

Argentine

Parti pour durer, finalement ?

Valérie Perracino-Guerin

Introduction : la crise qui ne s'est toujours pas produite

La soutenabilité du modèle de croissance argentin est apparue de plus en plus douteuse au cours des dernières années¹ et, fin 2008 - début 2009, l'Argentine faisait figure de maillon faible dans une économie mondiale il est vrai sinistrée. Le coût de la couverture contre le risque d'un nouveau défaut souverain, tel que mesuré par les CDS, dépassait les 4 000 points de base sur toutes les échéances (graphique 1), reflétant un niveau de stress sans équivalent dans le reste du monde émergent (Ukraine exceptée). La crise de change et la fin du *crawling peg de facto* qui avait prévalu depuis 2003 semblaient également proches, avec des taux de change à terme qui anticipaient une dépréciation de 40% du peso (ARS) face au dollar à un horizon d'un an (graphique 2). Quant aux prévisions de croissance, elles ne pouvaient qu'être pessimistes dans un tel contexte. La plupart des analystes prévoient une forte contraction du PIB réel en 2009, suivie au mieux d'une reprise modeste en 2010. Les prévisions auraient du reste probablement été pires encore si les problèmes statistiques (encadré 1) n'avaient pas compliqué l'exercice².

La réalité a pourtant une nouvelle fois donné tort aux Cassandres, et, deux ans plus tard, le tableau est très différent. Non seulement les craintes d'un nouveau défaut souverain ne se sont pas matérialisées, mais les prix des CDS ont franchement reculé, signalant une nette amélioration des anticipations sur la solvabilité du secteur public. Une seconde offre d'échange de la dette en défaut destinée aux créanciers qui avaient refusé de participer à celle de 2005 (*holdouts*) a été finalisée et deux des principales agences de notation, Fitch et S&P, ont révisé à la hausse leurs notes sur la dette souveraine³. La baisse des importations (dans un contexte de récession et de durcissement des barrières non tarifaires), les contrôles de capitaux et les

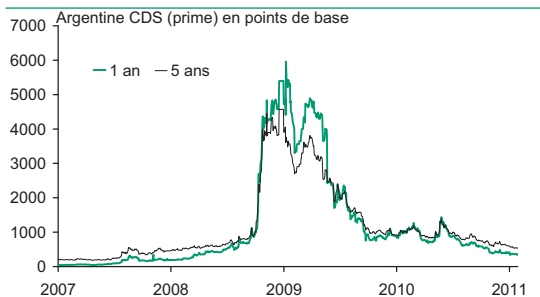
interventions (vente de dollar sur le marché *spot*) de la banque centrale (BCRA) ont par ailleurs permis de limiter la dépréciation du peso. Les pressions baissières sur le change se sont du reste dissipées fin 2009, de sorte que les autorités monétaires ont pu reprendre leurs achats de dollars, et, partant, reconstituer leurs réserves de changes. Enfin, si l'économie a possiblement connu en 2008-2009 une récession plus forte que celle que décrivent les données officielles (encadré 1), elle en est sortie plus tôt que prévu et a renoué en 2010 avec des taux de croissance records. Selon les données officielles, l'acquis de croissance à la fin du troisième trimestre 2010 frôlait les 7,5% et, même s'il peut y avoir débat sur les chiffres précis, il ne fait aucun doute que l'activité est très dynamique (graphique 5).

Faut-il en conclure que le modèle de croissance argentin serait finalement moins fragile qu'il n'y paraît ou s'agit-il d'un simple répit ? L'Argentine est certes très loin d'être le seul pays où les évolutions se sont révélées plus favorables que ce que la plupart des observateurs craignaient dans la période de tensions et de pessimisme qui a suivi la faillite de *Lehman Brothers*. Toutefois, le décalage entre les anticipations qui prévalaient alors et la situation observée aujourd'hui est si notable dans le cas argentin qu'il justifie un examen plus attentif. Nous nous efforcerons dans un premier temps d'analyser les raisons de tant d'heureuses surprises (I) avant de tenter de déterminer dans quelle mesure les dynamiques actuelles peuvent être pérennes (II). En conclusion, nous présenterons les scénarios possibles.

Partie I : Pourquoi tant d'heureuses surprises ?

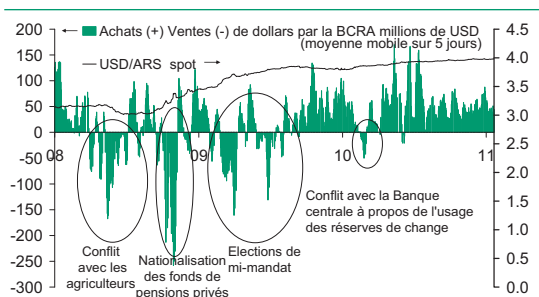
Les facteurs qui ont permis à l'économie argentine d'éviter un accident financier majeur dans

Les craintes de défaut souverain se sont atténuées



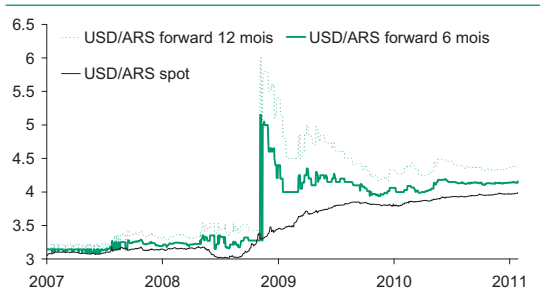
Graphique 1 Source: Datastream

La BCRA a pu reconstituer ses réserves dès fin 2009



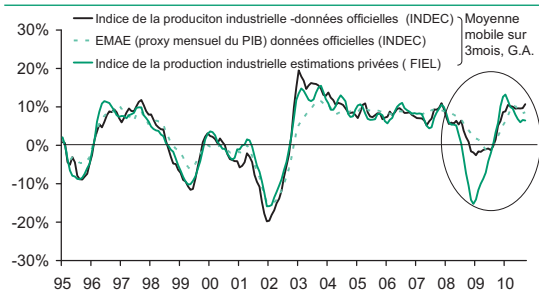
Graphique 3 Sources : BCRA, BNP Paribas

La dépréciation a été plus modérée qu'attendu



Graphique 2 Source : Datastream

Le dynamisme de l'activité fait peu de doute



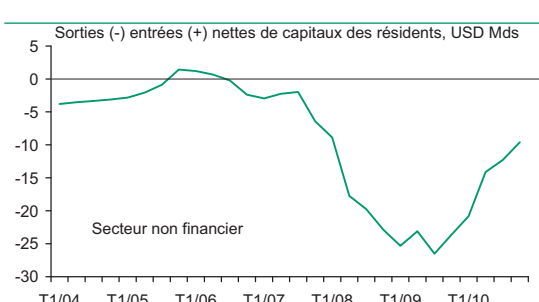
Graphique 4 Sources : INDEC, FIEL, BNP Paribas

La croissance a surpris à la hausse en 2010

Prévisions de croissance pour 2010	En juin 2009	En septembre 2010
Plus hautes	3,4	9,5
Médiane	1,6	7,8
Plus basses	-1,8	5,4

Tableau 1 Source : Latin American Consensus Forecasts

Les sorties de capitaux se sont atténuées



Graphique 5 Sources : BCRA, BNP Paribas

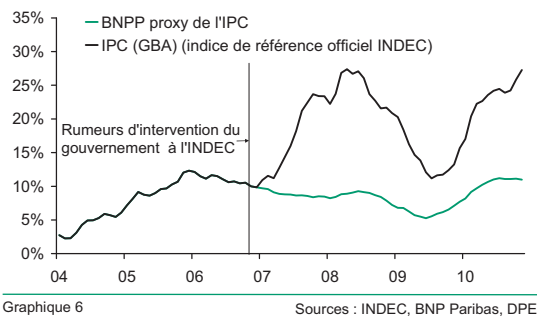
un contexte mondial difficile et de renouer très vite avec des taux de croissance à la chinoise sont au nombre de trois : 1/ la chance après, il est vrai, une année de malchance

2/ un environnement extérieur rapidement redevenu très porteur et 3/ le recours à une série d'expédients dont la plupart des observateurs pensaient qu'ils pouvaient difficilement être mobilisés.

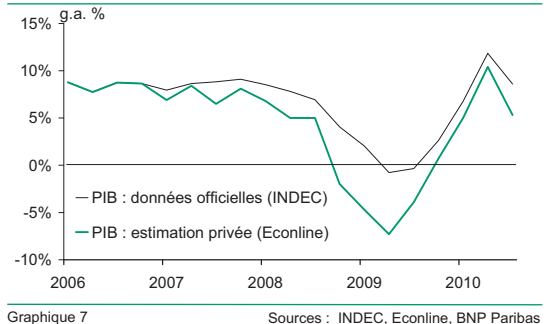
Encadré 1 : le problème statistique

▪ **Les interventions des autorités dans le fonctionnement de l'institut statistique national (INDEC) depuis début 2007 et les incohérences perceptibles au niveau des données ont fait naître des soupçons de manipulation des statistiques.** Les doutes ont concerné en premier lieu l'indice des prix à la consommation (IPC), et, compte tenu de l'importance de celui-ci pour la détermination de beaucoup d'agrégats macroéconomiques, se sont ensuite propagés à d'autres indicateurs comme le PIB et le taux de pauvreté. Le manque de fiabilité des statistiques officielles est devenu l'un des thèmes majeurs du débat public et les estimations alternatives établies par les organismes privés se sont multipliées, dépeignant une réalité bien différente de celle décrite par les statistiques officielles. Mi-2008, elles faisaient ainsi état d'une inflation comprise entre 20 et 35% en GA, alors que le taux d'inflation « officiel » était de l'ordre de 9% en GA selon l'INDEC. Le décalage entre les statistiques officielles et les *proxies* développés par les analystes du secteur privé s'est quelque peu réduit en 2009, car la récession a incontestablement atténué les pressions inflationnistes. Mais la polémique autour du PIB s'est, en revanche, intensifiée. Selon les analystes privés, le PIB réel se serait contracté de l'ordre de 3 à 4% en 2009 (de sorte que l'Argentine aurait connu l'une des récessions les plus sévères de toute l'Amérique latine), tandis que les statistiques officielles ont fait état d'une progression annuelle de 0,8% (et d'une « légère » récession technique au T4 2008/T1 2009). La reprise aidant, le débat s'est de nouveau focalisé sur l'IPC.

Un écart important entre les estimations basées sur...



... des indicateurs alternatifs et les données officielles



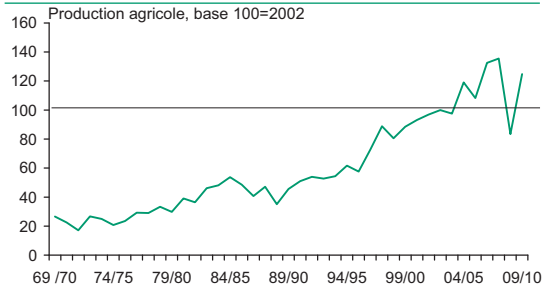
Estimer un proxy du PIB est un exercice difficile du fait du grand nombre de données requis, mais plusieurs méthodes peuvent en revanche être mobilisées pour estimer (approximativement) l'inflation.

- **Certains analystes reconstruisent un IPC en collectant directement des données sur les prix.** La principale difficulté dans ce cas consiste à s'assurer d'une couverture suffisamment large pour éviter les biais.
- **Les évolutions de l'IPC global peuvent également être estimées à partir des IPC provinciaux (réputés plus fiables).** L'IPC global, dont la fiabilité a été remise en question à partir de début 2007, est en effet établi à partir des données collectées dans la région du grand Buenos Aires (GBA). Certaines provinces publient elles aussi leur propre IPC sur une base régulière, ce qui permet d'avoir des informations utiles sur les tendances de l'inflation dans le reste du pays. Bien évidemment, la corrélation entre les IPC provinciaux et l'IPC de la région du GBA était loin d'être parfaite avant même que la fiabilité de ce dernier n'ait été remise en question (en raison des différences majeures en termes de taille, de population, d'habitudes de consommation et de géographie entre les provinces). Toutefois, ces disparités peuvent être corrigées en partie en utilisant la relation économétrique entre l'IPC de la région du GBA et la moyenne des indices provinciaux disponibles sur le passé. C'est la méthode que nous avons retenue ici pour construire un *proxy* de l'inflation.
- **D'autres analystes ont également choisi de reconstituer les évolutions de l'IPC à partir de proxys de ses principales composantes.**

La chance a tourné

Le facteur chance a joué un rôle non négligeable, sous forme de bonnes/mauvaises récoltes.

Des conditions climatiques favorables ont dopé les récoltes en 2009/2010

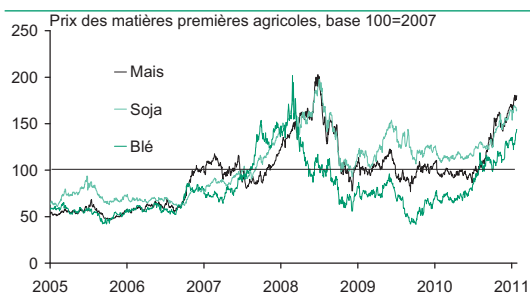


Graphique 8

Sources : MAGyP, BNP Paribas

Alors qu'une grave sécheresse avait provoqué un effondrement de la production agricole en 2008/2009, la récolte 2009/2010 a été dopée par des pluies abondantes (graphique 8). Après s'être effondrée de près de 40% en 2008/2009, la production des principales cultures argentines (soja, maïs, blé et tournesol) a bondi de 50% environ en 2009/2010, se rapprochant de ses plus hauts historiques.

Les évolutions de prix ont également été favorables



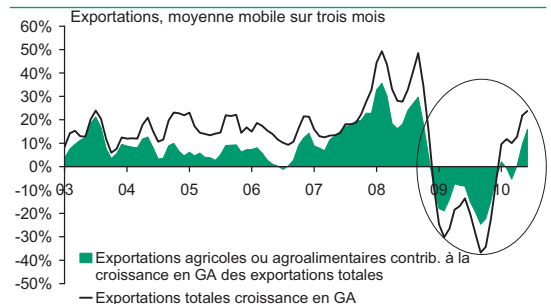
Graphique 9

Source : Thomson Financial

Parallèlement, une demande mondiale plus forte que prévu (du fait de la solide croissance de l'Asie émergente), la faiblesse des stocks et le changement de stratégie de certains acteurs financiers ont soutenu les cours (graphique 9).

Ces évolutions ont contribué de façon non négligeable à l'amélioration des anticipations des marchés et à la survie du modèle économique mis en place après la fin de la Convertibilité⁴. Selon les données officielles, le secteur agricole avait été le principal responsable de la récession de 2008-2009, alors qu'il représente moins de 5% de la valeur ajoutée créée dans le pays (en volume). Symétriquement, il aurait été à l'origine d'un tiers environ de la croissance vigoureuse (+11,8% en GA) enregistrée au deuxième trimestre 2010.

La production record du secteur agricole a fortement contribué au changement de dynamique des exports



Graphique 10

Sources : Mecon, BNP Paribas

Au-delà de cet impact direct sur la croissance du PIB, le rebond marqué de la production agricole a contribué de manière décisive à accroître les marges de manœuvres budgétaires et à préserver la soutenabilité des comptes externes. Les exportations de matières premières agricoles représentant près de 50% des exportations totales et étant taxées à hauteur de 20 à 35% (*retenciones*⁵), les excellentes récoltes de 2009/2010 ont contribué de façon significative au changement de tendance des exportations (graphique 10) et rajouté 0,4 points de PIB à l'excédent primaire du Secteur Public National en 2010.

L'environnement externe est redevenu très vite porteur

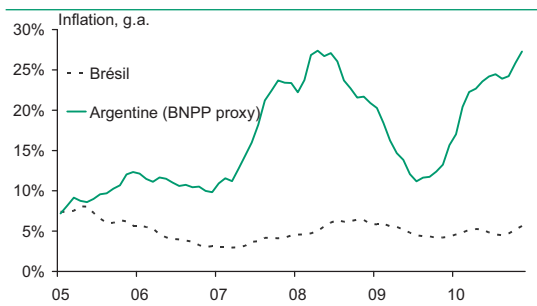
L'amélioration de l'environnement externe et, en particulier, les évolutions favorables observées au Brésil, principal partenaire commercial de l'Argentine⁶, ont également joué un rôle décisif à partir de la mi-2009. Pour faire court, les performances économiques meilleures que prévu de l'Argentine sont en grande partie le fruit des succès brésiliens.

L'économie argentine a en effet bénéficié d'autant plus fortement de la vigueur de la croissance brésilienne (+7,8% annualisé t/t en moyenne depuis le deuxième trimestre 2009) que la forte appréciation du BRL a limité les effets négatifs sur sa compétitivité d'une inflation sans doute élevée (voir graphique). Selon nos estimations, si la parité ARS/BRL était restée inchangée depuis mai 2009, le taux de change bilatéral réel entre l'Argentine et le Brésil ⁷ serait environ 20% plus élevé, du fait de l'écart d'inflation entre les deux pays (voir graphiques 11 et 12)

Une série d'expédients a fait le reste

Le recours à une série d'expédients a fait le reste, permettant de préserver la flexibilité budgétaire à un moment où les ressources à la disposition du gouvernement étaient rares. Privé d'accès au marché international (risque « d'attachement » résultant du défaut persistant sur une partie de la dette publique) et soumis à des primes de risques dissuasives sur le marché local, le gouvernement avait déjà largement eu recours à des sources de financement non conventionnelles avant l'éclatement de la crise financière : avances temporaires (jusqu'à 12% de la base monétaire + 10% des recettes fiscales des douze derniers mois) et transfert des profits de change de la BCRA (liés principalement à la réévaluation de la valeur en monnaie locale des réserves de changes dans un contexte de dépréciation du peso par rapport au dollar), financements de *Banco de la Nación*⁸, placement de titres publics auprès du Venezuela, etc. Toutefois, cette stratégie de financement a été poussée un cran plus loin fin 2008, les autorités fédérales ponctionnant de manière plus systématique encore les créanciers nationaux captifs et les poches de liquidité disponibles au sein du secteur public.

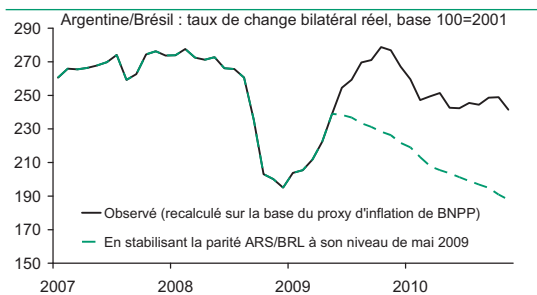
L'écart d'inflation entre le Brésil et l'Argentine s'est à nouveau creusé selon nos estimations



Graphique 11

Sources : BNP Paribas, BCB, DPES

L'appréciation du BRL a empêché une trop forte détérioration de la compétitivité argentine



Graphique 12

Sources : BCB, BNP Paribas, BCRA, DPES

L'Argentine a également bénéficié de la faiblesse des prix des actifs dans les pays industrialisés. Certes, le pays est resté à l'écart de ces flux de capitaux soutenus qui ont afflué dans le reste du monde émergent pour y chercher des rendements plus attractifs. En revanche, les médiocres perspectives de croissance et la faiblesse des taux d'intérêt dans les pays de l'OCDE ont probablement dissuadé les résidents de placer leur épargne à l'étranger, limitant les sorties de capitaux qui avaient drainé 3 à 7% du PIB hors du pays au cours des années précédentes

▪ **Nationalisation des fonds de pension privés (novembre 2008) :** en novembre 2008, les fonds de pension privés (AFJP) ont ainsi été nationalisés ou, plus précisément, incorporés au régime public de retraite par répartition géré par la sécurité sociale (ANSES). Très contestable du point de vue du droit et du fonctionnement des institutions, ce transfert a permis d'accroître les ressources fiscales de 1,7 points de PIB (contributions des adhérents des anciens AFJP et intérêts perçus sur les emprunts d'Etat détenus auparavant par les AFJP qui ne sont désormais plus capitalisés mais dépensés), tout en réduisant le risque de refinancement (puisque une proportion significative des actifs des AFJP placés désormais dans un fond spécial, le FGS, géré par l'ANSES⁹ était constituée d'emprunts d'Etat).

▪ **Mobilisation des réserves de changes de la BCRA (mars 2010).** Craignant que les financements qu'il lui était possible d'obtenir par les canaux légaux existants (avances temporaires, transfert des profits de change et des USD 2,5 milliards de DTS distribués en

2009 par le FMI) ne soient pas suffisants pour préserver la flexibilité budgétaire, le gouvernement s'est efforcé d'obtenir davantage de ressources de la banque centrale (BCRA). Après deux mois d'une grave crise institutionnelle qui s'est soldée par le renvoi du gouverneur de la banque centrale, Martin Redrado¹⁰ et son remplacement par une fonctionnaire réputée proche du parti au pouvoir, Mercedes Marco del Pont (ancienne présidente de *Banco de la Nacion*), les autorités sont parvenues à mettre la main sur près de USD 6,6 milliards de réserves de changes (environ 14% des réserves de changes totales fin 2009 et 1,8% du PIB prévu pour 2010).

Ces expédients ont permis au gouvernement de maintenir une politique budgétaire très expansionniste (graphique 13), tout en continuant à assurer le service de sa dette, même au moment où la récession et la chute des exportations agricoles réduisaient les recettes fiscales. Les dépenses primaires ont ainsi augmenté de près de 30% en 2009 (14% en termes réels déflatés par notre *proxy* de l'IPC) et ont continué à croître à un rythme supérieur à 8% en termes réels (déflatés par notre *proxy* de l'IPC) en 2010, en dépit d'une base de comparaison déjà très élevée.

Un solde primaire gonflé par des recettes exceptionnelles

Solde primaire	2009	2010
Sur la base des chiffres officiels		
ARS (Mds)	17,3	25,1
Pourcentage du PIB	1,5	1,8
Hors profits de change de la BCRA, DTS et intérêts du FGS		
ARS (Mds)	-1,7	-0,9
Pourcentage du PIB	-0,1	-0,1

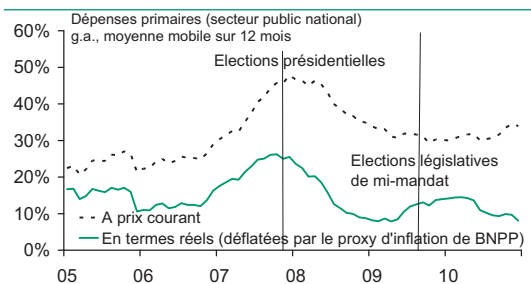
Tableau 2

Sources : BNP Paribas, Mecon, BCRA

Le transfert des profits de change de la BCRA, des DTS du FMI et des intérêts sur les emprunts d'Etat détenus auparavant par les AFJP a même permis au gouvernement de continuer à afficher un excédent primaire en 2009 et en 2010. Les sommes en question ont, en effet, été comptabilisées « au-dessus de la ligne » (et non « en dessous de la ligne » comme l'aurait

exigé en principe leur caractère « non récurrent » et leur origine). Abstraction faite de ces revenus exceptionnels, le solde primaire serait ressorti en léger déficit en 2009 et en 2010.

Grâce à une série d'expédients, le gouvernement a pu maintenir une politique budgétaire expansionniste



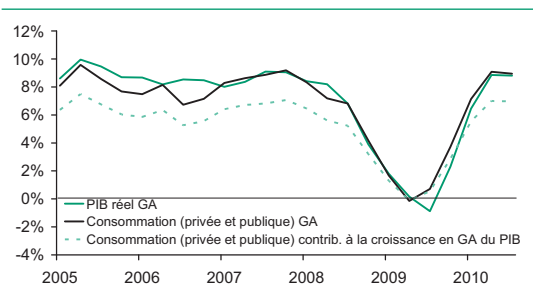
Graphique 13

Source : Réserve fédérale

Soutenu par une telle combinaison de chance, de facteurs externes favorables et d'expédients, le modèle économique très interventionniste mis en place sous les mandats de Cristina et de Nestor Kirchner a pu continuer à fonctionner quasiment à l'identique au cours des deux dernières années. Des politiques budgétaire, monétaire et salariale très expansionnistes ont permis de soutenir la consommation (77% du PIB si l'on prend en compte la consommation publique), limitant son effondrement au plus fort de la crise internationale¹¹ et favorisant son rebond une fois l'environnement externe et les évolutions sur les marchés de matières premières agricoles redevenus plus favorables (graphique 14). Les efforts budgétaires ont été payés de retour, les recettes liées à la croissance (TVA, cotisations de sécurité sociale, impôts sur le revenu) représentant 80% environ des revenus budgétaires. Au final, le cercle (à première vue) vertueux qui avait fait les plus beaux jours de la période post Convertibilité s'est maintenu.

Le « crawling peg » de facto¹² qui avait été l'un des principaux piliers du modèle mis en œuvre sous les mandats de Nestor et de Cristina Kirchner a également conservé un rôle clé. Les interventions de la BCRA sur le marché spot (vente de dollars) ont permis de limiter la dégradation des anticipations du secteur privé au plus fort de la crise, empêchant qu'elles ne deviennent auto-réalisatrices et que le mouvement

La consommation donne de nouveau le ton



Graphique 14

Source : INDEC

de fuite des capitaux n'atteigne un stade où il aurait été presque impossible à enrayer. Sitôt que les dynamiques sur le marché des changes se sont inversées, priorité a de nouveau été donnée au maintien d'un taux de change « compétitif », les autorités monétaires intervenant massivement sur le marché des changes pour déprécier légèrement le peso (graphique 4).

Partie II : La question à un million : cela peut-il durer ?

Dans un tel contexte, la question est : cela peut-il durer ? Et de notre point de vue, la réponse est : pendant quelque temps encore, probablement ; pour toujours, certainement pas. Même si un zeste de chance, un environnement extérieur redevenu favorable et une série d'expédients ont prolongé la durée de vie des politiques économiques définies sous le mandat de Nestor Kirchner, des ajustements drastiques devront être effectués à un moment donné pour éviter des évolutions très déplaisantes. Le modèle économique actuel présente en effet trois défauts : 1/ il nourrit de fortes pressions inflationnistes 2/ il fragilise les comptes publics et 3/ il fragilise les comptes externes.

Le problème de l'inflation

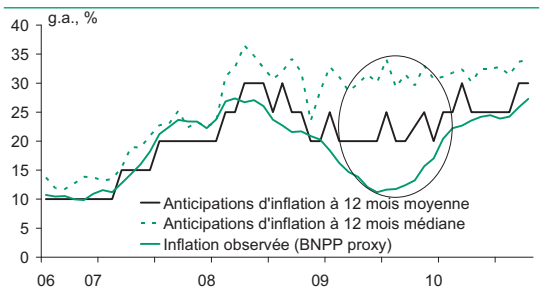
Le problème de l'inflation, qui a été, depuis 2005, le principal casse-tête des gouvernements successifs, ne semble pas s'être atténué, bien au contraire. L'inflation (telle que mesurée à partir du proxy de l'IPC que nous avons construit) dépassait, semble-t-il, 25% en GA au mois de novembre dernier et risque d'accélérer encore en l'absence d'ajustement des

politiques économiques. En effet, les anticipations d'inflation sont élevées et rigides à la baisse, l'économie fonctionne presque (si ce n'est déjà) au maximum de ses capacités, et les politiques économiques menées sont de plus en plus incohérentes, avec de surcroît une domination croissante de la politique budgétaire sur la politique monétaire.

Des anticipations d'inflation élevées et rigides à la baisse

Non seulement les interventions du gouvernement au sein de l'INDEC n'ont pas permis d'ancrer les anticipations du secteur privé, mais elles ont probablement aggravé la situation.

Des anticipations d'inflation rigides à la baisse



Graphique 15

Sources : Université Torcuato di Tella, BNP Paribas, DPEs

Dans un contexte où les indicateurs officiels étaient discrédités, les agents économiques ont été enclins à surestimer l'inflation, présupposant que les incohérences des politiques économiques étaient telles qu'elles ne pouvaient que maintenir l'inflation dans la zone des 20-25%, quelle que soit l'évolution de l'activité et le niveau de l'écart de production (*output gap*). Ainsi, selon l'enquête de l'Université *Torcuato Di Tella*, les anticipations à 12 mois du secteur privé n'ont pas reflué en 2008/2009 (graphique 15), alors même que la contraction de la demande intérieure avait entraîné indubitablement un net ralentissement de la hausse des prix (telle que mesurée par le proxy de l'IPC que nous avons construit).

Une situation de quasi plein emploi des facteurs de production

L'écart de production (*output gap*) négatif créé par la récession de 2009 est probablement presque (si ce n'est déjà) clos. Les taux d'utilisation des capacités se

situent à un niveau record dans le secteur manufacturier et la production d'énergie est insuffisante pour satisfaire la demande dans les périodes de pic de consommation, comme l'ont montré les sévères restrictions qui ont freiné la production industrielle pendant l'hiver austral. La situation sur le marché du travail semble également suffisamment tendue pour que les anticipations d'inflation soient répercutées en totalité sur les salaires.

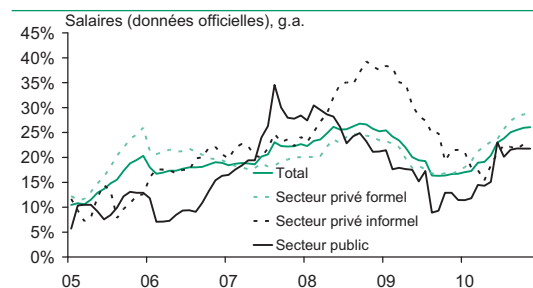
Hausses de salaires accordées à l'issue des négociations collectives du premier semestre 2010

Mars	
Enseignants	22%
Secteur bancaire	22%
Dockers	27%
Avril	
Métallurgie et sidérurgie	25%
Secteur électrique	22%
Mai	
Production de sucre	43%
Boulangerie	43%
Alimentation	35%
Commerce de détail	29%
Juin	
Conducteurs de camion	25
Restauration	35%

Tableau 3 Sources : BNP Paribas sur la base de sources journalistiques

Les négociations collectives du premier semestre 2010 ont ainsi validé des hausses de salaires proches de 30% en moyenne et, avec des élections présidentielles prévues pour octobre 2011, il n'y a aucune raison de penser que le pouvoir de négociation des syndicats s'affaiblisse dans les mois à venir.

Les anticipations d'inflation sont répercutées sur les salaires



Graphique 16 Sources : Mecon, BNP Paribas

Dans un contexte de forte demande, ces hausses de salaires devraient être en grande partie répercutées sur les prix, les entreprises cherchant à préserver leurs marges autant que possible dans le cadre du système de contrôle des prix en vigueur depuis 2006. L'efficacité de ce dernier apparaît au demeurant de plus en plus faible, de sorte que la plupart des conditions semblent réunies pour que se mette en place une boucle salaire/prix.

Des politiques économiques incohérentes et dominées par les questions d'ordre budgétaire-

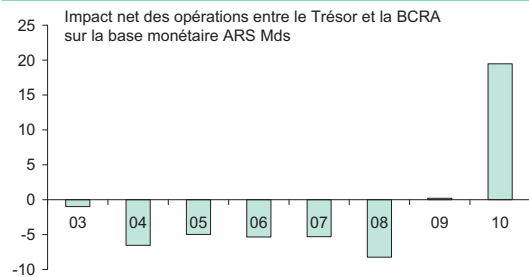
L'incohérence des politiques économiques est également une source importante de pressions inflationnistes et semble s'être accentuée sur la période récente. Non seulement le gouvernement a maintenu une politique budgétaire expansionniste alors que l'économie tournait à plein régime et que les pressions sur les capacités de production se renforçaient (voir *supra*), mais la politique monétaire est également devenue de plus en plus accommodante et de plus en plus subordonnée à des objectifs de croissance et/ou à des objectifs budgétaires. Le *Programme Monétaire* de 2010 a ainsi été fortement assoupli dès lors que ses objectifs ont semblé hors d'atteinte, et les nouvelles cibles fixées¹³ ont montré que la banque centrale était disposée à tolérer une inflation très élevée. La limite supérieure pour la croissance de M2 a ainsi été relevée de 18,9% à 29,4% en fin d'année et le plafond pour la croissance de la masse monétaire privée M2 a été porté à 29,9%. Bien que très souple, le premier de ces objectifs n'a été atteint que de justesse, et le second a été dépassé, la politique de « taux de change compétitif » et les financements octroyés au gouvernement se traduisant par une très forte croissance de la base monétaire (encadré 2).

Encadré 2 : Les sources de variations de la base monétaire

Les principales sources d'expansion de la base monétaire qui a progressé de plus de 30% au cours de l'année écoulée sont les interventions de la banque centrale sur le marché des changes et les financements octroyés au gouvernement.

→ **Les interventions sur le marché des changes** - Les interventions sur le marché des changes destinées à empêcher le peso de s'apprécier en termes nominaux par rapport au dollar (achats d'USD), en ligne avec la politique de « taux de change compétitif », ont ainsi accru la base monétaire de 46 milliards de ARS en 2010.

Le Trésor n'aide plus la BCRA à contenir la croissance de la base monétaire



Graphique 17

Sources : BCRA, BNP Paribas

Une progression rapide de la base monétaire

	2009	2010
Variation de la base monétaire		
En milliards de ARS*	12,9	38
En % sur un an*	11,8	31,1
Facteurs de variation de la base monétaire		
En milliards de ARS*		
Opérations de stérilisation	-1,6	-25,6
Opérations du Trésor	0,2	19,5
Interventions sur le marché des changes	13	46
Autres	1,7	-2,1

Tableau 4

Sources : BCRA, BNP Paribas

→ **Les financements octroyés au gouvernement** - Les avances temporaires et le transfert des bénéfices de change de la BCRA au gouvernement (voir *supra*) ont également été une source importante d'expansion monétaire, d'autant que le Trésor a pu se dispenser d'acheter des USD pour rembourser sa dette (puisqu'il a pu utiliser les USD 6,6 milliards de réserves de changes de la BCRA sur lesquels il avait réussi à mettre la main en début d'année - voir *supra*). Sur l'ensemble de l'année 2010, les opérations entre la banque centrale et le Trésor ont ajouté 19 milliards de ARS à la base monétaire et tendent à devenir équivalents à une monétisation du déficit public (dans la mesure où les comptes publics seraient légèrement déficitaires sans les ressources obtenues de la banque centrale, voir *supra*).

Les autorités monétaires ont bien sûr renforcé leurs opérations de stérilisation, mais pas suffisamment pour éviter que la croissance de M2 privée ne dépasse la cible. En effet, la banque centrale semble également vouloir maintenir les taux d'intérêt réels à des niveaux très négatifs pour stimuler la croissance du crédit, un objectif qui entre en contradiction avec des émissions massives de LEBACs/ NOBACs (les principaux titres de dette banque centrale utilisés dans le cadre des opérations de stérilisation).

En somme, la politique monétaire semble de plus en plus prisonnière d'objectifs multiples et contradictoires et les objectifs budgétaire ou/et de croissance tendent à prendre de plus en plus le pas sur les objectifs de maîtrise de l'inflation. Une telle inflexion n'est bien

évidemment de bon augure ni pour la crédibilité de la banque centrale, ni pour l'évolution des prix à la consommation. Au final, tous les ingrédients pour un dérapage de l'inflation semblent réunis. L'expérience passée et la théorie économique montrent en effet que la probabilité d'une accélération de l'inflation s'accroît lorsque : 1) l'inflation atteint la zone des 25-30%, 2) les anticipations du secteur privé prennent pour acquis le maintien d'une inflation élevée et deviennent rigides à la baisse et 3) la politique monétaire est incohérente et dominée par des questions d'ordre budgétaire. Malheureusement, ces facteurs inflationnistes devraient perdurer tant que le gouvernement ne prendra pas de mesures pour refroidir une économie proche de la (ou déjà en) surchauffe, durcir sensiblement le *policy mix* et, par-dessus tout, résoudre les problèmes budgétaires.

Les fragilités budgétaires

La vulnérabilité des comptes publics est en effet l'un des principaux points faibles du modèle économique mis en place après la fin de la Convertibilité.

Le court terme semble gérable

Certes, les risques d'un nouveau défaut souverain avant les présidentielles d'octobre 2011 semblent très faibles. Le gouvernement n'a en effet aucune incitation à faire défaut à la veille d'élections où la présidente Cristina Kirchner pourrait briguer un second mandat, l'expérience passée suggérant que refuser d'assurer le service de la dette a un coût politique élevé¹⁴. Les besoins de financement du Secteur Public National semblent de surcroît pouvoir être satisfaits sans trop de difficulté à court terme.

Besoins de financement du gouvernement

Md USD	2011
Total des besoins de financement	22,4
Excédent (+) déficit (-) primaire corrigé*	-4,2
Amortissement (hors dette intrapublique à CT)	7,8
Prêts garantis	0,3
Bogar	0,9
IFI et créanciers bilatéraux	1,9
Prêts bancaires	0,3
Obligations	4,4
Transferts au profit des provinces	2,7
Intérêts + warrants indexés sur le PIB	7,7
Total des sources de financement	22,5
IFI et créanciers bilatéraux	2,0
Refinancement de la dette intrapublique	4,0
(ANSES)	
Bénéfices de la BCRA transférés au Trésor	2,0
Réserves de changes de la BCRA	7,5
Soutien financier de la BCRA (net)	3,0
Financement BNA	1,0
Marge financière année précédente	3,0

Tableau 5

Sources : BNP Paribas, Mecon

Certes, le déficit primaire « ajusté », qui apparaît lorsque les transferts de profits de la BCRA et les revenus d'intérêts du FGS sont déduits comme il se doit des recettes courantes (voir *supra*) devrait se creuser encore en 2011, car les dépenses budgétaires vont très probablement continuer de progresser à un rythme soutenu jusqu'aux élections présidentielles d'octobre. A supposer, toutefois, que le gouvernement se montre

réaliste et n'augmente pas les dépenses primaires de plus de 10% en termes réels (déflatées par notre *proxy* de l'IPC), le déficit primaire « ajusté » ne devrait cependant pas excéder -1,1% du PIB, un niveau somme toute très modéré au regard des normes internationales du moment. Comme le gouvernement a de surcroît réussi à mettre la main sur USD 7,5 milliards de réserves de changes de la BCRA¹⁵, il devrait pouvoir cette année encore satisfaire ses besoins de financement sans avoir à faire appel au marché. (.tableau 5)

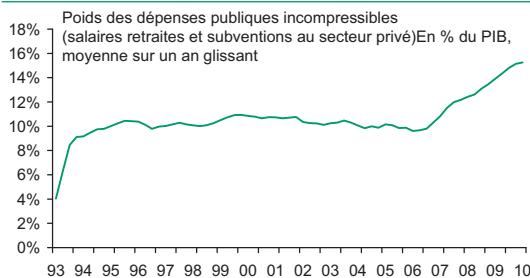
Des ajustements seront nécessaires à un moment ou à un autre

Toutefois, les finances publiques présentent des vulnérabilités qu'il faudra réduire pour garantir leur soutenabilité à moyen/long terme. Les soldes budgétaires sont notamment très sensibles aux évolutions cycliques. La taille limitée du déficit primaire « ajusté » attendu pour 2011 est avant tout le reflet du dynamisme de l'économie, d'une inflation en accélération et du niveau record des cours des matières premières agricoles qui devrait doper les recettes au titre des *retenciones* (même si la récolte s'annonce cette année plus faible). Malheureusement, ces facteurs favorables finiront tôt ou tard par s'affaiblir. Si aucune mesure n'est prise, l'inflation risque à terme de freiner la croissance réelle et d'accroître l'écart entre la progression des recettes et celle des dépenses budgétaires (les premières étant en partie indexées sur les prix de l'année précédente, tandis que les secondes sont effectuées aux prix de l'année en cours). Quant aux cours des matières premières agricoles, ils peuvent difficilement continuer de croître à un rythme aussi rapide que celui observé récemment, même si les perspectives à long terme sont plutôt favorables. Enfin, la malchance (une mauvaise récolte pendant une ou deux années consécutives en raison de conditions météorologiques défavorables comme en 2008/2009, ou une production mondiale exceptionnellement élevée qui provoquerait une baisse des cours des matières premières agricoles) reste également un risque, comme dans tous les pays où les recettes fiscales dépendent de manière non négligeable des matières premières. A un moment donné, la progression des revenus du gouvernement pourrait donc ralentir assez brutalement.

Les dépenses publiques montrent, en revanche, une rigidité non négligeable (graphique 17) et pourraient être difficiles à réduire. Pris dans leur ensemble, les salaires, les subventions accordées au secteur privé en compensation du gel des prix dans certains secteurs et les retraites représentent aujourd'hui près de 70% des dépenses primaires du secteur public national, soit plus de 15% du PIB. Dans ce contexte, les comptes publics risquent de se détériorer fortement lorsque la conjoncture deviendra moins porteuse et que les effets négatifs de l'inflation se feront sentir plus nettement.

L'accès limité du gouvernement aux financements de marché est également une source majeure de vulnérabilité. En fait, le problème de l'Argentine n'est (tout au moins pour le moment) pas tant la taille de ses besoins de financement que la difficulté à se procurer les ressources nécessaires pour les satisfaire. Un retour sur les marchés internationaux reste difficilement envisageable à court terme de notre point de vue, du fait de « risques d'attachement » toujours substantiels.

La rigidité des dépenses publiques s'est accrue



Graphique 18

Sources : Mecon, BNP Paribas

En dépit du succès de la nouvelle offre d'échange de la dette finalisée en juin dernier, le pays se trouve, en effet, toujours en défaut sur USD 10 à 12 milliards de dette publique émise avant 2002. Certes, le gouvernement a récemment entamé des négociations pour solder son passif auprès des créanciers bilatéraux (Club de Paris – USD 6 à 7 milliards hors intérêts) et pourrait arguer du taux de participation élevé aux deux opérations d'échange de la dette (92%) pour tenter de faire annuler les actions en justice intentées par les *holdouts*¹⁶ restants en les présentant comme des « fonds vautours » agissant de « mauvaise foi ». Toutefois, tant que le contentieux avec ces créanciers

n'aura pas été résolu (ce qui paraît peu probable à court terme compte tenu de la réticence de chacune des parties à négocier et de la lenteur des procédures judiciaires), les risques de saisie des flux en cas d'émission sur les marchés internationaux resteront substantiels.

Une émission sur le marché local reste bien entendu une possibilité dans un contexte où la faiblesse des taux d'intérêt dans les pays de l'OCDE pousse les investisseurs dans les pays émergents à la recherche de rendements. Toutefois, il s'agit d'une solution coûteuse. Tant que le problème de la sous-estimation de l'inflation n'aura pas été réglé¹⁷, les titres émis devront, en effet, sans doute être libellés en dollar et, en dépit de la récente embellie observée récemment sur le marché obligataire, les primes de risque sur les obligations souveraines sont encore élevées.

Au final, l'option la moins onéreuse et la plus accessible à court terme reste donc la ponction des ressources de la BCRA, de l'ANSES et des autres créanciers domestiques « captifs », publics ou privés. A moyen terme toutefois, cette méthode de financement risque de montrer ses limites. Les réserves de changes ne peuvent pas être mobilisées pour servir tous les objectifs simultanément et risquent d'être rapidement épuisées si (ou quand) la dynamique des comptes externes s'inverse(ra) (voir ci-dessous). Quant aux financements en ARS obtenus auprès de la BCRA, ils finiront par pousser l'inflation à un niveau où elle risque d'éroder à la fois la croissance et les comptes publics (voir ci-dessus). Les poches de liquidité disponibles du côté de l'ANSES sont également limitées. Les comptes de la sécurité sociale se dégradent rapidement (notamment si les intérêts perçus sur les emprunts publics détenus auparavant par les fonds de pension privés sont correctement déduits), et les actifs hérités des fonds de pension privés (environ 10% du PIB) ne sont probablement pas, dans leur grande majorité, immédiatement réalisables. De surcroît, les financements de l'ANSES ne pourront pas être accrus indéfiniment sans mettre en péril l'équilibre du système de retraite, ce qui aurait un coût politique dissuasif.

Les nombreuses « dettes contingentes » accumulées au cours des dernières années constituent un facteur de risque supplémentaire. Au problème des *holdouts* (voir ci-dessus) qui devra être réglé d'une manière ou d'une autre si le pays souhaite pouvoir accéder de nouveau au marché

international, s'ajoutent les affaires en souffrance au CIRDI qui pourraient coûter plusieurs milliards de dollars à terme. Un remboursement total de la dette au Club de Paris (la solution la plus probable si l'Argentine continue de refuser la médiation du FMI) alourdirait aussi la facture de USD 6 à 7 milliards (probablement pris sur les réserves de changes), sans doute même davantage si l'on prend en compte les intérêts dus. Enfin, les multiples polémiques autour du niveau des retraites et de leur évolution passée pourraient accroître significativement les dépenses budgétaires et le niveau de la dette publique¹⁸

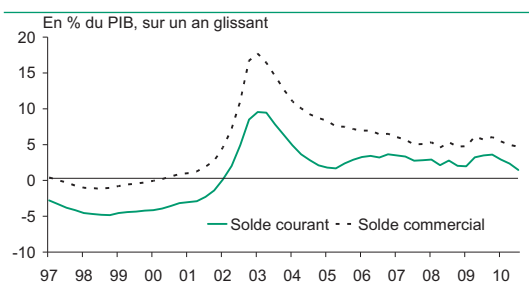
La vulnérabilité des comptes externes

Les comptes externes présentent également des éléments de vulnérabilité non négligeables. Toutefois, comme dans le cas des finances publiques, les risques se concentrent principalement sur le moyen/long terme, et la situation devrait rester soutenable au moins jusqu'aux élections d'octobre 2011.

Des risques modérés à court terme

A court terme, les risques de crise de balance des paiements semblent de fait plutôt modérés. Les excédents commerciaux ont en effet permis de maintenir un excédent courant équivalent à 1,5% du PIB environ sur les quatre derniers trimestres. Par ailleurs, la plupart des facteurs qui ont soutenu la croissance des exportations en 2010 devraient encore jouer favorablement en 2011 (même s'ils seront sans doute moins stimulants). Selon nos prévisions, la croissance brésilienne devrait encore atteindre 4,5% en 2011 (contre 7,5% en 2010), et l'évolution des cours des matières premières agricoles devrait être suffisamment favorable pour compenser les effets de récoltes moins abondantes. Enfin, l'inflation est loin d'avoir annulé tous les gains de compétitivité issus de la dévaluation record de 2002. Même corrigé pour tenir compte de la possible sous-évaluation de l'inflation par les données officielles, le taux de change effectif réel (TCER) est encore aujourd'hui sensiblement inférieur au niveau auquel il se situait entre 1998 et 2000.

La balance courante est toujours excédentaire

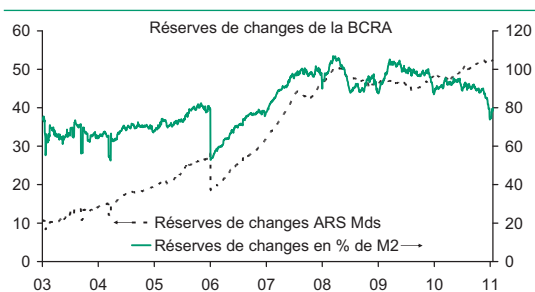


Graphique 19

Sources : Mecon, BNP Paribas

La balance des opérations courantes devrait donc rester proche de l'équilibre à court terme (même si l'excédent devrait disparaître dès le début de cette année).

Des réserves de changes records



Graphique 20

Source : BCRA, BNP Paribas

Enfin, et ce n'est pas négligeable, en dépit des ponctions effectuées par le gouvernement, les réserves de changes n'ont jamais été aussi élevées. A USD 52,5 milliards (soit 80% de M2), elles offrent un matelas de sécurité qui devrait contribuer à ancrer les anticipations, et, ce faisant, à limiter la probabilité d'une fuite massive des capitaux (sans pour autant l'éliminer, ainsi que l'ont montré les évolutions observées en 2008).

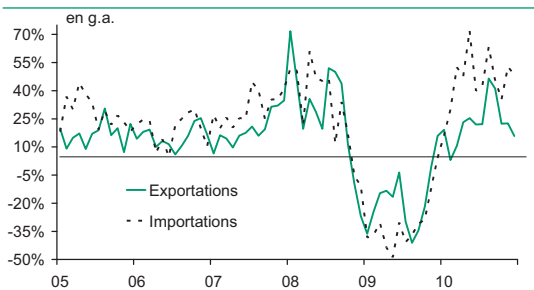
Des dynamiques difficilement extrapolables sur le moyen terme

Toutefois, les dynamiques actuelles peuvent difficilement être extrapolées sur le moyen/long terme. Le modèle économique argentin devra être remodelé significativement, ou les risques d'une

crise de balance des paiements et d'une nouvelle dévaluation/dépréciation record se renforceront.

Les importations progressent en effet beaucoup plus rapidement que les exportations. Le décalage risque du reste de s'accroître si aucune mesure n'est prise pour freiner la demande intérieure et l'inflation, d'autant que l'environnement extérieur ne sera probablement pas toujours aussi favorable qu'il l'a été au cours des derniers mois. Même si, à moyen/long terme, les tendances devraient rester favorables, la hausse récente des cours des matières premières agricoles peut notamment difficilement être extrapolée. Quant à la croissance potentielle brésilienne, elle se situe sans doute aux alentours de 4-4,5%, et le Brésil n'est pas plus que les autres pays à l'abri des fluctuations cycliques.

Les importations progressent plus rapidement que les exportations



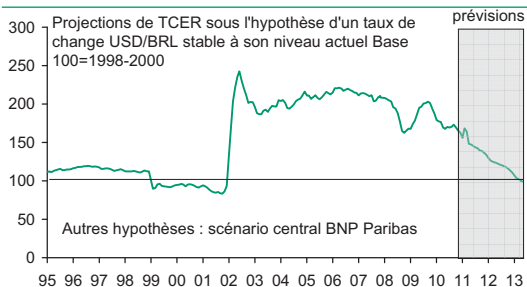
Graphique 21 Sources : Mecon, BNP Paribas

Surtout, le BRL est déjà probablement surévalué, et il est peu probable qu'il continue à s'apprécier à un rythme similaire à celui observé au cours des derniers mois. Dès lors, l'appréciation du TCER risque de devenir problématique à un moment ou à un autre si rien n'est fait pour régler le problème de l'inflation. Selon nos estimations, si le taux de change USD/BRL reste stable à son niveau actuel et si l'inflation argentine accélère jusqu'à 38% en GA d'ici à la mi-2013, le TCER aura retrouvé son niveau des années 1998-2000, période où la compétitivité de l'économie argentine était très dégradée.

Dans ce contexte, le surplus courant des derniers mois pourrait laisser la place à un déficit qui risque d'être difficile à financer. En effet, le compte financier est toujours très négatif et devrait le rester tant qu'une refonte en profondeur des politiques économiques

n'aura pas restauré l'attractivité du pays pour les résidents (fuite de capitaux) et les non-résidents.

L'appréciation du TCER risque de poser problème à moyen terme



Graphique 22 Source : BNP Paribas sur la base des diverses sources officielles

Les sorties de capitaux pourraient même s'intensifier si les principaux soldes de la balance des paiements se détérioraient, ce qui accentuerait les pressions sur les réserves de changes de la BCRA, alimenterait les anticipations négatives et accroîtrait les sorties de capitaux, créant de ce fait un cercle vicieux.

Conclusion : et maintenant ?

Heureusement, l'Argentine est encore loin du point critique et il reste encore du temps avant que le modèle économique mis en place après la fin de la Convertibilité ne cède sous l'effet de ses propres faiblesses. Les dynamiques actuelles peuvent sans doute être prolongées, en tout cas jusqu'à fin 2011. Même si l'inflation devait continuer à accélérer et que la croissance ralentissait aux alentours de 5%, les risques d'un nouvel « accident financier » argentin semblent assez faibles à cet horizon, sauf à imaginer une erreur majeure de politique économique ou un choc externe inattendu.

Des ajustements devront cependant être faits, faute de quoi les politiques économiques actuelles conduiront à des évolutions très déplaisantes. L'inflation finira par 1/ être intégrée à tous les contrats, 2/ éroder à la fois la croissance et les comptes publics et 3/ pousser le TCER à un niveau où la compétitivité de l'économie argentine souffrira. Les anticipations du secteur privé se détérioreront encore davantage, alimentant les sorties de capitaux et érodant les réserves de changes. Une nouvelle maxi dévaluation/

dépréciation deviendra inévitable à un moment ou à un autre et/ou le secteur public aura du mal à faire face à ses besoins de financement.

Quelle est la probabilité d'un ajustement en temps et en heure du *policy mix* qui placerait l'économie argentine sur un sentier de croissance plus soutenable ? La réponse dépend bien sûr avant tout des évolutions politiques. Même si le décès de Nestor Kirchner fin octobre 2010 a sans aucun doute redistribué les cartes, les changements devraient, de notre point de vue, rester marginaux jusqu'aux élections présidentielles d'octobre 2011.

Certes, le gouvernement a récemment donné des signes de modération qui ont été bien accueillis par le secteur privé et par les marchés. Les autorités ont ouvert des négociations pour restructurer la dette du pays avec le Club de Paris, demandé l'assistance du FMI pour bâtir un nouvel IPC et commencé à négocier à la fois avec les syndicats et les entreprises afin d'éviter une spirale des prix et des salaires. Ces évolutions sont sans aucun doute positives. Elles laissent entrevoir un style de gouvernement moins conflictuel et montrent que les autorités sont de plus en plus conscientes que quelque chose doit être fait pour sortir définitivement du défaut et éviter que l'inflation n'échappe à tout contrôle.

Toutefois, aussi bienvenues soient-elles, ces évolutions ne constituent qu'un remède partiel aux maux dont souffre l'économie argentine. La proposition de remboursement de la dette avec le Club de Paris pourrait bien sûr ouvrir de nouveau les portes des agences de crédit export (ACE) à l'Argentine, mais il faudra que le climat des affaires et la perception qu'ont les investisseurs du risque argentin s'améliorent bien davantage pour que le pays attire des flux de capitaux significatifs. En outre, l'Argentine refuse toujours l'intervention du FMI (article IV) pour restructurer sa dette auprès du Club de Paris, ce qui signifie que le pays devra rembourser la quasi-totalité des sommes dues (USD 6 à 7 milliards hors intérêt) dans un délai relativement bref. Au-delà du fait que cela risque d'accentuer les pressions sur les réserves de changes, les concessions faites à la communauté internationale apparaissent donc minimes. Certes, le gouvernement a parallèlement demandé le soutien du FMI afin d'élaborer un nouvel indice des prix, mais cette assistance concerne uniquement la méthodologie et, si l'on en croit les communiqués officiels publiés dans la presse, l'IPC de la région du Grand Buenos Aires (GBA), très

discrédité, ne disparaîtrait pas et resterait l'indice de référence pour tout ce qui concerne les obligations indexées sur l'inflation.

Surtout, les doutes autour de la soutenabilité de la croissance argentine devraient rester très élevés tant que le gouvernement n'aura pas durci significativement les politiques monétaire et budgétaire. Une telle évolution paraît improbable dans les mois à venir, 2011 étant une année électorale. La présidente sortante, Cristina Kirchner n'est du reste pas encore totalement « hors course ». Bien qu'elle n'ait pas déclaré officiellement son intention de se représenter en octobre prochain, elle reste l'un des candidats possibles du PJ, et ses chances de remporter le scrutin ne sont pas négligeables. Avec plus de 50 % d'opinions positives selon les sondages récents, elle est même le plus populaire des candidats prospectifs.

De ce fait, les ajustements nécessaires pour éviter d'entrer dans un régime d'inflation élevée et limiter les risques « d'accident financier » seront, plus probablement, effectués après l'entrée en fonction du président qui sera élu en octobre prochain. Cela est bien évidemment possible. Mais cela pourrait s'avérer douloureux, notamment parce que les fondamentaux seront probablement plus dégradés qu'ils ne le sont aujourd'hui. Contrôler une inflation qui pourrait se situer entre 25 et 30% en GA, tout en rééquilibrant des comptes publics dont le déficit pourrait atteindre 4% du PIB s'il fallait renoncer aux financements de la BCRA et se conformer aux décisions de justice en matière de retraite, ne sera probablement pas sans coût. Le durcissement de la politique monétaire et budgétaire nécessaire risque d'impliquer plusieurs trimestres de croissance inférieure au potentiel, voire une récession. Peu de pays ont réussi à freiner une inflation supérieure à 25 % en GA tout en réduisant sensiblement leurs dépenses budgétaires sans être dans ce cas de figure.

Plusieurs facteurs peuvent bien sûr limiter les impacts négatifs de l'ajustement des politiques économiques sur l'activité. Sur le plan budgétaire, les subventions au secteur privé (4% du PIB actuellement) pourront être progressivement supprimées si les contrôles sur les prix sont abandonnés, notamment dans le secteur de l'énergie. Le mouvement devra cependant être très progressif et assorti de mesures visant à plafonner les salaires afin d'éviter un choc

inflationniste, ce qui le rendra délicat à mettre en oeuvre. L'adoption de politiques plus favorables au marché pourrait également s'accompagner d'un retour des flux de capitaux, avec un effet positif sur l'activité. Toutefois, il est peu probable que les investissements étrangers reviennent massivement si les ajustements semblent trop partiels ou si le nouveau gouvernement laisse planer un doute au sujet de sa détermination à réduire les déséquilibres accumulés au cours des dernières années. Malheureusement, un changement de politique économique suffisamment significatif pour être crédible pourra sans doute difficilement être progressif, ce qui le rendra récessif et réduira l'attractivité à court terme du pays. Restaurer la crédibilité des politiques économiques (condition préalable pour endiguer l'inflation et remettre l'économie sur un sentier de croissance soutenable) nécessitera certainement beaucoup plus que des changements « à la marge » et des promesses d'ajustements futurs, même si un nouveau gouvernement pourrait bénéficier d'un capital de confiance initial élevé.

Au stade actuel, les scénarios possibles sont donc les suivants :

▪ **Scénario 1 : Aucun ajustement des politiques économiques ou un ajustement trop partiel pour être couronné de succès après les élections d'octobre 2011.** Dans cette configuration, l'Argentine pourrait bien sûr continuer pour un temps encore à enregistrer une croissance soutenue (quoique plus en ligne avec son potentiel) sans que les comptes externes et publics ne deviennent insoutenables. La durée de ce répit dépendra en grande partie des évolutions de l'environnement externe. Toutefois, la situation finira par se détériorer car l'inflation continuera à accélérer et finira par éroder la croissance, les comptes publics et les comptes externes. Un tel scénario ne peut être écarté quelle que soit l'issue des élections d'octobre 2011 (bien qu'il soit plus probable en cas de victoire de Cristina Kirchner), les ajustements nécessaires risquant d'être douloureux à court terme seront, en effet, politiquement peu attrayants pour la nouvelle administration.

▪ **Scénario 2 : Ajustement en profondeur des politiques économiques ou tout au moins ajustement suffisamment important pour être couronné de succès.** Un tel ajustement conduirait probablement à plusieurs trimestres de croissance très

médiocre (voire à une récession) à court terme. Mais, en cas de succès, il éviterait une nouvelle catastrophe budgétaire ou une dévaluation/dépréciation record et remettrait le pays sur la voie d'une croissance durable. Les sacrifices consentis à court terme se traduiraient probablement par des gains importants à moyen terme, d'autant que le pays dispose d'atouts non négligeables (capital humain élevé et fort potentiel agricole notamment). L'importance des effets récessifs de court terme dépendra bien sûr de différents facteurs comme la capacité d'exécution du nouveau gouvernement, l'évolution de l'environnement extérieur et le soutien des organisations multilatérales. Il est cependant peu probable que les déséquilibres accumulés au cours des dernières années puissent être corrigés sans coût.

valerie.perracino@bnpparibas.com

Dernière mise à jour le 20 janvier 2011

Version électronique consultable avant l'édition papier sur :

<http://economic-research.bnpparibas.com>

Rédacteur en chef : Philippe d'Arvisenet

NOTES

¹ Voir *Conjoncture, Argentine : l'impossible arbitrage entre croissance et inflation, mai 2008*.

² Les présomptions de manipulation des données s'étant propagées aux comptes nationaux et à la plupart des indicateurs d'activité, les économistes ont dû décider s'ils devaient établir des projections pour le « PIB officiel » (au risque de sous-estimer une récession dont le gouvernement était possiblement peu désireux de révéler la gravité) ou bien pour le « véritable PIB » pour lequel ils ne disposaient même pas d'estimations fiables sur le passé récent.

³ Le 12 juillet 2010, Fitch a relevé à B la note de la dette en devises à long terme de l'Argentine et l'a retirée de la catégorie défaut restreint (RD). Le 13 septembre, S&P a pris une décision similaire en relevant la note de la dette en devises à long terme de B- à B.

⁴ Par Convertibilité on désigne la période qui correspond au Currency Board (1991-2002). La période qui suit la crise de 2001/2002 et l'abandon du peg est généralement désignée comme la période « Post Convertibilité ».

⁵ Les retenciones sont les taxes sur les exportations des principales matières premières agricoles. Introduites en 2002, elles ont ajouté chaque année entre 2,2 et 3,6 points de PIB aux recettes fiscales du Secteur Public National, contribuant à accroître significativement la marge de manœuvre budgétaire. Elles sont devenues l'une des principales pommes de discorde entre le gouvernement actuel et les agriculteurs, les efforts des autorités pour introduire une échelle de taxation mobile afin de profiter davantage de la hausse des cours sur les marchés internationaux début 2008 ayant notamment déclenché un vaste mouvement de protestation dans l'ensemble du pays.

⁶ Les exportations à destination du Brésil ont représenté environ un cinquième des exportations totales de l'Argentine sur les trois dernières années.

⁷ Recalculé selon la méthodologie de la BCRA en utilisant le proxy de l'IPC argentin que nous avons construit en lieu et place de l'IPC de l'INDEC.

⁸ Banco de la Nacion est la principale banque publique.

⁹ L'ANSES fait partie du secteur public national.

¹⁰ Martin Redrado s'était opposé au Décret de nécessité et d'urgence (DNU) autorisant le gouvernement à transférer USD 6,6 milliards de réserves de changes de la BCRA vers un fonds spécial affecté au service de la dette publique, faisant valoir qu'une telle décision allait à l'encontre de la charte de la banque centrale et nécessitait l'approbation du Congrès. Il a été démis de ses fonctions en janvier et remplacé par Madame Marco del Pont. Toutefois, son limogeage n'a pas suffi à régler le problème car une décision judiciaire prise dans l'intervalle faisait de l'aval du Congrès un préalable au transfert des réserves. Le gouvernement est finalement parvenu à contourner l'obstacle en remplaçant le premier décret par deux autres décrets visant le même objectif qui ont immédiatement été mis en œuvre par le nouveau gouverneur de la banque centrale afin d'éviter toute intervention du Congrès ou du pouvoir judiciaire qui aurait pu bloquer le mouvement.

¹¹ On notera cependant que les statistiques officielles ont probablement largement sous-estimé la récession de 2009 et la contraction des dépenses des ménages provoquée par la montée des incertitudes, la fuite des capitaux et la dégradation du marché de l'emploi.

¹² En théorie, l'Argentine a un régime de taux de change flottant, où la valeur du peso est fixée par le marché. Toutefois, les interventions constantes de la banque centrale ont rendu le régime de change de facto très similaire à un crawling peg où la monnaie est autorisée à se déprécier graduellement afin de préserver la compétitivité de l'économie ou en évitant les mouvements de panique qui conduiraient à une dollarisation rapide des portefeuilles.

¹³ La croissance de M2 constitue le principal objectif intermédiaire de la politique monétaire en Argentine.

¹⁴ Les efforts du gouvernement pour s'approprier une partie des réserves de changes de la BCRA peuvent au demeurant être analysés comme un signe fort de « volonté de payer » (willingness to pay).

¹⁵ Prévu par le projet (jamais approuvé par le Congrès) de budget 2011, ce mouvement semble en passe de devenir effectif. La présidente a émis un décret en ce sens et, selon les informations diffusées au journal officiel, le gouvernement aurait placé début janvier auprès de la BCRA une note in transférable à 10 ans en échange des réserves convoitées.

¹⁶ Le terme « holdouts » désigne les créanciers privés ayant refusé de participer aux opérations d'échange de la dette de 2005 et de 2010. Les deux plus importants holdouts sont actuellement NML Capital (Elliott) et EM Ltd (Dart).

¹⁷ Le gouvernement a récemment demandé l'assistance du FMI pour établir un nouvel IPC, ce qui a fait naître l'espoir d'une amélioration de crédibilité des données de l'INDEC et fait augmenter les prix des obligations indexées sur l'inflation (CER). Bien qu'il s'agisse d'un pas dans la bonne direction, reste à savoir si cela va déboucher sur quelque chose de concret. Voir infra.

¹⁸ Selon les estimations de certains économistes argentins (voir par exemple les analyses de Macrovision), une généralisation du jugement de la Cour suprême dans l'affaire Badaro (2006), qui stipule que le niveau des pensions doit être ajusté afin de compenser l'absence d'indexation entre 2001 et 2006, pourrait accroître le déficit budgétaire d'un point de PIB environ et augmenter la dette de 6-8 points du PIB. L'éventuel réexamen de la loi dite des « 82% movil », qui prévoyait un relèvement du minimum vieillesse à 82% du salaire minimum et qui avait fait l'objet d'un veto de Cristina Kirchner en octobre, aurait également un coût pour le budget de l'ordre de 1,3% du PIB.

Direction des Etudes Economiques

Philippe d'ARVISENET Chef économiste - Economies OCDE	01.43.16.95.58	philippe.darvisenet@bnpparibas.com
Jean-Luc PROUTAT Responsable Economies OCDE	01.58.16.73.32	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
Caroline NEWHOUSE-COHEN Conjoncture	01.43.16.95.50	caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com
Alexandra ESTIOT Questions structurelles, intégration financière européenne	01.58.16.81.69	alexandra.estiot@bnpparibas.com
ETATS-UNIS, CANADA Jean-Marc LUCAS	01.43.16.95.53	jean-marc.lucas@bnpparibas.com
JAPON, AUSTRALIE, NOUVELLE-ZELANDE, BENELUX, PENSIONS, PREVISIONS A LONG TERME Raymond VAN DER PUTTEN	01.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
ZONE EURO, ITALIE, MARCHE DU TRAVAIL ZONE EURO Clemente De LUCIA	01.42.98.27.62	clemente.delucia@bnpparibas.com
FRANCE, FINANCES PUBLIQUES ZONE EURO Frédérique CERISIER	01.43.16.95.52	frederique.cerisier@bnpparibas.com
ALLEMAGNE, AUTRICHE, SUISSE, ELARGISSEMENT UE Catherine STEPHAN	01.55.77.71.89	catherine.stephan@bnpparibas.com
ESPAGNE, PORTUGAL, GRECE, IRLANDE Thiault MERCIER	01.57.43.02.91	thibault.mercier@bnpparibas.com
ROYAUME-UNI, PAYS NORDIQUES Caroline NEWHOUSE-COHEN	01.43.16.95.50	caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com
ECONOMIE BANCAIRE Laurent QUIGNON Responsable	01.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Céline CHOLET	01.43.16.95.54	celine.choulet@bnpparibas.com
Laurent NAHMIA	01.42.98.44.24	laurent.nahmias@bnpparibas.com
RISQUES PAYS Guy LONGUEVILLE Responsable	01.43.16.95.40	guy.longueville@bnpparibas.com
François FAURE Adjoint Flux de capitaux vers les pays émergents, Turquie	01 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
ASIE Delphine CAVALIER	01.43.16.95.41	delphine.cavalier@bnpparibas.com
Christine PELTIER	01.42.98.56.27	christine.peltier@bnpparibas.com
AMERIQUE LATINE Sylvain BELLEFONTAINE	01.42.98.26.77	sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
Valérie PERRACINO-GUERIN	01.42.98.74.26	valerie.perracino@bnpparibas.com
AFRIQUE Stéphane ALBY	01.42.98.02.04	stephane.alby@bnpparibas.com
Jean-Loïc GUIEZE	01.42.98.43.86	jeanloic.guieze@bnpparibas.com
EUROPE DE L'EST Europe centrale, Pays baltes, Pays balkaniques		
Alexandre VINCENT	01.43.16.95.44	alexandre.vincent@bnpparibas.com
RUSSIE, ANCIENNES REPUBLIQUES SOVIETIQUES Anna DORBEC	01.42.98.48.45	anna.dorbec@bnpparibas.com
MOYEN-ORIENT – SCORING Pascal DEVAUX	01.43.16.95.51	pascal.devaux@bnpparibas.com



Nos publications

- **Conjoncture** traite chaque mois des grands sujets de l'actualité économique et des problèmes structurels.
- **Conjoncture Taux Change** assure un suivi mensuel détaillé de la conjoncture économique et des évolutions des taux d'intérêt et de change dans les grands pays de l'OCDE.
- **EcoWeek** étudie des sujets économiques spécifiques et au cœur des débats (chaque vendredi).
- **EcoFlash** est un commentaire des principaux événements économiques (publication de données, décisions de politique économique) dans les heures qui suivent leur annonce, accompagné d'une analyse approfondie.
- **EcoTV**, le rendez-vous mensuel des économistes de BNP Paribas. Chaque mois, Philippe d'Arvisenet et ses équipes décodent pour vous l'actualité économique et financière sur le plateau d'EcoTV en français et en anglais. Vous pouvez visualiser ces interviews via notre site internet.

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site

La revue *Conjoncture* reflète l'opinion des Etudes Economiques de BNP Paribas. Elle est publiée uniquement à titre informatif. Ni l'information contenue, ni les opinions exprimées ne constituent une offre ou une sollicitation en vue d'acheter ou vendre un quelconque placement. L'information présentée émane de sources considérées comme fiables, mais BNP Paribas ne garantit ni leur exactitude ni leur exhaustivité. Toutes opinions ou prévisions ont un caractère provisoire.

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de sources d'information publiques réputées fiables. BNP Paribas ne fait aucune déclaration ni ne peut garantir de façon expresse ou implicite que cette information ou ces opinions sont exactes et sa responsabilité ne saurait être engagée au titre de sa divulgation ou de son contenu. Ce document ne constitue ni un prospectus ni un appel public à l'épargne, ni une quelconque sollicitation auprès des investisseurs en vue de l'achat de titres ou aux fins d'effectuer tout autre investissement. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des sous-jacents mentionnés ci-dessus. Toute référence à une performance réalisée dans le passé sur un titre émis par l'émetteur ne constitue pas une indication d'une performance future. Aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable au titre de pertes directes ou découlant d'une utilisation des informations contenues dans ce document.

Les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. BNP Paribas et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après "BNP Paribas"), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore à titre principal d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à termes, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. BNP Paribas, ses dirigeants ou employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de l'émetteur mentionné aux présentes (y compris et sans limitation agir en tant que conseil, arrangeur, souscripteur, prêteur) au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'un quelconque des émetteurs mentionnés dans ce document dans les 3 mois suivant sa publication. Tout émetteur mentionné aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits et sa véracité des informations sur le fondement desquelles il a été élaboré. Ce document est élaboré par le Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit en tout ou partie ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus. Déclaration de l'analyste. Chaque analyste responsable de la préparation et de la rédaction de ce document certifie que (i) les opinions qui y sont exprimées reflètent exactement son opinion personnelle sur l'ensemble des émetteurs (pris individuellement ou collectivement) ou des titres désignés dans ce document de recherche, et déclare que (ii) aucune composante de sa rémunération n'a été, n'est, ou ne sera liée, directement ou indirectement, aux recommandations et opinions exprimées ci-dessus.

Etats-Unis : ce document est distribué aux investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine à des investisseurs institutionnels américains de premier rang. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker -dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre affilié de la National Association of Securities Dealers, Inc. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Royaume-Uni : ce document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume Uni par BNP Paribas Succursale de Londres, une succursale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Succursale de Londres est régie par la Financial Services Authority ("FSA") pour la conduite de son activité de banque d'investissement au Royaume Uni, et est un membre du London Stock Exchange. Ce document a été préparé pour des investisseurs professionnels, n'est pas conçu à destination de clients relevant de la gestion privée au Royaume Uni tels que définis par la réglementation FSA, et ne saurait de quelque façon être transmise à ces personnes privées.

Japon : ce document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, par la succursale de Tokyo de BNP Paribas, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières autorisées par la réglementation. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, est une maison de titres enregistrée conformément aux Securities and Exchange Law of Japan et est membre de la Japan Securities Dealers Association. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo.

Hong Kong : ce document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong et est réputée banque agréée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités de type Advising on Securities [Regulated Activity Type 4] en vertu des Securities and Futures Ordinance Transitional Arrangements.

Singapour : ce document est distribué à Singapour par BNP Paribas Singapore Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Singapour exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Singapour et est dispensée de la détention des licences requises au titre de l'exercice d'activités réglementées et de la fourniture de services financiers en vertu du Securities and Futures Act et du Financial Advisors Act. © BNP Paribas (2011). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34 – Internet : www.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Michel Pébereau

Imprimeur : Ateliers J. Hiver SA – Dépôt légal : Février 2011 ISSN 0338-9162 – Copyright BNP Paribas



BNP PARIBAS
CORPORATE & INVESTMENT BANKING

La banque d'un monde qui change

economic-research.bnpparibas.com