

Argentine : les élections créent la surprise et accentuent les risques de marché et politiques



Abbas AMELI-RENANI

Gérant, Dette des marchés émergents



Yerlan SYZDYKOV

Responsable mondial des marchés émergents



Sosi VARTANESYAN

Économiste sénior, Ph.D.

- **Élections primaires en Argentine** : le candidat de l'opposition, Alberto Fernandez, a remporté les élections haut la main face au président Macri. À ce stade, le marché intègre dans ses cours une victoire de Fernandez lors des élections présidentielles en octobre.
- **Perspectives d'investissement sur l'Argentine** : l'issue des élections primaires a fait l'effet d'une douche froide sur les marchés. Les actifs argentins ont dégringolé après la défaite de Macri. Le Merval, l'indice boursier argentin, a chuté de 48 % (en USD) lundi, marquant le deuxième plus important repli boursier jamais observé en une seule journée dans le monde. D'autres événements récents, qui menacent le train des réformes et renforcent le risque de restructuration de la dette, devraient inciter les investisseurs à réexaminer leur thèse d'investissement sur l'Argentine. Nous avons adapté notre positionnement, désormais bien plus prudent vis-à-vis de la dette externe, et réitérons notre conviction selon laquelle la dette en devise locale ne présente pas un profil rendement/risque attrayant.
- **Effet de contagion et répercussions sur l'univers émergent** : dans l'ensemble, le risque de contagion dans le reste de l'univers émergent nous semble limité. L'Argentine est une économie relativement fermée et tout impact économique direct sur les marchés émergents et, plus généralement, sur le reste du monde, est très limité. Toute contagion financière devrait également rester contenue dans la mesure où les pondérations des valeurs argentines sont plutôt modestes dans les indices (près de 2% dans l'EMBI Global et 0,3 % dans le MSCI EM). La réduction des risques dans les portefeuilles mondiaux des investisseurs en raison de la dégradation du marché (positionnement globalement acheteur sur l'Argentine) devrait être absorbée par les participants au marché, avec des effets limités dans l'univers émergent. Les risques géopolitiques sont toutefois élevés à l'échelon mondial, renforçant ainsi le sentiment d'aversion au risque chez les investisseurs. Les actifs émergents ne seront pas épargnés par un regain de volatilité. Il est essentiel de privilégier la protection des actifs et de renforcer la gestion du risque et de la liquidité.

Quelle est votre analyse des élections primaires en Argentine ?

Le dimanche 11 août dernier, le candidat de l'opposition Alberto Fernandez a remporté de très loin les élections primaires argentines face au président en exercice Mauricio Macri. À ce stade, le marché intègre dans ses cours une victoire de Fernandez lors des élections présidentielles qui se tiendront en octobre. Pour remporter le premier tour, le candidat devra obtenir 45 % des suffrages ou plus de 40 % des voix avec une avance de 10 % par rapport aux autres candidats pour éviter un second tour. À l'issue des élections primaires, toutes les classes d'actifs ont fortement chuté sur les différents marchés argentins. Rappelons que la victoire de Fernandez pourrait entraîner une restructuration de la dette, mais cette dernière devrait, espérons-le, être parfaitement orchestrée (certaines analyses parlent d'une réduction de 40 à 60 %). Quoi qu'il en soit, la dette externe d'Argentine n'est aujourd'hui plus viable et toute accélération, même minime, de la croissance pourrait élargir le déficit de la balance courante.

« Le risque politique s'est fortement accentué, tout comme le risque de restructuration de la dette. »

Réserves internationales argentines en USD



Source : analyse Amundi des données Bloomberg. Au 13 août 2019.

Le pays doit, par conséquent, augmenter la part de son financement externe. En outre, les réserves internationales, qui demeurent dangereusement faibles, continuent de s'éroder après chaque versement du FMI. En effet, depuis l'injection des 5,4 mds USD le 16 juillet dernier, 2 mds USD se sont déjà volatilisés. Le FMI cessera de verser des aides cette année et seuls des remboursements de la dette sont prévus en 2020.

À la lumière de ces résultats, quelle analyse faites-vous des actifs argentins ?

Comme le reste du marché, nous avons été véritablement surpris par l'issue de ces élections. Nous pensions en effet que l'avance d'Alberto Fernandez sur le président Macri se limiterait à 5 ou 7 %, comme en témoignaient les différents scénarios défavorables pour Macri dans les sondages d'intention. L'écart de 15 % nous a tous pris de court. Ces résultats sont, à nos yeux, particulièrement défavorables et la probabilité que Macri soit réélu est très mince. Le Merval, l'indice boursier argentin, a chuté de 48 % (en USD) lundi, marquant le deuxième plus important repli boursier jamais observé en une seule journée dans le monde. C'est bien la preuve que les primaires ont décontenancé les marchés.

« Nous avons adapté notre positionnement, désormais bien plus prudent vis-à-vis de la dette »

Effondrement des marchés des obligations et des actions en Argentine



« Les investisseurs devraient profiter d'un éventuel rebond pour alléger leurs positions. »

Source : analyse Amundi des données Bloomberg. Au 13 août 2019.

Notre scénario de base table désormais sur une victoire de Fernandez aux élections présidentielles d'octobre, qui devrait procéder à l'annulation des réformes économiques

« Le risque de contagion dans le reste de l'univers émergent nous semble limité. »

engagées par Macri au cours des quatre dernières années. L'Argentine devrait évoluer dans un environnement difficile ces prochains mois, et la probabilité d'une restructuration de la dette dans les années à venir nous semble relativement élevée. Dans un tel contexte, les investisseurs pourraient réévaluer leur thèse d'investissement sur l'Argentine. Nous avons adapté notre positionnement, désormais bien plus prudent vis-à-vis de la dette externe, et réitérons notre conviction centrale selon laquelle la dette en devise locale ne présente pas un profil rendement/risque attrayant. Les cours obligataires actuels reflètent d'ores et déjà une probabilité de défaut de +70 % au cours des trois prochaines années. Les valeurs de recouvrement moyennes historiques dans les scénarios de restructuration de la dette souveraine émergente sont proches de 60 % et de nombreuses obligations argentines s'échangent déjà à des niveaux inférieurs.

Il est cependant possible qu'Alberto Fernandez adoucisse le ton au cours des semaines à venir s'il veut éviter l'effondrement du système financier argentin. Il pourrait, par exemple, (bien que ces événements ne soient pas envisagés dans notre scénario de base) nommer un ministre des Finances qui soit favorable aux marchés, ou encore s'engager oralement à rembourser la dette internationale. Les actifs argentins devraient bénéficier d'un tel scénario pour rebondir. Et les investisseurs devraient profiter de ce rebond pour alléger plus encore leurs expositions car la dynamique de la dette restera complexe en l'absence d'une politique budgétaire véritablement disciplinée et d'un accès à des sources de financement externe.

Un effet de contagion est-il à prévoir sur les marchés émergents, avec des répercussions possibles sur la dette émergente ?

L'Argentine est une économie fermée et tout impact économique direct sur les marchés émergents et, plus généralement, sur le reste du monde, est très limité. Son principal partenaire commercial est le Brésil, mais le stress financier qui pèse sur l'Argentine ne devrait entraîner aucun impact négatif significatif. La seule répercussion (indirecte) substantielle pourrait concerner le marché du soja (déjà impacté par le conflit Chine/États-Unis), qui est la première denrée d'exportation du Brésil.

Toute contagion financière est également contenue dans la mesure où les pondérations des valeurs argentines sont plutôt modestes dans les indices (près de 2,0 % dans l'EMBI Global et 0,3 % dans le MSCI EM). La réduction des risques dans les portefeuilles mondiaux des investisseurs en raison de la dégradation du marché (positionnement globalement acheteur sur l'Argentine) devrait être absorbée par le marché, avec des effets limités dans l'univers émergent. Bien entendu, les éventuelles fuites de capitaux pourront exercer des pressions sur les marchés de la région, mais certains grands acteurs ont déjà prouvé être capables d'accumuler du risque sans provoquer trop de tensions. Plusieurs pays frontalière en Afrique qui affichent un bêta¹ semblable à celui de l'Argentine ont été impactés (les cours se sont repliés vers leurs niveaux observés en début d'année). La Turquie, qui est un autre marché à bêta élevé, est en revanche bien moins sensible au marché en raison de son positionnement extrême négatif.

Selon nos estimations, les niveaux moyens de cash restent relativement bien orientés dans l'industrie de l'investissement et le versement net des coupons obligataires au prochain trimestre pourrait servir de coussin naturel face à un choc de liquidité.

Pour conclure, nous pensons que l'Argentine demeure un marché singulier avec un effet de contagion limité au reste de l'univers émergent. Contrairement aux turbulences observées sur les marchés argentins en 2018, les banques centrales du monde ont aujourd'hui une approche plus conciliante. La Fed a en effet entamé un cycle d'assouplissement, laissant aux banques centrales des marchés émergents une marge

1. Le bêta mesure la sensibilité d'un investissement (sa volatilité) en cas de mouvements du marché représentés par un indice. Un bêta de 1 signale que le prix du titre a la même volatilité que le marché. Un bêta inférieur à 1 signifie que le titre a été moins volatil que le marché. Un bêta supérieur à 1 indique que le prix du titre a été plus volatil que le marché.

« L'environnement de marché est aujourd'hui bien plus complexe et les points de fragilités plus nombreux. Il est essentiel d'adopter une attitude prudente face au risque. »

de manœuvre pour abaisser leurs taux d'intérêt. Néanmoins, dans les régions émergentes, la confiance s'est nettement dégradée, avec un marché déjà fragilisé par la mise en place de nouveaux droits douaniers (10 %) à l'encontre de la Chine. Comme nous l'avons constaté hier lorsque le président Donald Trump a annoncé reporter l'adoption de ces taxes, les actifs risqués ont commencé à rebondir, profitant du regain d'optimisme suscité par la reprise des négociations commerciales entre la Chine et les États-Unis au cours des prochaines semaines. Le risque géopolitique reste cependant élevé, accentuant le sentiment d'aversion au risque chez les investisseurs ainsi que les niveaux de volatilité. Après un vif rebond depuis le début de l'année, l'environnement de marché est aujourd'hui bien plus difficile, et les obligations émergentes ne seront pas épargnées par les niveaux de volatilité. Au cours de cette phase, il sera toutefois essentiel de privilégier la protection des actifs et de renforcer la gestion du risque et de la liquidité. Toute stabilisation des conditions économiques et un apaisement du conflit commercial pourraient créer de nouvelles opportunités sur les segments les plus à risque. Dans l'ensemble, la classe d'actifs reste intéressante pour les investisseurs en quête de rendements.

AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

Amundi Investment Insights Unit (AIU) vise à transformer l'expertise du CIO et la connaissance globale de l'investissement d'Amundi en idées applicables et en outils adaptés aux besoins des investisseurs. Dans un monde où les investisseurs sont exposés à de multiples sources d'information, nous visons à devenir un partenaire de choix dans la fourniture d'opinions claires, régulières, actualisées, pertinentes et éclairantes à même d'aider nos clients à prendre les bonnes décisions d'investissement.

Venez découvrir Amundi Investment Insights sur www.amundi.com

Informations importantes

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont datées du 13 août 2019. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et rien ne garantit que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction de la part d'un produit d'Amundi Asset Management. Rien ne garantit que les prévisions de marché présentées se réaliseront ou que les tendances décrites se poursuivront. Les investissements impliquent certains risques, y compris politiques et de change. La performance d'investissement et la valeur en principal peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse et peuvent entraîner la perte de l'intégralité du capital investi. Ce document ne constitue pas une offre d'achat ou une sollicitation à la vente à l'égard de toute part d'un fonds d'investissement ou de tout service.

La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre des pertes.

Date de première utilisation : 14 août 2019.



Directeurs de la publication

Pascal BLANQUÉ

Directeur des Investissements

Vincent MORTIER

Directeur adjoint des Investissements