

L'ARGENTINE UN AN APRÈS : DE LA CRISE MONÉTAIRE À LA CRISE FINANCIÈRE

Dans les mois qui ont suivi l'abandon du currency board, l'économie argentine a été confrontée à une crise monétaire majeure menaçant la survie de la monnaie nationale. Depuis le milieu de l'année, la stratégie de pésification de l'économie décidée en février a réussi techniquement. En particulier, le ralentissement de l'inflation révèle un ajustement considérable des prix relatifs, qui devrait soutenir le développement du secteur exportateur. Les difficultés se concentrent surtout au plan financier : la manière dont la pésification a été mise en œuvre a amplifié la confusion quant à la solvabilité de presque tous les agents. Aujourd'hui il est très difficile, tant pour les épargnants, les banques que les entreprises, de mesurer la valeur de leurs patrimoines nets. Tant que l'on n'aura pas trouvé un compromis social sur le partage final des pertes, la liquidation des firmes insolvables et la résolvabilisation de l'Etat, toute reprise durable de l'investissement et de la croissance restera impossible.

La crise économique subie par l'Argentine à la fin de 2001 a frappé d'abord par sa dimension monétaire : la rupture du *currency board* (11 janvier 2002) a été précédée d'une ruée des déposants à partir de novembre, suivi du gel des dépôts bancaires (le *corralito*) au début de décembre et de la mise en place d'un contrôle de change serré. Ceci a créé un choc violent sur le plan social et politique, mais aussi sur l'économie réelle qui a été littéralement asphyxiée : blocage du système de paiement, suspension de la quasi-totalité des contrats financiers privés et publics, destruction du fonds de roulement des entreprises, chute de la production (-15% au premier semestre 2002), poussée d'inflation (hausse des prix à la consommation de 30% sur la même période), nouvelle augmentation du chômage (25% en juin) et de la pauvreté (passée, en un an, de 35% à 52%).

Dans les mois suivants, la question centrale pour les autorités portait sur la capacité de survie de la monnaie nationale, le peso. Après dix années de change fixe et de régime bimonétaire, confrontés à une instabilité majeure, les agents accepteraient-ils de se reconditionner sur la monnaie nationale ? Ou bien observerait-on un transfert rapide sur le dollar des deux principales fonctions monétaires — unités de compte et de paiement ? Dans ce cas, ne fallait-il pas anticiper une dollarisation inévitable plutôt que de laisser les arbitrages privés détruire d'eux-mêmes le peso ?

Ecartant cette option, les autorités ont décidé la pésification autoritaire de l'économie et ont donc cherché à retirer au dollar les fonctions qu'il avait reçues dans les faits et dans la

loi depuis au moins dix ans : pour résumer, les prix et les paiements ont été "rapatriés de force" sur le peso (biens, salaires, actifs, dettes, titres). Trois scénarios pouvaient alors être envisagés¹ : le succès entier de la pésification et la réouverture progressive des circuits de liquidité (accès aux dépôts, levée progressive du contrôle des changes) ; l'échec rapide suivie d'une dollarisation complète ; enfin une voie intermédiaire verrait la pésification atteindre ses objectifs immédiats, cela dans un cadre économique et financier toujours corseté par de multiples contrôles.

Ce troisième cas de figure s'est désormais imposé. La pésification a réussi techniquement, l'inflation mensuelle est passée de 4,6% en moyenne au premier semestre à 1,8% au cours des quatre mois suivants, le change s'est stabilisé autour de 3,6 pesos par dollar depuis mai et le gel des dépôts en compte courant a pu être levé au début de décembre (contrairement aux dépôts à terme). Au-delà, le budget est à peu près en équilibre et la chute de la production s'est interrompue, laissant même place à de petits éléments de reprise dans certains secteurs ; sur cette base on peut même envisager une reprise plus large en 2003.

■ La réussite technique de la pésification

Comment s'explique ce relatif succès ? D'abord, on a observé une normalisation sur le plan de la liquidité : le système de paiements s'est rétabli à partir d'avril, une chute de 58% des importations a produit un excédent courant de 15% du PIB au

1. Voir "Le peso argentin peut-il résister à la concurrence du dollar ?", *La Lettre du CEPII*, février 2002.

premier semestre 2002, enfin une partie des entreprises ont pu reconstituer leurs fonds de roulement, grâce à la baisse brutale des salaires réels (-20% sur les dix premiers mois). Plus curieusement, on a aussi observé un certain retour des déposants vers les banques, lesquelles sont désormais dans l'état "post-traumatique" observé souvent après les crises majeures : leur base de dépôts se reconstitue lentement mais elles refusent de prêter, si bien qu'elles sont sur-liquides ce qui impose à la Banque centrale d'émettre des titres à court terme pour absorber cet excès de ressources prêtables. Cela étant, le cadre d'ensemble dans lequel opère l'économie est loin d'être normalisé : les dépôts antérieurs à 2002 sont encore largement gelés², le contrôle des capitaux a été resserré méthodiquement, une grande partie des obligations financières privées et publiques sont en défaut. Enfin et surtout, le système bancaire comme l'Etat sont massivement insolvables.

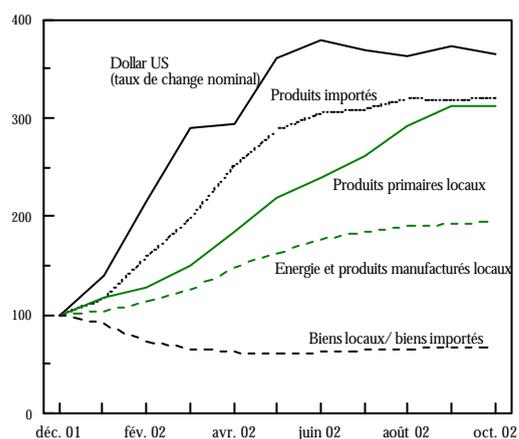
Arrivé à ce point, pour comprendre plus précisément la situation et les perspectives de l'économie argentine, il faut distinguer les effets de la pésification selon ses deux dimensions principales : l'économie réelle et les bilans financiers. La partie la moins complexe de l'opération portait sur les prix et les contrats commerciaux, et donc sur les marchés des biens, du travail, des actifs immobiliers... Au-delà de sa dimension symbolique et politique, la pésification devait être jugée ici à un critère précis : la capacité du taux de change à ajuster durablement les termes de l'échange entre les biens échangeables et les biens non-échangeables, cela afin d'influer sur la compétitivité de l'économie.

Depuis les années 1970, cette fonction décisive pour l'ancrage réel dans l'économie internationale avait été largement perdue : un contexte très inflationniste avait conduit de fait à une large dollarisation de l'ensemble des prix. Qu'un producteur soit ou non exposé à la concurrence internationale, il avait fortement tendance à établir ses prix en dollars puis à les convertir en pesos, au taux de change du jour. Ce dernier n'était donc plus une variable permettant d'ajuster les termes de l'échange et de régler globalement la compétitivité-prix de l'économie : ses fluctuations produisaient un glissement de l'ensemble de l'échelle des prix, c'est-à-dire de l'inflation quasi-pure, ce qui bloquait l'ajustement externe. Cette neutralisation de l'instrument de change a été ensuite formalisée par le *board* qui contraignait explicitement les producteurs à ajuster eux-mêmes leurs prix et leurs coûts nominaux, notamment les

salaires, afin de répondre à la concurrence. Comme l'a confirmé l'expérience des années 1999-2001, ceci est une méthode d'ajustement lente, difficile et très coûteuse au plan social : les prix s'étant révélés nettement rigides, l'ajustement a porté principalement sur l'activité et l'emploi³.

Ici est apparue la principale surprise de l'année 2002, qui éclaire le succès de la pésification. L'inflation a ralenti dès le deuxième trimestre, ne reflétant qu'en partie le glissement du change (120% pour les prix de gros *versus* 260%, en glissement sur les dix premiers mois). Ceci révèle un ajustement considérable des prix relatifs (graphique) : les prix en pesos des biens peu ou non-échangés (illustrés ici par l'énergie et les biens manufacturés) ont relativement peu augmenté, alors que les prix des biens échangés (ici, produits primaires) suivaient logiquement l'appréciation du dollar. Cette expérience contredit les interprétations standard de la dollarisation, posée comme l'effet de l'instabilité monétaire et de la perte de crédibilité des institutions publiques. Le paradoxe vaut d'être souligné : au milieu d'un désastre monétaire majeur, alors que le risque d'hyperinflation était discuté ouvertement et qu'ils contestaient dans la rue leur gouvernement, les Argentins ont adopté de nouveau le peso comme unité de compte dominante pour leurs salaires et leurs prix. Conséquence, l'ajustement des prix relatifs a produit à court terme de très gros effets redistributifs entre secteurs, en termes de revenu et de coût de la vie⁴. Toutefois, le bénéfice majeur est qu'on peut désormais envisager avec plus de confiance une reprise du secteur exportateur, dès lors que ses profits seront bien rapatriés et investis⁵. Remarquablement,

Graphique — Evolution en 2002 des prix en pesos (décembre 2001=100)



Source : Ministère des finances argentin.

2. L'ensemble du dispositif de gel des dépôts est soumis cependant à une grande incertitude judiciaire, en raison de la possibilité assez largement exploitée par les déposants de demander, par décision de justice, la réouverture de leurs comptes - éventuellement contre une commission proportionnelle au volume des dépôts, versée au juge. Ces fuites en dehors du système bancaire ont représenté en moyenne, sur les neuf premiers mois de l'année, la principale source de création monétaire. Par ailleurs, la pésification des dépôts fait aussi l'objet de contestation auprès de la Cour constitutionnelle, qui ne s'est pas encore prononcée sur ce sujet.

3. Entre la fin 1998 et la fin 2001, l'économie argentine a connu douze trimestres de récession, mais ce n'est qu'au cours de la dernière année que les prix ont commencé à baisser, ce qui reflète une très forte rigidité.

4. Ainsi, les biens agro-alimentaires étant en Argentine échangés internationalement, leurs prix en pesos ont augmenté beaucoup plus vite que les prix du secteur manufacturier, de fait beaucoup moins exposé. L'évolution des termes de l'échange interne s'est donc fait aux dépens des secteurs urbains ainsi que des classes sociales les plus pauvres.

5. Tel ne semble pas être le cas jusqu'à présent : au premier semestre 2002, on a enregistré un excédent courant de 15% du PIB et des sorties de capitaux de l'ordre de 18%, dues notamment au rapatriement très partiel des recettes d'exportation. Par ailleurs, les seuls achats de dollars *cash* auprès de la Réserve Fédérale américaine ont représenté 8% du PIB, ce qui représente un transfert de revenu équivalent vers l'étranger (seignuriage).

dans un contexte certes bien moins chaotique, le même phénomène de "dé-dollarisation" de l'unité de compte monétaire avait été observé après la dévaluation brésilienne de 1999, quatre ans et demi après la fin de l'hyperinflation.

■ La répartition des pertes en capital

Reste la seconde dimension de la pésification : les contrats et les bilans financiers c'est-à-dire, pour résumer, la richesse et non plus les revenus. Ici aussi les effets redistributifs potentiels étaient énormes. En effet, la dollarisation très large du stock de dettes et d'actifs financiers détenus dans le pays (près de 70% des dépôts) impliquait, avec la chute du change, un transfert massif vers les agents détenteurs en Argentine d'une épargne nette en dollars, aux dépens des débiteurs nets en dollars. Or, sans surprise, dans leur grande majorité, ces derniers étaient incapables d'absorber le choc, d'autant que beaucoup n'avaient que des revenus en pesos, désormais dé-dollarisés. Non seulement l'Etat et les banques se sont rapidement révélés insolubles, mais ils ont été suivis par un grand nombre d'entreprises, de provinces et de communes, ou encore de services publics privatisés.

Au-delà des improvisations des premiers mois, la pésification a donc eu pour objectif principal d'éviter que la chute du change exerce une pression destructrice sur les bilans privés⁶. Le problème est que si l'intervention de l'Etat dans les contrats financiers privés, pour substituer le peso au dollar comme unité de compte, pouvait se justifier par la défense d'un bien public précieux — la survie du système bancaire — en revanche, dans la pratique, elle a été un facteur majeur de désordre (encadré).

D'abord, une approche raisonnée aurait consisté à pésifier les contrats *avant* de rompre l'ancrage de change, comme l'avaient fait les Etats-Unis en 1933 lorsqu'ils ont abandonné l'ancrage-or du dollar. En Argentine, on a attendu plusieurs semaines *après* la dévaluation, lorsque celle-ci avait déjà amplifié massivement la crise de liquidité et la rupture des bilans, ceci impliquant des effets d'irréversibilités majeurs. Surtout, à l'issue de débats confus, marqués par les pressions de multiples lobbys, on s'est mis d'accord sur une pésification asymétrique : tandis que les crédits aux entreprises étaient changés au pair, les dépôts ont été échangés au taux de 1,4 peso par dollar. En d'autres termes, au lieu de viser un objectif de neutralité et de transparence, la pésification a *ajouté* un facteur de redistribution de la richesse, en l'occurrence au bénéfice des entreprises endettées. Et comme les banques étaient incapables d'absorber l'écart ainsi creusé entre leur actif et leur passif, l'Etat — lui-même insoluble — a

annoncé qu'il leur transférerait des "bons de compensation" à hauteur de 15% du PIB. Quant aux épargnants en dollars, relativement avantagés par la pésification asymétrique, ils ont aussi été atteints par la crise financière, soit directement — crise des banques, défaut de l'Etat, faillite des entreprises — soit indirectement — risque inflationniste, incertitude sur les prélèvements fiscaux futurs, sur la valorisation des actifs mobiliers, etc. C'est pourquoi, depuis le début de 2002, plus personne en Argentine ne sait quelle est la valeur nette de son patrimoine — sauf ceux qui n'ont rien et qui sont la majorité, ou bien ceux qui on tout à Miami.

ENCADRÉ — PÉSIFICATION ET ALLOCATION DES PERTES EN CAPITAL

Soit une banque qui, sous le *currency board*, avait des dépôts (au passif) et des crédits (à l'actif) partagés entre pesos et dollars. Après une dévaluation de 1 à 3, le pouvoir d'achat international des dépôts en dollars est stable ; si toutefois les déposants consomment principalement en Argentine, ils sont les grands gagnants : leur pouvoir d'achat s'est considérablement accru. Quant aux entreprises endettées en dollars auprès des banques, elles voient leur dette multipliée par 3 en pesos. Si elles sont entièrement exportatrices, leurs revenus sont en dollars, elles n'ont alors pas de problèmes. Mais ce cas de figure est rare dans une économie peu ouverte aux échanges internationaux : beaucoup de firmes tournées vers le marché intérieur se sont endettées en dollars avant 2002, simplement pour obtenir des taux d'intérêt plus avantageux. La dévaluation risquait donc de les rendre immédiatement insolubles et de dégrader d'autant la valeur de l'actif des banques. Pésifier revenait donc à protéger les entreprises et les banques contre les effets de change, et, ce faisant, à supprimer la plus-value de change qu'espéraient gagner les déposants en dollars. Cependant, la pésification asymétrique a introduit un biais. Si une banque avait un actif et un passif de 100 en dollars, son portefeuille de crédit vaut toujours 100 pesos (ce qui est favorable aux entreprises) tandis que son passif (les dépôts) passe à 140 pesos : les déposants sont moins mécontents, mais les banques ont une perte en capital de 40, qui va justifier une injection de fonds publics.

D'autres éléments ont ajouté encore à la confusion générale sur la valorisation des dettes et des créances. Ainsi, au-delà d'un seuil donné, les dettes des entreprises antérieures à 2002 et pésifiées devaient être indexées sur l'inflation et porter un taux d'intérêt réel de 2%. Or, en fin d'année, cette clause n'était toujours pas entrée en vigueur et on ne savait pas si elle s'appliquerait au jour de la publication du décret d'application, ou bien rétroactivement à la date de la dévaluation ou de la pésification. D'un cas de figure à l'autre ces dettes pouvaient donc être réévaluées ou non de près de 40% : soit, à nouveau, une source majeure de réallocation des pertes entre les banques et les entreprises.

Finalement la restructuration financière se trouve aussi bloquée : un lien direct va de la valorisation des bilans à leur remise en ordre et, le cas échéant, à la sanction de

6. A une dette interne en devises, beaucoup d'agents ajoutaient une importante dette émise sur les marchés de capitaux internationaux, qui évidemment ne pouvait pas être touchée par les mesures de pésification. Au 30 juin 2002, la dette extérieure argentine s'élevait à 133 milliards de dollar sur un PIB estimé à 100 milliards. La dette de l'Etat représentait 85 milliards et le secteur privé 48 milliards, dont plus de 33 étaient contractés par le secteur non-financier. Sur le total, 63,9 milliards avaient la forme de titres, et 33,1 milliards étaient dus aux organismes multilatéraux, dont 10,5 au FMI. La dette totale de l'Etat (interne et externe) s'élevait à la même époque à 132 milliards de dollars (y compris les "bons de compensation" lié à la pésification asymétrique des bilans bancaires).

l'insolvabilité ; tant que le problème préalable d'imputation et de mesure comptable n'est pas résolu, rien ne peut avancer. Le meilleur exemple est donné par la Banque centrale qui, légalement tenue de liquider toute banque insolvable, a décidé qu'elle préférerait ne pas savoir plutôt que d'avoir à prendre de telles décisions : elle a donc interrompu tous les flux d'information au titre de la supervision bancaire. De même, la loi de faillite pour les entreprises a été suspendue en février 2002 : la mesure pouvait se justifier face à une crise systémique, mais elle risque, au-delà, d'entretenir une situation où l'économie flotte entre deux eaux, dans une grande incertitude quant à la viabilité de chaque agent. Autre exemple comparable, les monnaies parallèles que continuent d'émettre une majorité de provinces ne sont rien d'autres, elles aussi, que le signe d'une insolvabilité irrésolue. N'ayant plus accès aux marchés de capitaux, incapables de réduire leur déficit budgétaire, ces agents règlent une partie de leur masse salariale avec des bons que les fonctionnaires peuvent, à leur tour, utiliser pour régler leurs propres dépenses. Derechef, le résultat est d'accommoder l'insolvabilité et de préserver le *statu quo*, tout en affaiblissant un peu plus le système monétaire et financier.

A l'évidence une telle situation ne pourra pas être maintenue longtemps, tant elle s'éloigne des règles élémentaires sur lesquelles repose toute économie capitaliste. Non seulement elle interdit une reprise de l'accumulation, mais tout porte à penser que si elle n'est pas traitée correctement, elle produira à nouveau de graves dérèglements. Déjà dans les années 1980, après une première grave crise financière, doublée d'un défaut sur la dette extérieure, l'insolvabilité des banques n'avait pas été traitée sur le fonds : non seulement dans les années suivantes la distribution du crédit a été de très mauvaise qualité, mais la Banque centrale a été contrainte progressivement de soutenir le système bancaire par des injections monétaires de plus en plus massives. Ceci a été l'origine du premier cycle d'hyperinflation de 1984-1985, suivi d'un second épisode plus violent en 1989-1990. Ce risque pourra ré-émerger à l'avenir, à moins qu'on évolue vers une situation rappelant plutôt, à certains égards, la Russie des années 1990 : appauvrissement lent, réduction du

stock de capital réel, intermédiation faible ou nulle, tendance profonde au fractionnement monétaire régional, sorties de capitaux chroniques, insertion instable dans l'économie mondiale du fait de l'insolvabilité récurrente de l'Etat.

■ Quel pacte social ?

Au total, depuis la sortie de la crise monétaire, l'économie argentine est donc confrontée à un problème central : un volume énorme de pertes en capital est présent de fait dans l'économie, qu'il faudra inscrire dans les bilans, mais qui aujourd'hui reste en somme éparpillé de manière très incertaine, à la merci de décisions politiques et de pressions plus ou moins obscures. Cela produit une gestion de crise dominée par une économie politique du partage des pertes, dans laquelle les critères d'équité sociale et d'efficacité économique sont difficiles à percevoir. Pourtant ces deux impératifs appellent dans une large mesure la même approche. Limiter les risques de redistribution informelle de la richesse, dont la légitimité serait contestable, suppose en effet une procédure ordonnée et explicite de restructuration des banques et de remise en ordre des finances publiques. Celle-ci devra intégrer à la fois les actionnaires des banques et des entreprises (étrangers et argentins), les déposants et contribuables, les générations futures (à travers la dette publique) et aussi les créanciers extérieurs de l'Argentine, qui détiennent 72% de la dette publique, mais avec lesquels les négociations n'ont toujours pas commencé.

C'est donc un véritable pacte social qui devra être conclu, afin de solder les pertes dues à la crise et de rouvrir l'horizon économique du pays. Tel sera l'enjeu de la négociation interne et externe que devront mener les dirigeants qui émergeront des élections d'avril 2003. Le défi est particulièrement difficile, dans un pays où, depuis des décennies, la performance des responsables politiques se résume trop souvent à une longue série de déceptions et d'occasions manquées.

Jérôme Sgard
sgard@cepii.fr

LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2002
REDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Lionel Fontagné
REDACTION EN CHEF :
Agnès Chevallier
Jean-Louis Guérin
Bronka Rzepkowski
CONCEPTION GRAPHIQUE :
Didier Boivin
REALISATION :
Laure Boivin
DIFFUSION :
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)
France 46 €TTC
Europe 47,50 €TTC
DOM-TOM (HT, avion éco.)
47 €HT
Autres pays (HT, avion éco.)
47,50 €HT
Supl. avion rapide 0,80 €
Adresser votre commande à :
La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex
Tél. : 01 48 39 56 00.

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr
ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD
4^{ème} trimestre 2002
Décembre 2002
Imp. ROBERT-PARIS
Imprimé en France.

*Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du
CEPII. Les opinions qui y sont
exprimées sont celles des auteurs.*