

## GAM INSIGHTS

---

### L'Argentine : de l'ombre à la lumière

**Tim Love, gérant chez GAM, s'intéresse tout particulièrement aux marchés frontières VARP (Vietnam, Argentine, Roumanie et Pakistan) et éclaire le cas d'investissement que représente l'élément sud-américain de ce quatuor.**

Alors que le contexte politique en Argentine reste favorable (notamment depuis l'importante victoire électorale de mi-mandat, suggérant que le Président Macri est plus que favori pour remporter un prochain mandat de 4 ans à partir de 2019), nous pensons que les marchés financiers continueront à ignorer le profond cycle pro-orthodoxie des réformes pour la période à venir. Des aspects moins populaires (tels que les réformes du travail ou des retraites) continueront à être pris de front, ce qui signifie que la dynamique de changement structurel sera maintenue.

#### **Un cercle vertueux ...**

Mais hélas, il faudra davantage que quelques années à un gouvernement réformiste pour s'affranchir de décennies de stagnation, d'un socialisme bien implanté et de la corruption. Dans ce contexte, l'état anormalement fragmenté de l'opposition politique, ainsi que l'adhésion des médias et des agences de notation de crédit au calendrier des réformes et à l'idée qu'elles auront une influence potentielle sur les perspectives économiques du pays, constituent définitivement un point positif. Ceci se reflète dans l'émission récente et réussie d'obligations souveraines à 30 ans avec des rendements de 7% à maturité et de bons ratios de couverture.

Comme toujours, la question reste de déterminer si la contribution renouvelée de l'Argentine aux marchés financiers, suite à l'épidémie de défauts sous la précédente administration Kirchner, mènera à de dangereuses expositions non-couvertes en dollar US (les déficits fiscaux [-5,5%] et du compte courant [-4,8%] sont tous deux dans les faits financés au niveau international). Bien que l'investissement étranger direct (IDE) et le retour des capitaux argentins de l'étranger encouragent tous deux les développements, il est important de garder à l'esprit que les apports en liquidité sont réputés inconstants. Du point de vue positif, une réserve internationale d'à peu près 70 milliards USD constitue presque une année de couverture de déficits cumulés.

De plus, ce sentiment est encouragé par la mise en application des réformes de l'année dernière, avec la suppression de la taxe à 15% sur les plus-values pour les étrangers, une réduction du temps nécessaire à l'enregistrement d'un titre de propriété et des évolutions positives en ce qui concerne les impôts, le capital et le travail. Ces dernières peuvent potentiellement renforcer la productivité et promouvoir la continuité de cet important cercle vertueux. Avec une réévaluation positive du PIB (+3,5%) et la perspective du passage de l'Argentine du statut de marché frontière à celui de véritable marché émergent lors de la prochaine évaluation du MSCI, il y a matière à un optimisme conséquent pour les perspectives du marché actions national.

#### **Les valorisations pourraient dépasser les attentes**

Néanmoins, plusieurs investisseurs, dont nous-mêmes, ont joué sur le thème du pays « non-indexé » en anticipation d'une réévaluation du MSCI, et les valorisations sont aujourd'hui plutôt justes par rapport aux opportunités auxquelles nous pouvions accéder il y a quatre ans. D'ailleurs, les banques semblent en réalité chères si l'on compare à la fois historiquement et régionalement, donc ce qui compte ce n'est pas la destination mais le voyage. De plus, les marchés actions doivent combattre une hausse obstinée, quoique légèrement ralentie, de l'inflation (Consumer Price Index-CPI), ce qui signifie que les bénéfices réels disponibles n'ont pas encore augmenté matériellement malgré les efforts des réformes. La future tendance du CPI (le gouvernement a pour objectif de le réduire de 15%, mais il peut revenir à un objectif plus réaliste

d'ici fin 2019), associée à la facilité (ou non) d'accès aux marchés financiers, devrait déterminer les perspectives du marché actions à moyen-terme.

À court terme, la situation idéale se fonde sur une rentrée continue de liquidités, le changement dans l'indice MSCI et la capacité de dépassement des valorisations des actions argentines. De la même manière, tant que la devise reste attractive pour les traders Forex internationaux en « positive carry », et que les marchés crédits continuent de supporter les entreprises argentines, le rallye des actions devrait se maintenir.

Nous serions donc proches d'un seuil d'arbitrage en termes de valorisations tactiques. Cependant, cette jauge pourrait être fondamentalement allongée d'un point de vue stratégique si les marchés financiers internationaux retrouvent leur calme (à la suite des soubresauts du début du mois de février), le retour des capitaux argentins détenus à l'étranger dépasse les attentes (la totalité des actifs de l'étranger ont été récemment estimés à 117 milliards USD), et la capitalisation des marchés double, pour atteindre les normes Sud-Américaines du ratio capitalisation/PIB (aujourd'hui à 22% contre 40% pour l'Amérique Latine hors Chili).

Les enjeux tournent autour des prochaines renégociations salariales, notamment dans les secteurs de l'éducation, des transports et de l'alimentaire, qui constituent traditionnellement la clé de la capacité du gouvernement à donner le ton pour maîtriser l'inflation des salaires dans l'ensemble de l'économie. Un dernier enjeu capital sera de plafonner l'augmentation des émissions de dette régionale par rapport à la dette fédérale. Selon l'observatoire fiscal fédéral, l'encours de la dette régionale augmente deux fois plus vite que l'encours de la dette nationale. Par conséquent, il ne manque pas d'obstacles à surmonter, mais l'administration actuelle a obtenu depuis lors un bilan solide.

### **Le plus fort potentiel de hausse ?**

Pour résumer, nous restons attentifs à davantage de justifications sur la mise à niveau du crédit et à plus de signaux positifs liés aux changements politiques. Il convient de garder à l'esprit que le volume journalier des échanges moyens sur l'indice Bovespa au Brésil est 38 fois plus importants que son équivalent Argentin (Merval). Ceci signifie qu'une réévaluation du MSCI, et des flux supplémentaires issus de l'amnistie fiscale, des IDE ou du M&A peuvent avoir un effet considérablement disproportionné sur les valorisations des actions argentines. En effet, plus ces facteurs entrent en jeu, moins il y aura de chances de retrouver des cycles « boom-bust » sur les actions.

De plus, l'avènement de la technologie, des réseaux sociaux et du big data participent ensemble à renforcer la transparence à tous les niveaux de la société. Ainsi, ils ne peuvent qu'aider à combattre le fléau de ce continent : la corruption. Tout ceci aide à intensifier l'agenda de réformes économiques pro-orthodoxie, en ralliant de plus en plus de partis et d'individus à la cause du gouvernement.

Nous avons souvent soutenu que, dans le contexte d'un marché émergent mondial, l'Argentine offre peut-être le potentiel de hausse le plus élevé et, en ce sens, nous faisons référence à l'immense avantage structurel du rapport rendement/risque. Cependant, ce qui me surprend vraiment à cette étape du développement de l'Argentine, c'est que ce pays s'éloigne aussi vite qu'il le peut d'un modèle basé sur la consommation vers un modèle guidé par les exportations et les IDE (tout à fait à l'opposé de la Chine). L'Argentine est également très similaire à l'Inde en termes de trajectoire politique, notamment parce que les deux pays bénéficient d'un gouvernement du changement, pro-réformes avec des attentes exigeantes et réalistes dans le cadre d'un deuxième mandat axé sur la transformation du pays. Les deux gouvernements sont arrivés au pouvoir grâce au mécontentement dû au manque de progrès liés aux réformes et à des mandats anticorruption.

Nous avons l'intention de restés investis et de nous tenir prêt à acheter la baisse.

## **À propos de GAM**

GAM compte parmi les premiers gestionnaires de fortune indépendants du monde. La société fournit des produits et solutions de gestion active à une clientèle d'institutionnels, d'intermédiaires financiers et d'investisseurs privés. A son activité de base dans le domaine des placements s'ajoutent des services de private labelling, qui englobent des services à l'intention d'établissements tiers. GAM emploie plus de 900 personnes dans 13 pays, avec des centres d'investissement à Londres, Cambridge, Zurich, Hong Kong, New York, Lugano et Milan. Les gérants bénéficient de l'appui d'un vaste réseau de distribution mondial. GAM, qui a son siège à Zurich, est cotée à la SIX Swiss Exchange et fait parti de l'indice Swiss Market Index Mid (SMIM) [symbole: GAM]. Les actifs sous gestion du Groupe s'élèvent à 148,4 milliards de francs suisses (153,3 milliards de dollars)\*.

\* Source : GAM. Données au 30 septembre 2017.

## **Pour plus d'information, veuillez contacter :**

Céline BRUGGEMAN – Tel. : 01.76.21.81.12 – [cbruggeman@bdandp.com](mailto:cbruggeman@bdandp.com)  
Agence BDandP – 121, rue La Fayette 75010 Paris

## **Informations juridiques importantes**

Les données figurant dans ce document ne sont données qu'à titre informatif et ne comportent pas de conseil en investissement. Les opinions et évaluations contenues dans ce document peuvent changer et reflètent le point de vue de GAM dans les conditions conjoncturelles actuelles. Aucune responsabilité n'est assumée quant à l'exactitude et l'exhaustivité des données. La performance passée ne constitue pas un indicateur de l'évolution courante ou future. Les allocations et positions peuvent évoluer.