



Pays émergents

Argentine-Venezuela : trajectoires opposées

- L'Argentine et le Venezuela ont subi l'un comme l'autre le retournement des prix des matières premières.
- Pourtant, l'Argentine est sortie du défaut et le Venezuela s'apprête à y tomber.
- Retour sur deux trajectoires opposées.

Confrontés au retournement du cycle des prix des matières premières et à la récession qui s'en est suivi, le Venezuela et de l'Argentine présentent deux stratégies de gestion macroéconomique radicalement opposées.

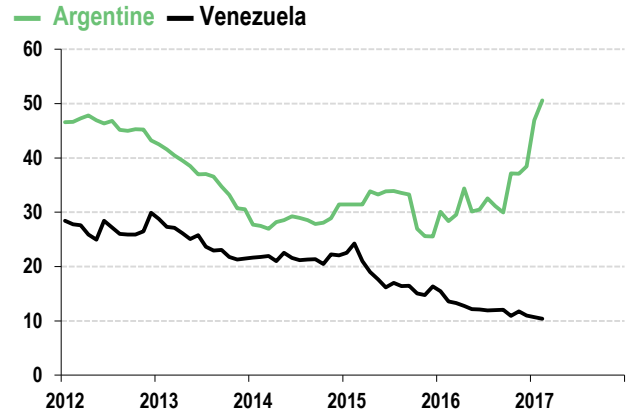
Au Venezuela, la stratégie suivie par le gouvernement de Nicolas Maduro au pouvoir depuis 2013 a consisté, au plan externe, à gérer la pénurie structurelle de dollars par un système aussi complexe qu'inefficace de taux de change multiples, et à privilégier les sources de financements bilatérales (Chine, Russie) pour tenter d'endiguer, en vain, l'hémorragie des réserves de la banque centrale. Au plan interne, année après année, le gouvernement s'est reposé de plus en plus sur la compagnie pétrolière nationale PDVSA et a usé et abusé de l'artifice de la dévaluation pour tenter d'équilibrer, en vain également, ses comptes. Il s'en est suivi une spirale inflationniste totalement incontrôlable et une pénurie généralisée de biens, y compris ceux de première nécessité. Enfin, les difficultés financières de PDVSA ont conduit à une baisse de la production, faute d'investissements.

En Argentine, au contraire, depuis l'arrivée au pouvoir de Mauricio Macri en décembre 2015, la stratégie a consisté, au plan externe, en une libéralisation du contrôle des changes, une unification réussie du taux de change officiel et du taux de change parallèle (au prix d'une forte mais unique dévaluation) et en l'apurement des arriérés sur la dette extérieure. Au plan interne, le nouveau gouvernement a mené de front 1/ une stratégie de consolidation budgétaire basée sur la maîtrise des dépenses, notamment des subventions et une amnistie fiscale ; 2/ une stratégie d'ancrage des anticipations d'inflation reposant sur l'unification des taux de change rendue crédible par un moindre recours aux financements de la banque centrale, et donc une moindre monétisation du déficit budgétaire.

L'évolution de deux indicateurs macroéconomiques simples reflétant le déséquilibre interne (inflation) et externe (réserves de change) permet d'illustrer ces deux trajectoires opposées.

Inflation. En Argentine, le choc créé par la dévaluation et le relèvement des tarifs publics a conduit à une forte accélération de l'inflation au premier semestre 2016 qui a culminé à 46% sur un an en juin-juillet. Mais les tensions inflationnistes se sont rapidement atténuées en cours d'année (de 4% par mois au S1 à 1,3% au S2) grâce à la crédibilité retrouvée de la politique de change. Les anticipations de désinflation en attestent (21% pour 2017, 15% pour 2018 et 9,5% pour 2019).

Réserves de change (mds de dollars)



Graphique

Source : Macrobond

Au contraire, le rythme d'inflation mensuel au Venezuela ne ralentit pas : il a atteint 15% par mois en moyenne avec des pointes à 30%. A la fois cause et conséquence de cette hyperinflation, l'écart entre le taux du marché noir et l'un des deux taux officiels les moins surévalués (le dicom), qui n'était que de 20% début 2015, est maintenant dans un rapport de 1 à 4.

Réserves de change. Les réserves de change de l'Argentine, qui avaient atteint un niveau d'alerte fin 2015, ont doublé en un an. Elles sont passées de 25 à 50 milliards de dollars (cf. graphique) grâce à une balance commerciale redevenue positive, à l'arrêt des sorties de capitaux des résidents et à un retour en grâce de l'Etat argentin sur le marché de la dette internationale avec des émissions cumulées de 32 milliards de dollars depuis avril 2016, pour apurer ses arriérés et couvrir le service de sa dette extérieure. Pour cette année, seuls trois milliards de dollars restent encore à émettre pour couvrir les dix milliards prévus dans le budget.

A l'inverse, au Venezuela, les réserves de change (or et devises) ont été divisées par deux depuis la fin 2015 (de 25 à 11 milliards de dollars dont seulement 3 milliards en devises) en dépit du maintien d'un excédent commercial, mais au prix d'une restriction des importations. La pénurie de dollars est telle que les autorités ont été contraintes de restructurer la dette due à la Chine, de procéder à une extension de la maturité de celle de PDVSA et, au début de 2017, d'émettre des titres de dette en dollars pour permettre aux importateurs de régler leurs arriérés. A charge pour ces derniers de trouver des acheteurs prêts à accepter des titres d'un emprunteur en état de quasi-faillite. Avec un service de la dette de 13 milliards cette année, le risque de défaut se rapproche si la Chine n'offre plus de financements supplémentaires. Le remboursement de près de trois milliards de dollars en avril sera le prochain test.