

ARGENTINE : UN CAS SPÉCIFIQUE ?

Septembre 2019

Jean-Charles Doussau

« La dette argentine ne représente pas en soi un montant suffisant pour provoquer un effet d'entraînement. »

► ARGENTINE : UN CAS SPÉCIFIQUE ?

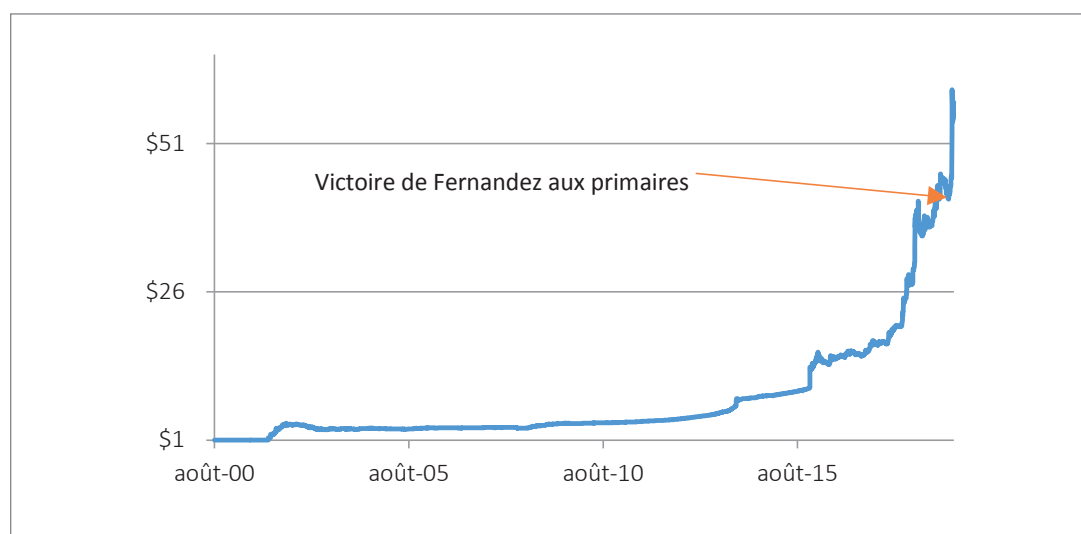
Depuis un an, le peso argentin a perdu 50% de sa valeur en euro, l'économie se contracte et l'inflation décolle. Ces derniers jours, le gouvernement s'est résolu à demander le rééchelonnement de sa dette auprès du FMI et a instauré un contrôle des capitaux. Le problème argentin est-il le signe avant-coureur d'une nouvelle crise dans les pays émergents ? Retour sur la spécificité argentine et la robustesse des autres économies émergentes.

Le spectre du défaut plane sur les élections d'octobre

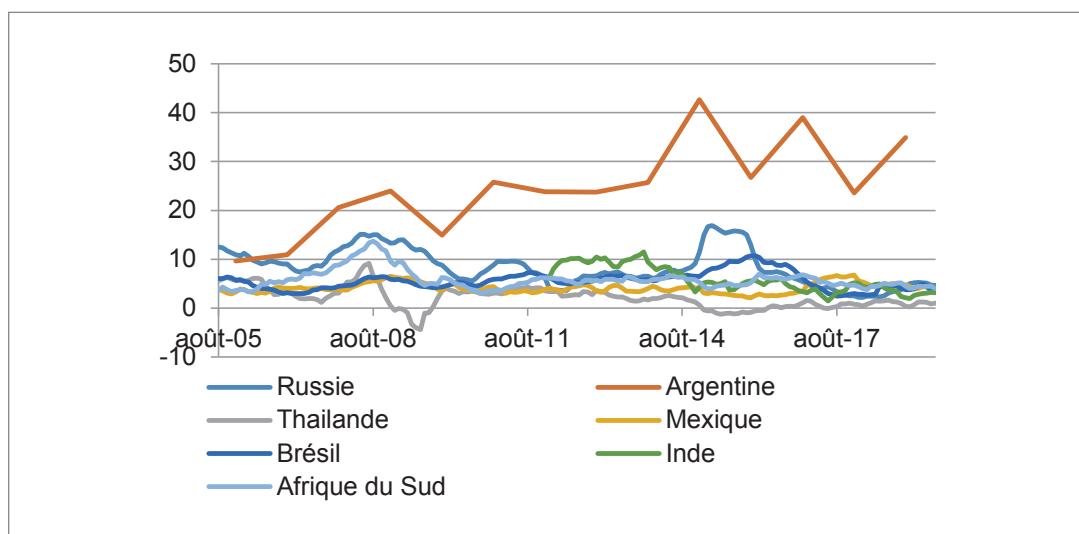
En vue de l'élection présidentielle, l'Argentine organise des primaires où s'affrontent l'ensemble des candidats de tous les partis. Le but est que chaque parti investisse son binôme Président/Vice-président nettement avant le premier tour de l'élection présidentielle, prévu le 27 octobre 2019. Les péronistes se taillent la part du lion, avec trois tickets qui ont regroupé ensemble près de 90% des voix (voir encadré « Retour sur le péronisme » ci-après). Or, si on attendait un premier tour compliqué pour le président sortant Mauricio Macri, son large retard pourrait signifier l'élection de Fernandez dès le premier tour de l'élection présidentielle. Un tel scénario alimente les craintes sur le peso et augmente la probabilité de l'abandon des politiques préconisées par le FMI. Le risque de défaut resurgit, l'Argentine en détient déjà le triste record d'occurrence : 8 fois. D'autant plus que la croissance marque le pas (le PIB déflaté se contracte de 5,8% au 1er trimestre par

rapport au dernier trimestre de l'année 2018). Quand bien même la situation se dégraderait, le risque de contagion reste faible. En effet, la dette argentine ne représente pas en soi un montant suffisant pour provoquer un effet d'entraînement parmi ses créanciers. Le pays détient 44 milliards de dollars de dette auprès du FMI, dont elle a demandé le rééchelonnement. En dehors de cet engagement, la dette publique représente 325 milliards de dollars, pour un PIB de 620 milliards de dollars, soit un niveau d'endettement de 53% du PIB. L'hypothèse d'un défaut est toutefois sur la table, car ces dernières semaines, la très forte contraction de la valeur des obligations argentine s'est accompagnée d'une envolée des *credit default swaps* (CDS) qui y sont associés. Les marchés tablent pour le moment sur une probabilité de défaut de 60% à horizon de cinq ans. A fin août 2019, les vingt premiers créanciers de l'Argentine sont des groupes bancaires et des sociétés d'assurance. L'établissement le plus exposé ne détient, pour le compte de ses clients, que 250 millions de pesos de dette, sur différentes maturités. A l'heure où nous écrivons ces lignes, Standard & Poor's a abaissé sa notation de B- à *Selective Default* et l'Argentine puise dans ses réserves de change à hauteur de 300 millions de dollars par jour pour soutenir sa devise sur les marchés. Le contrôle des changes vient d'être rétabli. Le rythme s'accélère donc et la probabilité d'un défaut partiel s'accroît.

Evolution du change peso-dollar depuis l'abandon de la parité
Source : Banque Transatlantique Belgium



Evolution des prix à la consommation
en pourcentage annuel
Source : Banque Transatlantique
Belgium



« La probabilité
de voir un pays
perdre le contrôle et
entraîner les autres
diminue. »

Nous pensons que les craintes que font peser la baisse spectaculaire du peso et l'hyperinflation doivent être contextualisées. En l'état actuel, le risque d'une propagation de la crise argentine aux autres pays émergents est peu probable. En premier lieu, car la faiblesse originelle de l'Argentine se nourrit d'une instabilité institutionnelle et juridique forte. L'Argentine a en effet tendance à modifier sa constitution régulièrement, et les institutions y ont souvent échoué à assurer le développement du pays sans heurt. L'arrivée d'un gouvernement péroniste est anxiogène pour les investisseurs, car le discours électoral des candidats péronistes et leurs actions concrètes sont deux réalités qui parfois se superposent, et parfois restent distinctes : l'incertitude est forte. Le péronisme est une forme ancienne de populisme au corpus idéologique finalement assez adaptable aux nécessités du moment, dont il est difficile de prévoir l'orientation. En cela, la montée du populisme au Brésil est un facteur de convergence avec le cas argentin. Cet exemple reste toutefois isolé au sein des pays émergents, la plupart des gouvernements asiatiques ayant au contraire démontrés leurs capacités à développer des institutions efficaces.

L'inflation argentine a une origine spécifique

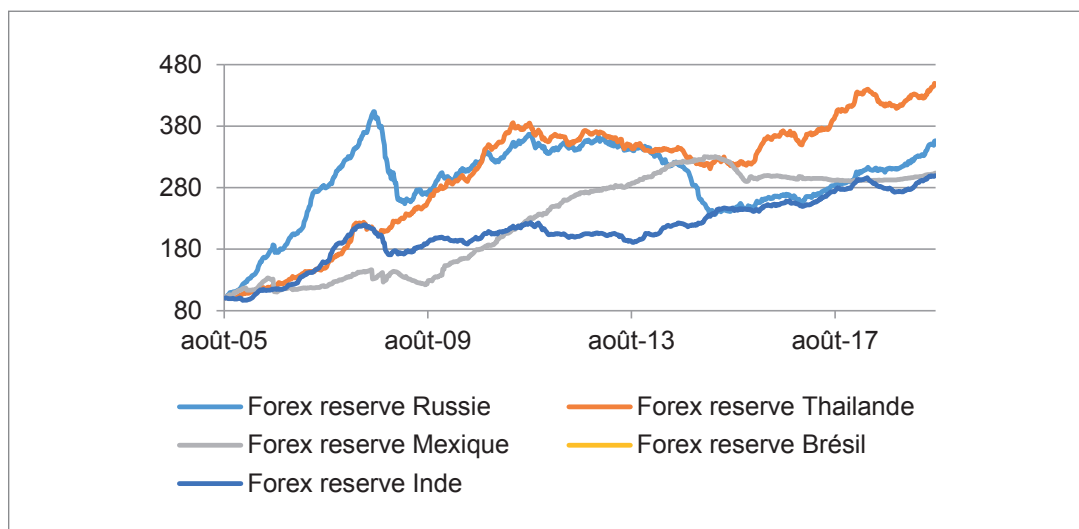
A tout phénomène, sa cause. Pour le cas argentin, l'économiste Joan Robinson a proposé un cadre théorique à l'émergence de l'inflation. Elle la fonde sur la présence d'un conflit de répartition des richesses. Nul doute qu'elle y est historiquement très inégalitaire, les salariés ne percevant qu'à peine 35% de la valeur ajoutée à la fin des années 1980, contre une moyenne de 63% dans les autres pays émergents à cette époque. Les salariés exigent donc des rémunérations plus attractives, et finissent par les obtenir. Par exemple, entre 1982 et 1984, les salaires réels progressèrent de 20% en Argentine. Les salaires montent, mais les prix également pour préserver les marges. In fine, les détenteurs de capitaux rééquilibrent le partage en leur faveur, et la spirale s'enclenche. L'inflation conduit à

une détérioration du taux de change réel, et la balance des paiements se dégrade. Le peso se déprécie, mais cela conduit à une hausse des biens importés, ce qui entretient la hausse des prix. Le cycle auto-entretenu d'inflation et de dépréciation s'enclenche. Il se conjugue avec des déficits publics résorbés par l'emprunt à court terme de devises (sterling, dollar), qu'une nouvelle dépréciation du change rend difficilement remboursable. Afin de défendre la devise, la Banque centrale achète du peso et les réserves de changes s'épuisent. En Argentine, elles sont passées de 77 milliards de dollars début avril à 56 milliards le 29 août.

Hors Argentine, l'inflation s'inscrit en baisse

Depuis 2016, l'inflation est engagée dans un mouvement de convergence et de baisse (en dehors de l'Argentine, la plupart des pays émergents ont désormais autour de 4% d'inflation annuelle). La probabilité de voir un pays perdre le contrôle et entraîner les autres diminue donc. Ceci dit, un certain nombre de pays émergents souffrent périodiquement d'une insuffisance d'épargne, qui conduit à un déficit extérieur, financé par les non-résidents. Ces pays restent sensibles aux variations des taux et des devises de leurs créditeurs. La banque Morgan Stanley crée l'expression de *fragile five* en 2013 pour désigner la liste des cinq pays qui combinent le moins de réserves de change par rapport à leurs dettes en devise, un déficit de la balance courante, le plus de dette en dollar, une tendance inflationniste et une dette publique détenue majoritairement par les non-résidents. Morgan Stanley aboutissait, à l'époque, à la liste suivante : Colombie, Indonésie, Mexique, Afrique du Sud et Turquie. La liste mise à jour fait apparaître la Turquie, l'Argentine, le Pakistan, l'Egypte et le Qatar : le poids des *fragile five* dans le PIB mondial est passé de 5% à 2,5%, soit, en cas de détérioration, un impact moins conséquent sur l'économie mondiale. De plus, Jérôme Powell a engagé la Réserve fédérale américaine dans un mouvement de baisse des taux. Le plus dur est donc probablement passé et en dehors du cas argentin,

Réserves de change en USD
en base 100
Source : Banque Transatlantique
Belgium



les balances des paiements des pays émergents ont – suffisamment – tenu dans la dernière phase de hausse des taux aux Etats-Unis. De plus, le poids des dettes souveraines émergentes a globalement retrouvé son niveau de l'an 2000 en pourcentage du PIB, mais dans des économies beaucoup plus diversifiées et résilientes. La trajectoire de l'endettement doit être surveillée, mais le seuil d'alerte que constitue la part du service de la dette dans le PIB n'est pas encore atteint.

Remarquons également que sur les 15 dernières années, l'augmentation des durations et la baisse des taux sur les maturités les plus longues des dettes souveraines émergentes témoignent de la confiance des investisseurs dans les perspectives de long terme des économies émergentes. Il va de soi que ce sont précisément des erreurs d'appréciation qui conduisent aux crises économiques et monétaires, mais l'augmentation des durations des dettes souveraines réduit la pression de court terme qui peut s'exercer

sur une banque centrale : elle est en elle-même une manière de réduire le risque de se retrouver à court de devise. Cette incapacité à servir la dette est d'ailleurs devenu très théorique dans la plupart des pays émergents, sous le triple effet de : la réduction de la part du dollar dans le financement des économies, la baisse tendancielle des taux aux Etats-Unis (même en haut de cycle) et l'augmentation très nette des réserves de change.

En conclusion, la difficulté de l'Argentine à maintenir la valeur du peso et à lutter contre l'inflation est le fruit d'un contexte économique, politique et social qui lui est propre et qui en l'état, ne saurait être généralisable aux autres pays émergents.

► RETOUR SUR LE PÉRONISME

34 millions d'électeurs argentins étaient appelés à se prononcer le 11 août dernier aux élections primaires organisées en Argentine. La majorité des suffrages s'est reportée sur les candidats Alberto Fernandez et Cristina Kirchner d'une part, Mauricio Macri et Miguel Pichetto de l'autre. Les deux binômes sont formellement représentants de deux partis différents, mais se réclament tous du mouvement justicialiste, même si Macri avait jusque-là tenu à marquer sa distance avec le péronisme.

L'avènement de Juan Perón et de l'Etat providence

C'est dans un contexte d'hésitation entre l'Axe et les Alliés que l'Argentine fait l'objet d'un coup d'état militaire en 1942. Celui-ci porte le Colonel Juan Perón au pouvoir, d'abord jusqu'en 1946 au Secrétariat national du travail, puis de 1946 à 1955 et de 1973 à 1974, à la présidence de la République. Son épouse Eva Perón pris sa suite de 1974 à 1976. Chantre de la démocratie, apôtre des classes moyennes industrielles et détracteur de la ploutocratie de Buenos Aires, Juan Perón mène une politique de chèque en blanc. Il réunit autour de sa personne les souverainistes argentins de droite comme de gauche, qui voyaient en lui le leader populaire capable d'assurer la transition ordonnée vers une économie plus juste. Inspiré de Mussolini, il parvient à transcender les partis par son discours antiyankee et sa préoccupation sincère de justice sociale, bien servi par un sens de l'opportunisme à toute épreuve. Sur fond de nationalisations et de dépenses sociales payées par la dette, le mirage économique ne dure pas : l'inflation monte et le déficit commercial se creuse. Commence alors le cycle dont l'Argentine ne se départira pas : une alternance de régimes autoritaires et de gouvernement se réclamant d'inspiration péroniste. Tous furent incapables de sortir durablement l'Argentine de la spirale de l'endettement en devise étrangère et de l'inflation galopante. Depuis 1900, l'inflation est de 25% par an en moyenne.

Eva Perón ne put empêcher sa destitution en 1976 par les militaires, qui embrassèrent la cause du néo-libéralisme avec le slogan « Réduire l'État, c'est faire plus grande la nation ». Le gouvernement obtint du Fonds monétaire international (FMI) 260 millions de droits de tirage spéciaux (DTS). Le régime ne survit cependant pas à la défaite militaire des Malouines en 1983 et sombra, dans une économie majeure. La dette de l'Argentine s'élevait alors à plus de 35 milliards de dollars, le déficit de la balance des paiements était de 5 milliards de dollars par an, l'inflation était de 250% en rythme annuel. L'Argentine se résolut à faire de nouveau appel au FMI. Ce chiffre de 35 milliards de dollars de dette publique paraît soutenable alors que le PIB de l'Argentine était alors voisin de 85 milliards de dollars (600 milliards en France, 100 milliards en Belgique). Mais le service de la dette des agents économiques argentins (publics comme privés) représentait 8% du PIB par an, ce qui signifiait que l'Argentine avait un besoin de devise colossal. La dette, largement libellée en dollar, était également particulièrement vulnérable en cas d'appréciation de la devise américaine.

Les tentatives libérales des années 1990 et la crise asiatique

Gouverneur de la province de La Rioja, le péroniste Carlos Menem accéda à la présidence en 1989. Il fut fidèle au consensus de Washington qui prônait l'abaissement des barrières tarifaires et l'adaptation des

structures de l'Etat aux conditions de la mondialisation. Ce programme fut appliqué sans sourciller : « chirurgie sans anesthésie » disait-on à l'époque. Pour rassurer les investisseurs, le peso fut arrimé au dollar à parité, ce qui était beaucoup trop élevé pour développer le commerce international. La crise mexicaine ne tarda pas à mettre à mal ce fragile édifice. En 1994, le Mexique dévalua. Le peso mexicain, lié au dollar américain, n'était pas parvenu à rétablir sa compétitivité érodée par l'inflation. Trois ans plus tard, la dévaluation du baht thaïlandais se propagea en quelques semaines à la majeure partie du Sud-Est asiatique. En 1998, l'onde de choc atteignit le rouble puis le real brésilien. Le FMI pare au plus pressé et déverse des dizaines de milliards de dollars sur le Mercosur. Mais l'Argentine n'y échappe pas et fait défaut. En 2005 et 2010, la dette argentine est restructurée au travers d'un processus d'échange de titres : vieille dette contre nouvelle, assortie d'une décote de 60%, d'un mécanisme de taux d'intérêt lié au taux de croissance argentin et d'une clause stipulant qu'en cas de litige, la juridiction compétente sera celle des États-Unis. Cette dernière clause est vécue comme humiliante par les argentins, très sensibles sur les questions de souveraineté. 76% des créanciers approuvent le plan. Les 24% restant sont les « fonds voutours », qui furent indemnisés en 2016, arguant du fait que les dettes libellées en dollar relèvent du droit des États-Unis et non de celui des pays émetteurs.