. En janvier 2014, les entrées d'investissements directs, mais aussi de portefeuilles, ont continué à affluer, ce qui a permis de stabiliser le taux de change. Pour autant le climat d'incertitude, le resserrement des conditions financières, la dégradation de la compétitivité, ainsi que le risque d'une récession en Argentine, troisième partenaire commercial du Brésil, pèsent lourdement sur les conditions de la croissance dans les deux années à venir.

L'inquiétude est forte pour l'Argentine et le Venezuela, deux pays confrontés à des gestions macroéconomiques catastrophiques. Le Venezuela coupé des sources de financement extérieurs compte sur son excédent courant et la monétisation de son déficit public pour financer l'économie tandis qu'en Argentine, l'excédent courant, qui s'était maintenu jusqu'en 2010, s'est mué en un déficit qui, bien que faible, illustre les faiblesses du pays. Le risque de récession est élevé pour 2014 tandis que l'entrée dans une spirale dépréciation du peso, inflation, hausse des salaires risque de se mettre en place si un changement radical n'est pas conduit par la nouvelle équipe arrivée au gouvernement à la suite des élections législatives d'octobre 2013. Pour contrer les pressions à la baisse du taux de change, les autorités sont intervenues massivement sur le marché des changes dans chacun de ces deux pays.

Les réserves de change ont sensiblement chuté au point qu'au Venezuela elles atteignent un seuil critique, et un défaut sur les engagements financiers n'est pas exclu pour 2014.

Pour autant, alors que chacun est dans un régime de change contrôlé, la gestion des taux de change s'est différenciée entre les deux pays au cours des mois récents. L'Argentine a relâché son contrôle sur les changes et laissé glisser sa monnaie à un rythme supérieur à celui de l'inflation (effective). En parallèle, le taux d'intérêt de référence a fortement augmenté (même si le taux réel reste toujours négatif). Simultanément, le gouvernement cherche à normaliser les relations du pays avec la communauté financière internationale dans l'optique d'un retour sur les marchés avant la fin de l'année (reprise des négociations avec le Club de Paris, accord en vue avec les fonds « vautour » pour en finir avec les impayés de la dette argentine de 2001). En janvier, le gouvernement a publié un nouvel indice de prix plus en phase avec la réalité : l'inflation mensuelle est en janvier et février supérieure à 3 %. Malgré ou à cause de cela, l'inquiétude a conduit l'agence de notation Moody's à dégrader le 18 mars dernier la note de la dette argentine de B3 à CAA1.

Au Venezuela, la dernière dévaluation massive de janvier 2013 n'a fait qu'attiser les pressions inflationnistes et accentuer les déséquilibres internes. L'accélération de l'inflation en 2013 (52,6 % en décembre sur un an), combinée à la pénurie de produits de base a incité les autorités monétaires à la création d'un nouveau taux de change. Désormais, trois taux cohabitent : un taux préférentiel pour les produits de base qui équivaut à une dévaluation de 44 % pour environ 15 % des biens importés, un taux pour les touristes et un taux officiel pour l'importation des autres biens. Mais les problèmes demeurent, et pour le moment, aucun changement de cap ne semble se dessiner réellement.