

## Économie

L'Amérique latine  
sous étroite surveillance

*Les effets du refroidissement nord-américain ont affecté tous les pays, mais la résistance des économies a été très variable. Certaines, plus solides, devraient repartir dès que la reprise américaine se confirmera. D'autres étaient déjà très affaiblies avant même le coup de froid américain.*

LORSQUE LES ETATS-UNIS prennent froid, les pays au sud du Rio Grande ont la fièvre. En 2001, la propagation s'est transmise par l'intermédiaire de plusieurs canaux. En premier lieu, le ralentissement de la demande mondiale a diminué les échanges internationaux affectant ainsi les pays les plus ouverts et les plus dépendants du marché américain. Le deuxième canal a été la baisse du cours des matières premières, et notamment du pétrole, qui a affecté les économies les moins diversifiées. Le troisième canal, qui a fait le plus de dommages, a été une aversion aux risques plus grande de la part des investisseurs, en raison des pertes enregistrées à la suite de la chute du Nasdaq et des événements du 11 septembre. La principale victime a été l'Argentine, dont la crise, contrairement aux précédentes, était prévisible de longue date, ce qui a évité une contagion aux autres pays.

Si les effets du refroidissement nord-américain ont affecté tous les pays, la résistance des économies a été très variable. Certaines, plus solides, n'ont subi qu'un refroidissement passager et devraient repartir dès que la reprise américaine se confirmera. D'autres étaient déjà très affaiblies avant même le coup de froid américain. Les plus fragiles sont les pays qui combinent à la fois une faible ouverture commerciale et une dette extérieure très élevée, et qui subissent de plein fouet la montée de l'aversion aux risques des investisseurs. Par ailleurs, la volatilité des cours pétroliers pèse sur les économies les plus dépendantes des recettes du secteur, a fortiori lorsque l'environnement politique est vulnérable, comme en témoignent les difficultés actuelles du Venezuela. Si l'Argentine est, pour l'essentiel, à l'origine de la montée des courbes d'impayés, la fréquence des incidents de paiement s'est récemment accrue dans plusieurs pays environnants. Cette situation devrait perdurer en 2002. Pour la Coface, la capacité des entreprises à absorber le choc actuel se mesure par la notation-pays @rating (encadré).

Le Chili et le Mexique : les deux économies les plus ouvertes

Les deux économies les plus solides, qui sont aussi les plus ouvertes aux échanges commerciaux, sont le Chili et le Mexique. Elles bénéficient d'une notation par la Coface de A3 pour le premier et de A4 pour le second. Au Chili, la croissance enregistre un tassement en raison de la baisse de la demande mondiale, de l'effondrement des

cours du cuivre et des difficultés de l'Argentine. Cependant, la position financière extérieure du pays reste saine grâce à un endettement modéré, un niveau satisfaisant des réserves de change, et un besoin de financement raisonnable. Les comportements de paiement des entreprises se sont améliorés. Les incidents de paiement observés sur le Chili se situent depuis un an à un niveau proche de la moyenne mondiale. Le tassement de la croissance ne devrait pas entraîner une détérioration significative. L'économie pourrait repartir rapidement en cas de reprise aux Etats-Unis. Toutefois, une période de stagnation prolongée pourrait fragiliser le pays si elle a pour conséquence l'affaiblissement du cours du cuivre.

L'économie mexicaine (A4) a connu un très net ralentissement qui a résulté du retournement brutal de l'activité aux Etats-Unis. Les économies des deux rives du Rio Grande sont étroitement imbriquées et le retour de la croissance dépend, à court terme, de la situation aux Etats-Unis. L'étroite corrélation entre les deux économies protège aussi le Mexique d'une éventuelle nouvelle contagion à partir de l'Argentine, les deux risques étant nettement distincts pour les marchés. Toutefois, le niveau toujours élevé de l'endettement à court terme et la forte dépendance des finances publiques

OLIVIER  
OECHSLIN

Expert  
Amérique latine

Risque pays  
et études  
économiques

Groupe Coface

vis-à-vis des recettes pétrolières demeurent les principaux facteurs de fragilité.

La fréquence des incidents de paiement a progressivement augmenté depuis le début de l'année 2001. Les entreprises mexicaines ont été confrontées à une forte contraction de leurs débouchés à l'exportation et, dans une moindre mesure, sur leur marché domestique. Le niveau relativement élevé du peso pèse, par ailleurs, sur la compétitivité de leur offre. La conjonction du ralentissement économique et de la détérioration des paiements a été à l'origine de la mise sous surveillance négative de la note du Mexique depuis septembre 2001. Par ailleurs, la volatilité des financements est source de fragilité. Si certains indicateurs laissent suggérer une amorce de reprise depuis le début de l'année, il est encore trop tôt pour garantir le retour d'une croissance durable.

### COLOMBIE, PÉROU, ÉQUATEUR : LA DÉPENDANCE DES COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES

L'impact du refroidissement de la conjoncture dans les grands pays industrialisés se fait sentir pour les économies moins diversifiées, surtout par la baisse du cours des matières premières.

En Colombie (B), l'activité a souffert de la baisse des prix des matières premières (pétrole et café) qui constituent l'essentiel des recettes en devises. Si la reprise est conditionnée à court terme par l'amélioration de l'environnement international, l'instauration d'une croissance durable passe par l'assainissement du secteur bancaire, une meilleure gestion des finances publiques et une reprise de l'investissement qui souffre actuellement du mauvais climat politique.

Au Pérou (B), après une année 2001 marquée par la stagnation, les perspectives deviennent plus favorables grâce à l'amélioration du climat politique et la hausse de la production minière. Cependant, la contrainte extérieure reste forte

## La notation-pays

La notation-pays @rating mesure le niveau moyen de risque d'impayé présenté par les entreprises d'un pays. Elle indique dans quelle mesure un engagement financier d'une entreprise du pays concerné est influencé par les perspectives économiques, financières et politiques du pays. La notation pays @rating complète

la notation entreprise @rating. Les notes se situent sur une échelle de 7 niveaux : de A1 à A4 lorsque le risque que l'environnement du pays conduise à un grand nombre de défauts de paiement est modéré ; et de B C D lorsque l'environnement plus incertain est susceptible d'in-

fluencer les comportements de paiement des entreprises. Les notes-pays @rating sont disponibles pour 140 pays et régulièrement mises à jour sur le site [www.cofacrating.fr](http://www.cofacrating.fr), rubrique rating pays.

et laisse peu de marges de manœuvre au gouvernement.

Enfin, en Équateur (D sous surveillance positive), si la dollarisation a permis de stabiliser l'économie, la situation financière du pays reste précaire. A court terme, les perspectives souffrent de la baisse de la demande américaine et du recul des cours du pétrole. A plus longue échéance, la situation dépend de la mise en place de réformes structurelles que le climat politique rend difficile.

### VENEZUELA : CRISE POLITIQUE

Les incertitudes politiques constituent le principal élément du risque. L'absence de progrès sociaux, les récentes mesures économiques, le dirigisme et les options politiques du Président Chavez ont nourri les mécontentements, notamment des milieux d'affaires. Après le coup d'Etat manqué du patronat, un revirement du Président Chavez et l'ouverture d'un dialogue national pourraient contribuer à un apaisement des tensions, mais cela reste hypothétique. Une radicalisation de la « Révolution Bolivarienne » ne peut être exclue, ce qui ne pourrait qu'accroître le risque de polarisation politique et de montée de la violence.

Au plan économique, une défiance accrue dans la politique économique du gouvernement a entraîné une accélération des fuites de capitaux et la chute des réserves en devises. Le climat politique et

les incertitudes liées à l'évolution du marché pétrolier continuent de peser sur l'économie vénézuélienne. La dépréciation du bolivar, depuis la décision le 12 février 2002 de le laisser flotter librement, devrait permettre, dans une certaine mesure, de contenir le déficit budgétaire, mais elle risque d'entraîner une forte recrudescence du taux d'inflation et d'accentuer la récession. Dans ce contexte, la note du Venezuela a été déclassée en B et placée sous surveillance négative.

### ARGENTINE : LE RETOUR D'UNE CRISE D'INSOLVABILITÉ

Les économies les plus déstabilisées par le refroidissement américain souffrent moins de la baisse des exportations que d'une plus grande frilosité des investisseurs qui résulte de la chute du Nasdaq et des événements du 11 septembre. Les plus fragiles combinent à la fois une faible ouverture commerciale et une dette extérieure très élevée. Cette dernière est la conséquence d'un manque de discipline fiscale dans des pays où le taux d'épargne est trop faible.



Les événements survenus en Argentine (D) ont mis à jour ces fragilités. Les politiques d'austérité successives n'ont fait que renforcer la récession et ont conduit l'Etat à la faillite. Incapable de restaurer la confiance, l'Etat argentin n'a eu d'autre choix que de faire défaut sur sa dette, devenue insoutenable, et d'abandonner le *currency board*, axe principal de la politique économique depuis dix ans. Un *currency board*, en empêchant toute marge de manœuvre dans la création monétaire, exige une stricte discipline fiscale. Or celle-ci s'est avérée impossible en raison du système politique argentin (fédéralisme, luttes de clans, incivisme et difficulté à percevoir l'impôt). Par ailleurs, le besoin de financement n'a pu être couvert par l'épargne locale trop faible, car une grande partie de l'élite a préféré placer ses capitaux en dehors du pays. L'appel aux capitaux extérieurs s'est ainsi avéré inéluctable, à un coût toujours plus élevé, entraînant l'accroissement de la dette extérieure. Dans le même temps, les exportations n'ont pu se développer en raison du manque de compétitivité des produits argentins et du protectionnisme agricole des Etats-Unis et de l'Europe. Le pays s'est retrouvé avec les mêmes ratios d'endettement qu'au début des années 80 avec la même conséquence.

La crise est beaucoup plus grave que celles du Mexique en 1994, de l'Asie en 1997, de la Russie en 1998 et du Brésil en 1999. Il ne s'agit pas d'une crise de liquidité mais le retour d'une crise d'insolvabilité. Elle doit être comparée à la crise de la dette des années 80 qui avait conduit à la décennie perdue. A cette crise de surendettement s'ajoute la paralysie du secteur bancaire et une dramatique crise politique et sociale.

Dans ce contexte, la sortie de la crise sera lente et difficile. Le pays devra à la fois trouver les solutions pour remédier à une situation sociale insupportable, renégocier la dette sans décourager les entrées de capi-

taux tout en évitant le retour de l'hyper-inflation. Toutefois, même si ces conditions étaient réalisées, un retour de la croissance paraît difficile pendant au moins les cinq ans qui viennent. L'investissement devrait être freiné par l'impossibilité de trouver des financements en l'absence d'un système bancaire viable. Par ailleurs, la consommation devrait être limitée en raison du traumatisme subi par les Argentins.

Les conséquences de la crise affectent inévitablement la situation financière des entreprises. Les incidents de paiement enregistrés sur les entreprises argentines oscillent à des niveaux records depuis 1999. L'industrie handicapée de longue date par le cours du peso, des coûts de financement élevés et une faible productivité, n'est plus le seul secteur touché. L'ensemble de la distribution souffre de l'effondrement de la demande, et les exportations agricoles de la faiblesse des cours mondiaux.

#### **BRÉSIL : VULNÉRABILITÉ À TOUT RETOURNEMENT DE CONFIANCE DES MARCHÉS**

Bien que la contagion par les marchés financiers ait été limitée, l'aggravation de la crise argentine a eu des conséquences sur le Brésil (B), avant même le mois de décembre 2001. Le pays a souffert de plus de la baisse de la croissance mondiale, d'une crise énergétique, du renchérissement des financements extérieurs et d'un climat politique dégradé. Les incidents de paiement enregistrés sur les entreprises brésiliennes se sont détériorés depuis le début de l'année 2001. Ils demeurent cependant proches de la moyenne mondiale. Le faible dynamisme de la demande interne, la contraction des débouchés extérieurs, les coûts de financement élevés, et les difficultés d'approvisionnement énergétique ont pesé sur la rentabilité des entreprises. Cependant, leur situa-

tion financière confortée par la vive croissance des années passées, leur a permis, jusqu'à présent, de résister aux récentes difficultés.

La situation mérite toutefois d'être attentivement surveillée. L'économie brésilienne reste très vulnérable à tout retournement de confiance des marchés, en raison d'un important besoin de financement, alors que les élections présidentielles d'octobre 2002 constituent un facteur supplémentaire d'incertitude. Une politique rigou-

“L'éventail très important des notes concernant les principaux pays d'Amérique latine reflète des situations très contrastées concernant les risques.”

reuse est indispensable pour maintenir la confiance des investisseurs, car les ratios d'endettement sont quasiment identiques à ceux de sa voisine méridionale. Le service de la dette est très sensible à l'évolution des taux d'intérêts et du real, une partie importante de la dette, y compris publique, étant en devises étrangères. Un effondrement durable du peso argentin ne serait ainsi pas sans conséquence sur la monnaie et les taux du Brésil, d'autant que cela affecterait aussi la balance commerciale, l'Argentine étant le deuxième partenaire commercial. Cela a motivé la mise sous surveillance négative de la note du Brésil depuis le mois de juillet 2001.

#### **UN ÉVENTAIL LARGE DE NOTES**

L'éventail très important des notes concernant les principaux pays d'Amérique latine reflète des situations très contrastées concernant les risques. Les économies les plus solides, qui sont aussi les plus ouvertes aux échanges commerciaux, devraient bénéficier d'une reprise de la croissance aux Etats-Unis. En revanche, les éco-

nomies les plus endettées restent dépendantes de l'évolution de l'attitude des investisseurs étrangers.

Jusqu'à présent, la principale victime, en état critique, du refroidissement américain est l'Argentine, en raison principalement de l'accroissement de l'aversion aux risques consécutive à la chute du Nasdaq et aux événements du 11 septembre. Le grave traumatisme argentin pourrait, à son tour, contaminer les pays qui présentent les mêmes fragilités comme le géant de la zone, le Brésil, qui partage, avec son voisin du sud, un niveau d'endettement et des besoins de financements trop élevés. Le pire scénario serait le retour, dans une partie de l'Amérique latine, d'une nouvelle période de récession après une phase de surendettement. Cela serait d'autant plus difficile socialement et politiquement à supporter pour la population de ces pays que la décennie 90 s'est finalement révélée assez décevante en termes de croissance, surtout en comparaison avec l'Asie.

Néanmoins, le pire n'est jamais certain. Le Brésil se distingue de l'Argentine par une discipline fiscale plus stricte, une politique monétaire moins rigide, une classe politique moins discréditée et une économie plus diversifiée. L'Amérique latine est plus ouverte sur le monde qu'il y a vingt ans. Il existe un dynamisme certain des entreprises et un capital humain de qualité. Un retour de la croissance aux Etats-Unis devrait permettre de tirer la croissance et d'augmenter les recettes en devises. Une stricte discipline fiscale pourrait réduire à terme les ratios d'endettement. La crise en Argentine peut aussi être salutaire pour ses voisins en favorisant les réformes. Un sursaut moral et politique ne peut non plus être exclu à Buenos Aires. Néanmoins, en raison de l'importance des fragilités, une surveillance attentive de l'apparition d'éventuels symptômes s'impose. Il en va de la santé de cet extrême occident si proche de nous culturellement. ■