



L'ARGENTINE (ENCORE) EN CRISE...

Xavier Dupret

Septembre 2018

17.885 signes

Cette analyse a été diffusée le 31/08/2018 lors du journal télévisé de la RTBF (19H30) et sur les ondes de La Première (journaux parlés de 13, 17 et 18 heures). Ce texte a également servi de base à une interview dans la Libre Belgique du 17 septembre 2019 (p.19).

La nouvelle a fait le tour de la planète. Le peso argentin a perdu plus de 50% de sa valeur face au dollar depuis le début de l'année. Que se passe-t-il en Argentine ?

Cet article fera le point sur les tenants et aboutissants de cette inquiétante évolution. Il se conclura par une mise en perspective.

Carburer au soja OGM, c'était l'avenir...

En décembre 2015, l'Argentine tournait la page de la décennie kirchnériste. Cette dernière s'était caractérisée, entre autres choses, par une conjoncture favorable sur le marché des matières premières qui a permis au pays d'accumuler d'importantes réserves de change.

L'Argentine est, c'est un fait connu, fortement dépendante des exportations de soja pour faire tourner son économie. En effet, 40% des exportations de tourteaux de soja dans le monde étaient, en 2016, le fait de l'Argentine. En la matière, Buenos Aires est le leader mondial. De même, 44% des exportations d'huile de soja avaient, à la même époque, pour origine la production argentine. Là encore, l'Argentine est championne du monde. En outre, 6,4% des fèves de soja exportées dans le monde en 2016 provenaient de la patrie d'Astor Piazzolla¹.

Qu'observe-t-on du côté de la cotation du soja ? La tonne de tourteaux de soja valait, il y a 10 ans, 442 dollars. On signale, jusqu'en septembre 2012, une explosion des cours. A cette époque, ces derniers ont grimpé jusqu'à 646 dollars. En quatre ans, la tonne de tourteau de soja a donc progressé de 46,16%. Jusqu'en 2016, une nette tendance baissière va caractériser ce produit phare de l'économie argentine. En mars 2016, la tonne de tourteaux ne vaut plus que 325 dollars. Il s'agit là d'une diminution de plus de 50%. Depuis, on ne signale plus aucune flambée des prix sur cette matière première. La tonne de tourteaux n'a plus jamais dépassé les 460 dollars. Les mêmes mouvements caractérisent, pour le surplus, les cours de la fève ainsi que de l'huile de soja². Il convient, toutefois, d'observer une légère remontée au cours de l'année 2018.

Ce rebond n'a, hélas, pas profité à l'Argentine puisqu'au cours de l'année 2017, une forte sécheresse a frappé le pays et amputé sa production de plus de 30%. Dans le même temps, les récoltes au Brésil battaient des records. Cela signifie que la baisse des exportations argentines n'a guère pu être compensée par une augmentation des prix en proportion de la chute de la production locale³.

Or, l'Argentine se trouve aux antipodes de l'Europe. L'été s'y déroule donc entre les mois de décembre et de mars (alors que c'est l'hiver chez nous). Ce qui signifie que les dollars accumulés par l'Argentine du fait de ses exportations de matières premières agricoles n'arrivent sur les comptes de la Banque centrale qu'à la fin du premier trimestre de l'année civile. Donc, après une récolte médiocre, les dollars avec lesquels l'économie argentine se finance ont commencé à faire défaut sur la place de Buenos Aires à partir de mars-avril 2018. La flambée du cours du billet vert en Argentine trouve là un premier élément de contextualisation.

Cet accident conjoncturel n'explique évidemment pas tout. Il constitue seulement l'arrière-plan d'un drame dont les fondements correspondent *in fine* à une responsabilité politique.

Tournant politique majeur

Pour comprendre à sa juste mesure le caractère potentiellement explosif de cette nouvelle crise argentine, il faut considérer de façon critique une série de choix qui ont été posés dès la victoire du conservateur Mauricio Macri en décembre 2015. Le retour de la droite au pouvoir

¹ The Observatory of Economic Complexity, base de données, septembre 2018.

² Chicago Board of Trade (Bourse de Chicago) base de données, septembre 2018.

³ *Ámbito Financiero*, édition mise en ligne du 26 février 2018.

s'est caractérisé par une approche très idéologique des problèmes qui se posaient au pays alors que la famille Kirchner cessait de truster le pouvoir. Passons-les en revue.

L'Argentine a vécu coupée des marchés financiers de décembre 2001, date à laquelle le pays entrait en défaut de paiement sur sa dette extérieure, et l'accord de l'administration Macri avec les fonds vautours de mars 2016. A l'époque, le président nouvellement élu cherche à faire revenir l'Argentine dans le monde (« *Volver al mundo para crecer* ») comme l'énonçait un des slogans de sa campagne présidentielle. Trois mois après la (courte) victoire de la droite, le gouvernement argentin annonçait un accord historique avec les vautours qui tournoyaient au-dessus du pays depuis une quinzaine d'années.

La facture du deal était plutôt salée. Elle s'élevait à 9,3 milliards de dollars à un taux d'intérêt moyen de 7,14%. Les obligations émises à l'occasion se caractérisaient par des maturités de 3, 5, 10 et 30 ans⁴. Ce taux est supérieur à celui des emprunts publics d'autres pays de la région. Par exemple, l'Uruguay a émis récemment des obligations de plus long terme (37 ans) à un taux d'intérêt de 5%⁵.

Depuis 2016, la politique économique argentine relève donc plus du pari que du constat froid et objectif. Le gouvernement espérait qu'une « pluie de dollars et d'investissements directs étrangers »⁶ gagne le pays et ce, dès le premier trimestre qui suivrait son installation⁷. Il est vrai que les réserves en devises de la banque centrale commençaient à montrer des signes de faiblesse à la fin de l'ère Kirchner. Mais puisque les dollars allaient arriver en trombe, l'économie argentine pouvait, en attendant, se financer par le biais de la dette extérieure. C'est ainsi que cette dernière a, d'après les chiffres officiels, progressé de 80,5% en l'espace de trois ans⁸.

La presse de droite s'en émeut, d'ailleurs, depuis un certain temps déjà. Cette citation de *La Nación*, grand journal conservateur argentin, vaut son pesant d'or. Il reflète, c'est le moins qu'on puisse dire, un certain état de désarroi. « L'horizon de la dette extérieure argentine n'offre aucun répit. Le profil des engagements contractés par le gouvernement national dépasse les 71,399 milliards de dollars (ce chiffre additionne les prêts et obligations libellés en monnaie nationale et étrangère) et se poursuit pour un montant supérieur à 21,4 milliards de dollars jusque 2022. (...) Pour cette année, on signalera un échéancier de l'ordre de 26,962

⁴ *Ámbito Financiero*, édition mise en ligne du 19 avril 2016.

⁵ *El Observador*, édition mise en ligne le 13 avril 2018.

⁶ *El Cronista*, édition mise en ligne du 6 décembre 2017.

⁷ *Ámbito Financiero*, édition mise en ligne du 1^{er} mars 2018.

⁸ Ministerio de Hacienda, Secretaría de Finanzas, 1^{er} trimestre 2018. Url : <https://www.argentina.gob.ar/hacienda/finanzas/presentaciongraficadeudapublica>. Date de consultation : 11 septembre 2018.

milliards en ce qui concerne les titres de dette à court terme et de 44,436 milliards à moyen et long terme »⁹.

Il se trouve que la pluie d'investissements tant attendue ne s'est pas produite. En cause, le relèvement des taux d'intérêts aux Etats-Unis. Les dollars quittent, dès lors, les pays émergents, mettant les entreprises et les gouvernements de ces nations en mauvaise posture¹⁰.

De surcroît, le gouvernement Macri a, et c'est ici que le biais idéologique de son action est le plus patent, a trop vite libéralisé une économie argentine qui se caractérisait par un important degré de protection depuis le retour au pouvoir des péronistes. Le commerce extérieur a été totalement libéralisé de même que les dispositifs visant à encadrer la demande de dollars de la part du public. Le résultat ne s'est pas fait attendre. Le dollar tutoie des sommets inégalés trois ans après l'élimination du contrôle des changes.

En outre, la libéralisation du commerce extérieur s'est traduite par un ensemble de données négatives. En 2015, le pays avait, pour la première fois depuis 1999, enregistré un déficit commercial supérieur à un pourcent du PIB. En 2016, la gestion Macri n'a pas permis de remédier significativement à cette situation (déficit commercial de 0,96% du PIB en 2017). Cette dernière s'est, par ailleurs, aggravée au cours de l'année 2017 avec un déficit commercial qui a flirté avec les 2,66% du PIB¹¹. Il faut ajouter à cette donnée troublante un déficit budgétaire qui n'a pas diminué de manière significative. En 2015, l'Argentine faisait face à un déficit des finances publiques de 5,4% contre 4,6% en 2017 et 3,9% en 2018¹².

Sombres perspectives...

En clair, l'Argentine finance, depuis l'élection de Mauricio Macri, un déficit jumeau par de la dette publique. Cela explique que le pays souffre d'un problème de crédibilité se traduisant par l'actuelle crise des changes.

Le FMI dernier occupe une fonction de prêteur en dernier ressort dans le système des relations financières internationales. L'obtention d'un prêt du FMI constitue toujours un mauvais signal pour un pays qui traverse des temps difficiles. De ce point de vue, il faut, là encore, souligner le caractère foncièrement idéologique de la politique du gouvernement de Mauricio Macri qui, après avoir libéralisé complètement du jour au lendemain les mouvements de capitaux, a ouvert une véritable boîte de Pandore en taillant dans les dépenses publiques.

En effet, la politique d'austérité actuellement mise en œuvre a perdu de vue le poids de la dollarisation en Argentine où les biens durables (notamment, dans le secteur immobilier) se paient en dollars. Lorsque les Argentins sentent que leur situation devient précaire, ils optent pour une dollarisation plus importante de leur patrimoine afin de diminuer les risques

⁹ La Nación, édition mise en ligne le 7 juin 2018.

¹⁰ L'Echo, édition mise en ligne le 9 mai 2018.

¹¹ Banque Mondiale, août 2018.

¹² Banque Mondiale, septembre 2018.

d'incertitude. La crédibilité du peso auprès des Argentins n'a, en effet, rien d'une évidence. Il faut dire que l'Argentine est déjà entrée six fois en défaut de paiement depuis l'indépendance du pays au début du XIX^{ème} siècle¹³. Mauricio Macri, au lieu de s'endetter en attendant d'hypothétiques investissements étrangers, aurait dû procéder à une ouverture très prudente et très graduelle de l'économie nationale afin de vérifier si l'hypothèse centrale de sa politique économique (« la pluie d'investissements ») correspondait à une quelconque réalité.

En 2019, le secteur public argentin doit trouver 29 milliards de dollars pour la dette extérieure et 10,5 milliards de dollars pour de la dette émise en monnaie locale. Face à ces impérieuses nécessités, le gouvernement disposera de 11,7 milliards de dollars en provenance du FMI et 4,6 milliards d'autres organismes internationaux. Cela donne un total de 16,3 milliards de dollars. Il manque donc 23,2 milliards de dollars¹⁴.

L'idée du gouvernement macriste consiste à financer ce manque via le commerce extérieur. Les prévisions en ce qui concerne les exportations de l'agro-industrie argentine laissent présager, il y a quelques mois encore, une rentrée en devises de 26,4 milliards de dollars au terme de la campagne 2018¹⁵. Comme nous le verrons par la suite, ces pronostics pourraient s'avérer un rien trop optimistes.

Ces chiffres n'intègrent, par ailleurs, pas la dette en dollars des acteurs privés argentins qui était de près de 68 milliards de dollars au 30/09/2017. La dette exigible à un an à partir de la fin septembre était 2017 s'élevait à 25 milliards de dollars¹⁶.

De surcroît, le déficit primaire de l'Etat dans la loi de financement du budget 2019 de l'Etat argentin s'appuie sur trois prémisses qui semblent irréalistes : à savoir une légère contraction du PIB de -0,5% en 2019, une inflation annuelle de 23% et un dollar à 40,10 pesos¹⁷. Passons en revue, avant de conclure, chacune de ces hypothèses.

Pour ce qui est de la croissance, l'Argentine a connu, cette année, une récession se situant entre -2 et -2,5% du PIB. Comment peut-on imaginer, après un épisode de ce type, que la croissance sera presque nulle alors que le budget qui va être adopté est absolument

¹³ Carmen M. Reinhart Kenneth S. Rogoff, *This Time is Different. A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper n° 13882, Cambridge, mars 2008, pp.24-27.

¹⁴ *Ámbito Financiero*, édition mise en ligne du 13 septembre 2018.

¹⁵ Bolsa de Comercio de Rosario, *Perspectivas 2018/19 para el agro argentino*, AÑO XXXVI - N° EDICIÓN 1861 - 08 DE JUNIO DE 2018.
URL:[HTTPS://WWW.BCR.COM.AR/PAGES/PUBLICACIONES/INFORMATIVOSEMANAL_NOTICIAS.ASPX?PIDNOTICIA=1110](https://www.bcr.com.ar/pages/publicaciones/informativosemanal_noticias.aspx?pidnoticia=1110). DATE DE CONSULTATION : 17 SEPTEMBRE 2018.

¹⁶ Banco Central de la República Argentina, *Informe sobre Deuda Externa del Sector Privado*, Septiembre de 2017, p.15.

¹⁷ *Buenos Aires Económico*, édition mise en ligne du 17 septembre 2018

procyclique? Selon le groupe bancaire américain Citigroup, la chute de l'activité économique en Argentine sera de -1,5% en 2019¹⁸.

Or, si la récession est plus importante que prévu, la fuite des capitaux va s'intensifier et le dollar pourrait très probablement valoir plus que les 40,3 pesos initialement prévus. A ce propos, les estimations des opérateurs argentins voient le dollar à un niveau beaucoup plus élevé, soit en moyenne 50 pesos sur les 8 premiers mois de l'année 2018¹⁹. Certes, l'arrivée de fonds en provenance du FMI est susceptible d'imprimer une trajectoire baissière au cours du dollar dans les mois à venir. Cependant, les prévisions du gouvernement tablent sur une différence de 25% par rapport aux anticipations des acteurs privés locaux. Il s'agit, en définitive, d'une hypothèse très audacieuse.

Si la dépréciation nominale du peso est plus élevée que prévu, l'inflation devra également être revue à la hausse. Ce faisant, la valeur en dollars des rentrées fiscales du gouvernement va diminuer. Selon Citigroup, l'inflation en Argentine devrait être de 50% en 2019. Voilà pourquoi on peut dire que le commerce extérieur argentin est mort et enterré puisqu'il ne permet plus de faire face de manière substantielle aux échéances en dollars du pays.

Pour mémoire, le PIB de l'Argentine était de 546 milliards de dollars en 2016. Donc même en excluant la dette privée de nos calculs, le plan de Mauricio Macri n'offre pas de solides garanties puisqu'un dérapage de 0,5% du PIB, suite à une mauvaise évaluation des trois variables précitées, mettra inévitablement les pouvoirs publics argentins à nu devant les marchés.

Il faut également tenir compte du fait que l'actuel plan de sauvetage du FMI consiste en un versement anticipé de tranches d'aides arrêtées auparavant. Ce qui signifie qu'il ne restera plus que 6 milliards en provenance de cet important acteur pour faire face aux besoins en dollars de l'économie argentine en 2020. C'est bien peu.

La dette extérieure de l'économie argentine devrait, selon les prévisions de l'Observatoire de la Dette Extérieure lié à l'Université Métropolitaine pour l'Education et le Travail (Buenos Aires), atteindre 111% du PIB à la fin de l'année 2018. Lorsque Mauricio Macri arrivait au pouvoir en 2015, l'endettement public argentin se situait aux alentours de 40% du PIB. Cette augmentation s'est, pour l'essentiel, effectuée en devises (80,6%)²⁰.

Pour couronner le tout, le cours du soja semblait continuer sa chute sur les marchés au début du mois de septembre. Le mardi 18 septembre 2018, la légumineuse si importante pour l'Argentine était à son niveau le plus bas depuis 10 ans en tombant sous la barre des 300 dollars. Cette tendance n'est guère de bon augure pour l'Argentine.

Un expert argentin contacté par l'auteur de ces lignes confiait que « même Bozo le clown pourrait être élu aux prochaines présidentielles face à Mauricio Macri ». Le cadre

¹⁸ Citigroup, Argentina Economics View, 10 septembre 2018, p.11.

¹⁹ ROFEX (Rosario Board of Trade), dólares futuros, 20 septembre 2019.

²⁰ *Ámbito Financiero*, édition mise en ligne du 18 septembre 2018.

macroéconomique choisi par ce dernier plaiderait plutôt en faveur d'un prestidigitateur de la trempe de Harry Houdini...