

# Perspectives

Apériodique – n°23/340 – 14 décembre 2023

## ARGENTINE – Une histoire sans fin

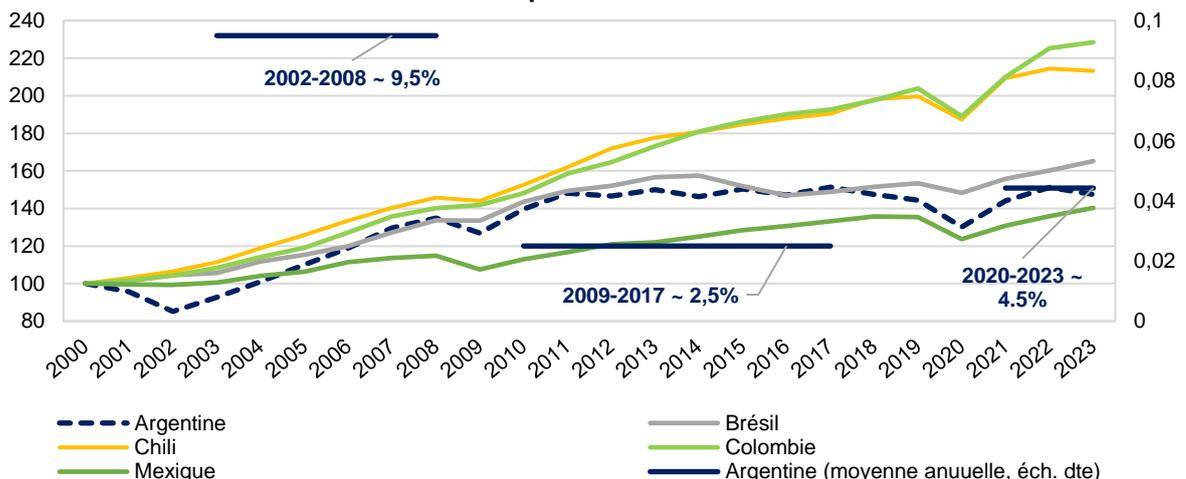
**Péchés originels (financement monétaire du déficit budgétaire, défiance des Argentins à l'égard de leur propre monnaie, accumulation d'actifs à l'étranger au point d'avoir une position extérieure nette créditrice), récession, inflation galopante, dépréciation du taux de change, réserves nettes de change négatives et remboursements élevés au FMI à partir de 2024 : tels sont les faits saillants. Si rien n'est entrepris rapidement pour remédier à la pénurie de devises, tous les ingrédients propices au déclenchement d'une crise de la dette publique et de la balance des paiements sont réunis.**

### Croissance et inflation : un déplaisant parfum de vieux déjà-vu

Le rebond post-Covid s'est brutalement interrompu pour céder la place à une récession violente qu'explique, partiellement, une grave sécheresse pénalisant notamment l'agriculture. L'année 2023 s'inscrit donc dans une longue séquence de chocs majeurs, tant internes (fin de l'ancrage au dollar, restructuration de la dette extérieure) qu'externes (crise financière, Covid-19, guerre en Ukraine) qui se traduisent par des baisses très marquées du niveau d'activité<sup>1</sup> suivies de périodes de reprise laborieuses. Depuis 2000, en termes de croissance, l'Argentine est à la traîne par rapport au reste de l'Amérique latine. Seul le Mexique affiche une performance encore plus médiocre.

Indice 100 = 2000

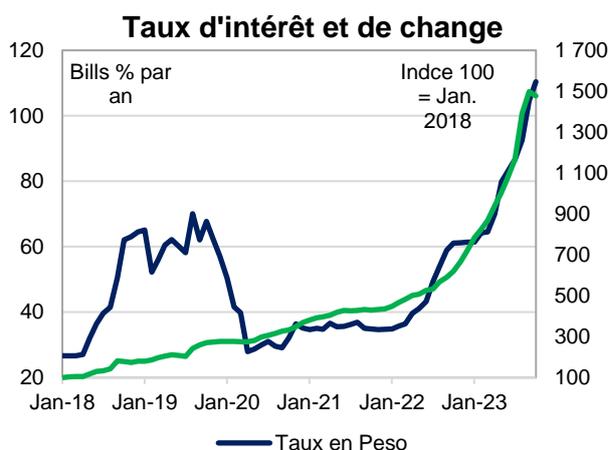
#### PIB à prix constants



Sources : FMI, Crédit Agricole SA/ECO

<sup>1</sup> Baisse du PIB : 2000-2002 -15 %, 2009 -6 %, 2018-2020 -14 %.

La récession n’a pas entraîné la résorption « normale » des déséquilibres mais s’est accompagnée d’une inflation vertigineuse (143 % sur un an en octobre) et d’une détérioration des comptes extérieurs. L’Argentine souffre à la fois de la dépréciation de sa monnaie et du financement monétaire du déficit budgétaire. La défiance vis-à-vis du peso (le dollar « parallèle » vaut environ 1 000 pesos argentins, ARS, contre un taux officiel d’environ 350 ARS) alimente sorties de capitaux et dépréciation face auxquelles la remontée des taux d’intérêt (taux directeur à 133 % fin octobre) est impuissante<sup>2</sup>.



Sources : BCRA, Crédit Agricole SA/ECO

En 2023, le déficit budgétaire devrait se situer autour de 4,5 % du PIB (déficit primaire 2,5 % et intérêts 2 %). C’est néanmoins bien plus le financement du déficit que son niveau qui est à l’origine des déséquilibres. Le rôle de la banque centrale (BCRA) dans le financement du Trésor est difficile à suivre précisément (statistiques opaques qui rendent la lecture « laborieuse »)<sup>3</sup>. Mais les signaux de son implication massive convergent. À fin juin 2023, la dette publique atteignait 88 % du PIB, dont, circonstance aggravante, 65 % étaient libellés en dollars. Les créanciers sont d’abord des entités du secteur public (48 %), dont la BRCA et l’Institut national de Sécurité sociale, puis le secteur privé (33,5 %) et enfin les créanciers multi- et bilatéraux (19 %). Par ailleurs, l’augmentation de la base monétaire depuis le début de l’année (jusqu’en octobre 2023) est principalement due à l’accroissement des crédits accordés au gouvernement, que ce soit en monnaie locale (25 % de la hausse) ou en dollars (69 %). La monétisation du déficit

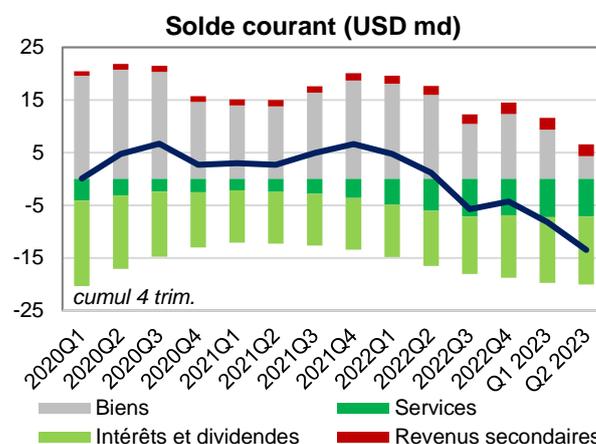
<sup>2</sup> Le graphique montre le taux de change effectif. Il est calculé en fonction du poids des partenaires commerciaux, ce qui montre clairement le rôle croissant de la Chine au détriment des États-Unis et de l’Europe et la stagnation du commerce régional. Poids des principaux partenaires :

%	Brésil	Chine	Zone euro	US	Am. Latine
Jan. 2000	28,4	2,3	28,4	22,2	10,6
Oct. 2023	28,5	19,3	17,2	11,6	9,6

budgétaire contribue à l’inflation via une envolée de la liquidité monétaire.

### Comptes extérieurs : l’évaporation des financements

Les exportations sont principalement constituées de produits primaires, dont les prix sont fixés internationalement ; ils ne bénéficient pas de la dépréciation qui, en revanche, augmente les marges en peso des exportateurs. En raison de la sécheresse, qui aurait entraîné une perte d’environ 20 milliards de dollars de recettes d’exportation, l’excédent des biens s’est contracté. Compte tenu des intérêts nets payés sur la dette extérieure (les revenus des capitaux investis à l’étranger ne sont pas rapatriés) et du déficit des services, le compte courant s’est transformé en léger déficit.

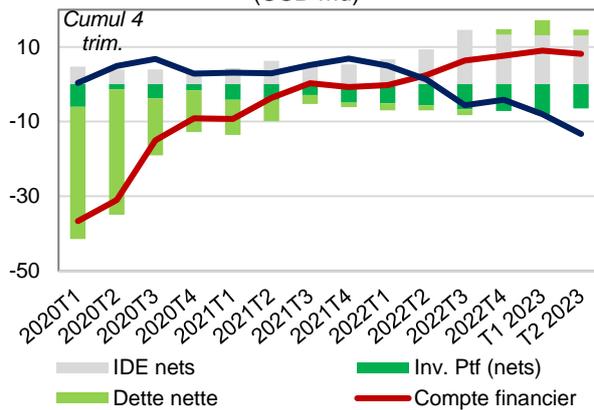


Sources : FMI, Crédit Agricole SA/ECO

Malgré les restrictions, les résidents ont continué d’accumuler des avoirs en devises à l’étranger (flux nets d’investissements de portefeuille entraînant des sorties de capitaux) tandis que la dette nette était quasiment stable. Les entrées nettes de capitaux se sont limitées à quelques investissements directs étrangers (IDE). Malgré la restructuration et le soutien financier du FMI, l’Argentine reste privée de financements extérieurs.

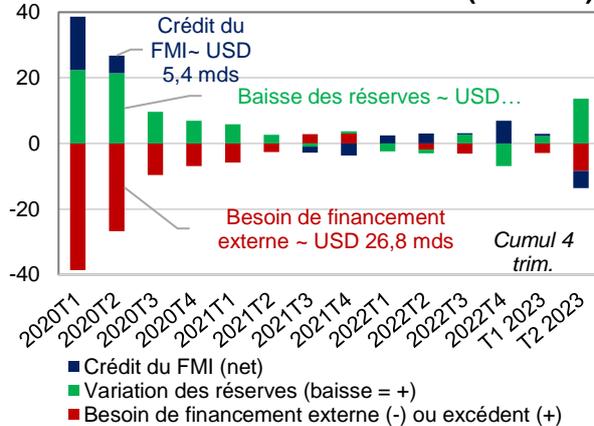
<sup>3</sup> Conformément à l’accord avec le FMI, la BCRA était censée cesser de transférer de l’argent au Trésor. Au lieu de cela, la BCRA achète des obligations souveraines.

**Compte financier et réserves**  
(USD md)



Sources : FMI, Crédit Agricole SA/ECO

**Financements externes (USD md)**



Sources : FMI, Crédit Agricole SA/ECO

Dans l'ensemble, les entrées de capitaux sont insuffisantes pour couvrir le besoin de financement extérieur dont la couverture est assurée par une baisse importante des réserves de change. En raison des engagements (y compris le swap de devises avec la PBOC), les réserves nettes de change sont négatives.

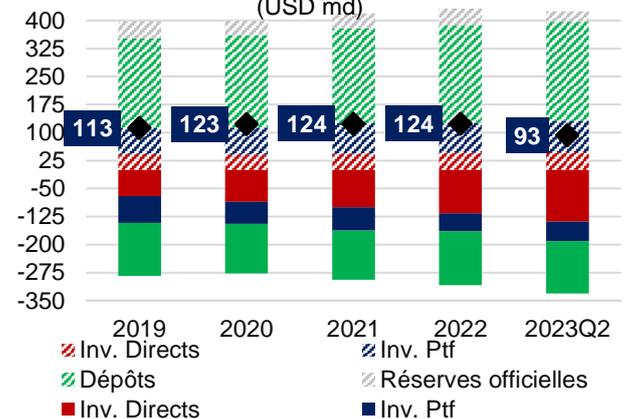
**BCRA - Actifs extérieurs nets**



Sources : BCRA, Crédit Agricole SA/ECO

La position extérieure nette est moins « favorable » (excédent de l'actif sur le passif de 93 milliards de dollars en juin 2023, soit une baisse de 25 % depuis le début de l'année). Cette contraction est liée à une légère hausse des engagements (+7 % principalement due à l'attraction d'IDE) mais surtout à une diminution des actifs exclusivement liée à celle des réserves de change.

**Position internationale nette**  
(USD md)



Sources : FMI, Crédit Agricole SA/ECO

**L'inconnue politique (ou presque)**

Grâce au soutien de la droite traditionnelle, Javier Milei (*La Libertad Avanza*) a largement remporté l'élection présidentielle avec 56 % des voix contre 44 % pour Sergio Massa (*Union por la Patria*). Le président a pris ses fonctions le 10 décembre pour un mandat de quatre ans. Son succès est d'autant plus impressionnant qu'il a remporté la victoire dans 21 des 24 provinces, y compris des bastions péronistes traditionnels. Son programme économique, très libéral, s'articule autour de quelques propositions radicales : coupes drastiques dans les dépenses publiques, privatisation, dollarisation, abolition de la banque centrale. Ces mesures apparemment « simples » et qui se renforcent mutuellement appellent quelques réserves.

**Dollarisation et suppression de la BCRA.**

L'Argentine a déjà connu un « *currency board* » qui s'est terminé de manière dramatique parce qu'elle n'était simplement pas apte à satisfaire aux critères exigeants qu'un tel système impose. L'ancrage et la dollarisation sont économiquement efficaces et viables dans des petits pays ouverts, dotés de finances publiques saines (avec un excédent budgétaire, c'est encore mieux) et d'excédents extérieurs réguliers. L'abolition de la banque centrale n'est qu'un sous-produit de la dollarisation puisque celle-ci la réduit à n'avoir qu'une gestion monétaire passive (proche de celle de la HKMA avec l'ancrage du dollar de Hong Kong). Par définition, la dollarisation prohibe tout financement monétaire du déficit budgétaire : ce sujet clé devrait être traité en priorité. Le président a, cependant,

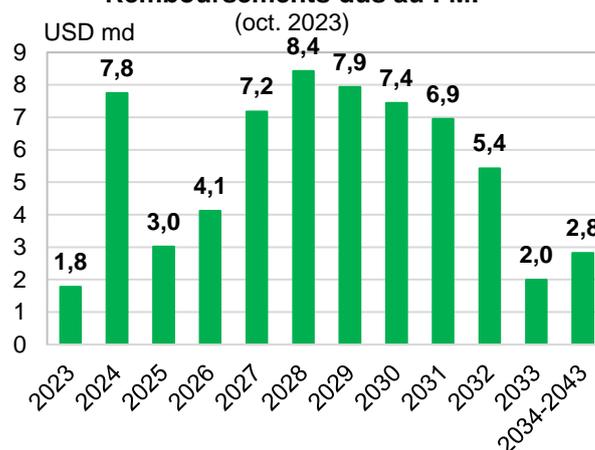
déclaré que la dollarisation n'aurait pas lieu avant 2025.

**Acceptabilité sociale des coupes dans les dépenses publiques.** Comme il est fréquent en Amérique latine, les dépenses sont très concentrées mais ne sont pas exagérément lourdes<sup>4</sup> alors que les revenus sont faibles (20 % du PIB en 2022). Dans ses grandes orientations actuelles, le plan prévoit de s'attaquer uniquement aux dépenses. Or, à la mi-2023, selon l'INDEC, le taux de pauvreté atteignait 40,1 % de la population, dont près de 23 % étaient sans-abri (soit environ 18,5 millions et 4,3 millions de personnes, respectivement). Si l'on exclut l'allocation universelle pour enfants et d'autres programmes sociaux, on estime que les taux de population sans-abri et de pauvreté pourraient augmenter, respectivement, d'environ 10 et 5 points de pourcentage.

**Absence de base politique.** Son succès personnel à l'élection présidentielle contraste avec la faiblesse politique de son parti au Congrès (38 députés sur 257 et 8 sénateurs sur 72 qui entreront en fonction en décembre). Le gouvernement devra donc s'assurer, *a minima*, du soutien du centre-droit (*Juntos por el Cambio*, 93 députés) pour bénéficier d'une courte majorité (130 voix sur 257). Son opposition sera menée par le parti péroniste (107 députés), qui pourra certainement compter sur le soutien des syndicats.

Avant son investiture, Javier Milei a déjà procédé à deux nominations emblématiques. Luis Caputo (ministre des Finances et président de la BCRA sous la présidence de Mauricio Macri) a été nommé ministre de l'Économie et Santiago Bausili (sous-secrétaire aux finances de Caputo) a été nommé gouverneur de la BCRA. Cela témoigne de la nécessité de rallier la droite classique et augure d'une approche libérale mais moins radicale que clamée durant la campagne électorale. Le nouveau gouvernement devra en outre rapidement remédier à la pénurie de devises et ce d'autant plus que les remboursements au FMI vont considérablement s'alourdir dès 2024.

### Remboursements dûs au FMI



Sources : FMI, Crédit Agricole SA/ECO

Or, le 12 décembre, le ministre de l'Économie a annoncé les premières mesures économiques qui consistent, notamment, en un ajustement budgétaire de 5,5 % du PIB et en une dévaluation du taux de change officiel de près de 55 % (à 800 ARS/USD). Le FMI s'est réjoui de ces premières annonces qualifiées d'audacieuses. Il a, en outre, souligné qu' « *après de sérieux revers politiques au cours des derniers mois, ce nouveau train de mesures constitue une bonne base pour de nouvelles discussions visant à remettre sur les rails le programme existant soutenu par le FMI* ».

Remettre sur les rails ? Cela suppose que le programme s'y soit déjà trouvé. À l'occasion des futures discussions, le FMI risque de se trouver de nouveau dans une position inconfortable tant il est engagé et contraint. Par le passé, cela l'a invité à faire preuve de flexibilité voire de « bienveillance » comme l'indiquaient alors ses propres commentaires<sup>5</sup>. ■

Achévé de rédiger le 12/12/2023

<sup>4</sup> Répartition des dépenses publiques (en % du PIB) : Total 21,3 % = Charges sociales 7,6 % + Pensions 7,5 % + Salaires 2,1 % + Service de la dette 1,9 % + Dépenses en immobilisations 1,6 % + Biens et services 0,6 % (source, Ministère de l'Économie).

<sup>5</sup> Commentaires du FMI à l'occasion de l'accord de mars 2022 (*Extended Fund Facility*, USD 44 mds, 30 mois) : "Directors noted

that the elevated exposure to Argentina over an extended period creates major financial and reputational risks for the Fund. As these risks cannot be fully mitigated through program design and contingency planning, Directors agreed that finely balanced judgements will be needed when assessing difficult tradeoffs that are likely to arise during the life of the program".

## Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
12/12/2023	<a href="#">France – La Banque de France propose une autre lecture de la baisse de la productivité récente</a>	France
08/12/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
08/12/2023	<a href="#">Chimie – Le graphène va-t-il détrôner la fibre de carbone ?</a>	Chimie
07/12/2023	<a href="#">Égypte – Une probable extension du plan de soutien du FMI dans un contexte difficile</a>	Égypte
07/12/2023	<a href="#">Entre la Chine et les États-Unis, la Corée a toujours besoin de la mondialisation heureuse</a>	Asie
06/12/2023	<a href="#">France – La croissance révisée à -0,1% au troisième trimestre, une histoire pas tellement modifiée</a>	France
06/12/2023	<a href="#">Allemagne – L'industrie bénéficiera de subventions sur les prix de l'électricité</a>	Allemagne
05/12/2023	<a href="#">Zone euro – Se réjouir du reflux de l'inflation à 2,4%, mais veiller aux prochaines pressions à la hausse</a>	Zone euro
01/12/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
30/11/2023	<a href="#">Parlons COP, parlons COP28, en route pour Dubaï</a>	Transition énergétique
30/11/2023	<a href="#">Moyen-Orient - Afrique du Nord – un peu plus de croissance et un peu moins d'inflation en 2024</a>	Moyen-Orient - Afrique du Nord
29/11/2023	<a href="#">Afrique sub-saharienne/États-Unis – L'AGOA offre des opportunités économiques pour la région</a>	Afrique, États-Unis
29/11/2023	<a href="#">Italie – Un feu orange de la Commission européenne, suffisant pour éviter la tempête</a>	Italie
28/11/2023	<a href="#">Zone euro – La Commission européenne prépare les pays à la réouverture des procédures de déficit excessif</a>	Zone euro
28/11/2023	<a href="#">France – Le climat des affaires plombé par le commerce de gros et de détail</a>	France
24/11/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
23/11/2023	<a href="#">À San Francisco, un déplacement de Xi Jinping aussi politique qu'économique</a>	Etats-Unis, Asie
23/11/2023	<a href="#">Afrique sub-saharienne – Quelles conséquences du ralentissement de l'économie chinoise pour la région ?</a>	Asie, Afrique
22/11/2023	<a href="#">France – L'Insee confirme la forte baisse de l'inflation en octobre</a>	France
22/11/2023	<a href="#">Zone euro – Stagnation et désinflation confirmées</a>	Zone euro
17/11/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
17/11/2023	<a href="#">Royaume-Uni – Conjoncture : une croissance nulle au troisième trimestre</a>	Royaume-Uni
17/11/2023	<a href="#">Énergie – Le bio-CO2, une ressource en devenir pour la transition énergétique</a>	Transition énergétique
16/11/2023	<a href="#">Géopolitique – Le mur du réel</a>	Géopolitique
15/11/2023	<a href="#">Serbie – À la croisée des influences</a>	Europe centrale
14/11/2023	<a href="#">France – Que retenir des dernières données sur les salaires ?</a>	France
13/11/2023	<a href="#">Chine – Le long chemin de la transition</a>	Asie
10/11/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
09/11/2023	<a href="#">Désir d'euro numérique</a>	Banque, paiement
08/11/2023	<a href="#">Amérique latine – Quand, par prudence, le FMI ne nous épargne rien</a>	Amérique latine

### Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe

12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la Publication** : Isabelle Job-Bazille - **Rédacteur en chef** : Armelle Sarda

**Documentation** : Elisabeth Serreau – **Statistiques** : DataLab ECO

**Secrétariat de rédaction** : Véronique Champion

Contact: [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

Consultez et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

**Internet** : <http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

**iPad** : application **Études ECO** disponible sur l'App store

**Android** : application **Études ECO** disponible sur Google Play

*Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.*