

THÉMATIQUE



Patryk DOZDZIK,
Macrostratège Senior, Marchés émergents

Le cycle électoral en Amérique latine a vu l'arrivée aux affaires de trois présidents de gauche dans la région andine

Cycles électoraux en Amérique latine : forte incertitude concernant les transitions et orientations politiques

Le cycle électoral en Amérique latine, qui a porté au pouvoir trois présidents de gauche dans la région andine, est peut-être déjà aux deux tiers révolu, mais l'incertitude politique qu'il génère est loin d'être terminée. Le Chili et la Colombie sont en train de renforcer le poids et le rôle de l'État, tandis que des conditions politiques et macroéconomiques extrêmes ont obligé le Pérou et l'Argentine, à procéder, pour le premier, à un nouveau remaniement, pour le second, à un remaniement en profondeur. Au Brésil, où l'élection aura lieu en octobre, Lula devance largement Bolsonaro dans les sondages, mais cet écart tend à se réduire.

La situation politique en Amérique latine a été particulièrement mouvementée, sinon explosive, à cause du sentiment de rejet de l'ordre établi et du mécontentement général des populations, deux facteurs que la crise du Covid-19 n'a fait qu'amplifier. Le cycle a démarré il y a un peu plus d'un an avec l'élection au Pérou d'un président très marqué à gauche et s'est poursuivi, six mois plus tard, avec un scénario similaire au Chili. La Colombie, à son tour, vient tout récemment de porter à 3 sur 3 les victoires de chefs d'État de gauche dans la région andine, un résultat d'autant plus étonnant que le pays n'avait jusqu'ici jamais élu de président de cette couleur politique. Quelques résultats d'élections (de mi-mandat) sont toutefois allés à l'encontre de la tendance générale. Les coalitions au pouvoir en Argentine et au Mexique ont cédé des sièges clés, faisant perdre la majorité simple aux péronistes et la majorité qualifiée au parti Morena d'Andrés Manuel López Obrador (AMLO).

Le cycle électoral en est à ses 2/3 mais l'incertitude politique et stratégique découlant de ces premiers résultats est loin d'être terminée. En **Argentine**, un remaniement gouvernemental en faveur d'une orientation plus orthodoxe a été nécessaire pour mettre fin à la dégringolade du peso et éviter tout ajustement économique désordonné qui compromettrait davantage les chances des péronistes lors des élections de l'année prochaine. Au **Pérou**, un nouveau remaniement (il y a eu en moyenne un changement de ministre tous les quelques jours) a été nécessaire pour résoudre les graves problèmes chroniques de gouvernance de la présidence Castillo. Une procédure de

destitution reste l'issue la plus probable. Au **Chili**, les regards sont braqués sur le processus constitutionnel qui décidera, dans les prochains jours, si la constitution nouvellement rédigée pourra être mise en œuvre ou si le processus doit être relancé. Par ailleurs, l'administration de Gabriel Boric travaille à une réforme fiscale ambitieuse et dévoilera bientôt sa proposition de réforme des retraites, qui aura des répercussions importantes sur l'économie et la société. En **Colombie**, la transition électorale s'est déroulée sans heurts, malgré la réforme budgétaire de grande envergure récemment dévoilée qui montre assez clairement que l'administration ne manque pas de propositions ambitieuses plus ou moins en phase avec les promesses faites durant la campagne.

Au **Brésil**, l'élection présidentielle se tiendra en octobre. L'ancien président Luiz Inacio Lula da Silva devance assez confortablement le président sortant Jair Bolsonaro dans les sondages, malgré l'affirmation d'une tendance inverse, favorisée par le ralentissement de l'inflation et l'augmentation des transferts directs. Ici aussi des changements se profilent dans la politique macroéconomique, même s'ils ne seront pas aussi spectaculaires que dans le reste de la région, à l'exception du **Mexique**, qui fait figure d'oasis de paix politique en Amérique latine. Cependant, si le climat politique interne est plutôt calme, les frictions sur le front de l'accord Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM) sont à surveiller, car elles pourraient compromettre les vents favorables particulièrement puissants générés par les récents chocs géopolitiques.

Nous examinons ci-dessous plus en détail les évolutions politiques propres à chaque pays

Colombie : la troisième fois est la bonne pour Gustavo Petro. Transition électorale sans heurts, d'importants changements macroéconomiques sont déjà en cours

Au mois de juin, Gustavo Petro a remporté le second tour des élections présidentielles

contre Rodolfo Hernandes (indépendant de droite) avec 50,44 % des voix contre 47,31 %

THÉMATIQUE

Le nouveau projet de constitution a été rejeté par une grande majorité de Chiliens, même s'ils sont encore plus nombreux à juger l'ancienne Magna Carta de l'ère Pinochet dépassée

pour son concurrent, devenant ainsi le tout premier chef d'État de gauche en Colombie. La troisième fois aura été la bonne (il s'était déjà présenté en 2010 et avait atteint le second tour en 2018). Il est désormais le troisième président de gauche à être élu dans les Andes durant l'actuel cycle électoral.

Gustavo Petro avait fait campagne sur un programme ambitieux de réforme budgétaire (plus de dépenses sociales nécessitant une augmentation structurelle des prélèvements obligatoires) de réforme des retraites, du foncier et de la santé, d'interdiction de toute nouvelle exploration pétrolière (un aspect particulièrement problématique pour une économie présentant un double déficit) de mesures protectionnistes, etc. Il a toutefois modéré son propos entre les deux tours, puis comme Gabriel Boric au Chili, a nommé un ministre des Finances orthodoxe en la personne de José Antonio Ocampo et formé une majorité de travail (conditionnelle) au

Chili : le rejet par référendum du projet de nouvelle Constitution a relancé le processus, dans un climat qui devrait être constructif

Le projet de nouvelle constitution a été rejeté à l'issue du référendum obligatoire du 4 septembre, le résultat étant sans appel (62 % contre et 38 % pour). Le processus va cependant continuer, la majorité politique en place jugeant obsolète la loi foncière héritée des années Pinochet et souhaitant éviter une nouvelle période de troubles sociaux similaires à ceux de fin 2019.

Le président Boric est favorable à une réécriture intégrale de la Magna Carta chilienne (dans un environnement plus constructif). L'opposition, en revanche, souhaiterait recourir à des amendements, sachant que le Congrès a déjà réduit les majorités constitutionnelles requises pour faciliter l'adoption de tels amendements. Quelle que soit la méthode choisie, la prochaine constitution sera probablement de meilleure qualité que celle qui vient d'être

Congrès qui devrait en théorie éviter les pièges de gouvernance rencontrés au Pérou. Pourtant, bien que relativement modérée, la réforme budgétaire récemment dévoilée a montré plus clairement ce que la nouvelle administration a en tête : renforcement du rôle de l'État, augmentation des dépenses en taxant davantage les riches, les entreprises et les industries extractives (ces dernières devant également réduire leur taille), l'objectif ultime étant de diminuer les inégalités économiques dans le pays.

Reste désormais à savoir comment les recettes supplémentaires seront dépensées, mais nous supposons qu'elles seront en grande partie redistribuées plutôt qu'épargnées. La manne pétrolière et la surchauffe de l'économie ont permis de stabiliser la dynamique de la dette sur le plan cyclique, mais la Colombie a besoin d'un plan structurel et d'une règle budgétaire efficace pour maintenir les engagements publics sur une trajectoire durable.

rédigée. Il semble donc que le pic soit passé en termes de risques extrêmes, même si l'incertitude va perdurer.

Le gouvernement travaille en parallèle à la mise en place d'une réforme fiscale ambitieuse destinée à générer des recettes supplémentaires de l'ordre de 4 % du PIB, dont une grande partie sera consacrée à des programmes sociaux. De plus, une réforme des retraites, qui sera également dévoilée prochainement, devrait exercer une pression supplémentaire sur les comptes publics. De manière générale, sous la direction pragmatique du ministre des Finances, Mario Marcel, l'économie subit de profondes mutations avec l'augmentation du poids de l'État et l'évolution de son rôle qui, en plus d'être celui d'un régulateur, est de plus en plus aussi celui d'un fournisseur de services.

Pérou : un énième remaniement gouvernemental ne fait que reporter une éventuelle procédure de destitution, sans améliorer durablement la gouvernabilité

Le gouvernement de Pedro Castillo connaît, en moyenne, un changement de ministre tous les quelques jours : il y en a eu près de 70 depuis la mise en place du nouveau gouvernement à l'été 2021. Le dernier remaniement, il y a quelques semaines, concernait six ministères, mais la démission du Premier ministre n'a pas été acceptée par le président. Le portefeuille clé des finances et de l'économie a été confié à M. Burneo, ancien ministre, membre du conseil d'administration de la banque centrale et personnalité politique plus influente que son prédécesseur. Les autres nominations sont en

revanche nettement moins consensuelles et concernent des personnalités précédemment déchargées de leurs fonctions, comme M. Chavez. Le refus de la démission de M. Torres et les nominations peu convaincantes à d'autres postes suggèrent que Pedro Castillo a eu du mal à attirer des profils « sérieux » dans son cabinet.

Le remaniement lui-même prolongera le *statu quo* inconfortable, la gouvernabilité constituant un problème majeur. Cependant, contrairement à la situation qui prévaut

THÉMATIQUE

L'économie gravement déséquilibrée de l'Argentine a désespérément besoin de mesures orthodoxes

en Colombie ou surtout au Chili, de grands changements structurels/de régime sont peu probables étant donné l'absence de consensus sur à peu près tout (y compris la destitution du président actuel - nous y reviendrons plus loin). En d'autres termes, le manque de gouvernabilité constitue davantage un problème cyclique qu'un obstacle structurel impliquant des réévaluations significatives de la part des marchés.

La situation actuelle semble insoutenable et se soldera, selon nous, par une procédure de destitution. En effet, le président en exercice ne souhaite pas démissionner, car cela l'exposerait davantage sur le plan juridique. Selon les rumeurs, s'il ne manque que quelques voix à l'opposition sur les 87 nécessaires pour se débarrasser de M. Castillo,

Argentine : un remaniement nécessaire pour enrayer la chute du peso. Le traitement des vrais problèmes ne pourra probablement commencer qu'après les élections

La dégradation de la situation monétaire au lendemain de la démission du ministre des Finances, M. Guzman, a finalement entraîné un important remaniement politique en août et la nomination de Sergio Massa en tant que « super ministre » responsable de l'Économie, de la Production, de l'Agriculture et des négociations avec le FMI. M. Massa, un ancien chef de cabinet et candidat présidentiel qui présidait jusqu'à récemment la Chambre des députés, est considéré comme l'un des politiques les plus favorables au marché de la coalition au pouvoir. De plus, il dispose d'un poids politique important. M. Massa a commencé par désigner comme son numéro deux Gabriel Rubinstein, un économiste chevronné, connu pour ses critiques sévères de la vice-présidente et de sa politique. Ces choix laissent penser que M. Massa a reçu la liberté de mettre en œuvre les politiques nécessaires à la stabilisation de l'économie, tout en veillant, bien sûr, à en minimiser le coût politique.

L'économie, gravement déséquilibrée, a désespérément besoin de politiques plus orthodoxes. La nomination de M. Massa vient opportunément renforcer la confiance et devrait également rendre le pays plus gouvernable tout en réduisant l'incertitude politique. M. Massa se concentrera sur le respect des objectifs fixés dans le cadre de l'accord avec le FMI, à savoir la réduction du déficit budgétaire primaire à environ

les parlementaires en place hésiteraient à lancer une procédure de destitution qui leur coûterait leur poste. En effet, au Pérou, une procédure de destitution entraîne également la dissolution du Congrès et la tenue de nouvelles élections auxquelles les députés en exercice ne peuvent pas participer. Pour autant, la situation actuelle étant tout simplement trop erratique pour être soutenable, nous pensons qu'une destitution finira par être prononcée. Tôt ou tard.

Si de nouvelles élections sont susceptibles de faire remonter l'incertitude politique à court terme, elles constitueront probablement un pas dans la bonne direction. Elles devraient en effet conduire à un fonctionnement plus ordonné de l'écosystème politique, bénéfique pour le pays à moyen terme.

2,5 % du PIB, la réduction du financement monétaire et le resserrement de la politique monétaire, en ramenant notamment les taux réels en territoire positif. En effet, même si la Banque centrale a fortement relevé ses taux, l'inflation très élevée a neutralisé une grande partie des progrès réalisés. En ce qui concerne les ajustements budgétaires, M. Massa entend augmenter les prix des services publics, réduire progressivement les subventions à l'énergie (pour les hauts revenus et sans modifier les prix pour les ménages les plus modestes) et introduire des plafonds de consommation. En outre, les dépenses publiques d'investissement et les transferts aux provinces seront réduits. Pour autant, les programmes d'aide sociale devraient augmenter et non diminuer.

Les mesures prises par M. Massa devraient permettre de stabiliser la situation macroéconomique et de satisfaire les exigences à court terme du FMI. Cependant dans la perspective des élections de l'année prochaine, il est peu probable que l'administration fasse le nécessaire pour résoudre les déséquilibres économiques sous-jacents, par exemple en procédant à une dévaluation. En fait, les dépenses et les pressions populistes vont probablement s'accroître à l'approche des élections, de sorte que la situation macroéconomique va à nouveau se détériorer jusqu'à ce que la prochaine administration soit en place.

Brésil : malgré le contexte électoral, les risques semblent bien moins importants qu'ailleurs en Amérique du Sud

La course à la présidence est maintenant bien lancée, le premier tour des élections générales étant prévu pour le 2 octobre. L'ancien président Lula devance le président sortant

Bolsonaro avec une avance confortable d'environ 10 % (45 % contre 35 % en faisant la moyenne des sondages, qui présentent une forte dispersion), mais cette avance

THÉMATIQUE

Les deux candidats veulent ajuster le plafond des dépenses, rendre permanentes les mesures temporaires adoptées récemment et remodeler le système fiscal, quoique selon des schémas distincts

tend à diminuer. Nous pensons que l'écart va continuer à se réduire à la faveur des campagnes médiatiques, des débats, du ralentissement de l'inflation (qui est tombée en dessous de 10 %), des réductions du prix du carburant et de l'augmentation des transferts directs (par exemple, les paiements d'Auxillio Brasil ont été portés à 600 reals par mois).

Toutefois, malgré le resserrement de la course, les marchés semblent assez détendus, quoique pas indifférents. D'un côté, le gauchiste Lula tient un discours populiste prudent et a déjà choisi un vice-président centriste. De l'autre côté, l'actuel ministre de l'Économie, M. Guedes, a confirmé qu'il resterait en poste si M. Bolsonaro était réélu. Enfin, le Congrès, probablement centriste, devrait jouer un rôle modérateur en matière d'action politique.

Toutefois, quel que soit le dirigeant en place au 1^{er} janvier 2023, des changements sont à venir. Les deux candidats veulent, certes, ajuster le plafond des dépenses (l'ultime point d'ancrage budgétaire du pays), rendre permanentes les mesures de nature temporaire adoptées récemment et remodeler le système fiscal, mais selon des schémas distincts. Sur un plan plus positif, ils perçoivent également la nécessité d'adopter des réformes structurelles, portant notamment sur l'administration. Tous ces facteurs auront un impact sur la croissance potentielle, les recettes à court et à long terme, les dépenses et la trajectoire budgétaire, et par conséquent sur les anticipations d'inflation et les prix des actifs. Il faudra donc continuer de surveiller la situation.

Mexique : un climat politique intérieur relativement calme, dans un environnement assombri par des tensions autour de l'ACEUM

Depuis qu'elle a perdu la majorité qualifiée aux élections de mi-mandat de l'été 2021, la coalition Morena a tenté sans succès de faire adopter un amendement constitutionnel

visant à réformer le secteur électrique du pays, qui favorisait clairement l'État par rapport au secteur privé. Intervenant dans un dossier connexe, la Cour suprême ne

Président/Pays	Date d'élection	Volonté de réécriture de la Constitution ?	Ministre des Finances orthodoxe ?	Soutien de politiques redistributives ?	Soutient l'indépendance de la BC ?	Opposition aux industries extractives ?	Autre	Contrepoids-Équilibres/Gouvernabilité
Gustavo Petro Colombie	Juin 2022	Non	Ocampo, oui	OUI ! Présentation d'une réforme budgétaire ambitieuse	Oui, mais ?	Voulait stopper toute nouvelle exploration, les taxe lourdement à présent.	Veut une réforme des retraites + protectionnisme commercial	Majorité « de travail » conditionnelle
Gabriel Boric Chili	Déc. 2021	Oui, en cours	Marcel, oui	Oui, grande réforme fiscale en vue	Oui	Veut les taxer lourdement	Réforme nécessaire des retraites	Congrès équilibré
Pedro Castillo Pérou	Juin 2021	Oui, mais pas de majorité	Burneo, oui	Pas vraiment	Oui	Oui	Protectionnisme	Grande fragmentation = gros problème de gouvernabilité
Andrés Manuel López Obrador Mexique	Juil. 2018	Non, réforme de l'énergie uniquement	Le plus orthodoxe !	Via de fortes hausses du salaire minimum	Oui	Approche centrée sur l'État		Perte de la majorité qualifiée lors des élections de mi-mandat
Jair Bolsonaro Brésil	Oct. 2019	Non	Guedes, oui	Non	Oui	Non	Adoption d'une réforme très prudente des retraites	Majorité « de travail »
Luiz Inácio Lula da Silva Brésil	Oct. 2002	Non	Pas vraiment	Oui	Non	Non	Protectionnisme	Parti des Travailleurs et présidence forts
Alberto Fernández Argentine	Déc. 2019	Non	Maintenant Massa, en termes relatifs	Oui	Non	Non	Protectionnisme, contrôle des capitaux	Équilibré depuis la perte de la majorité

■ Bon ■ Avertissement ■ Mauvais

THÉMATIQUE

s'est pas prononcée en faveur de l'initiative gouvernementale, sans toutefois invalider la proposition dans son ensemble. Mais le principal obstacle pour l'administration AMLO dans le domaine de l'énergie semble provenir de l'environnement international plutôt que des acteurs nationaux. Les membres de l'ACEUM se sont en effet engagés dans un contentieux officiel sur la violation du Traité, qui devrait prochainement déboucher sur une phase plus formelle et plus longue de négociations dans le cadre d'un panel.

Le secteur énergétique contrôlé par l'État est la priorité d'AMLO, mais nous pensons que l'ACEUM est tout aussi important pour

lui pour des raisons économiques. Nous nous attendons à une solution intermédiaire qui verra la mise en place d'un système plus « flexible » d'attribution de projets et de permis, sans que les grandes lignes de la politique sous-jacente d'AMLO ne changent vraiment. Une telle issue permettrait d'atténuer les risques de rupture de l'ACEUM et doterait le pays d'une base solide pour tirer parti du « near-shoring » (relocalisation d'activités dans un pays plus proche), une tendance importante consécutive aux événements géopolitiques récents.

Achévé de rédiger le 30 août 2022

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :
research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Strategies Allocation

INFORMATION IMPORTANTE

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 02 septembre 2022. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation: 12 septembre 2022.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée – SAS au capital de 1143615555 euros – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Stephen Simpson

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, *Chairman d'Amundi Institute*

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, *Directrice d'Amundi Institute*

Contributeurs Amundi Institute

AINOUZ Valentine, *CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés*

BERARDI Alessia, *Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique*

BERTONCINI Sergio, *Stratégiste Senior Taux*

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

CESARINI Federico, *Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset*

DELBO Debora, *Stratégiste Senior Marchés émergents*

DI SILVIO Silvia, *Macrostratégiste, Recherche Cross Asset*

Contributeurs Plateformes d'investissement

LEMONNIER Patrice, *Responsable Actions, Marchés émergents*

Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI Didier, *Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques*

PANELLI Francesca, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

PERRIER Tristan, *Macroeconomiste et Spécialiste Investment Insights*

DROZDZIK Patryk, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

GEORGES Delphine, *Stratégiste Senior Taux*

HERVÉ Karine, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

HUANG Claire, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

MIJOT Éric, *Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés*

PANELLI Francesca, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

TONIATO Joao, *Stratégiste Recherche Actions*

USARDI Annalisa, *CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset*

VARTANESYAN Sosi, *Analyste Souverains Senior*

MC CONWAY Nick, *Responsable des actions Asie hors Japon*

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, *Responsable d'Amundi Investment Insights Unit*

CARULLA Pol, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

FIOROT Laura, *Responsable Investment Insights & Client Division*

DHINGRA Ujjwal, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

Conception et support

BERGER Pia, *Spécialiste communication*

PONCET Benoit, *Spécialiste communication*

Matériel marketing à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier