

ARGENTINE VERSUS TURQUIE : UN BILAN DES STRATÉGIES DE DÉSINFLATION EN DÉFAVEUR DE L'ARGENTINE

Au sein des pays émergents, l'Argentine et la Turquie se singularisent par une inflation des prix à la consommation particulièrement élevée d'environ 30% sur un an. Le rythme de hausse mensuelle s'est toutefois très nettement réduit ces dernières années : d'environ 8% en Argentine et 4% en Turquie en moyenne en 2023, il est passé à environ 2% durant l'été 2026. Les stratégies économiques adoptées par les gouvernements et les autorités monétaires de ces deux pays pour maîtriser l'inflation diffèrent, leurs conséquences également. La comparaison n'est pas en faveur de l'Argentine.

DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES TRÈS DIFFÉRENTES QUI NE TRANSPARAISSENT PAS DANS LA CROISSANCE D'ENSEMBLE

En Argentine, avec l'arrivée au pouvoir de Javier Milei, la stratégie repose sur :

- 1/ politique budgétaire très restrictive,
- 2/ une politique monétariste¹ totalement dédiée à l'objectif de désinflation, impliquant une forte volatilité des taux d'intérêt monétaires,
- 3/ un régime de taux de change encore contraint par des marges de fluctuation.

En Turquie, la stratégie repose sur :

- 1/ une politique budgétaire de contrôle raisonné du déficit public,
- 2/ une politique monétaire de guidage des taux d'intérêt compatible avec une trajectoire de désinflation qui peut être révisée en fonction des aléas,
- 3/ un régime de taux de change flottant avec des interventions ponctuelles et limitées de la Banque centrale en cas de dérive de la livre.

En somme, le gouvernement argentin a choisi une thérapie de choc tandis que le gouvernement et la banque centrale turcs ont opté pour une orthodoxie souple.

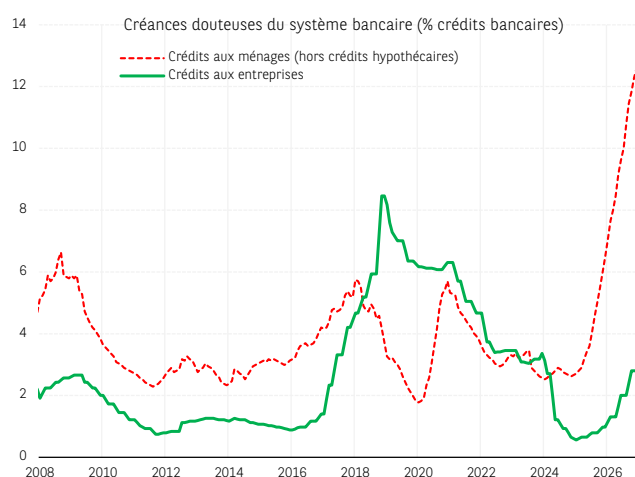
Jusqu'à présent, la croissance argentine a bien résisté à la thérapie de choc. Le PIB n'a progressé que de 4% depuis 2023 (contre 8% pour la Turquie) mais cette sous-performance est positive. En effet, les thérapies de choc sont généralement suivies d'une période de récession qui peut durer plusieurs années, comme cela a été le cas en Pologne au début des années 1990.

À l'aune des deux principaux indicateurs macroéconomiques, le bilan des deux stratégies de politique économique est donc bon : l'inflation a beaucoup baissé et la croissance de l'ensemble de l'économie a été forte ou s'est maintenue.

MAIS LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE EN ARGENTINE S'ACCOMPAGNE D'UNE DÉGRADATION SPECTACULAIRE ET INQUIÉTANTE DE LA SOLVABILITÉ DE MILLIONS DE MÉNAGES

Les autorités argentines ont reçu un *satisfecit* du FMI sur la politique économique de rupture conduite par le gouvernement de Javier Milei. Cette rupture était nécessaire pour juguler l'inflation mais aussi pour rétablir les comptes publics.

Forte dégradation de la solvabilité des ménages argentins



SOURCES : BANQUE CENTRALE D'ARGENTINE (BCRA), BNP PARIBAS

Le tableau macroéconomique argentin présente toutefois une zone d'ombre : la capacité des particuliers à rembourser les crédits (hors emprunts hypothécaires) se dégrade depuis le printemps 2025 de façon très préoccupante, tant par sa rapidité que par son ampleur inédites depuis 2008 (graphique 1). La Banque centrale d'Argentine évalue à 5,8 millions le nombre de personnes cumulant plus de 90 jours de retard dans le remboursement de leurs crédits, dont environ la moitié est considérée comme irrécouvrable. En Turquie, les créances douteuses sur les crédits aux ménages (hors emprunts hypothécaires) ont augmenté également mais dans des proportions bien moindres (passant d'un peu moins de 3 % fin 2023 à environ 4,5% actuellement).

En Argentine, la croissance est particulièrement déséquilibrée depuis 2024 car elle est soutenue pour l'essentiel par le secteur de l'agriculture (+50% depuis 2023), la pêche (+14%) et le secteur minier (+24%). À l'inverse, l'activité du secteur de la construction s'est contractée de 13% et celle de l'industrie manufacturière de 9%. La croissance a également été soutenue par le secteur de l'intermédiation financière. L'activité dans ce secteur a probablement bénéficié de l'assouplissement du contrôle des changes. Cependant, sa croissance a été telle (+23% depuis 2023) qu'elle s'est nourrie de la hausse de l'endettement des ménages qui ont été confrontés à un choc important sur leurs ressources.

¹ La croissance des agrégats monétaires constitue le seul instrument.



En effet, la masse salariale de l'État fédéral argentin a été réduite de 0,7 point de PIB depuis 2023 alors qu'elle a progressé de 1,2 point en Turquie. En Argentine, la récession dans les secteurs économiques susmentionnés a entraîné une baisse de l'emploi salarié du secteur privé de 3% et des salaires réels de 9%. À l'inverse, en Turquie, les deux ont progressé de respectivement 6% et 27%. D'autre part, en Argentine, les transferts courants aux ménages du gouvernement fédéral ont été réduits de 2 points de PIB contre -1,1 point en Turquie².

Avec un tel choc sur leurs ressources, les ménages argentins ont dû recourir à l'endettement. La forte reprise du crédit bancaire à partir de la mi-2024, mais aussi l'accès simplifié au crédit par les grandes enseignes de la distribution et les prêts à des taux d'intérêt prohibitifs, proposés par des entreprises de la nouvelle économie à leurs employés, ont alimenté les trappes à endettement. En Argentine, le taux d'intérêt réel moyen des prêts personnels atteignait 64% en août contre 30% pour la Turquie³.

UN RISQUE DE STAGNATION PROLONGÉE, VOIRE DE RÉCESSION EN ARGENTINE

Le FMI ne considère pas la hausse des créances douteuses comme un risque pour l'économie argentine car le taux d'endettement des ménages est faible (de l'ordre de seulement 5% du PIB), un niveau très inférieur à celui des autres pays latino-américains. Par ailleurs, la hausse des créances douteuses des entreprises est encore contenue. Toutefois, le crédit aux ménages hors emprunts hypothécaires représente environ 50% du total du crédit du secteur bancaire au secteur privé, soit tout de même 22% du total des actifs.

En résumé, au-delà du succès indéniable remporté en matière d'inflation, la thérapie de choc menée par le gouvernement de J. Milei depuis 2024 a précipité des millions de ménages argentins dans une trappe à endettement. Ce n'est pas le cas en Turquie. Le risque d'une crise systémique de crédit pour le système bancaire argentin est faible *a priori*. En revanche, celui d'une stagnation prolongée, voire d'une récession de son économie, est très élevé. En effet, la consommation des ménages ne peut que fortement ralentir. La croissance reposera alors exclusivement sur les exportations de produits agricoles et miniers, dont la dynamique est vouée également à s'essouffler.

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com

² Dans le cas de la Turquie, il s'agit d'une baisse procyclique alors que, dans le cas de l'Argentine, la baisse relève de mesures restrictives, notamment sur les subventions.

³ Ces taux moyens n'incluent pas les taux d'intérêt sur les cartes de crédit, de loin les plus élevés. Par ailleurs, pour la Turquie, le taux inclut celui des prêts hypothécaires, de sorte que le taux comparable avec celui de l'Argentine est plus élevé. Mais cela ne réduirait que marginalement l'écart.

