

Les Matinales du Club

Faut-il désespérer de l'Argentine ?

Compte-rendu de la discussion du 26 juin 2019

Sous la présidence de **SEBASTIEN JEAN**, Directeur du CEPII

Intervenants

François Faure

*Head of Country Risk & Emerging economies, Group Economic
Research department, BNP Paribas*

Jens Arnold

Chef de Bureau Argentine / Brésil, OCDE

Compte rendu rédigé par
Maximilien COUSSIN, étudiant à Paris 1 Panthéon-Sorbonne

Introduction

Le Club du CEPII se réunit pour se pencher sur ce pays : l'Argentine, qui est un pays avec cette trajectoire très particulière, qui en fait un exemple ou un contre-exemple de comment la macroéconomie peut peser sur le destin d'un pays avec de multiples crises, jusqu'au défaut de 2001.

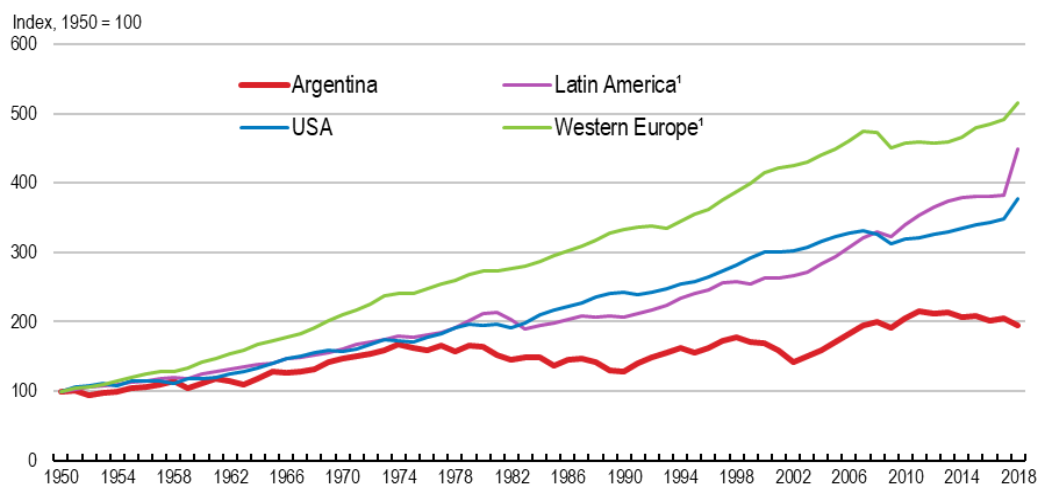
La période actuelle a été marquée par l'élection, en 2015, de M. Mauricio Macri à la présidence avec un programme de réformes économiques relativement ambitieux, avec la volonté affichée de stabiliser macroéconomiquement son pays et lui redonner un chemin de croissance. Depuis son élection, un certain de réformes ont été mises en place et à l'été dernier, on a vu que la partie était loin d'être gagnée avec cette crise qui a donné lieu à une aide du FMI en octobre 2018, à une chute de la monnaie, à la montée de l'inflation et à une montée de la dette

A quelques mois de l'élection présidentielle, Jens Arnold et François Faure vont nous faire un point de la situation en Argentine.

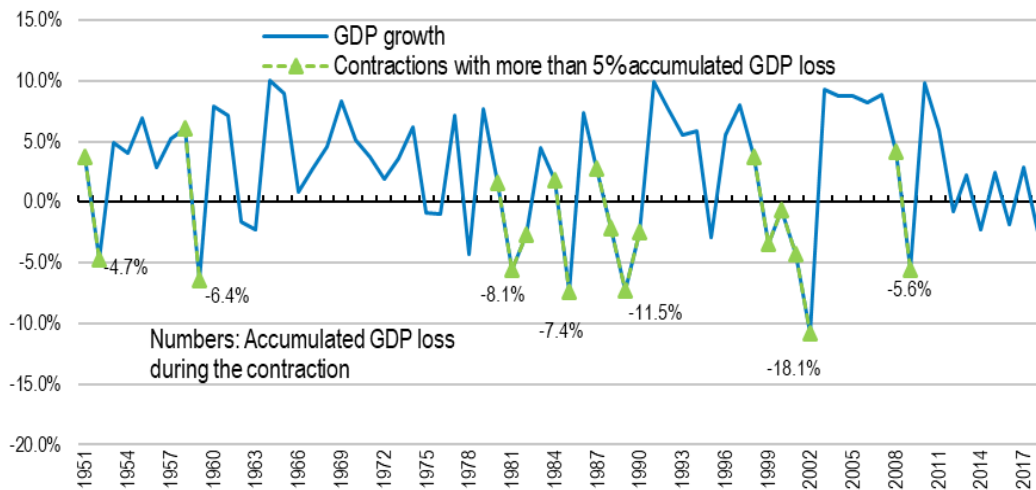
Jens Arnold

Tour d'horizon de l'économie argentine et fondations d'une croissance stable et inclusive :

L'Argentine est connue comme pays d'instabilités : instabilité du change, instabilité de l'inflation, instabilité de la dette, instabilité de la croissance, instabilité des politiques. Celle-ci a annoncé, en mai 2016, une candidature d'adhésion à l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques. Faisons donc un tour d'horizon de la situation économique de la République argentine.



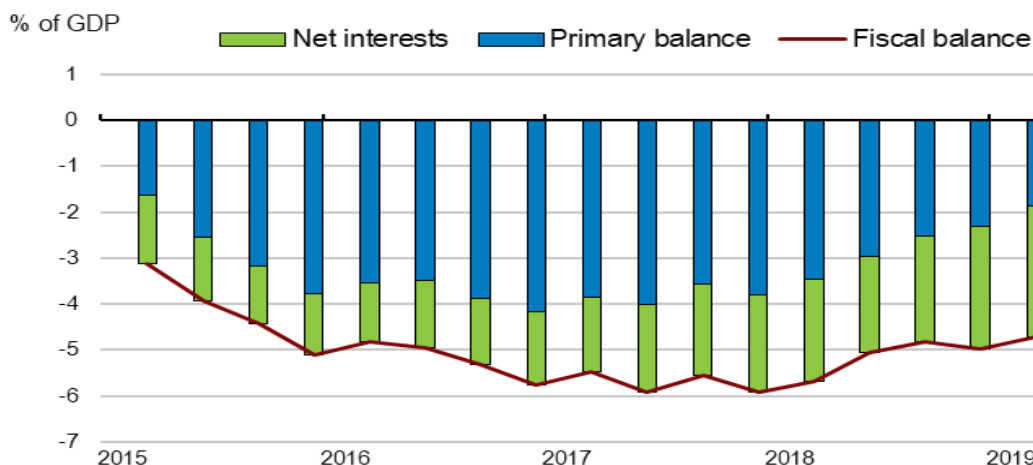
Un graphique permet de capter la dynamique de long terme de celle-ci : l'évolution du PIB par habitant depuis 1950. Beaucoup de pays ont décollé, que cela soit en Amérique du Sud ou en Europe, mais pas l'Argentine. Son économie a stagné depuis donc environ 70 ans, et c'est l'image de long terme la plus claire concernant l'Argentine : c'est un pays dont l'économie n'a pas pu démarrer à cause notamment de choix politiques, qui ont mené au développement de déséquilibres de toutes sortes. Dans le même temps, quand l'on regarde la croissance du PIB sur longue période, l'on remarque sa haute volatilité.



L'économie de l'Argentine n'a pas seulement souffert d'une croissance ténue de longue période, mais surtout d'un revenu agrégé très volatil, marqué par différentes crises. De nos jours, la politique menée en Argentine vise clairement à avoir des politiques plus soutenables, en particulier concernant la balance fiscale, dans le but de mener l'Argentine vers un chemin de croissance plus stable. Cependant, ce processus est loin d'être achevé, et a justement besoin d'être accéléré, en particulier pour pallier l'augmentation de la charge de la dette.

La nécessité de redresser la balance fiscale :

La balance courante et la balance fiscale sont les deux grands déséquilibres dont souffre l'Argentine sur longue période. Ces dernières n'ont pas cessé de se creuser durant cette décennie, malgré la légère amélioration de 2018. Ces déséquilibres, dont a hérité l'administration de Mauricio Macri à partir de 2015, n'ont pas pu être annihilés en quelques années, en raison des contrats passés les années précédentes, mais également car une consolidation fiscale plus rapide était considéré comme un risque politique trop important.



En 2018, il subsiste donc encore un déficit fiscal fort, alimenté en partie par l'augmentation de la charge de la dette extérieure. Bien que le déficit fiscal primaire ait réduit de moitié depuis 2018, l'accumulation de dette a conduit les paiements d'intérêts à passer de 1,5% du PIB en 2015 à presque 3% en 2019. La cible fiscale actuelle de l'Argentine est ambitieuse : 1% d'excédent primaire à partir de 2020, comme base pour viser encore plus haut sur le long terme. L'un des grands objectifs serait d'augmenter l'efficacité des dépenses et des recettes publiques.

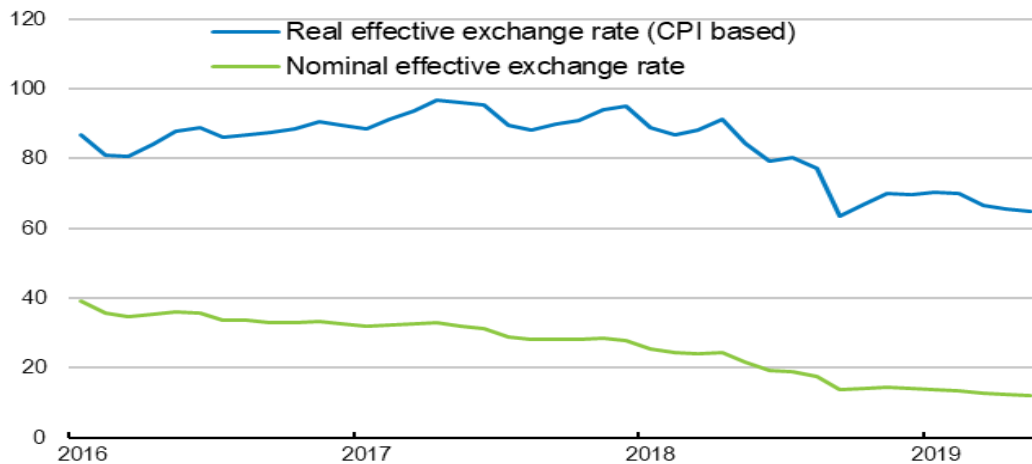
Politiques monétaires et financières :

Faut-il désespérer de l'Argentine ?

Compte-rendu

Page 3 sur 9

Depuis 2016, la BCRA a mené une politique monétaire restrictive. Cela a attiré des investissements de portefeuille, ce qui a eu pour conséquence l'appréciation réelle du peso jusqu'en mai 2018, pesant sur la compétitivité des entreprises, dans un contexte d'inflation élevée.



Cependant, la valeur du peso argentin a chuté à plusieurs reprises pendant 2018, lié à plusieurs facteurs, y compris une sécheresse extraordinaire qui a réduit les recettes d'exportation, mais aussi à un manque de crédibilité de la politique monétaire. Dans la mesure où l'Argentine est un pays très dollarisé, la baisse du cours du peso a renforcé l'inflation, qui a atteint un pic en octobre 2018. Ce lien très fort entre taux de change et inflation est une caractéristique déséquilibrante pour l'économie argentine, et la politique monétaire doit donc être menée avec beaucoup de précautions. Monsieur Jens Arnold donne quelques recommandations de politiques monétaires et financières : réaffirmer l'indépendance de la banque Centrale argentine est un premier pas. Son mandat doit de plus être simplifié, pour placer l'objectif de stabilité des prix en priorité. Enfin, et à plus long terme, il est nécessaire pour l'Argentine de développer un marché d'obligations libellé en peso.

Réformes structurelles et d'encouragement à la croissance :

Malgré ces déséquilibres et cette instabilité chronique, les scénarii de l'OCDE publiés en mai 2019 sont moyennement optimistes à l'égard de l'Argentine. En mai 2019, l'organisation prévoit une croissance durant toute l'année 2020, autour des 2%, si une bonne partie des réformes recommandées par l'OCDE sont mises en place. Il s'agit cependant de garder en tête l'incertitude latente en vigueur en Argentine, en particulier sur le résultat des élections présidentielles de 2019, dont le premier tour se déroulera ce 27 octobre 2019. Il existe en effet des visions politico-économiques très différentes de la part des différents candidats. L'Argentine a structurellement de grands travaux à faire sur plusieurs points :

- Rendre l'économie plus compétitive en encourageant la concurrence, en particulier en abaissant ses taxes douanières.
- Augmenter l'efficacité des dépenses publiques et continuer la réduction du déficit fiscal.
- Consolider et renforcer le système éducatif et de formation, aussi bien durant l'enfance que pendant la vie professionnelle.
- Lutter plus efficacement contre la corruption en garantissant l'autonomie financière et opérationnelle des services adéquats.
- Développer l'assurance chômage et sauvegarder le système social argentin. La baisse de la pauvreté a été l'une des grandes réussites de ce pays ces 20 dernières années. L'Argentine fait beaucoup mieux que la majorité des pays en développement (Colombie, Brésil, Mexique...), en particulier grâce à des instruments de redistribution et des dépenses sociales très efficaces. Le secteur public est très développé pour un pays en

développement, comparable à la moyenne de l'OCDE, et permet donc de contenir au mieux les inégalités et la pauvreté, en particulier durant les périodes de crises.

François Faure

L'Argentine : « Riders on the Storm »

C'est un cas sérieux mais pas désespéré

- Les besoins de financement de l'Etat sont substantiels (76 milliards de dollars en 2019, soit 17% du PIB), et le service de la dette est très important. Sur le très court terme, en 2019, sans compter le risque politique, le programme de financement ne devrait pas poser de problème, en particulier car il y a un soutien massif du FMI et des autres bailleurs internationaux, et également car les taux d'intérêt réels sont négatifs, tout du moins jusqu'à très récemment. Il n'y a donc pas de risque d'effet boule de neige (dette réelle qui augmente sans cesse). Le besoin de financement va baisser en 2020 jusqu'à 54 milliards (12% du PIB), mais sans financement du FMI. Il faut donc absolument que le secteur privé renouvelle l'ancienne dette, et vienne souscrire au nouveau besoin de financement. En 2021, donc sur le plus long terme, le besoin de financement remonte à nouveau à près de 78 milliards. L'avantage de la structure de la dette argentine est que celle-ci est détenue en grande partie par le secteur public lui-même (environ 44%). On peut donc parier que la dette sera renouvelée.

Is Argentina a hopeless case?

❑ The hard part is still ahead ...

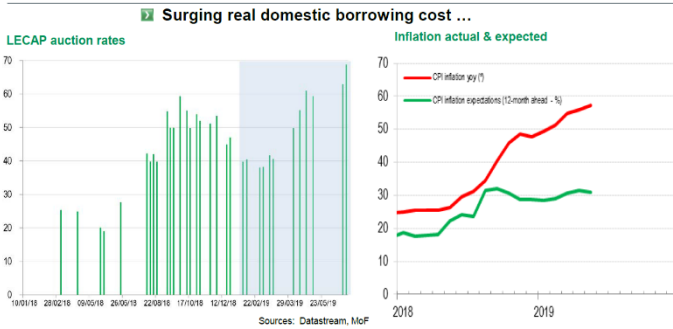
Federal government financing program (USD bn)			
	2019	2020	2021
I/ Financing needs	75.8	54.3	77.8
Primary balance	-0.3	5.6	6.5
Debt service	75.5	59.9	84.3
<i>in fc</i>	37.0	27.2	46.4
<i>in lc</i>	38.6	32.7	37.9
Private sector	42.1	34.4	36.0
<i>o.w principal repayments (a)</i>	33.1	23.8	23.2
Officials & Public sector	33.5	25.5	48.3
II/ Financing sources	75.8	54.3	77.8
Cash balance	7.4	-0.6	-1.4
Intra-public sector borrowing	23.7	13.4	29.3
IMF & others official lenders	25.8	6.9	4.8
International bonds	0.0	0.0	0.0
Private domestic financing (b)	18.9	34.7	45.1
<i>Private roll-over (b/a)</i>	57%	146%	194%

Source: IMF

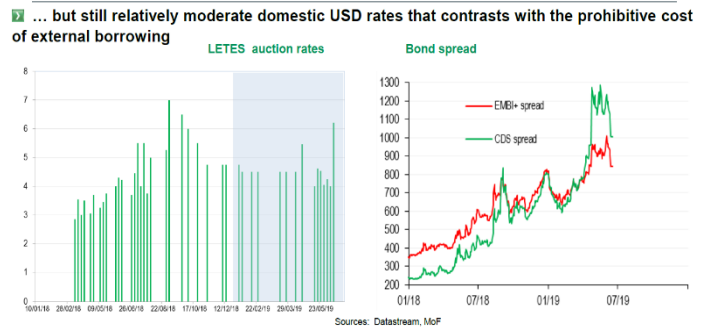
- Le tableau de financement pour l'ensemble de l'économie retrace une dynamique proche de celle que l'on avait pour l'Etat. Malgré une division par deux attendue du déficit courant en raison de la récession, le besoin de financement reste très important, quand bien même les flux de capitaux des résidents vont ralentir. Les investissements directs vont se réduire, de même que les investissements de portefeuille, ce qui veut dire que pour boucler la balance des paiements, l'Argentine aura besoin d'environ 30 milliards de dollars. Jusqu'en 2021, les remboursements les plus importants sont le remboursement du FMI, et les remboursements d'obligations internationales (57 milliards émis par l'Argentine depuis 2016).
- Concernant les taux d'intérêt, sur les LECAP, émissions en pesos, les taux d'intérêt réels étaient négatifs, car l'inflation était très élevée. La dernière émission s'est faite à 69% de taux, à cause du bruit politique qu'a provoqué Cristina Kirchner en annonçant se présenter pour le poste de vice-présidente. Malgré l'inflation, les taux réels sont donc redevenus

positifs, et surtout au-dessus du taux de croissance du pays. Rappelons ici que l'écart entre les taux d'intérêt réel et le taux de croissance est un bon estimateur de la soutenabilité de la dette (si $r - g < 0$, alors la dette réelle future aura une tendance baissière). Sur la dette en dollars (LETES), qui constitue une grosse partie de la dette publique mais aussi de la dette domestique, le constat est plutôt bon. Les taux sont à 4%, ce qui est plutôt faible, mais au-dessus, évidemment, du taux de croissance. La situation reste très sérieuse concernant les spreads, et en particulier les spreads Credit Default Swap : il atteint 1000 points de base, ce qui pour les marchés, correspond à une probabilité attendue de défaut sur la dette de 2/3, ce qui est évidemment immense.

Is Argentina a hopeless case?



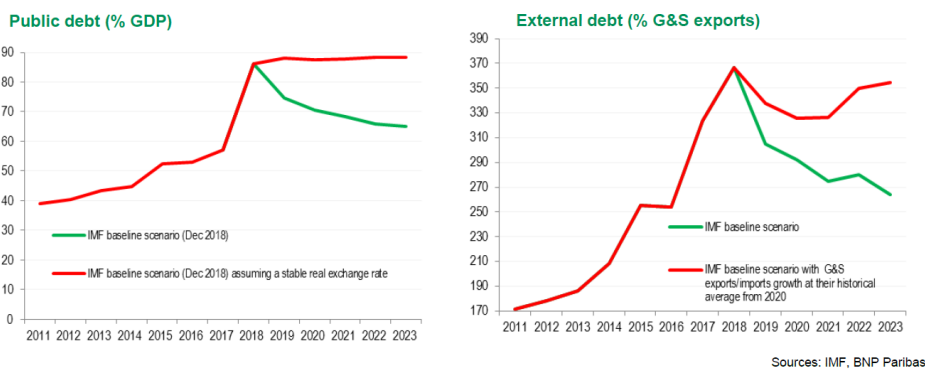
Is Argentina a hopeless case?



- Concernant la soutenabilité de la dette : un important déterminant sera l'appréciation ou non du taux de change réel. Si le taux de change réel reste stable, alors la dette sera à peine stabilisée. Sur la dette extérieure, il est intéressant de comparer par rapport aux exportations : on est au-delà de 300% des recettes d'exportation. Le FMI parie sur la baisse de ce ratio, via les hypothèses faites sur les exports : estimation de croissance annuelle moyenne de 6%, ce qui semble peu réaliste au vu de la dynamique du commerce mondial, de la structure non diversifiée de l'économie (base à l'exportation constituée à plus de la moitié par les produits agricoles), sauf à anticiper un rebond du prix des matières premières (ce qui est, par nature, très hasardeux).

Is Argentina a hopeless case?

Debt sustainability: on the knife-edge



- Du point de vue de l'économie réelle, il semble clair que Mauricio Macri a hérité d'une situation calamiteuse : entre 2007 et 2015, le PIB par habitant n'a pas augmenté, mais la consommation a fait un bond d'environ 40%, ce qui semble être une manifestation de mesures keynésiennes inefficaces, car ne faisant pas face à une situation de crise. Le chômage a lui été stabilisé, mais au prix d'un déficit fiscal primaire très élevé. Mauricio Macri s'est lancé en particulier dans des politiques structurelles, en particulier quant à l'ouverture du pays, et peu de politiques conjoncturelles contra-cycliques.

Maintenir le currency board de facto sur le court terme pour éviter une crise de la dette ou de la balance courante

Sur la gestion du taux de change : en général, on préfère une flexibilité du taux de change réel, afin qu'il ait un effet stabilisateur. C'est pourquoi la caisse d'émission argentine a été critiquée. Cependant, dans la période récente, malgré un taux de change flexible, le taux de change s'est très largement apprécié. L'inflation, liée aux politiques macroéconomiques, a gommé l'intérêt d'avoir des taux de change flexibles. Le taux de change flexible fonctionne pour des économies plus diversifiées, avec une base à l'exportation qui profite des dépréciations du taux de change (via l'augmentation de la compétitivité-prix des producteurs domestiques). L'élasticité du compte courant au taux de change réel est de l'ordre de -0.06, ce qui veut clairement dire que les exportations ne bénéficieraient que très peu d'une dépréciation.

Même en cas de restructuration de dette, le risque systémique reste limité

Le secteur privé est moyennement endetté en dollars, les entreprises argentines n'ont pas pêché comme le gouvernement. Les ménages ne peuvent, eux, pas s'endetter en dollar. La situation du système bancaire est, quant à elle, meilleure qu'au début des années 2000. La dollarisation est plus faible, aussi bien pour les dépôts que pour les crédits. Donc une crise de la balance des paiements serait moins pénalisante. Du point de vue de l'exposition extérieure, le système bancaire reste relativement préservé, et les créances douteuses sont faibles et sont correctement provisionnées.

Discussion :

Jens Arnold, réaction à l'exposé de François Faure : L'idée de currency board *de facto* me fait un peu peur, comme caractérisation de la situation actuelle. Je pense que oui, nous sommes en période électorale, et que oui, il y a dans l'électorat une grande perception que le taux de change est un bon indicateur des succès des politiques économiques. Celui-ci va donc recevoir une grande attention et probablement, vu la différence de taux d'inflation entre les Eu et l'Argentine, avec une relative stabilité du taux de change nominal, on aura une période d'appréciation réelle, d'ici les élections au moins. J'ai quand même l'intuition que cela va détruire une partie des gains de compétitivité que la dévaluation a créée. A long terme, c'est donc pour moi un problème, et j'espère qu'il s'agit d'un phénomène temporaire lié au cycle politique, et que l'on pourra par la suite trouver une caractérisation du régime de taux de change très différente d'un currency board. De plus, pour revenir sur le choix d'utiliser le financement externe : je pense que ce n'était pas un vrai choix, et lorsqu'on regarde le développement des marchés des capitaux en Argentine : ils sont très peu développés, et surtout ne le sont que sur du très court terme. De mon point de vue, la seule alternative au financement externe aurait été un ajustement fiscal beaucoup plus rapide, il n'y avait que peu de possibilité de se financer sur le marché domestique.

Sébastien Jean : Sur le taux de change, j'ai retenu que vous disiez qu'il fallait sortir du currency board, donc je pense que vos visions convergent, et que l'on ne peut pas rester dans un système aussi instable, car quand on a un tel différentiel d'inflation, l'on ne peut pas rester à un taux de change stable entre les deux pays sans qu'il y ait une masse de déséquilibres qui apparaissent progressivement. D'ailleurs, sur la faible élasticité des flux extérieurs par rapport au taux de change : quand j'entends ça, je me demande si seulement il est possible de la mesurer correctement, et également si ce n'est pas endogène : dans cette situation d'instabilité, tout de ce qui dépend du prix comme exportation n'est pas durable. Les fondamentaux sont trop instables, ou alors il faudrait avoir les inputs en dollars, mais ceux-ci sont de toute façon taxés. Le taux d'ouverture de l'économie est très faible

François Faure : Je suis tout à fait d'accord. En fait, pour reprendre ce que disait Jens, selon moi, pour qu'on puisse se poser la question d'un taux de change flexible, il faut que les réformes structurelles, notamment d'ouverture et de suppression des tarifs douaniers, ait pu avoir un effet sur la structure des exportations. Si ce n'est pas le cas, l'ajustement du taux de change aura juste un effet sur l'inflation, et c'est tout. Entre temps, le ratio d'endettement public va exploser. Derrière la faible élasticité du compte courant au taux de change réel, se trouve avant tout la structure de l'économie, et donc cela prendra du temps pour que l'élasticité augmente.

Gustavo Horenstein, Dorval Asset Management : Faut-il d'abord s'occuper de juguler l'inflation avant de mettre en place des réformes structurelles ? Concernant le régime de change, on entend certaines idées où l'Argentine se rapprocherait d'un système à la péruvienne (deux monnaies), y a-t-il des moyens pour que les argentins acceptent mieux leur propre monnaie ?

Jens Arnold : Concernant la conclusion de la lutte contre l'inflation avant toute autre réforme, je pense que ce n'est pas une vraie option. Le gouvernement pensait, en 2016, que l'on pouvait réduire l'inflation à des taux à un seul chiffre sur le court terme. Cela n'a pas fonctionné, même si l'on peut se poser la question si une Banque Centrale plus indépendante aurait permis davantage de progrès vers cet objectif. La réduction de l'inflation va prendre plusieurs années, et cela serait laisser passer une opportunité d'attendre si longtemps pour entreprendre des réformes structurelles. Concernant la question de la double monnaie, je pense que nous sommes déjà dans cet état, *de facto*. Les argentins ont l'habitude de compter leurs richesses et leur épargne en dollar, et non pas en pesos, les investissements sont en monnaie domestique qu'à très court terme, avec une possibilité de se retirer très rapidement. Le marché immobilier est un bon exemple de dollarisation : il n'y a aucune maison que vous ne pourrez acheter en peso. Pour

redonner la confiance aux argentins en leur monnaie, je pense que l'indépendance de la Banque Centrale est un point crucial, mais rebâtir une crédibilité prend plusieurs années.

François Faure : L'un des grands progrès fait en matière de politique monétaire est d'avoir retiré la cible d'inflation à la fin de l'année. C'est une bonne chose, car une cible était le meilleur moyen d'entamer la confiance. Cependant, à partir de 2020, cette cible sera remise en place. L'important, selon moi, c'est ce qui s'est fait concernant le corridor, à savoir passer d'un corridor à tendance à un corridor fixe, qui permettra une appréciation réelle plus forte du peso nécessaire pour réduire le ratio d'endettement public. Mais, à long terme, il faut évidemment briser cette relation entre taux de change et inflation.

Colette Debever : Direction Générale du Trésor : Concernant le système bancaire, qui peut donner une meilleure efficacité de la politique monétaire : ne faudrait-il pas comment accroître l'efficacité de la politique monétaire via le développement du système bancaire ?

François Faure : Cela a été en partie fait par Federico Sturzenegger au début de son mandat. Pour essayer de développer le marché de mobilier, il a mis en place des prêts hypothécaires avec des taux d'intérêt réels. Sinon, au-delà de ça, on ne peut pas forcer les argentins à avoir recours au crédit.

Maximilien Coussin, CEPPII : Concernant la conciliation des différents objectifs que vous donnez à l'Argentine : redresser la balance fiscale d'un côté, et en même temps augmenter la concurrence sur les marchés argentins via une baisse des droits de douanes. Ces deux objectifs ne rentrent-ils pas en contradiction, dans la mesure où la balance fiscale s'en retrouverait abaissée, à cause de la baisse des recettes ?

Juan Carluccio, Banque de France : Il faut cependant noter que l'Argentine fait partie du MERCOSUR, et que baisser les droits de douanes directement n'est pas si simple.

Jens Arnold : L'impact fiscal des droits de douanes est relativement faible, environ 0.9% du PIB, donc l'argument fiscal n'est pas assez important. Si vous pensez que cela a des impacts positifs pour la croissance, alors ceux-ci compenseront largement la perte de recettes des droits de douanes. Concernant le MERCOSUR, il y a tout de même une volonté du gouvernement brésilien de s'ouvrir plus, et peut être ce mouvement est-il plus fort au Brésil. Je ne pense donc pas qu'il soit très difficile de baisser les droits de douanes sur le moyen terme, mais bien sûr pas d'un jour à l'autre.