

L'Argentine est à nouveau sur la bonne voie

Son économie pourrait accéder au statut de marché émergent l'an prochain. Investir dans les taux locaux constitue le meilleur moyen d'accéder au cycle positif que connaît le pays.



STÉPHANE MONIER
Chief Investment Officer, Lombard Odier

Depuis le début de l'année, les fondamentaux économiques de l'Argentine s'améliorent. Il en va de même pour la probabilité que le pays réussisse à implémenter les réformes structurelles qui conféreront une plus grande compétitivité à son économie. En effet, après un succès symbolique à l'occasion des primaires du mois d'août dernier, l'administration actuelle vient de renforcer son assise en remportant les législatives de mi-mandat. La coalition de centre-droit Cambiemos de l'actuel président Macri a gagné la majorité des suffrages dans 14 provinces sur 24. Cette réussite devrait permettre à Macri de bâtir des coalitions solides qui seront à même de soutenir le passage des réformes indispensables à l'essor du pays: fiscalité, marché du travail et marché des capitaux. Ce qui augure bien pour la confiance des investisseurs. L'Argentine a connu un cycle macroéconomique dit «stop and go»

depuis 2010. Introduite sous l'administration péroniste à la fin des années 1940, cette théorie explique comment des périodes de croissance économique peuvent être suivies de plusieurs années de récession. Le «go» désigne la phase expansionniste soutenue par des politiques budgétaires et monétaires qui mènent à une crise de la balance des paiements en raison d'une monnaie surévaluée et de réserves de change insuffisantes. La pénurie de dollars crée une récession, les importations reculent et la balance des paiements s'améliore. Par conséquent, l'Argentine devra passer par une résolution des déséquilibres macroéconomiques avant de pouvoir rétablir ses opportunités de croissance.

Macri rattrape les méfaits de Kirchner

Elu président en 2015, Mauricio Macri tente depuis deux ans de remettre l'économie sur les rails après une décennie de mauvaise gestion sous la direction de Cristina Fernández de Kirchner, qui

vient d'être élue sénatrice. Sous le gouvernement Kirchner, les politiques monétaire et budgétaire inadéquates ont créé un cercle vicieux. Entre 2007 et 2015, les réserves de change, utilisées pour financer un déficit budgétaire élevé, ont été réduites environ de moitié. Selon le FMI, les dépenses gouvernementales ont progressé d'environ 12 points de pourcentage (passant de 28% à 40% du PIB) sur la même

programme de ciblage de l'inflation, qui est passée de 45% en juin 2016 à 23% en août 2017. Si le PIB a reculé de 2,3% en 2016, nous pensons que l'économie devrait progresser à un rythme de 3% cette année. De plus, le président a commencé à ouvrir l'économie du pays afin d'attirer des investissements étrangers. En juillet, BP, Total, Wintershall et la compagnie pétrolière étatique ar-

breux défis. Depuis 2015, la polarisation politique a retardé nombre de réformes et Mauricio Macri devra gérer une coalition pour maintenir la majorité législative au Congrès. Nous espérons par conséquent que l'agenda des réformes structurelles ne pâtira pas des divergences politiques à venir et que l'administration saura mener à bon terme des négociations avec les leaders de l'opposition. De plus, l'Argentine pourrait souffrir d'un regain d'aversion au risque pour les actifs des marchés émergents à l'échelle mondiale, surtout si les taux courts remontent dans les pays développés.

Les risques diminuent

Nos prévisions sur le moyen terme restent néanmoins positives, mais nous pourrions être amenés à reconsidérer cet optimisme si nous constatons une aggravation des déséquilibres macroéconomiques et une détérioration des conditions générales de liquidité dans le pays. Pour l'heure, nous observons plutôt une réduction des risques, car les politiques favorables au marché du président Macri semblent

appelées à perdurer, soutenant l'investissement et la croissance et aidant à maintenir la notation de crédit du pays. L'Argentine a désormais les cartes en mains pour renouer avec la croissance dans les années à venir. Le pays entame une reprise, présente un bon potentiel de croissance et les milieux des affaires reprennent confiance. Le défi majeur que devra relever Mauricio Macri sera de faire aboutir la normalisation économique en alimentant le processus de désinflation, en attirant des investissements étrangers et en maintenant sa cote de popularité jusqu'aux prochaines élections présidentielles en 2019. Des déséquilibres macroéconomiques persistent certes, mais nous croyons que le pays a entamé une période d'expansion. Pour les investisseurs, les taux locaux constituent le meilleur moyen d'accéder au cycle positif. A nos yeux, les obligations indexées sur l'inflation et la dette à taux variable pourraient offrir des opportunités intéressantes en raison de la combinaison d'appréciation monétaire et de rendements nominaux élevés. ■

LE PRÉSIDENT A COMMENCÉ À OUVRIR L'ÉCONOMIE DU PAYS AFIN D'ATTIRER DES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS. LE PIB DEVRAIT PROGRESSER À UN RYTHME DE 3% CETTE ANNÉE, CONTRE UN REcul DE 2,3% L'AN DERNIER.

période. L'introduction de contrôles sur les prix et les capitaux avait par ailleurs accentué une inflation déjà élevée et l'insuffisance de dollars. Le cercle vicieux était donc en place, avec un système de taux de change multiples, des distorsions des prix, une monnaie surévaluée et une absence de croissance économique.

Dès 2015, Mauricio Macri s'est attaqué aux problèmes monétaires en supprimant les contrôles des capitaux et en développant un

investissement conjoint de 1,15 milliard de dollars dans la formation de schiste de Vaca Muerta, une des principales formations de roches-mères de pétrole. La hausse des investissements pourrait soutenir des secteurs privés sous-entendus, qui présentent un ratio dette privée/PIB de seulement 26%.

Si elle est engagée sur la bonne voie, l'Argentine n'en demeure pas moins confrontée à de nom-

Surperformance des indices actions suisses ESG en 2017

Un regain d'optimisme sur les marchés a soutenu une nouvelle hausse des cours durant le mois de septembre.



ALAIN FREYMOND
CIO de BBGI Group

En septembre, les tensions géopolitiques entre les Etats-Unis et la Corée du Nord, sources de prises de profits le mois dernier, ont perdu de leur intensité. Cette relative accalmie a permis aux investisseurs de se concentrer à nouveau sur les fondamentaux et de constater notamment l'accélération de la croissance mondiale et ses répercussions positives sur les profits des entreprises. Un regain d'optimisme qui a pu soutenir une nouvelle hausse des cours en septembre. La volatilité des marchés était ainsi à nouveau au plus bas à la fin du mois.

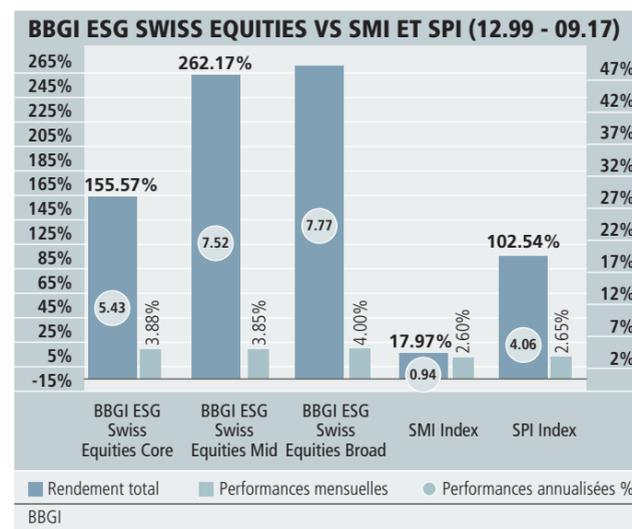
Les capitalisations moyennes au-dessus du lot

Plus généralement, les investisseurs ne sont certainement pas passés à côté des très bons résultats enregistrés par les actions suisses depuis le début de l'année, propulsées à la fois par l'optimisme général constaté sur les marchés actions, mais aussi par la hausse de l'euro. En effet, l'indice SPI affiche +16.53% entre décembre 2016 et septembre 2017, contre +11.41% pour l'indice SMI, qui rappelons-le, est un indice «prix» n'incluant pas les dividendes. En Suisse cette année, les capitalisations moyennes surperforment encore très nettement les petites et les grandes capitalisations. Constat plus réjouissant encore, dans ce contexte favorable, les in-

vestisseurs sensibles aux questions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) ne sont pas en reste, surperformant même les indices traditionnels. Les indices ESG calculés par BBGI Group affichent effectivement une nette avance sur les indices SMI et SPI en 2017. Depuis le début de l'année, l'indice BBGI ESG Swiss Equities Core (qui comprend les 20 plus grandes capitalisations suisses) bondit de +19.52%, tandis que les indices BBGI ESG Swiss Equities Mid (40 sociétés) et BBGI ESG Swiss Equities Broad (60 sociétés) gagnent respectivement +21.39% et +21.18%. Une évolution favorable qui prouve que l'intégration des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance ne constitue pas seulement une protection supplémentaire contre les risques de moins-value. Souvent, l'intégration ESG conduit aussi à surprendre certaines entreprises non seulement responsables d'un point de vue ESG, mais surtout bien positionnées pour profiter de la hausse des marchés actions. Dans ce cas, la prise en compte des facteurs ESG peut donc également améliorer la participation à la hausse.

Les ennuis de Roche, Novartis et Nestlé

Dans le secteur pharmaceutique, Roche a été visée en septembre par un dépôt de plainte contre l'entreprise Genentech, qu'elle détient



depuis 2009. Deux chercheurs accusent en effet le groupe de les avoir licenciés après qu'ils aient rapporté des manquements lors de certains tests, remettant en question les résultats de ces derniers. Les plaignants évoquent des risques pour les prochains tests cliniques sur l'homme. BBGI Group suivra attentivement l'évolution de cette affaire pour ajuster en conséquence les notations ESG du groupe.

Les autres controverses analysées au cours du mois de septembre sont déjà intégrées dans notre analyse ESG, mais réapparaissent pour diverses raisons. La société Novartis, qui annonçait récemment le prix du traitement pour son nouveau médicament anticancéreux Kymriah (475.000 dollars) a ainsi été accusée une nouvelle fois d'avoir facturé plus cher

ses médicaments aux Etats-Unis que dans bon nombre d'autres pays, y compris en France et au Royaume-Uni. Nestlé fait l'objet d'une pétition ayant déjà obtenu plus de 109.000 signatures aux Etats-Unis, visant à empêcher l'exploitation par le groupe de sources d'eau potable au Michigan. La polémique est réapparue après qu'une nouvelle demande de permis ait été soumise par le géant vaudois, dans le but d'augmenter sans contrepartie supplémentaire son débit de pompage de 60%. Enfin, dans le secteur bancaire, UBS France a été renvoyée devant le tribunal correctionnel pour harcèlement moral de deux lanceurs d'alerte à l'origine des révélations sur le système de fraude fiscale organisée, une affaire que nous avons déjà pu évoquer dans ces colonnes. ■

La dette mondiale à 226.000 milliards

FLUX FINANCIERS. Ce montant record représente 324% du PIB, selon l'Institute of International Finance.

L'ensemble des dettes accumulées dans le monde représente désormais 226.000 milliards de dollars (223.000 milliards de francs), un montant record qui équivaut à plus de trois fois l'activité économique annuelle de la planète, montrait une étude hier. Ce rapport de l'Institute of International Finance (IIF) est diffusé, alors que plusieurs des principales banques centrales du monde se préparent à durcir leur politique monétaire, donc à mettre fin à une décennie de crédit très bon marché.

La Banque centrale européenne (BCE) devrait en effet annoncer ce jeudi une réduction de ses achats de titres sur les marchés, la Banque d'Angleterre (BoE) pourrait relever son taux directeur la semaine prochaine pour la première fois en dix ans et la Réserve fédérale américaine s'achemine vers sa troisième hausse de taux depuis le début de l'année.

Focus sur la situation risquée des pays émergents

Si les années de taux historiquement bas qui ont suivi la crise financière et la grande récession ont permis aux marchés boursiers mondiaux d'atteindre des niveaux sans précédent, elles ont aussi favorisé l'explosion de l'endettement des ménages, des entreprises et des Etats. La dette mondiale représente ainsi aujourd'hui 324% du produit intérieur brut (PIB) mondial annuel, précise l'IIF, qui fait autorité en matière de suivi des flux financiers internationaux.

L'étude met entre autres en avant les risques auxquels sont exposés certains pays émergents qui ont emprunté massivement dans des devises telles que l'euro ou le dollar américain. Selon les calculs de l'IIF, environ 1700 milliards de dollars de dettes devront être remboursées ou refinancées dans les pays en développement d'ici à la fin 2018, avec à la clé une probable augmentation du service de la dette si les taux d'intérêt et les devises des grands pays occidentaux remontent.

Tensions croissantes

Selon l'étude, les dettes en devises «fortes» des pays émergents dépassent 8200 milliards de dollars, soit près de 15% de l'endettement total des économies en développement. S'il note que le rythme de l'accroissement de la dette globale a légèrement diminué, l'IIF explique aussi que la tendance s'est au contraire accélérée en Chine, où les dettes des entreprises ont augmenté de 660 milliards de dollars en 2016, une croissance bien supérieure à celle observée aux Etats-Unis avant la crise financière de 2008 ou au Japon avant la crise bancaire de 1991. L'étude ajoute que les entreprises ont des difficultés croissantes à assumer leurs dettes, les ratios de couverture des intérêts (ICR) mesurés suggérant que la part des emprunteurs privés «en tension» dépasse nettement son niveau de 2010. Ces entreprises représentent ainsi plus de 20% des dettes «corporate» du Brésil, de l'Inde et de la Turquie et près de 16% en Chine. ■