

L'heure de vérité de l'Argentine

Comment sortir de l'impasse actuelle sans porter un coup fatal au Mercosur

Par Martin Coiteux,

Professeur agrégé et directeur associé, enseignement et recherche,

du Centre d'études en administration internationale (CÉTAI)

HÉC-Montréal

Martin.Coiteux@hec.ca

Introduction

De toute évidence, la stabilité n'est pas la principale vertu des marchés internationaux de capitaux. A peine sorti de la grande crise de la dette de 1982 au début des années 1990, le monde est entré dès la fin de 1994 dans un nouveau cycle de crises financières de grande envergure. Celles-ci ont d'abord touché le Mexique, pour se propager ensuite à l'Asie, puis à la Russie et au Brésil, plus récemment à la Turquie et maintenant, à l'Argentine en récession depuis plus de trois ans.

D'un point de vue international, il y a plusieurs raisons pour s'intéresser au cas de l'Argentine. D'abord, on estime à plus de 20 % la part de ce pays dans l'encours total des obligations souveraines des pays émergents. Ensuite, l'Argentine a fait figure de modèle tout au long des années 1990, tant pour l'ampleur de son programme de réformes à caractère libéral que pour la vitesse à laquelle celui-ci a été exécuté. L'inflation extrême d'abord puis l'inflation tout court ont été vaincues, les entreprises publiques privatisées, les marchés internes déréglementés et ouverts dans une large mesure à la concurrence internationale. Les causes de la crise actuelle sont complexes mais il est certain que nombreux sont ceux qui y verront, à tort ou à raison, une « preuve » de l'échec des réformes dites « néo-libérales ».

D'un point de vue hémisphérique, là ne s'arrête pas l'importance de l'Argentine. Le Sommet des Amériques de Québec a confirmé en mai 2001 l'objectif de créer une zone

de libre-échange des Amériques en 2005. Certes, le processus de négociation en cours engage 34 pays mais on ne peut faire fi ni de la géopolitique ni du poids des économies concernées. La future zone de libre-échange des Amériques compte à l'heure actuelle deux blocs commerciaux d'importance : l'ALENA (États-Unis, Canada et Mexique) représentant 85 % du PIB de l'hémisphère et le Mercosur (Argentine, Brésil, Paraguay et Uruguay) qui en représente 10 %. L'Argentine dont l'économie est la seconde en importance en Amérique du Sud représente à elle-seule 28 % du PIB du Mercosur. En avivant les tensions entre le Brésil et l'Argentine, la crise actuelle secoue les fondements mêmes du Mercosur. La manière dont l'Argentine s'y prendra pour sortir de l'impasse ne sera pas sans conséquence sur la configuration des processus d'intégration à l'échelle des Amériques.

La cause apparente de la crise argentine

Sur la base d'un coup d'œil rapide aux statistiques, il est tentant d'attribuer à la crise actuelle une origine exclusivement fiscale. Depuis 1996, la dette en devises du gouvernement argentin a augmenté d'environ 30 milliards de dollars portant ainsi l'encours total de la dette publique à plus de 50 % du PIB. Pour un pays qui exporte moins de 10 % de sa production, une détérioration aussi spectaculaire pose à très court terme des problèmes de solvabilité. Depuis le milieu de l'année 2000, la presse financière tant locale qu'internationale n'a cessé de spéculer sur l'éventualité d'une cessation au moins partielle des paiements. Il n'est pas étonnant dans ce contexte que le prix des obligations argentines se soit effondré au point d'offrir un rendement dépassant de plus de 2000 points de base le rendement des obligations du Trésor américain.

Devant ce renchérissement spectaculaire du crédit, le gouvernement a d'abord tenté de convaincre les marchés financiers qu'il pourrait mobiliser les moyens financiers nécessaires au paiement des intérêts et à l'amortissement du principal (le fameux *blindaje financiero* mis de l'avant avec l'aide du FMI au printemps austral 2000). Il a ensuite procédé à un habile mais coûteux rééchelonnement volontaire d'une partie des obligations arrivant à échéance à court et moyen terme (le *megacanje* de l'automne

austral 2001). Rien n'y fit. En juillet 2001, le gouvernement déclarait avoir perdu tout accès au marché obligataire et se résignait à procéder à de profondes coupes dans les dépenses publiques afin de dégager les ressources financières nécessaires au service de la dette. C'était la politique du déficit zéro, saluée par le FMI et vue alors par le gouvernement comme l'unique planche de salut.

Devant l'approfondissement de la récession et la chute des recettes fiscales, la politique du déficit zéro est rapidement devenue un songe. Le gouvernement en est finalement venu à la conclusion que seule une baisse significative du service de la dette lui permettrait d'équilibrer ses comptes sans provoquer l'implosion de l'économie et le chaos social. Une nouvelle opération de restructuration de la dette est actuellement en cours mais cette fois, on vise à réduire les intérêts à payer plutôt qu'à allonger l'échéance moyenne. En aucun cas, le coupon des nouvelles obligations ne devra dépasser 7 %. Le gouvernement insiste sur le fait que les nouvelles obligations comportent des garanties plus grandes que celles qu'elles remplacent et que c'est ce qui justifie leur rendement plus faible. L'opération ne constitue pas la cessation unilatérale des paiements sur laquelle on a beaucoup spéculé au cours des derniers mois mais les marchés, même après son apparent auprès des détenteurs locaux de la dette, demeurent extrêmement méfiants. Le prix des obligations argentines continue de se maintenir au plancher, offrant un rendement de près de 3000 points supérieur au rendement des obligations de référence du Trésor américain.

Le débat politique interne tourne beaucoup à l'heure actuelle autour de la désignation du coupable des dépenses publiques excessives qui seraient à l'origine du problème. Lorsque l'on met les choses en perspective, on s'aperçoit pourtant que les dépenses primaires des administrations publiques (les dépenses publiques excluant le service de la dette) tournent autour de 30 % du PIB depuis au moins une vingtaine d'années. Bien sûr il y a eu des hauts et des bas. Au lendemain de l'hyper-inflation de 1989-1990, les dépenses publiques se trouvaient au plus creux en pourcentage du PIB. Elles ont certes augmenté pendant les années de forte croissance qui ont suivi la stabilisation de l'inflation (de 1991 à 1995) mais seulement pour retrouver leur niveau habituel. Depuis

1995, les dépenses primaires sont demeurées constantes en moyenne et en pourcentage du PIB. L'Argentine a sans doute besoin de revoir ses priorités en matière de dépenses mais le dérapage des finances publiques est essentiellement dû à l'ascension du service de la dette et à l'effondrement des recettes fiscales, tous deux causés en grande partie par une augmentation spectaculaire des taux d'intérêt. Pour comprendre les raisons de cette hausse des taux d'intérêt, il faut combiner deux éléments d'explication: d'abord les chocs d'origine externe ayant affecté à des degrés divers l'ensemble des marchés émergents mais aussi une institution propre à l'Argentine, son régime monétaire de convertibilité.

Les causes profondes de la crise

L'Argentine est sortie de la crise hyper-inflationniste de 1989-1990 en adoptant l'un des régimes monétaires les plus rigides au monde. L'adoption de ce régime répondait à la situation du moment. Pour se protéger d'un taux d'inflation n'ayant apparemment plus aucune limite, les Argentins s'étaient rués sur le dollar en vendant à peu près tous les actifs qu'ils détenaient en australes (la monnaie nationale de l'époque). Lorsque le dollar atteint une valeur de 10 000 australes, les réserves de la banque centrale (BCRA) étaient plus que suffisantes pour couvrir la base monétaire (composée des billets et pièces en circulation ainsi que des dépôts du système financier à la banque centrale). Le prix du dollar étant devenu le baromètre de la confiance des Argentins envers leur économie, on décida en avril 1991 de remplacer les australes en circulation par de nouveaux pesos au taux de 10 000 pour un et d'établir la pleine convertibilité du nouveau peso en dollars au taux de un pour un. La tâche de la banque centrale devenait dès lors de maintenir l'équivalence entre les réserves en dollars et la base monétaire au taux de un pour un.* L'accès au crédit de la banque centrale devenant interdit aux pouvoirs publics et la banque centrale étant transformée à toutes fins pratiques en caisse d'émission (*currency board* en anglais), on s'attendait à une baisse rapide et durable du taux d'inflation. C'est exactement ce qui s'est produit et le régime mis en place en avril 1991 tient toujours.

* En réalité, jusqu'à un tiers des « réserves » peut être constitué d'obligations de la République émises en dollars. Cela ne change toutefois pas de manière fondamentale le *modus operandi* du système.

Comment fonctionne l'expansion du crédit en monnaie nationale dans un tel système ? Bien entendu, celle-ci repose sur l'expansion des réserves de la banque centrale et cette dernière est tributaire d'un surplus de la balance des paiements (excluant le poste « avoirs officiels de réserves »). Il faut donc que la somme de la balance courante et des entrées nettes de capitaux soit positive. De 1991 à 1995, cette condition était largement remplie, non pas par ce que l'Argentine dégagait un surplus au chapitre de sa balance courante mais par ce que les entrées de capitaux excédaient largement les sorties. La stabilisation de l'inflation et la réalisation de l'ambitieux programme de privatisations constituaient deux puissants aimants pour les capitaux en quête d'opportunités sur les marchés émergents. Le gouvernement en profitait également pour lancer plusieurs émissions sur les marchés obligataires internationaux. L'année 1995 allait mettre le système à rude épreuve.

La crise mexicaine a constitué le premier avertissement sérieux pour le système argentin de convertibilité. Au cours des mois suivant le début de la crise au Mexique, les sorties de capitaux provoquent une contraction rapide de la base monétaire, les taux d'intérêt augmentent et l'économie entre en récession. Le chômage bondit de manière spectaculaire et le déficit budgétaire qui venait à peine d'être éliminé réapparaît. L'Argentine s'en sort tout de même mais seulement pour un temps.

Il est intéressant d'observer le comportement de la prime payée par le gouvernement argentin sur ses emprunts obligataires après la crise mexicaine. Cette prime qui atteignait près de 1000 points de base lors de la crise mexicaine est redescendue jusqu'à environ 300 points de base à la veille de la crise asiatique. Depuis la crise asiatique, elle n'est pratiquement jamais redescendu à moins de 600 points de base et s'est envolée à chacune des crises financières affectant les marchés émergents, la plus sérieuse ayant été pour l'Argentine la crise brésilienne de 1998-1999. A chaque crise s'ensuivent des entrées moindres de capitaux et un renchérissement du crédit. A défaut d'augmenter les exportations pour compenser la détérioration du solde combiné des opérations courantes et des entrées nettes de capitaux, le système de convertibilité produit une contraction de

la base monétaire, une hausse des taux d'intérêt internes et ses corollaires habituels, la récession, le chômage et les déficits budgétaires.

L'ajustement en régime de change fixe

L'Argentine n'est pas le premier pays à expérimenter des difficultés majeures d'ajustement en régime de change fixe. Lors de la grande crise de la dette des années 1980, son voisin chilien est passé, au moins dans un premier temps, par un processus similaire. La baisse des entrées de capitaux et la détérioration des conditions de crédit provoquent une contraction de la demande interne qui se propage rapidement à l'ensemble de l'économie. La récession provoque une chute des recettes fiscales et dans sa tentative de maintenir l'équilibre budgétaire, le gouvernement contribue par ses hausses de taxe et ses coupures de dépense à un approfondissement de la récession. L'économie s'ajuste par une contraction prononcée des importations mais la relance des exportations qui constitue l'unique solution à long terme tarde à venir. En théorie, la récession devrait provoquer une chute des prix internes permettant d'augmenter la rentabilité des exportations. L'expérience historique tend toutefois à démontrer que la déflation constitue un mécanisme d'ajustement coûteux, inefficace et extrêmement récessif. Les dettes n'étant pas indexées à la baisse, la déflation entraîne tôt ou tard son cortège de faillites. La plupart des pays confrontés au problème vécu à l'heure actuelle par l'Argentine finissent par dévaluer comme l'ont décidé le Chili en 1982-1983, le Mexique en 1995 et le Brésil en 1999.

Le problème argentin ne s'arrête pas là. Avant d'entrer en récession en 1998, l'Argentine exportait près de quatre fois plus vers les pays du Mercosur (Brésil surtout) que vers les pays de l'ALÉNA (surtout États-Unis). Cela ne faisait que souligner le succès remarquable du Mercosur en termes d'expansion du commerce régional. Or, c'est au dollar américain qu'est arrimé le peso argentin. Depuis 1995, le dollar américain n'a cessé de s'apprécier sur les marchés de change internationaux. Le peso s'est donc apprécié de manière constante vis-à-vis de la plupart des monnaies du monde. Le taux de change réel effectif (pondéré selon la part des partenaires commerciaux du pays) a

augmenté d'environ 20 %. Au moment même où l'Argentine a besoin d'exporter davantage, le prix relatif de ses biens augmente de plus de 20 %. En maintenant un change fixe à l'égard du dollar américain, l'Argentine fait de plus en plus figure de cavalier seul en Amérique Latine. Les crises financières récentes ont conduit le Mexique, le Brésil et le Chili à adopter un régime de change flexible. Face aux reflux des capitaux internationaux vers les États-Unis, les monnaies de ces trois pays se sont dépréciées en terme réel. L'asymétrie particulièrement forte entre l'Argentine et le Brésil est devenue une source majeure de conflit et ce conflit met en péril la poursuite du projet Mercosur.

Comment sortir de l'impasse sans porter de coup fatal au Mercosur

La donne actuelle

Après plus de trois années de récession et devant l'ampleur des coûts économiques et sociaux que celle-ci impose à la population, il est très clair que le gouvernement devra se résigner à des choix difficiles à brève échéance. La crise a déjà eu raison de deux ministres de l'économie depuis l'élection de Fernando De La Rúa à la présidence de la République en 1999. Le ministre en poste à l'heure actuelle est nul autre que Domingo Cavallo, l'architecte du plan de convertibilité de 1991 et des grandes réformes de la première présidence de Menem. Les semaines qui ont suivi sa nomination en mars 2001 ont été un véritable tourbillon. Les tarifs douaniers touchant les biens d'équipement ont été réduits à zéro tandis que ceux touchant les biens de consommation sont passés à 35 %. Des « plans de compétitivité » reposant sur des incitatifs fiscaux ont été signés avec de nombreux secteurs. Une gigantesque opération d'échange d'obligations (megacanje) a permis d'allonger l'échéance moyenne des obligations (en augmentant toutefois leur rendement). La loi de convertibilité a été amendée en vue d'inclure l'euro dans une proportion de 50% suivant le jour où il s'échangera à parité avec le dollar. En attendant ce jour, les exportateurs reçoivent et les importateurs paient la différence entre le cours actuel du peso en dollars et son cours hypothétique si l'euro faisait déjà partie du panier. A ce jour, cela a permis d'augmenter le prix des exportations et des importations d'environ 6 % en moyenne. Tout cela s'est avéré insuffisant et le gouvernement en est

maintenant rendu à fixer les salaires et les prestations de retraite en fonction des rentrées fiscales du mois précédant, diminuées du plein montant du service de la dette. En juillet seulement, cela a impliqué une baisse de 13 % des salaires et des prestations de retraite du secteur public. Le succès éventuel de l'opération actuelle de restructuration de la dette aidera sans doute mais ne pourra seul assurer la croissance. L'Argentine est en pleine déflation.

Un abandon de la convertibilité ?

Là où les spéculations vont bon train, c'est de savoir si le régime de convertibilité et le change fixe pourront être maintenus. Le gouvernement répète qu'il ne dévaluera sous aucune condition mais la coexistence d'un régime de change flexible au Brésil et d'un régime de change fixe en Argentine devient de plus en plus problématique. Les conflits s'expriment en public et au plus haut niveau depuis que Domingo Cavallo est revenu en selle et le Président De La Rúa dont le leadership est très affaibli par la crise fait bien peu de choses pour calmer le tempérament bouillant de son ministre. Une rumeur insistante voudrait que l'Argentine dollarise son économie. Dans une tentative désespérée de mettre un terme aux retraits massifs des dépôts qui menaçaient l'existence même du système monétaire en place, le gouvernement vient non seulement de limiter les retraits en espèce à 250 dollars par semaine mais il a également interdit les nouveaux prêts en pesos, ceux-ci ne pourront dorénavant être contractés qu'en dollars. Cette mesure a toute les apparences d'un premier pas vers la dollarisation totale de l'économie argentine. Bien qu'une telle mesure aurait pour effet d'éliminer le risque de change, elle n'enlèverait rien, bien au contraire, à la rigidité du système monétaire actuel. Cette rigidité explique en bonne partie l'effondrement du prix des obligations argentines puisque cette rigidité contribue à maintenir l'économie dans la récession qui rend tout simplement impossible le paiement du service de la dette.

Outre qu'elle n'aurait aucun sens d'un point de vue commercial (les États-Unis n'étant pas le premier partenaire de l'Argentine), la dollarisation de l'économie argentine porterait un dur coup à la construction du Mercosur. On voit mal comment le Brésil

pourrait suivre l'Argentine dans une telle voie alors que son économie, même affaiblie par la crise actuelle, se porte beaucoup mieux en change flexible que l'Argentine en change fixe. Et ce n'est là qu'une raison économique, sur le plan politique, le Brésil n'a bien sûr aucune motivation à aller dans cette voie. Certains appellent de leurs vœux la dollarisation de l'économie mais ce serait pour l'Argentine oublier la région du monde où elle se trouve et mettre une croix sur le projet Mercosur.

Il est encore possible que l'Argentine parvienne à une solution négociée quant au remboursement de sa dette et qu'elle y parvienne sans dévaluer ni procéder à la dollarisation complète de son économie. Toutefois, de nombreuses raisons militent en faveur d'un glissement parallèle vers un régime de change plus flexible. D'abord, l'Argentine a un urgent besoin de réorienter son économie vers l'exportation de manière durable et il n'est pas sage dans ce contexte qu'elle attache la valeur de sa devise au dollar dont la force ne se dément pas depuis six ans. Ensuite, l'Argentine ne peut ignorer la réalité dans laquelle elle se trouve à l'échelle régionale. Le Brésil, le Chili et le Mexique ont un change flottant et s'en tirent beaucoup mieux qu'elle. Attendre une hypothétique parité entre l'euro et le dollar pour lancer la convertibilité élargie ne constitue pas la solution. D'abord, nul ne sait quand et si elle va arriver. Ensuite, si jamais elle arrive, ce sera dans un contexte où l'euro s'apprécie vis-à-vis du dollar. A partir de ce jour donc, le peso s'apprécierait vis-à-vis du dollar, ce qui constitue le contraire de dont l'Argentine a besoin.

L'Argentine se trouve donc à la croisée des chemins, devant son heure de vérité. La dévaluation appréhendée y est perçue comme un cauchemar politique, économique et légal. Plus de 70 % des prêts et dépôts y sont en dollars. Il est difficile d'envisager la dévaluation sans un allongement parallèle de l'échéance des prêts et dépôts ou une reconversion forcée de ceux-ci en monnaie nationale. On imagine les complications légales associées à l'une ou l'autre de ces options sans compter qu'elles requerront un leadership politique faisant cruellement défaut à l'Argentine à l'heure actuelle. Si cela se produit, il y aura en plus une période plus ou loin longue d'incertitude quant à la capacité de la banque centrale de contenir l'inflation dans un régime différent de la convertibilité

actuelle. Les Argentins ne croient guère en leurs institutions. Peut-on néanmoins éviter le débat ?

Si les autorités politiques argentines parviennent à reprendre le leadership qui leur glisse des mains avec la durée de la récession, elles devraient procéder en toute logique économique à une réforme profonde du système de convertibilité. L'audace pour les autorités argentines serait de procéder à la restructuration des dettes internes et externes (afin de diminuer les intérêts et d'allonger les échéances), de reconvertir en pesos l'ensemble des prêts et dépôts du système bancaire, et de passer simultanément et sans délai à une convertibilité élargie incluant à parts égales le dollar, l'euro et le real . Ce serait là le début d'un processus permettant à l'Argentine et au Brésil d'harmoniser leurs politiques macroéconomiques afin d'assurer une plus grande stabilité des changes à l'intérieur du Mercosur. A terme, ce pourrait même être la prémisse d'une monnaie unique pour le Mercosur. Si l'Argentine appliquait cette décision aujourd'hui, le peso aurait une valeur à peu près équivalente au dollar canadien, ce qui l'aiderait à amorcer le processus de reconversion de son économie vers l'exportation. En appliquant cette décision, elle mettrait également un terme à l'incertitude entourant le futur du Mercosur et permettrait au processus d'intégration régionale qui l'a finalement bien servi de reprendre son cours et ce, pour le bénéfice de toute la région. Il est urgent pour les Argentins de voir le régime monétaire mis en place en avril 1991 pour ce qu'il a été: une solution audacieuse au problème de l'hyper-inflation. La solution audacieuse au problème de la dépression réside ailleurs. Les autorités argentines auront-elles cette audace ?