Argentine: changement de cap

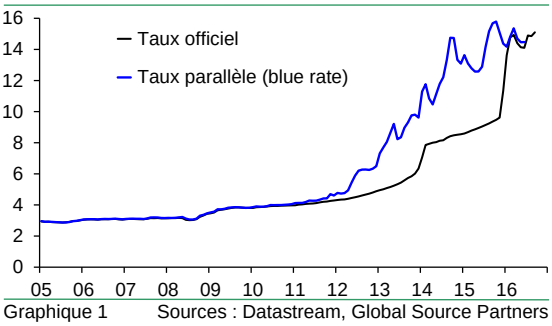
François Faure / Sylvain Bersinger

L'Argentine a pris un tournant libéral en matière de politique économique avec l'arrivée au pouvoir de Mauricio Macri en novembre 2015. Les premières mesures du nouveau gouvernement ont surtout consisté à rétablir la liquidité extérieure et l'image du pays aux yeux de la communauté financière internationale. Ce changement de cap intervient alors que le pays est entré en récession, que l'inflation reste très élevée et l'assainissement des finances publiques ne fait que commencer. A moyen terme, les réformes engagées pourraient cependant se révéler efficaces pour attirer les investissements étrangers et domestiques.

C'est un véritable « *big bang* » qu'a connu l'économie argentine depuis l'arrivée au pouvoir de Mauricio Macri en novembre 2015. Le taux de change officiel, notoirement surévalué, a été dévalué d'un coup dans le but de faire disparaître l'écart avec le taux de change parallèle et les contrôles des changes ont été assouplis. La plupart des taxes sur les exportations de produits agricoles ont été supprimées et les tarifs du gaz, l'électricité, l'eau et les transports ont été fortement augmenté. L'apurement des arriérés de dette avec les créanciers n'ayant pas pris part aux annulations/restructurations de 2005 et 2010 *(holdouts)* a permis au pays de revenir avec succès sur le marché de la dette obligataire internationale. Ces mesures énergiques ont été prises alors que le pays est entré en récession, conséquence de la faiblesse des prix des matières premières, de la récession au Brésil et d'une accélération de l'inflation qui a fini par entamer le principal moteur de croissance que constituait la consommation des ménages.

A moyen terme, les réformes engagées devraient améliorer la crédibilité économique du pays, pérenniser son accès aux marchés mondiaux, réduire l'inflation structurelle d'origine monétaire et, in fine, permettre au pays de renouer avec une croissance sinon forte, du moins stable, et plus équilibrée. Le succès des réformes engagées n'est cependant pas assuré en raison de la détérioration des finances publiques et de la résistance aux mesures d'assainissement budgétaires (l'augmentation des prix du gaz et de l'électricité gaz a été contestée devant les tribunaux). De plus, même si la cote de confiance du gouvernement reste élevée, la thérapie de choc engagée peut engendrer de la désillusion dans un contexte de forte inflation et de chômage en hausse.

Taux de change USD/ARS



Graphique 1 Sources : Datastream, Global Source Partners

Retour réussi sur les marchés internationaux

La première priorité de M. Macri a été de normaliser les relations de l'Argentine avec le reste du monde. Les différends s'étaient multipliés avec de nombreux partenaires commerciaux au début de la décennie : l'Union européenne et les Etats-Unis ont subi de sévères restrictions à l'importation qui ont conduit à une plainte de l'UE auprès de l'OMC en 2012. Cette plainte faisait suite à la nationalisation de YFP (*Yacimientos Petroloferos Fiscales)* en 2012, entreprise précédemment détenue par la société pétrolière espagnole Repsol. Des tensions sont apparues avec d'autres pays du Mercosur, notamment l'Uruguay, sur des sujets tant économiques qu'environnementaux. Enfin, des désaccords avec les institutions multilatérales ont persisté sous l'administration Kirchner, notamment avec le Fonds monétaire international qui a critiqué le manque de fiabilité des statistiques d'inflation et de PIB. La conséquence a été que l'Argentine s'est retrouvée presque exclue de l'accès aux financements internationaux.

Les principales avancées du gouvernement Macri dans les relations du pays avec le reste du monde sont 1/ l'accord conclu avec les créanciers dits « non restructurés » (*holdouts*) 2/ la reprise récente des relations avec le FMI.

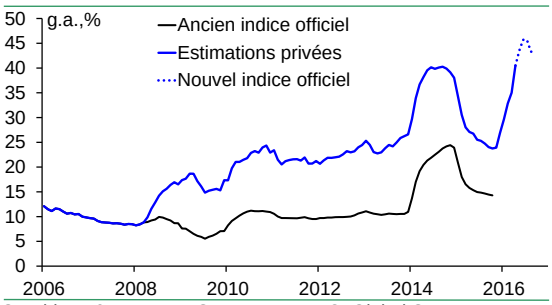
Deux annulations/restructurations de dette souveraine en 2005 et 2010, acceptées par 93% des créanciers, avaient permis de diminuer la dette d'environ 70%. Mais certains fonds activistes ont engagé une action en justice pour obtenir un remboursement au pair de dette achetée sur le marché secondaire avec une très forte décote. Les obligations ayant été émises en droit new-yorkais, le juge Thomas Griesa a arbitré en faveur des fonds activistes. Mais l'Etat argentin a refusé de payer, sur le principe d'abord, mais également parce qu'il aurait dû rembourser intégralement tous ses créanciers (*holdouts* et créanciers « restructurés »). Le pays a donc été considéré en défaut sélectif le 30 juillet 2014 après avoir été empêché de rembourser les créanciers «restructurés».

Comme il s'y était engagé durant sa campagne, M. Macri a mis un terme à cette impasse juridique en mars 2016 en acceptant de rembourser les fonds activistes pour environ 4,6 milliards de dollars mais aussi les autres *holdouts*. Ce faisant, M. Macri a redonné un accès aux marchés internationaux à l'Argentine. En avril 2016, l'Etat a émis 16,5 milliards de dollars de dette internationale. Grâce à une très forte demande, les taux d'intérêt à l'émission ont été légèrement inférieurs qu'initialement prévu (7,5% pour une obligation à dix ans contre 8% anticipés). Ce retour réussi sur les marchés internationaux reflète un retour de la confiance des investisseurs et conforte la stratégie de M. Macri.

Le choc inflationniste de début d'année s'estompe …

L'inflation officielle est supérieure à 10% depuis 2012 et a atteint 16% en 2015 en dépit du contrôle des prix. Selon le FMI et des estimations privées, l'inflation aurait été d'environ 30% sur cette période. La principale cause de l'inflation a été l'importante création monétaire. En effet, en 2012, la cible d'inflation de la BCRA (Banco Central de la Republica Argentina) a été supprimée et le déficit public a été financé par la création monétaire. Entre 2007 et 2015, la création monétaire a augmenté deux fois plus vite que le PIB.

Taux d'inflation



Graphique 2 Sources : INDEC, Global Source Partners

La maîtrise de l'inflation est un des principaux engagements du nouveau président. Jusqu'à présent, les résultats restent décevants. L'indice des prix à la consommation récemment révisé a accéléré de 24% en novembre 2015 à 43,7% en septembre 2016. En effet, la forte dévaluation du peso a accru le prix des biens importés. De plus, la suppression des subventions sur le gaz et l'électricité a conduit à des relèvements très importants des prix de l'énergie[1]. Cependant, cet effet a commencé à s'atténuer puisque l'indice des prix à la consommation de Buenos Aires a fortement décéléré, passant de 6,5% sur un mois en avril à environ 2% depuis juillet[2]. Point positif, la désinflation est allée de pair avec un net ralentissement de la croissance des agrégats monétaires qui ont perdu en moyenne dix points de pourcentage entre décembre 2015 et septembre 2016.

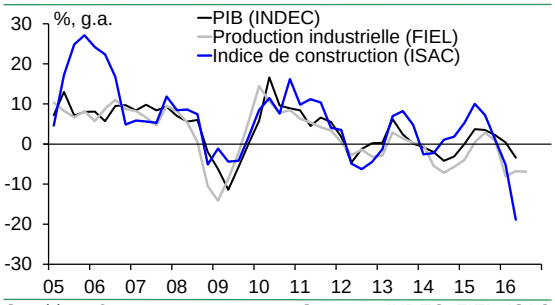
La cible d'inflation annoncée par le gouvernement Macri (1% par mois en 2017) n'est pas totalement inatteignable une fois achevé l'ajustement du prix des services publics.. Cela nécessitera cependant une désindexation partielle des salaires nominaux et des pensions sur l'inflation passée difficile à réaliser. En

effet, le gouvernement hérite d'une situation économique dégradée. Le risque est de perdre du terrain au cours des élections générales de 2017 si trop de sacrifices (comme la hausse des prix de l'énergie) sont imposés à la population, même s'ils peuvent être bénéfiques à moyen terme, sous forme d'une amélioration de la croissance potentielle et d'une meilleure stabilité macroéconomique.

…et la récession pourrait être de courte durée

En 2016, l'économie devrait connaître une récession d'environ 2% contre +2,4% en 2015, en raison d'un très mauvais début d'année, notamment au deuxième trimestre durant lequel les indicateurs d'activité dans l'industrie et dans la construction se sont fortement détériorés. Le PIB réel affiche déjà une baisse de 1,5% sur un an au premier semestre.

Indicateurs d'activité économique



Graphique 3 Sources : INDEC, FIEL, ISAC

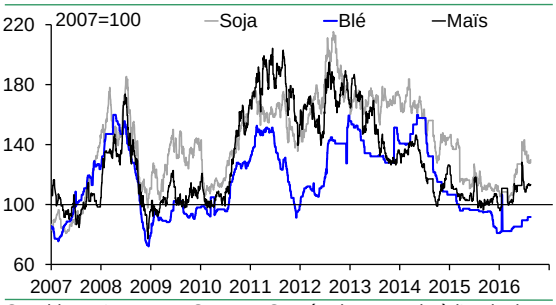
Les exportations totales ont bien résisté (+5,4%) grâce au rebond des exportations agricoles brutes ou transformées (cf infra). Cependant, la demande extérieure faiblit en raison de la récession au Brésil et, plus généralement, au ralentissement de la croissance en Amérique latine. Ainsi, les exportations de produits industriels ont continué de se contracter (-11% en volume après une baisse de 20% en 2015).

Mais la forte inflation pèse sur le pouvoir d'achat des ménages et donc sur la consommation privée (-1,5% au S 12016 dont -3% au deuxième trimestre) et le taux de chômage dépasse 9%. Les syndicats réclament de fortes augmentations de salaires dans le but de rattraper l'inflation mais les prix pourraient augmenter plus vite que les salaires avec le relèvement des prix du gaz et de l'électricité. La fin des subventions et la fixation des prix selon la loi de l'offre et de la demande pourraient se révéler bénéfiques à moyen terme mais grèvent inévitablement la consommation à court terme.

Surtout, l'investissement s'est fortement contracté (-4,2%). L'investissement rapporté au PIB n'est plus que de 19% contre 21% au début de la décennie. Le changement de gouvernement a entraîné un gel des investissements publics à l'origine de l'effondrement de l'activité dans le secteur de la construction et les investissements directs étrangers ont très fortement ralenti. Malgré la réduction du taux directeur (le taux Lebac à 35 jours) depuis avril, de 38% à 27,5%, les taux d'intérêt réels pour les entreprises et les ménages restent très élevés, particulièrement à la lumière de la récente décélération de l'inflation.

Des signaux encourageants sont apparus au cours de l'été (hausse des achats domestiques d'automobiles et des ventes de ciment) et laissent espérer une sortie assez rapide de la récession et un rebond sensible en 2017 à la faveur i/ d'une consolidation des prix des matières premières, ii/ du ralentissement de l'inflation ouvrant la voie à des taux d'intérêt réels plus faibles, iii/ d'un resserrement fiscal modéré et v/ d'un retour progressif des IDE et des rapatriements de capitaux par les résidents du fait de l'amnistie fiscale (voir ci-dessous).

Prix des matières premières agricoles



Graphique 4 Source : Secrétariat argentin à l'agriculture

Cependant, la croissance potentielle pourrait être impactée par des faiblesses structurelles comme le manque d'investissement en infrastructures (notamment dans le transport et l'énergie) et un mauvais classement en termes de climat des affaires. M. Macri s'est engagé à améliorer ces points faibles.

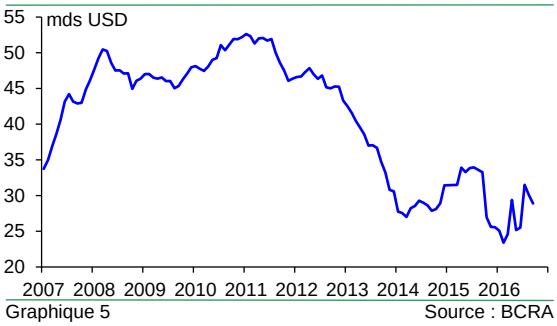
Comptes externes : liquidité stabilisée mais compétitivité entamée

La liquidité externe est devenue un sujet de préoccupation croissant ces dernières années. Le précédent gouvernement Kirchner avait mis en place de nombreux contrôles de change pour limiter la fuite des capitaux. Ainsi, les entreprises exportatrices devaient échanger les devises étrangères qu'elles recevaient en pesos sur le marché domestique, les achats de devises par les résidents étaient limités, les taxes sur les importations avaient été augmentées et certaines importations nécessitaient une autorisation écrite. Cet ensemble de mesures s'est révélé peu efficace pour limiter les sorties de capitaux de résidents qui, selon l'IIF, se sont élevées à près de 6 milliards de dollars par an entre 2011 et 2015. Le montant des réserves de change avait alors chuté de près 49,7 milliards de dollars à la fin de 2010 à 23 milliards de dollars à la fin de 2015.

Dès décembre 2015, le nouveau gouvernement a levé, ou fortement allégé, la plupart des contrôles de change et la banque centrale a cessé d'utiliser ses réserves pour stabiliser le peso. En conséquence, l'hémorragie des réserves de change s'est interrompue dès les premiers mois de 2016 et ces dernières se sont renforcées depuis pour atteindre 29 milliards de dollars à la fin septembre. Une accélération des investissements directs devrait intervenir à la suite de cette levée des contrôles de capitaux.

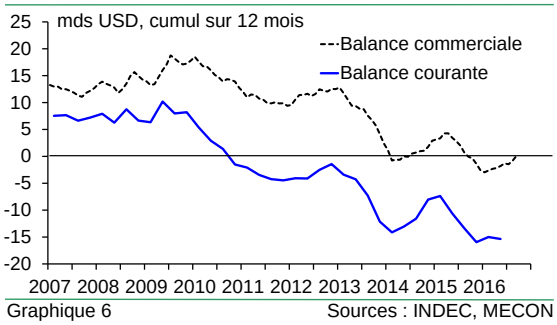
Ces changements étaient nécessaires au vu de la dégradation du déficit courant en 2015 (près de 16 milliards de dollars, soit 2,7% du PIB). Le solde commercial, qui affichait un surplus depuis le début de la décennie, a basculé en déficit. En effet, en 2015 les exportations ont chuté de 17% avec la baisse des prix agricoles (les produits agricoles bruts ou transformés représentaient 62% des exportations totales en 2015) et la récession au Brésil (premier partenaire commercial). Mais, depuis le début de l'année, le déficit commercial est revenu à l'équilibre grâce à un rebond des exportations de produits agricoles en valeur et en volume ; d'une part les prix du soja et du maïs se sont redressés, d'autre part la suppression des taxes à l'export et la dévaluation massive ont conduit les exportateurs à vendre la production qu'ils retenaient jusqu'alors.

Réserves de change de la banque centrale



Graphique 5 Source : BCRA

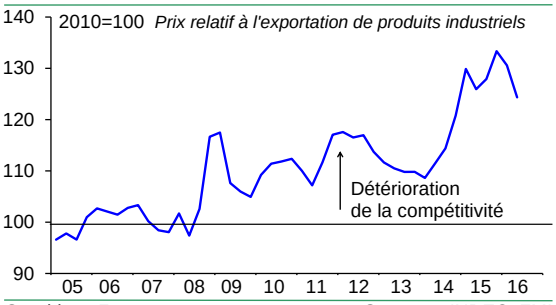
Balance courante



Graphique 6 Sources : INDEC, MECON

Mais la compétitivité externe demeure une faiblesse. Jusqu'en 2015, la compétitivité de l'industrie s'est détériorée : les prix des exportations industrielles (non agricoles) argentines ont moins diminué que ceux des concurrents dans les pays développés. Or, malgré la dévaluation, la compétitivité ne s'est probablement pas améliorée puisque le taux de change réel a continué de s'apprécier. Par ailleurs, l'élimination des barrières commerciales va favoriser l'importation de produits finis.

Compétitivité-prix à l'exportation



Graphique 7 Sources : INDEC, FMI

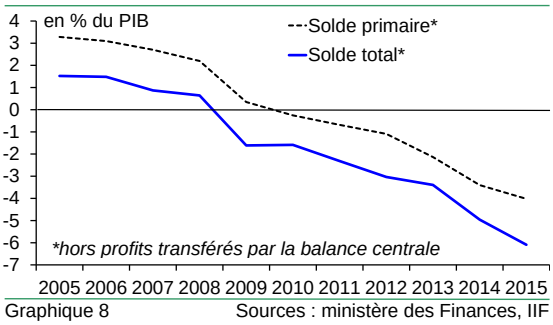
Il faudra du temps avant que la base exportatrice industrielle ne s'étoffe, ce qui nécessitera des importations de machines et de biens d'équipement. De plus, le déficit énergétique restera structurellement élevé avant que les investissements dans ce secteur ne soient pleinement efficaces. La balance commerciale va donc rester largement dépendante des prix des matières premières et volatile. Un retour à un excédent à deux chiffres (en milliards de dollars) de la balance commerciale, comme observé entre 2002 et 2012, est peu probable.

L'accès aux marchés financiers mondiaux devrait faciliter le financement du déficit courant dans les années à venir. Il serait évidemment préférable que le financement soit non générateur de dette. Sur les six premiers mois de l'année, les flux nets d'IDE ont atteint seulement 2,8 milliards de dollars contre près de 5 milliards au deuxième semestre 2015. Mais l'amnistie fiscale, en vigueur depuis août 2016 (voir ci-dessous), pourrait entraîner d'importants rapatriements de capitaux (jusqu'à 24 milliards de dollars en cas de succès). Dans ce cas, cela fera plus que compenser la hausse du service de la dette externe liée aux obligations internationales nouvellement émises. Mais le succès de l'amnistie fiscale doit tout d'abord être confirmé. Plus particulièrement, les effets des réformes de M. Macri sur les flux entrants d'IDE vont prendre du temps avant que les investisseurs étrangers considèrent l'Argentine comme étant un endroit sûr où investir à long terme.

Un assainissement des finances publiques encore à venir

Les finances publiques se sont sensiblement dégradées au cours des dernières années et soulèvent plus d'inquiétudes que les comptes externes. De 2003 à 2011, la forte croissance économique a aidé à améliorer les statistiques des comptes publics. Au cours de cette période, la forte taxation des exportations a généré d'importants revenus fiscaux du fait de la hausse des prix agricoles. Mais à partir de 2011, les finances publiques se sont détériorées sous le double effet d'une croissance plus faible et d'une hausse des dépenses, principalement à l'approche de l'élection présidentielle. Le déficit primaire « ajusté » du gouvernement fédéral [3] a connu une longue dégradation depuis le milieu des années 2000 pour atteindre 4,1% en 2015. L'année passée, le déficit total « ajusté » a atteint 6,1% du PIB et même 7,1% en incluant le budget des provinces. Pire, le déficit du gouvernement fédéral a été largement financé ces dernières années par l'utilisation des réserves de change et des prêts de la banque centrale (en plus des profits transférés).

Soldes budgétaires de l'Etat fédéral



Graphique 8 Sources : ministère des Finances, IIF

Pour 2016, le déficit primaire « ajusté » devrait continuer de se creuser autour de 5% du PIB, récession oblige, mais aussi parce que le gouvernement ne souhaite pas handicaper la reprise économique espérée avec un resserrement fiscal trop brutal. Le ministre des Finances

Prat-Gay a dévoilé un budget pour 2017 dans lequel le déficit primaire serait réduit à 4,2% du PIB comparé à l'objectif précédent de 3,3%, avec des prévisions de croissance relativement optimistes mais réalisables (3,3%).

La stratégie de M. Macri est un ajustement budgétaire progressif reposant sur une diminution des dépenses plutôt qu'une augmentation des taxes. De 24,5% du PIB en 2015, les dépenses primaires devraient être contenues à 23,5% en 2017. Mais l'inertie des dépenses reste forte comme l'illustre la résistance à la baisse des subventions qui représentaient 3,4 du PIB en 2015. La réduction des subventions a été la première cible du nouveau gouvernement. Ainsi, la forte augmentation en avril 2016 des prix du gaz (avec celles des autres tarifs publics) a été suspendue en août à la suite d'un jugement de la Cour suprême instaurant la tenue de consultations publiques. Début octobre, un nouveau calendrier plus étalé des augmentations des prix du gaz pour les particuliers (jusqu'en 2019) a été introduit (assorti de tarifs sociaux pour protéger les plus pauvres). Finalement, en 2016, l'ensemble des subventions seront au mieux restées stables en pourcentage du PIB et, dans le projet de budget pour 2017, elles ne diminueraient que de 0,5% du PIB.

Une loi d'amnistie fiscale a été introduite en juin 2016[4]. Selon un scénario optimiste, cette loi pourrait générer 2,3 milliards de dollars de rentrées fiscales (0,5% du PIB) et 6 milliards de dollars (1,1% du PIB) de nouvelles sources de financement pour le Trésor d'ici la fin de l'amnistie en mars 2017. Le gouvernement utilisera ce revenu occasionnel pour rembourser les retraités qui n'ont pas reçu une pension complète au cours des années précédentes. Les revenus potentiels de l'amnistie fiscale seraient donc déjà affectés mais l'impact en termes de confiance pourrait être important.

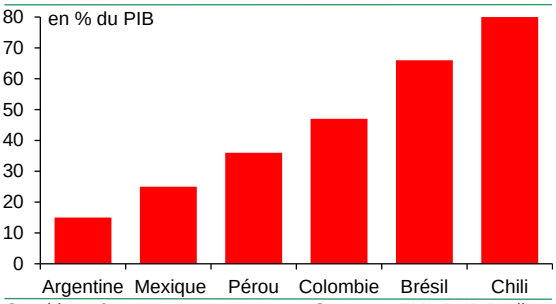
Le déficit budgétaire va rester élevé mais son plan de financement s'est déjà amélioré. Grâce au nouvel accès aux marchés internationaux, le déficit sera de plus en plus financé par l'émission de dette et moins par financement monétaire. Cette année, les émissions externes ont été réussies et le programme d'émissions domestiques est en bonne voie. En conséquence, la part des financements de la banque centrale devraient diminuer fortement à 20% (en excluant le remboursement des *holdouts*) comparé à 45% en 2015.

Les réformes et l'apurement des arriérés de dette semblent avoir restauré la confiance des agences de notation. Mais la situation des finances publiques reste fragile. A court terme, non seulement le déficit budgétaire restera élevé mais son financement pourrait ne pas être aussi facile qu'en 2016, année du changement. Le gouvernement ne pourra pas solliciter le marché de la dette obligataire internationale comme il l'a fait cette année alors que le financement de la banque centrale devrait continuer de se réduire. Par ailleurs, la dette du gouvernement fédéral en pourcentage du PIB devrait avoir augmenté de presque 14 points de pourcentage entre la fin 2011 et la fin 2016 pour atteindre 52% du PIB. La maturité moyenne de cette dette est relativement longue (7,8 ans en mars 2016) mais la proportion de dette libellés ou indexée sur une devise étrangère est très élevée (72%). Par conséquent, les stress tests indiquent une forte vulnérabilité du ratio de dette à un choc de change.

Un secteur bancaire résilient mais contraint

Le secteur bancaire argentin reste relativement conservateur avec un ratio de crédit/PIB et un ratio global de crédit/dépôts de respectivement 15% et 88% en 2015. De fait, l'endettement des ménages et des entreprises est très modéré (respectivement 6,1% et 12,7% du PIB en mars 2016 d'après les estimations de la BRI). La capitalisation des banques est satisfaisante (le ratio de capital Tier 1 s'établit à 14,9% au premier trimestre 2016) et le taux de créances douteuses est faible, à 2% début 2016. De plus, la position extérieure nette (actifs étrangers moins passifs étrangers) des dépôts bancaires est globalement équilibrée et les prêts en devises ne représentent qu'environ 15% des prêts totaux. Le secteur bancaire n'utilise pas particulièrement la titrisation ou les produits dérivés pour transférer le risque hors bilan. En conséquence, à première vue le secteur bancaire dans son ensemble n'est pas spécialement vulnérable aux risques de crédit et de marché.

Crédit bancaire au secteur privé



Graphique 9 Sources : FMI, BNP Paribas

Les principales menaces auxquelles les banques peuvent être confrontées sont i/ une hausse des prêts non performants résultant de la récession et de la volatilité des prix des matières premières (la dette extérieure du secteur privé non financier est relativement élevée à 60% des exportations de biens et services) et ii/ une exposition au risque souverain, les engagements sur les gouvernements fédéral et locaux représentant 40% du total des engagements.

Par ailleurs, le secteur bancaire fait face à plusieurs contraintes. Ainsi, les banques sont toujours obligées de prêter aux PME à des taux réels négatifs et les frais et commissions restent plafonnés. En conséquence, le taux de rentabilité et le ratio de capitalisation des banques publiques sont inférieurs à ceux des banques privées. Ces contraintes devraient être progressivement levées par Federico Sturzenegger, le nouveau gouverneur de la banque centrale nommé par M. Macri en décembre 2015.

La forte inflation est une autre contrainte rendant l'estimation du risque plus difficile et augmentant les coûts et les dépenses de fonctionnement. En conséquence, le crédit est essentiellement à court terme (environ un an selon le FMI) car les taux sont principalement fixes. Les taux de prêt sont donc élevés bien qu'ils aient commencé à baisser en lien avec la prudente détente monétaire ; le taux moyen des prêts était de 30% en août 2016, en baisse comparé à 38,7% en avril.

Enfin, la principale source de financement reste les dépôts qui représentent environ 80% du financement total selon le FMI. Or, des cas de panique et de ruée aux guichets se sont produits par le passé (principalement lors de la crise de 2001). Comme mentionné par le FMI, la demande de monnaie en Argentine tend à être moins stable que dans d'autres pays.

Si la stabilisation macroéconomique réussit, le secteur bancaire devrait connaître une période de développement. La normalisation des relations avec les créanciers externes a ouvert les marchés financiers externes aux banques locales. Les banques étrangères pourraient aussi investir en Argentine, encouragées en cela par les réformes de libéralisation. Il existe de vastes opportunités pour les banques d'y étendre leur activité. La pénétration du crédit en Argentine est faible, un tiers de la moyenne latino-américaine. Les banques sont bien capitalisées, elles pourraient donc accroître la distribution du crédit. Les dépôts pourraient aussi augmenter si la stabilité macroéconomique s'améliore durablement. L'Argentine serait un des pays au monde où les ménages thésauriseraient le plus de dollars selon une étude de la Fed[5]. Le montant total thésaurisé est estimé à 50 milliards de dollars. Une stabilisation de l'inflation et du taux de change sont nécessaires pour permettre une diminution des taux d'intérêt réels et favoriser l'expansion du crédit.

❒

❒ ❒

L'Argentine a effectué un virage radical depuis un an, après une décennie marquée par le fort interventionnisme des époux Kirchner dans l'économie. Mauricio Macri a donné à sa politique économique une orientation résolument libérale, en opposition franche avec la politique du gouvernement précédent. Il est évidemment encore trop tôt pour tirer un bilan des réformes engagées. Les premières mesures, qui, pour certaines, font penser à une thérapie de choc, ont

surtout consisté à rétablir la liquidité extérieure et l'image du pays aux yeux de la communauté financière internationale. L'assainissement des finances publiques et la maîtrise de l'inflation demanderont plus de temps, les mesures prises jusqu'à présent pouvant se révéler négatives à court terme, à l'image de la réduction des subventions qui a alimenté une poussée inflationniste et le mécontentement social. Mais le pari sera véritablement gagné si le pays réussit à attirer les entreprises étrangères et surtout à convaincre les entreprises argentines à investir de nouveau dans l'économie.

Achevé de rédiger le 28 Octobre 2016
francois.faure@*bnpparibas.com*

NOTES

[1] Au premier avril 2016, dans le district de Buenos Aires, les prix de l'électricité ont augmenté en moyenne de 250% et ceux du gaz, de l'eau et des transports dans une fourchette de 100%-300%. Les augmentations des prix du gaz et de l'électricité ont été contestées devant les tribunaux obligeant le gouvernement à suspendre les prix du gaz de manière temporaire jusqu'en octobre et à proposer un étalement des augmentations sur 4 ans au lieu de 2 initialement. Dans le but d'atténuer les effets pour les foyers à faibles revenus, le gouvernement a introduit des tarifs sociaux dont devraient bénéficier 20% des ménages. De plus, des réductions sur le gaz et l'électricité seront accordées aux ménages qui réduisent leur consommation.

[2] En août et septembre, la hausse a été inférieure à 2% en raison de la suspension de la hausse des prix du gaz introduite en avril suite à une décision de la Cour suprême. L'inflation sous-jacente est de l'ordre de 1,5%.

[3] C'est-à-dire le surplus hors charge d'intérêts et hors profits de la banque centrale transférés au budget de l'Etat. Il s'agit de la cible officielle de déficit.

[4] L'amnistie fiscale offre la possibilité de rapatrier l'épargne détenue à l'étranger sans avoir à justifier de son origine. Les particuliers et les entreprises peuvent déclarer leurs actifs en payant une taxe spéciale (de 0% à 10% selon le montant) ou investir dans les obligations souveraines ou des fonds mutuels avec des objectifs d'investissement spécifique. Les Argentins détiennent à l'étranger un montant total estimé entre 250 et 500 milliards de dollars, selon des études de l'INDEC et du CEFIDAR. Cependant, même en étant optimiste, le montant total qui pourrait être concerné par l'amnistie se chiffrerait à 60 milliards de dollars.

[5] "Crisis and Calm: Demand for U.S. Currency at Home and Abroad from the Fall of the Berlin Wall to 2011" Ruth Judson, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2012.

RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William DE VIJLDER Chef Economiste	+33(0)1 55 77 47 31	william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc PROUTAT Responsable	+33.(0)1.58.16.73.32	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
Alexandra ESTIOT Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation	+33.(0)1.58.16.81.69	alexandra.estiot@bnpparibas.com
Hélène BAUDCHON France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail	+33.(0)1.58.16.03.63	helene.baudchon@bnpparibas.com
Frédérique CERISIER Zone euro - Institutions et gouvernance européennes - Finances publiques	+33.(0)1.43.16.95.52	frederique.cerisier@bnpparibas.com
Thibault MERCIER France (réformes structurelles) - Banque centrale européenne	+33.(0)1.57.43.02.91	thibault.mercier@bnpparibas.com
Manuel NUNEZ Japon, Irlande - Projets	+33.(0)1.42.98.27.62	manuel.a.nunez@bnpparibas.com
Catherine STEPHAN Espagne, Portugal - Commerce international - Education, santé, conditions de vies	+33.(0)1.55.77.71.89	catherine.stephan@bnpparibas.com
Raymond VAN DER PUTTEN Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme	+33.(0)1.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
Tarik RHARRAB Statistiques	+33.(0)1.43.16.95.56	tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent QUIGNON Responsable	+33.(0)1.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Céline CHOULET	+33.(0)1.43.16.95.54	celine.choulet@bnpparibas.com
Thomas HUMBLOT	+33.(0)1.40.14.30.77	thomas.humblot@bnpparibas.com
Laurent NAHMIAS	+33.(0)1.42.98.44.24	laurent.nahmias@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François FAURE Responsable	+33.(0)1 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
Christine PELTIER Adjointe - Grande Chine, Vietnam - Méthodologie	+33.(0)1.42.98.56.27	christine.peltier@bnpparibas.com
Stéphane ALBY Afrique francophone	+33.(0)1.42.98.02.04	stephane.alby@bnpparibas.com
Sylvain BELLEFONTAINE Turquie, Brésil, Mexique, Amérique centrale - Méthodologie	+33.(0)1.42.98.26.77	sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
Valérie PERRACINO-GUERIN Afrique anglophone et lusophone	+33.(0)1.55.77.80.60	valerie.perracino@bnpparibas.com
Pascal DEVAUX Moyen Orient, Balkans - Scoring	+33.(0)1.43.16.95.51	pascal.devaux@bnpparibas.com
Anna DORBEC CEI,Europe centrale	+33.(0)1.42.98.48.45	anna.dorbec@bnpparibas.com
Hélène DROUOT Asie	+33.(0)1.42.98.33.00	helene.drouot@bnpparibas.com
Johanna MELKA Asie, Russie	+33.(0)1.58.16.05.84	johanna.melka@bnpparibas.com
Alexandra WENTZINGER Amérique du Sud, Caraïbes	+33.(0)1.42 98 74 26	alexandra.wentzinger@bnpparibas.com

Michel BERNARDINI Contact Média	+33.(0)1.42.98.05.71	michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES

CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFLASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...

ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...

ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images

ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?

La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document 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 instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA 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 ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(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 la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent 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'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.
BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris.
Ce document est élaboré par une société du 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.
Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :
Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.
Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.
Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).
Etats-Unis : le présent document est distribué 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. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un 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.
Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, 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 définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. 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 par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.
Hong-Kong : le présent 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 en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréé réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.
Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site https://globalmarkets.bnpparibas.com

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site ou télécharger notre application pour tablettes iPad et Androïd Eco News



http://economic-research.bnpparibas.com

© BNP Paribas (2015). 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.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre
Rédacteur en chef William De Vijlder
Achevé de rédiger : Novembre 2016

BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change