



Introduction

La fin de l'année 2015 et le début de 2016 ont constitué un tournant historique pour l'Argentine à bien des égards. Sur le plan politique tout d'abord puisque, pour la première fois depuis le retour de la démocratie en 1983, un candidat – Mauricio Macri (coalition de centre-droit) – qui n'est ni membre du parti péroniste, ni du parti radical, a été élu à la présidence de la République en novembre 2015. Sur le plan économique également, dans la mesure où, après 12 ans d'un modèle axé sur le protectionnisme, l'interventionnisme de l'État et le soutien à la consommation des ménages, la politique économique mise en place par le gouvernement Macri induit un changement de cap par rapport à celle de l'administration précédente. Elle se veut en effet davantage extravertie, misant sur le libéralisme économique et la relance de l'investissement financé par le recours à de l'endettement externe.

Dès son arrivée au pouvoir, le nouveau gouvernement a ainsi mené de nombreuses réformes destinées à corriger les déséquilibres économiques et à rassurer les investisseurs étrangers : suppression du contrôle des changes et introduction d'un mécanisme de taux de change flexible, mise en place progressive d'une politique monétaire de ciblage d'inflation, remaniement de l'Agence nationale de statistiques et publication de nouvelles séries de produit intérieur brut (PIB) et d'inflation, conclusion d'un accord avec les fonds « vautours » autorisant l'Argentine à faire son retour sur le marché obligataire international. La réaction des investisseurs à l'ensemble de ces mesures a, dans un premier temps, été favorable, comme en témoigne leur appétit vis-à-vis des émissions obligataires réalisées par le pays sur les marchés financiers internationaux en 2016 et 2017.

Argentine : nouveau modèle, nouvelle dynamique ?

David Chetboun

*Direction exécutive Innovation,
Recherche et Savoirs (IRS)*

*Département Diagnostics économiques
et politiques publiques (ECO)*

chetbound@afd.fr

L'équilibre reste cependant précaire, compte-tenu des nombreuses vulnérabilités structurelles présentées par l'économie. L'inflation s'établit à 35 % en août 2018 et pourrait atteindre 40 % d'ici la fin de l'année. Le déficit public, à 6,5 % du PIB en 2017, est essentiellement financé par l'endettement externe. Le déficit courant se creuse, pénalisé par un manque de compétitivité à l'exportation. Dans ce contexte, le pays demeure exposé à des retournements de sentiments des marchés et à des chocs externes comme ceux observés au cours du deuxième trimestre et de l'été 2018, remettant en question la politique économique de « gradualisme » prônée par le gouvernement Macri.

Dans ce contexte, cette étude propose de faire un point sur la situation macroéconomique et financière de l'Argentine. Elle s'articule autour de cinq parties. La première partie présente le contexte sociopolitique argentin. Les évolutions structurelles du modèle de croissance sont abordées dans une

seconde partie. La troisième partie est consacrée à l'évolution des finances publiques et la quatrième partie s'intéresse au système bancaire et à la politique monétaire. Enfin le diagnostic est complété par une analyse des équilibres externes du pays.

Sommaire

<p>1 / UNE DÉMOCRATIE CONSOLIDÉE OÙ LES ENJEUX SOCIOÉCONOMIQUES DEMEURENT PRÉGNANTS 3</p> <p>1.1. Une histoire politique mouvementée mais une démocratie qui s'est consolidée depuis plus de trente ans 3</p> <p>1.2. Un paysage politique façonné par le clivage entre péronistes et anti-péronistes 4</p> <p>1.3. Le syndicalisme, acteur majeur de la vie politique 4</p> <p>1.4. Un régime fédéral caractérisé par un rapport de force entre État central et provinces 5</p> <p>1.5. D'importants enjeux socioéconomiques malgré un niveau élevé de richesse par habitant 5</p>	<p>4 / UN SECTEUR BANCAIRE SAIN MAIS PEU PROFOND 24</p> <p>4.1. Faible profondeur du secteur financier 24</p> <p>4.2. Un secteur bancaire sain, rentable et bien capitalisé 25</p> <p>4.3. Une politique monétaire en recherche de crédibilité 27</p>
<p>2 / UNE CROISSANCE VOLATILE ET SOUMISE À DES CHANGEMENTS DE POLITIQUES ÉCONOMIQUES 8</p> <p>2.1. Une histoire économique mouvementée entravant le développement du pays 8</p> <p>2.2. De faibles gains de productivité générant un déficit de compétitivité 10</p> <p>2.3. La récente fragilisation de l'économie accroît les incertitudes sur le plan politique 14</p>	<p>5 / LES ÉQUILIBRES EXTERNES DEMEURENT FRAGILES 29</p> <p>5.1. Un compte courant devenu structurellement déficitaire, reflet de la baisse de la compétitivité à l'exportation 29</p> <p>5.2. Augmentation des flux de portefeuille entrants suite à la levée des contraintes externes 31</p> <p>5.3. Liquidité externe de nouveau orientée à la baisse 32</p>
<p>3 / UNE CRÉDIBILITÉ EN MATIÈRE DE FINANCES PUBLIQUES À RESTAURER 16</p> <p>3.1. Augmentation rapide de la dette publique après le retour de l'Argentine sur les marchés internationaux 16</p> <p>3.2. Des déficits budgétaires majeurs liés au niveau élevé des dépenses publiques 19</p>	<p>LISTE DES ACRONYMES ET ABRÉVIATIONS 35</p> <p>RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES 36</p>

1 / Une démocratie consolidée où les enjeux socioéconomiques demeurent prégnants

1.1. Une histoire politique mouvementée mais une démocratie qui s'est consolidée depuis plus de trente ans

Terre d'immigration pour les Européens et terre d'investissement pour les capitaux anglais et états-uniens à partir de la fin du 19^e siècle, notamment dans les ports et les chemins de fer pour l'extraction des produits agricoles, l'Argentine connaît une croissance spectaculaire jusqu'à la fin des années 1920. Sa population double tous les 20 ans entre 1850 (1 million d'habitants) et 1914 (8 millions), pour atteindre 42 millions aujourd'hui. Le développement économique du pays est tiré par les exportations de laine, de viande et de céréales vers l'Europe, exploitant l'immense espace disponible^[1]. En 1913, le pays se classe au 12^e rang mondial en termes de PIB/tête avec une classe moyenne établie, tandis que Buenos Aires inaugure le premier métro d'Amérique du Sud.

Déstabilisée par la contraction des marchés internationaux suite à la grande crise de 1929, l'Argentine entre alors dans une longue période d'instabilité politique marquée par de nombreux coups d'État militaires. Alors qu'il avait été régulièrement élu deux ans plus tôt, le président Yrigoyen est renversé en 1930 par le pouvoir militaire œuvrant pour le compte de l'oligarchie foncière. Cet événement constitue un tournant dans l'histoire politique du pays. Entre 1930 et 1983, l'Argentine connaît une succession de régimes de nature autoritaire, et souvent militaires : sur les seize présidents à la tête du pays durant cette période, onze prennent le pouvoir par la force.

En 1943, Juan Domingo Perón occupe une position prééminente dans la dictature militaire qui prend le pouvoir par la force après dix années d'administration marquées par la fraude électorale, la corruption et la montée du fascisme. Il se fait ensuite élire démocratiquement en 1946 avec 56 % des suffrages exprimés. Si le multipartisme est maintenu sous sa présidence, Perón instaure une forme de pouvoir populiste et nationaliste qu'il définit comme « justicialiste ». Il s'appuie sur

trois branches principales : (i) politique ; (ii) syndicale, permettant l'intégration de la classe ouvrière à l'État ; et (iii) féminine, créée après la mise en place du droit de vote des femmes en 1947. Perón s'assure du soutien de la population grâce à de nombreuses mesures sociales : programmes de protection sociale, congés payés, augmentations des salaires des fonctionnaires, droit de vote des femmes, etc. Davantage préoccupé par la redistribution de la richesse et l'encadrement de la population que par la transformation des structures productives, il laisse le pays exposé à la grande baisse des cours agricoles dans les années 1950, qui plonge l'économie dans une récession. À la suite d'un coup d'État militaire, Perón quitte le pouvoir en 1955. Son parti politique est interdit, ses sympathisants réprimés et plusieurs dizaines de cadres exécutés.

L'Argentine connaît ensuite deux décennies marquées par la proscription du péronisme aux élections, une forte conflictualité sociale et plusieurs coups d'État militaires. Après 18 ans d'exil, Perón, revenu en Argentine, est élu démocratiquement à la présidence de la République en 1973 pour ce qui constitue son troisième mandat. À sa mort, en 1974, sa troisième épouse alors vice-présidente, lui succède. Elle est à son tour renversée par le pouvoir militaire en 1976. La junte militaire gouverne ensuite le pays de façon autoritaire jusqu'en 1983 dans la période dite de « guerre sale », avant que la défaite de l'Argentine durant la guerre des Malouines et les difficultés économiques n'entraînent son départ.

L'élection présidentielle de Raul Alfonsín en 1983 marque ainsi le retour de la démocratie et la mise à l'écart définitive du pouvoir militaire de la vie politique.

En 2001, l'Argentine est frappée par une grave crise économique et sociale. Devant l'importante récession qui touche le pays, les manifestations publiques se multiplient et sont sévèrement réprimées. Les émeutes font au total trente-cinq morts et l'état d'urgence est déclaré. Ces événements débouchent sur une crise politique entraînant la démission du président De La Rúa à la moitié de son mandat puis la succession de cinq présidents à la tête du pays en l'espace d'un mois.

[1] Avec une superficie cinq fois supérieure à celle de la France, l'Argentine est le huitième pays le plus vaste du monde.

Cette instabilité politique s'achève en 2002 avec l'élection de Duhalde à la présidence. En 2003, Nestor Kirchner, membre du parti justicialiste héritier du péronisme, est élu à la présidence. Sa femme, Cristina, lui succède en 2007 pour deux mandats (2007-2015). Le modèle politique mis en place par le couple Kirchner se caractérise par un fort interventionnisme de l'État et une politique d'inclusion sociale volontariste. Après douze ans de « kirchnérisme », l'élection en 2015 de Mauricio Macri, opposant de centre-droit, à la présidence de la République, constitue un nouveau tournant politique. En effet, pour la première fois depuis les années 1940, le président élu n'est ni péroniste ni membre du parti radical.

1.2. Un paysage politique façonné par le clivage entre péronistes et anti-péronistes

Depuis 1983 et la fin de la dictature militaire, les conditions d'expression de la démocratie se sont renforcées en Argentine. En effet, le multipartisme est ancré dans la vie politique et les élections à l'ensemble des échelons du pouvoir sont pluralistes, transparentes, tandis que leurs résultats ne font pas l'objet de contestation.

À la suite du développement du péronisme, à partir de 1946, le paysage politique argentin peut être décomposé entre péronistes et anti-péronistes. Le mouvement péroniste ou justicialiste a longtemps dominé la compétition politique du pays. Pouvant être originellement défini comme une idéologie nationaliste, personnaliste et populiste, le péronisme revendique l'intégration de la classe ouvrière à l'espace étatique grâce à la médiation des syndicats, et défend deux notions majeures : la justice sociale et la souveraineté nationale. Il n'a toutefois eu de cesse d'évoluer, si bien qu'il est devenu au cours des années un mouvement politique protéiforme dont on ne peut déterminer précisément s'il se situe à gauche ou à droite. Ainsi, alors que Menem, au pouvoir en 1989, donne au mouvement une orientation fortement néolibérale, l'approche des époux Kirchner est au contraire beaucoup plus sociale et se rapproche davantage du mouvement initialement créé par Perón.

Depuis la transition politique en 1983, les péronistes n'ont jamais perdu deux élections présidentielles successives. Cependant, le péronisme apparaît aujourd'hui très fragmenté entre trois partis politiques (Parti justicialiste, *Frente Para la Victoria* – Front pour la victoire et *Unidad Ciudadana* – Unité citoyenne, nouvellement créée par l'ex-présidente Cristina Kirchner) alors que peu de nouveaux leaders émergent.

1.3 Le syndicalisme, acteur majeur de la vie politique

Le syndicalisme naît en Argentine à la fin du 19^e siècle tandis que la Confédération générale du travail (CGT), principal syndicat du pays, est créée en 1930. L'arrivée au pouvoir de Perón constitue une rupture dans l'histoire des syndicats en Argentine. En effet, le syndicalisme dans la doctrine péroniste est vu comme l'un des piliers du mouvement national et est incorporé progressivement aux institutions étatiques. En effet, l'État reconnaît les organisations syndicales membres de la CGT comme des interlocuteurs privilégiés dans les discussions avec les employeurs sur le développement de la négociation collective ou le renforcement du pouvoir des délégués dans les entreprises. Le modèle syndical argentin est construit sur le monopole de la représentativité au niveau de chaque secteur : le syndicat détenant le plus grand nombre d'adhérents est le seul à même de représenter les travailleurs dans les négociations et les conflits.

À la suite du départ de Perón en 1955 et durant les années d'interdiction du péronisme, le syndicalisme prend le relais politique du parti péroniste en termes d'opposition. Profitant de sa capacité de mobilisation et d'encadrement des classes populaires, son action politique se renforce et le pouvoir syndical est utilisé pour négocier avec l'État, au détriment de son action revendicative au sein de l'entreprise.

L'arrivée de la junte militaire au pouvoir en 1976 modifie à nouveau les rapports de force. Le droit de grève et le processus de négociation collective sont suspendus alors que la CGT est provisoirement dissoute en 1979. Cependant, le but de la dictature militaire n'est pas de détruire la structure syndicale mais plutôt de la diviser, en recherchant des alliés en son sein.

Dans un contexte d'affaiblissement des syndicats suite à la période d'autoritarisme militaire, la mise en place de la démocratie en 1983 s'accompagne d'une reconstruction de leur capacité d'influence et d'un retour au modèle de représentativité établi sous Perón. Cependant, le néolibéralisme de la fin des années 1980 et de la décennie 1990, mis en œuvre sous Menem, se traduit par une flexibilisation de la législation du travail, visant à réduire les coûts et à améliorer la mobilité de la main-d'œuvre. Cette politique économique déstabilise le mouvement syndical en faisant apparaître de profondes divergences : alors que la CGT soutient l'action du gouvernement, d'autres syndicats s'opposent à ces politiques. Dans ce contexte, une distanciation entre la base syndicale et les dirigeants, qui continuent de négocier avec les entreprises et l'État, se



créée. Par exemple, lors des manifestations qui suivent la crise économique de 2001, la direction syndicale est fortement discréditée par les manifestants.

De manière générale, les syndicats apparaissent comme des acteurs majeurs dans la vie politique du pays en raison de leur identification symbolique avec le péronisme et de leur capacité d'action directe (grèves, blocages, intimidations, etc.). En revanche, leurs dirigeants sont largement critiqués par la population, du fait d'une organisation interne très peu démocratique et d'accusations de corruption.

Sous Kirchner, l'action syndicale connaît un renouveau. Depuis 2004, les syndicats participent au Conseil national de l'emploi et du salaire minimum vital et mobile, qui détermine les augmentations du salaire minimum. Parallèlement, les conflits du travail se développent, donnant une place grandissante aux délégués syndicaux dans les négociations, tandis que le nombre de travailleurs syndiqués (40 %) augmente. L'élection de Macri en 2015 et le retour à plus de libéralisme économique font de nouveau apparaître certaines lignes de fracture. Alors que les leaders syndicaux sont dans une logique de négociation d'avantages partiels avec le pouvoir, considérant l'ajustement économique actuel comme inéluctable, ce sont les bases syndicales qui ont lancé les derniers mouvements de grève.

1.4. Un régime fédéral caractérisé par un rapport de force entre État central et provinces

L'Argentine est une République fédérale dotée d'un régime présidentiel. Le président est élu au suffrage universel direct pour une durée de quatre ans renouvelable une fois. La constitution date de 1853 et a été modifiée à cinq reprises, la dernière révision datant de 1994. Le pays est constitué de 23 provinces et du district fédéral de Buenos Aires. Chaque province est dirigée par un gouverneur, également élu pour quatre ans au suffrage universel direct. Les provinces disposent de leur propre gouvernement, d'un parlement et d'une constitution. Celle-ci définit l'organisation institutionnelle, politique, administrative, économique et financière de la province. Les provinces ont une autonomie importante vis-à-vis de l'État central dans la définition de leur système politique, électoral et municipal.

La constitution réserve néanmoins au pouvoir central les compétences régaliennes (affaires extérieures, défense, monnaie, crédit). Les provinces sont également largement dépendantes de l'État central sur le plan de leurs recettes fiscales : la majorité des impôts est recouvrée à l'échelon fédéral et redistribuée en partie aux provinces et municipalités selon une loi dite de « coparticipation » datant de 1988.

Le pouvoir législatif argentin est détenu par le Congrès qui est composé du Sénat et de la Chambre des députés. Le Sénat est constitué de 72 membres, soit trois sénateurs élus par province (deux sénateurs pour le parti vainqueur des élections et un pour le parti arrivé en seconde position), indépendamment du poids économique et démographique de la province. Le Sénat est renouvelé par tiers tous les deux ans. La Chambre des députés est constituée de 257 députés et est renouvelée par moitié bi-annuellement.

Depuis son arrivée au pouvoir en octobre 2015, le président Macri gouverne sans disposer de la majorité au Parlement. Cela n'a pas constitué un point de blocage lors de la première partie de son mandat puisque de nombreuses lois et réformes ont été votées au cours de cette période. Pour ce faire, le président s'appuie sur les péronistes modérés qui votent selon les réformes proposées, mais également en fonction de logiques clientélistes. Il s'agit ici d'une limite du système fédéral. En effet, les sénateurs et les députés sont portés à voter selon les intérêts des gouverneurs des provinces qu'ils représentent^[2], de sorte que ces derniers jouent un rôle central en matière de politique fédérale. La plupart des politiques menées sur le plan national doivent ainsi être négociées avec les gouverneurs des provinces, en échange de transferts fiscaux discrétionnaires. Dans ce contexte, les provinces de petite taille surreprésentées politiquement au Congrès^[3] jouent un rôle stratégique en dépit de leur faible poids économique et démographique.

1.5. D'importants enjeux socioéconomiques malgré un niveau élevé de richesse par habitant

Avec un PIB par habitant supérieur à 10 148 dollars (USD) en 2016^[4], l'Argentine figure parmi les pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure (PRITS) et est la troisième

[2] En effet, les gouverneurs des provinces exercent une forte influence sur l'établissement des listes des candidats aux élections provinciales.

[3] Comme le souligne Prévôt-Schapira (1998) : « Le nombre de voix nécessaire à l'élection d'un sénateur est deux cent quatorze fois plus élevé dans la province de Buenos Aires (13 millions d'habitants) que dans la Terre de Feu (59 000 habitants) ».

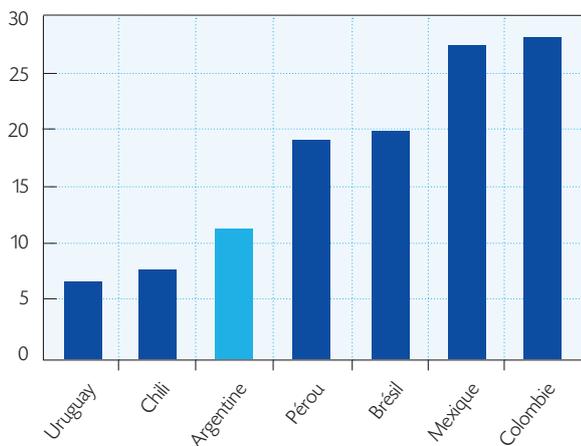
[4] PIB par habitant à prix constant de 2010, calculé par la Banque mondiale.

économie d'Amérique latine. En dépit de ces caractéristiques, le pays affiche de mauvaises performances concernant certains indicateurs socioéconomiques, conséquence d'une trajectoire de croissance erratique au cours des trente dernières années.

D'après les données publiées par l'Institut national des statistiques et des recensements (INDEC), en mars 2017, près de 30 % de la population urbaine vivrait en dessous du seuil de pauvreté^[5] et plus de 1,6 million de personnes dans des conditions d'extrême pauvreté. En comparaisons régionales, la part de la population vivant avec moins de 4 USD par jour est plus élevée en Argentine qu'au Chili ou en Uruguay – les deux pays les plus riches de la région – mais en dessous de pays tels que le Brésil ou le Pérou (cf. graphique 1).

Graphique 1

Part de la population vivant avec moins de 4 USD par jour en PPA (en % de la population totale)



Source : SEDLAC

L'enquête sur la pauvreté révèle de fortes disparités intergénérationnelles. Ainsi, la pauvreté touche principalement les plus jeunes. 45 % des enfants âgés de moins de 14 ans vivent sous le seuil de pauvreté. Dans le même temps, 7 % des seniors de plus de 65 ans, qui bénéficient d'un système généreux de réversion des retraites, vivent sous ce seuil. Les disparités sont également d'ordre géographique puisque la pauvreté touche plus fortement les régions du nord-est du pays (30 %) que celles du sud (de l'ordre de 20 % en Patagonie).

Dans ce contexte, les inégalités, bien que moins prégnantes par rapport à de nombreux pays d'Amérique latine, demeurent importantes : selon les dernières données disponibles (2014), l'indice de Gini^[6] s'élève ainsi à 0,43 contre 0,51 au Brésil ou 0,48 au Mexique.

Ces inégalités sont notamment entretenues par les caractéristiques du marché du travail. En effet, le secteur informel emploie plus de 30 % de la main-d'œuvre. Or, si le marché du travail formel propose des salaires élevés et de meilleures conditions d'emploi (assurance chômage), les travailleurs informels sont plus faiblement et irrégulièrement rémunérés. D'après l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), la rémunération dans le secteur informel est inférieure de 36 % à celle du secteur formel. L'importance de l'informalité peut en partie s'expliquer par les règles en vigueur sur le marché du travail formel, et notamment par le coût élevé des cotisations sociales qui représentent 35 % du salaire des employés. Fin 2017, le taux de chômage s'est néanmoins légèrement réduit, s'établissant à 7,2 %. Il touche principalement les jeunes actifs âgés de 15 à 24 ans, cohorte pour laquelle le taux de chômage atteint 40 %.

En termes de protection sociale, l'Argentine propose de nombreux programmes mis en place aux niveaux national et provincial. Alors que les travailleurs du secteur formel bénéficient d'un système de sécurité sociale, le pays a introduit, depuis 2009, un mécanisme de transfert monétaire conditionnel pour les travailleurs du secteur informel. Ces derniers reçoivent un montant de 70 USD par enfant sous condition d'envoi des enfants à l'école et au centre de soins. En revanche, les allocations chômage ne permettent pas d'augmenter significativement les revenus des ménages argentins. D'un montant faible (190 USD, soit un tiers du salaire minimum), elles bénéficient à seulement un dixième des chômeurs en raison de conditions restrictives d'éligibilité.

[5] Celui-ci est défini comme le niveau de revenu nécessaire pour satisfaire les besoins essentiels de l'individu : nourriture, vêtements, transport, éducation, santé, etc.

[6] Plus l'indice de Gini est élevé et plus la distribution des revenus au sein de la population est inégalitaire.

Encadré 1 Manque de transparence des statistiques sous Kirchner

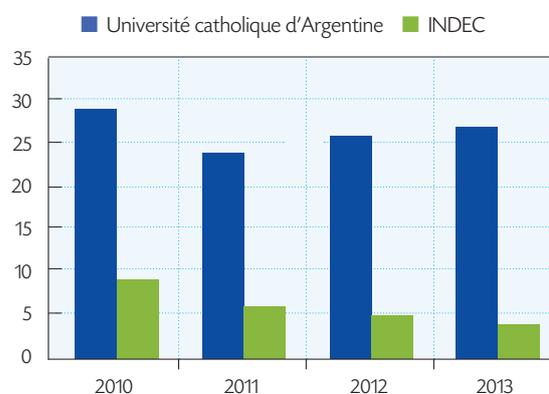
La qualité des données statistiques s'est fortement détériorée entre 2007 et 2015 sous l'effet de la pression politique du gouvernement Kirchner. Plusieurs séries statistiques clés de l'INDEC telles que les données d'inflation, de comptabilité nationale ou encore les résultats relatifs aux enquêtes de pauvreté, ont ainsi été manipulées dans le but de masquer la réalité de la situation socioéconomique. En 2013, le Fonds monétaire international (FMI) a adopté une déclaration de censure contre les données publiées par l'Argentine, sommant le pays de corriger « l'inexactitude de ses données statistiques afin de se conformer aux standards internationaux ». À partir de 2013, certaines statistiques (enquêtes de pauvreté notamment) ne sont plus publiées par l'INDEC, notamment au niveau des provinces.

Pendant cette période, les organismes élaborant des statistiques alternatives se sont multipliés. Un indice alternatif d'inflation a, par exemple, été publié par la mairie d'opposition de Buenos Aires. En 2012, alors que l'INDEC mesurait l'inflation à 10,8 %, la mairie de Buenos Aires l'évaluait à 25,6 %. Les chiffres de pauvreté ont également fait l'objet d'estimations alternatives par l'université catholique d'Argentine. Ces estimations sont considérées comme fiables par l'ensemble des observateurs internationaux et renvoient une image bien différente du niveau réel de pauvreté du pays par rapport aux statistiques officiellement diffusées (cf. graphique 2).

En 2016, l'INDEC a fait l'objet d'un remaniement et l'ensemble de ses cadres ont été renouvelés. Cela s'est traduit par la publication de chiffres révisés d'inflation ainsi que de données révisées concernant la comptabilité nationale, le commerce international, les indicateurs de pauvreté et le marché du travail. En dépit de ces améliorations, l'historique de certaines séries statistiques – comme celles relatives aux enquêtes ménages et à l'inflation – ne peut être amélioré, compte tenu des falsifications dont elles avaient fait l'objet par le passé. Ainsi, seules les données publiées à partir de la seconde moitié de l'année 2016 par l'INDEC peuvent être considérées comme fiables. Par conséquent, l'analyse historique de certaines séries statistiques oblige à recourir à des données statistiques non officielles.

Graphique 2

Estimation du taux de pauvreté au seuil national – INDEC vs université catholique d'Argentine (en % de la population totale)



Sources : INDEC, université catholique d'Argentine.

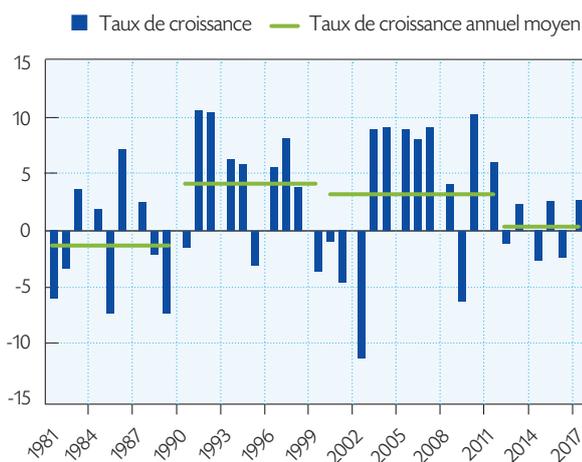
2 / Une croissance volatile et soumise à des changements de politiques économiques

2.1. Une histoire économique mouvementée entravant le développement du pays

Sur longue période, la croissance économique de l'Argentine apparaît peu soutenue et fortement volatile (cf. graphique 3). Cette instabilité reflète notamment les nombreux changements en termes de politiques économiques mises en place par les différents gouvernements qui se sont succédés. Ainsi, sous la dictature militaire (1973-1983), le modèle protectionniste argentin en vigueur depuis les années 1930 est remis en cause au profit d'une forte libéralisation financière dans le but d'attirer les capitaux étrangers. La décennie 1980 se caractérise par une période de faibles performances économiques : récessions, hyperinflation, déficits publics non maîtrisés et augmentation du service de la dette, etc.

Graphique 3

Taux de croissance du PIB sur longue période (en %)

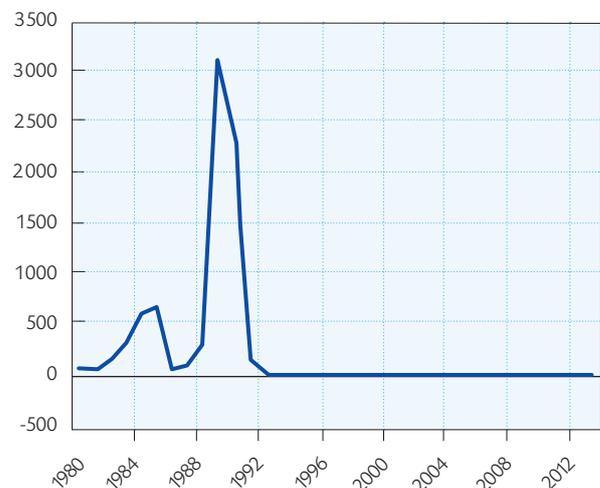


Sources : FMI (WEO), calculs de l'auteur.

Afin de mettre fin au régime d'hyperinflation de la fin des années 1980 (3 100 % d'inflation en 1989, 2 300 % en 1990, cf. graphique 4) et de restaurer la crédibilité de la politique monétaire, Carlos Menem, élu président en 1989, fait voter une loi de convertibilité. Celle-ci crée une nouvelle monnaie, le peso, en parité fixe par rapport au dollar, dans un régime dit de « *currency board* » (caisse d'émission) qui requiert une couverture intégrale de la base monétaire en circulation par les réserves de changes détenues à la Banque centrale. Si ce type de régime assure la transparence de la politique monétaire en évitant la monétisation des déficits publics et réduit l'exposition au risque de change, il augmente en contrepartie la dépendance du pays vis-à-vis de l'étranger, l'émission monétaire étant conditionnée à l'entrée de devises dans le pays. Parallèlement, le gouvernement Menem procède également à de nombreuses privatisations d'entreprises publiques (électricité, gaz, poste, secteur pétrolier, etc.) et ouvre le marché argentin à la concurrence externe (fin des restrictions aux importations). Les résultats de cette politique sont dans un premier temps significatifs. L'inflation repasse sous la barre des 10 % à partir de 1992, avant de s'établir à 4,2 % en 1994, tandis que la croissance économique, vigoureuse (entre 10,5 % en 1991 et 5,8 % en 1994), est soutenue par l'afflux de capitaux étrangers.

Graphique 4

Taux d'inflation sur longue période (en %)



Sources : INDEC, calculs de l'auteur.



En 1995, l'effet sur l'Argentine de la crise « Tequila » au Mexique (-2,8 % de croissance) témoigne de la sensibilité du pays aux chocs externes et aux reflux de capitaux. À partir de 1997, le pays est à nouveau impacté par une série de chocs externes. Les crises asiatique et russe de 1997 et 1998 entraînent une défiance des investisseurs étrangers et une augmentation du coût des emprunts externes pour les économies émergentes telles que l'Argentine. Parallèlement, la dépréciation de nombreuses monnaies d'Amérique latine face au dollar, la crise au Brésil, principal partenaire commercial du pays, et la baisse des prix des matières premières affectent le commerce extérieur argentin. En 1999, l'Argentine connaît une récession de 3,5 % et les marchés financiers commencent à s'interroger sur la soutenabilité de la trajectoire de sa dette publique.

En 2000, l'économie se contracte à nouveau (-0,8 %) tandis que la dette externe totale atteint 65 % du PIB. Au cours de cette année, la prime de risque sur les émissions obligataires argentines passe de 500 à 860 points de base, témoignant de la méfiance grandissante des marchés financiers par rapport à la solvabilité de l'État. En décembre et afin de restaurer la confiance sur les marchés financiers internationaux, l'Argentine conclut un accord avec le FMI, tandis que plusieurs bailleurs multilatéraux^[7] s'engagent à soutenir le pays conditionnellement à la mise en place d'une combinaison de réformes de libéralisation financière et d'austérité budgétaire.

En août 2001, une nouvelle ligne de crédit est accordée par le FMI, sous réserve de l'atteinte d'un solde budgétaire nul en 2002. En décembre 2001, suite à d'importantes sorties de capitaux menaçant la convertibilité entre peso et dollar, le gouvernement argentin instaure une mesure dénommée « *el corralito* » qui limite les retraits bancaires des particuliers à 250 dollars par semaine. Le 22 décembre 2001, le FMI refuse de débloquer une nouvelle tranche de 1,2 Md USD du prêt conditionné, estimant que les engagements pris par le gouvernement en termes de finances publiques ne sont pas tenus. L'Argentine se déclare alors en défaut de paiement sur sa dette externe pour un montant de 88 Mds USD, dont 93 % est détenue par des créanciers privés. En l'espace d'un mois, cinq présidents intérimaires se succèdent à la tête du pays, tandis que l'état d'urgence économique est décrété. D'importants changements de politiques économiques ont alors lieu : abandon du système de caisse d'émission garantissant la parité nominale entre dollar et peso, mise en place d'un régime de change flottant administré, conversion des dettes et créances en devises de façon asymétrique (taux de change unitaire entre

peso argentin (ARS) et USD pour les dettes, et de 1,4 pour les dépôts), gel des prix des tarifs publics, mise en place d'une taxe sur les exportations, etc.^[8] Entre 2000 et 2002, le PIB se contracte de 15 % et les conséquences sur le plan social sont majeures : le taux de chômage bondit à 21 % tandis que plus de 50 % de la population bascule sous le seuil de pauvreté.

Entre 2003 et 2007, l'activité économique retrouve du dynamisme. Elle bénéficie d'un taux de change sous-évalué favorable aux exportations (stabilisé à 4 pesos pour un USD), ainsi que de termes de l'échange favorables au pays, d'une orientation à la hausse des prix des matières premières qui représentent plus de 50 % des exportations du pays, de la baisse significative du service de la dette externe suite à l'épisode de défaut. La croissance a également été soutenue par une politique de relance très active de la consommation et de soutien de la demande sous Kirchner : gel des tarifs publics, investissements publics, mise en place de nombreux programmes d'assistance sociale, etc.

À partir de 2008, l'économie commence à montrer d'importants signes de surchauffe. En outre, la crise financière internationale affecte négativement l'économie argentine *via* une baisse de la demande mondiale adressée au pays. En 2009, l'économie se contracte de 5,9 %. Si le PIB rebondit dès 2010, la politique budgétaire expansionniste menée par le gouvernement entraîne l'apparition d'importants déficits publics, désormais essentiellement financés par de la création monétaire, ce qui génère des tensions inflationnistes (en dépit des chiffres officiellement publiés par l'INDEC).

La période 2012-2015 se caractérise par un fort ralentissement de la croissance. L'inversion des termes de l'échange, défavorable aux exportations argentines (chute des prix des matières premières, ralentissement des principaux partenaires commerciaux), révèle l'ampleur des déséquilibres résultant de la politique économique (taux de change surévalué, taux d'inflation élevé, déficits jumeaux générant une diminution des réserves de changes, etc.). Au cours de cette période, les autorités renforcent leur contrôle sur les différents champs de la sphère économique et maintiennent une politique économique de plus en plus insoutenable : contrôle des flux de capitaux et du marché des changes pour soutenir la politique de change (entraînant la création d'un marché des changes parallèle), nationalisation d'entreprises, introduction d'importantes barrières douanières, ponctions régulières dans les réserves de change, etc.

[7] Le FMI octroie un prêt de 13,7 Mds USD, la Banque mondiale et la Banque interaméricaine de développement (BID), s'accordent sur un prêt de 5 Mds USD.

[8] Pour plus de détails, lire Carluccio et Ramos-Tallada (2016).

L'élection de Mauricio Macri à la présidence de la République à la fin de l'année 2015, après 12 ans de Kirchnerisme, constitue un nouveau tournant dans l'histoire économique de l'Argentine et marque le retour à une gestion plus libérale de l'économie. Dès sa prise de fonction, le gouvernement Macri a mis en place de nombreuses réformes visant à réduire les déséquilibres macroéconomiques hérités de l'administration précédente (Carluccio et Ramos-Tallada, 2016). Alors que le FMI (2017) estime que ces mesures devraient permettre de relever le potentiel de croissance à moyen terme de l'économie^[9] et d'en diminuer la volatilité, ces réformes n'ont pas encore totalement porté leurs fruits. L'économie s'est contractée de 2,2 % en 2016 et a renoué avec une croissance modérée de 2,9 % en 2017.

La forte volatilité historique de la croissance se retrouve dans l'évolution erratique du PIB par habitant du pays (cf. graphique 5). Si le PIB par habitant a globalement progressé depuis trente-cinq ans, il a alterné entre phases de croissance et de forte récession. En outre, celui-ci diminue tendanciellement depuis 2010. En comparaisons internationales, alors que le PIB par habitant de l'Argentine était plus de trois fois supérieur à la moyenne des pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure (PRITS) dans les années 1980, il s'est largement érodé au fil du temps illustrant de la faiblesse des performances économiques récentes (cf. graphique 6).

Graphique 5

PIB par habitant à prix constant de 2010 (en USD)



Source : Banque mondiale (WDI).

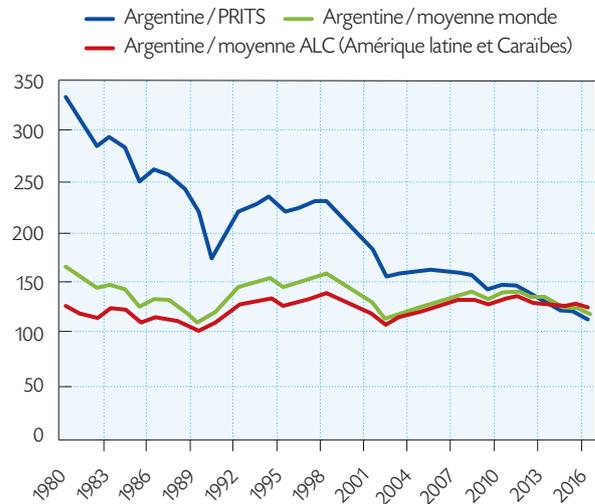
[9] Estimée par l'institution autour de 3 % (FMI, 2017).

[10] Base de données ARKLEMS produite par le « Centro de Estudios de la Productividad ». Compte tenu du manque de fiabilité des données de comptabilité nationale produites par l'INDEC, les données de productivité publiées par ce centre de recherche font l'objet d'un consensus et sont reprises par les publications de l'OCDE et du FMI.

[11] Notamment dans le secteur du soja qui a bénéficié d'un choc positif de productivité.

Graphique 6

Évolution du PIB/habitant par rapport à d'autres groupes de pays (en %)



Sources : Banque mondiale (WDI), calculs de l'auteur.

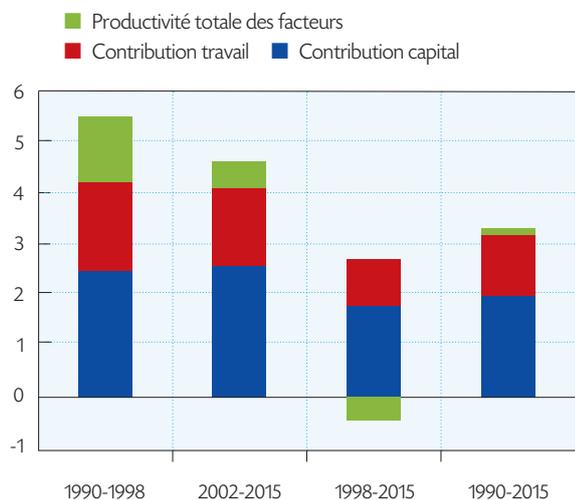
2.2. De faibles gains de productivité générant un déficit de compétitivité

Après la crise économique de 2001, l'Argentine a bénéficié de conditions externes favorables (prix élevé des matières premières, augmentation de la demande mondiale) qui ont permis de soutenir sa croissance. L'accélération de la croissance ne s'est toutefois pas traduite par des gains de productivité. D'après les estimations réalisées par le CEP^[10] et contrairement aux données publiées par l'INDEC, la dynamique de croissance du pays entre 1990 et 2015 a essentiellement été entretenue par l'accumulation du facteur capital et du facteur travail, alors que la productivité totale des facteurs n'a quasiment pas progressé au cours de cette période. À l'exception des entreprises du secteur agricole dont les performances ont été relativement bonnes^[11], l'ensemble de l'économie a souffert d'un déficit de productivité (cf. graphiques 7 et 8).



Graphique 7

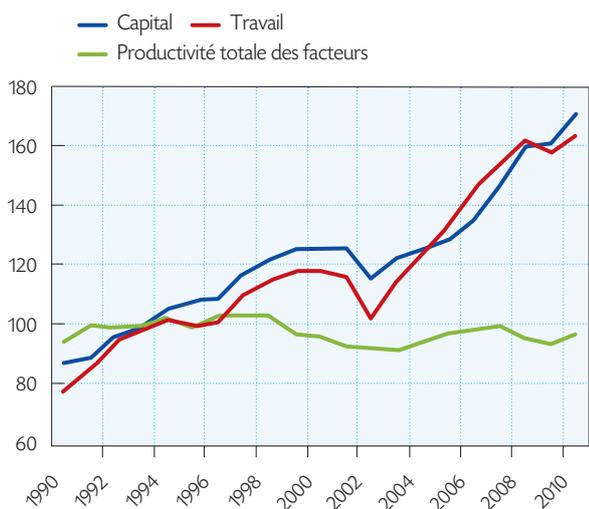
Contribution des différents facteurs de l'offre à la croissance (en %)



Source : ARKLEMS.

Graphique 8

Évolution de la productivité des facteurs (base 100 = 1993)

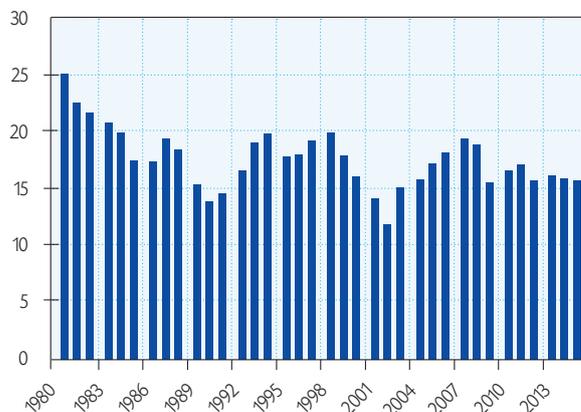


Sources : ARKLEMS, calculs de l'auteur.

L'absence de gains de productivité, qui grève le potentiel de croissance, a pour origine les nombreux verrous structurels pesant sur l'économie. Depuis le début de la décennie 1990, la part de l'investissement dans le PIB est structurellement inférieure à 20% du PIB, niveau insuffisant pour permettre une montée en gamme de la production vers des activités à plus forte valeur ajoutée (cf. graphiques 9 et 10). Parallèlement, les entrées d'IDE (Investissements directs à l'étranger) sont restées limitées à moins de 2% du PIB depuis 2011.

Graphique 9

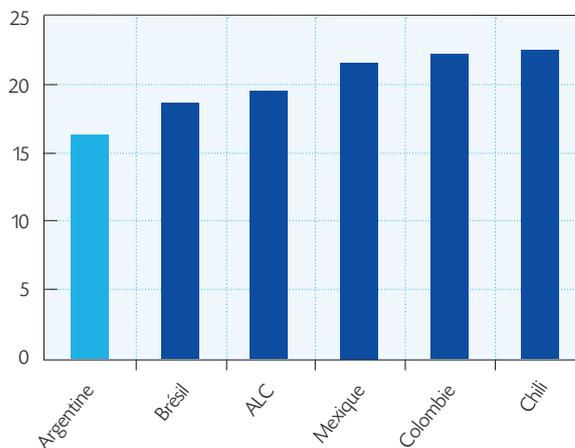
Investissement (en % du PIB)



Source : Banque mondiale (WDI).

Graphique 10

Investissement en % du PIB – Comparaisons régionales (moyenne 2002-2016)



Source : Banque mondiale (WDI).

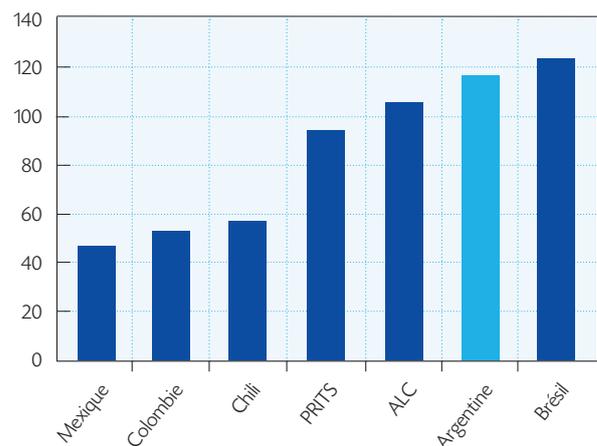
Le déficit d'investissement s'explique notamment par la faiblesse de l'épargne nationale dans une économie où le principal moteur de la croissance demeure la consommation. Il s'explique également par l'instabilité de l'environnement économique et politique ainsi que par un climat des affaires défavorable pour un pays de ce niveau de revenu, entraînant une défiance des investisseurs privés pour les investissements en pesos. Ainsi, le classement *Doing Business* de la Banque mondiale vient sanctionner la faiblesse du climat des affaires en Argentine (cf. graphique 11). En 2017, le pays est classé 117^e sur 190, soit à un rang largement inférieur au classement moyen des pays de la même tranche de revenu (94^e) ou que d'autres pays d'Amérique latine tels que le Mexique (47^e) ou la Colombie (53^e). Le climat des affaires est notamment impacté par :

- les nombreuses barrières à l'entrée de nouvelles entreprises sur le marché argentin et la complexité des procédures administratives de création d'entreprise. En outre, la création de nouvelles entreprises se heurte également à un niveau élevé de corruption. Ainsi, l'indice de perception de la corruption de *Transparency International* place l'Argentine au 107^e rang sur 175 pays. D'après l'organisme, la corruption aurait coûté plus de 6,2 Mds USD à l'économie argentine entre 2002 et 2015, affectant la qualité des services publics et décourageant les investisseurs étrangers ;
- une concurrence déloyale qui se manifeste par une régulation inefficace des marchés et des interventions arbitraires du gouvernement. Dans ce contexte, l'autorité de contrôle des marchés a récemment été restructurée et une loi a été votée au Congrès (2016), dans le but de renforcer ses pouvoirs et son indépendance ;
- des rigidités sur le marché du travail. Celles-ci sont liées aux négociations salariales collectives par branches, susceptibles d'imposer des niveaux de salaires élevés à des entreprises dont la productivité est plus faible que celle de la branche. Elles se manifestent également par l'importance des cotisations sociales ;

- une mauvaise qualité des infrastructures, provenant notamment d'un déficit d'investissement public, qui contribue à des coûts logistiques élevés. Ainsi, selon le classement établi par le *World Economic Forum*, l'Argentine a perdu 62 places en termes de qualité des infrastructures, pour se classer désormais 123^e. Les infrastructures de transport sont particulièrement défaillantes à l'extérieur des grandes métropoles et dans les provinces les plus reculées comme celles du nord-ouest du pays ;
- un discours souvent hostile des autorités, entre 2001 et 2015, vis-à-vis du secteur privé qui n'a guère contribué à encourager les investisseurs.

Graphique 11

Classement *Doing Business* 2017 (rang sur 190 pays)



Source : Banque mondiale (WDI).

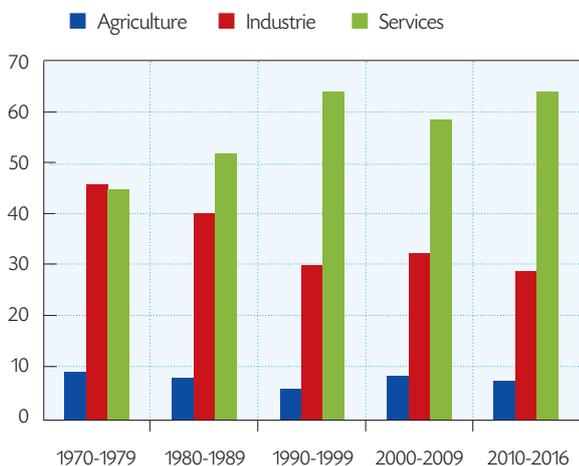
Note : Un rang élevé signifie un score faible.

La mise en place d'une stratégie d'import-substitution au cours de la dernière décennie a accentué le déficit de productivité des entreprises, si bien que celles-ci souffrent d'un manque de compétitivité sur le marché international. En effet, l'administration Kirchner a introduit de nombreuses barrières tarifaires et non tarifaires ainsi qu'un système de restriction de licences aux importations^[12]. Combinée à une monnaie surévaluée et à un contrôle des changes, cette politique a permis au début l'émergence et le soutien d'une industrie liée au secteur de l'électronique sur le marché local protégé de la concurrence internationale (cf. graphique 12).

[12] Sous Kirchner, les entreprises souhaitant importer devaient justifier d'un contenu local pour leur production ou d'une contribution aux exportations du pays. Ce mécanisme a été assoupli par la nouvelle administration, même si 1 600 produits restent soumis au système de licence aux importations.

Graphique 12

Décomposition de la valeur ajoutée par secteur (en % du total de la VA)

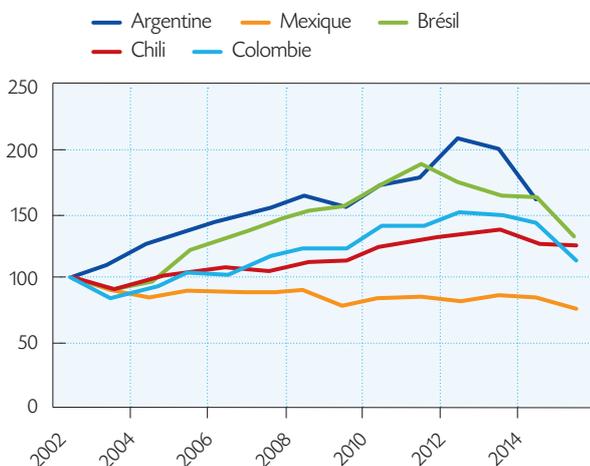


Source : Banque mondiale (WDI).

Si ce modèle économique a d'abord créé de l'emploi, il a également entraîné une hausse des prix sur le marché local, liée au manque de compétition et à des coûts salariaux élevés (cf. graphique 13). De fait, l'absence de concurrence internationale et la faiblesse du processus d'accumulation du capital (humain et physique) n'ont permis ni une montée en gamme de l'industrie argentine, ni une diminution des coûts de production, si bien que la productivité des entreprises est restée faible (cf. graphique 14).

Graphique 13

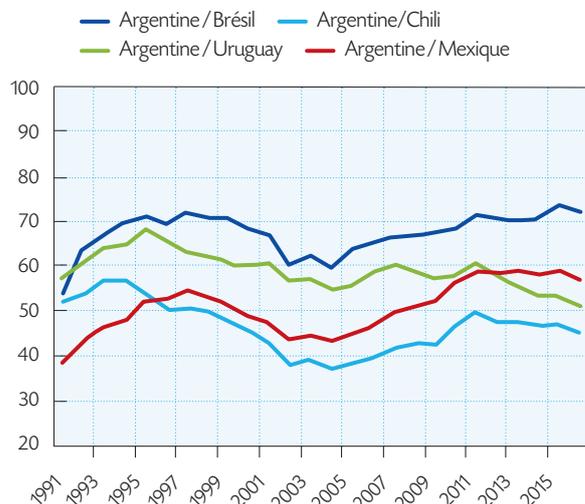
Coûts salariaux unitaires (base 100 en 2002)



Sources : OCDE (Economic Outlook), calculs de l'auteur.

Graphique 14

PIB par emploi, en % du PIB par emploi d'autres pays de la région



Sources : Banque mondiale (WDI), calculs de l'auteur.

Dans ce contexte, la transformation structurelle n'a pas été achevée, puisque l'emploi et le capital n'ont pas été réalloués aux secteurs les plus productifs de l'économie. Ainsi, plusieurs études (notamment Neumeyer et Sandleris, 2010) montrent qu'une meilleure allocation des ressources « travail » et « capital » aurait permis d'augmenter la productivité des entreprises de 60 %.

Renforcée par la mise en place d'importantes taxes sur les exportations de matières premières^[13] et par des quotas sur les exportations, la faiblesse de la productivité des entreprises s'est traduite par une perte de compétitivité à l'exportation significative au cours de la dernière décennie. Ainsi, alors que les exportations de biens représentaient plus de 20 % du PIB en 2004, elles ont diminué de plus de moitié en 12 ans (cf. graphique 15). En outre, elles sont essentiellement composées de produits à faible contenu technologique.

[13] Notamment sur les exportations de soja qui s'élevaient à 35 % du montant exporté.

Graphique 15

Part des exportations de biens dans le PIB (en %)



Source : OCDE (Economic Outlook).

2.3. La récente fragilisation de l'économie accroît les incertitudes sur le plan politique

Au-delà des aspects politiques, l'élection de Mauricio Macri à la tête du pays en octobre 2015 constitue également un tournant sur le plan économique. Alors que le modèle de croissance argentin sous Kirchner était axé sur le protectionnisme, l'interventionnisme de l'État, le contrôle de l'endettement externe et le soutien à la consommation des ménages, la politique économique menée par le nouveau gouvernement est davantage extravertie, axée sur le libéralisme économique et la relance de l'investissement financé par le recours à l'endettement externe.

Dans ce contexte, l'administration Macri a, dès sa prise de fonction, mis en place de nombreuses réformes destinées à rassurer les marchés financiers internationaux et à attirer les investisseurs étrangers, parmi lesquelles :

- la suppression du contrôle des changes et l'introduction d'un mécanisme de taux de change flexible qui a entraîné une dépréciation du peso vis-à-vis du dollar de 40 % en décembre 2015 ;

- l'annonce d'un plan de consolidation budgétaire visant à ramener progressivement le solde primaire à l'équilibre à moyen-long terme ;
- l'annonce de la mise en place progressive d'une politique monétaire de ciblage d'inflation avec pour objectif initial de la réduire à 5 % d'ici à fin 2019 ;
- la conclusion d'un accord avec les fonds « vautours » en février 2016 quant au règlement du contentieux sur le remboursement de la dette publique externe, ayant permis à l'Argentine de faire son retour sur le marché obligataire international ;
- la suppression de toutes les taxes à l'exportation, à l'exception de celles sur le soja, réduite de 35 % à 30 % ;
- une diminution des subventions aux secteurs de l'énergie et des transports ayant conduit à une augmentation des tarifs dans les deux secteurs. Le gouvernement a cependant maintenu un « tarif social » pour les ménages aux revenus les plus modestes ;
- le remaniement de l'Agence nationale des statistiques et la publication d'une nouvelle série d'inflation ainsi que de données révisées sur le PIB, le commerce international, les indicateurs de pauvreté, le marché du travail, etc.

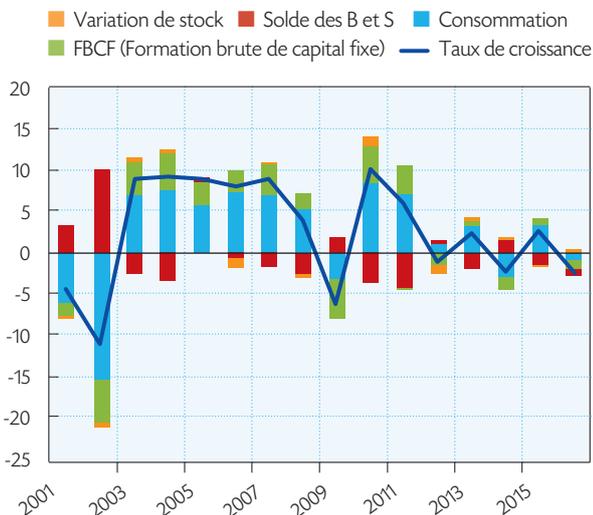
Ces différentes mesures ont permis de renforcer le cadre institutionnel dans le but d'attirer les capitaux étrangers et de relancer l'investissement. Cependant, la croissance demeure à ce stade encore essentiellement tirée par la consommation. En effet, en dépit d'un niveau élevé d'inflation^[14], pesant sur le pouvoir d'achat des ménages et par extension sur la consommation privée, le poids de la consommation dans le PIB continue de progresser et représente 85 % du PIB (cf. graphique 17). Parallèlement, le niveau d'investissement, en particulier dans le secteur privé, reste contenu et ne contribue que peu à la croissance. Enfin, la contribution du commerce extérieur à la croissance est en moyenne négative depuis quinze ans, reflétant le manque de compétitivité de l'économie (cf. graphique 16).

[14] Elle s'est établie à 40 % en 2016 et à 24 % en 2017, du fait de la dépréciation du peso et de la levée d'une partie des subventions à l'eau, à l'énergie et aux transports.



Graphique 16

Décomposition de la croissance par les facteurs de la demande (en %)



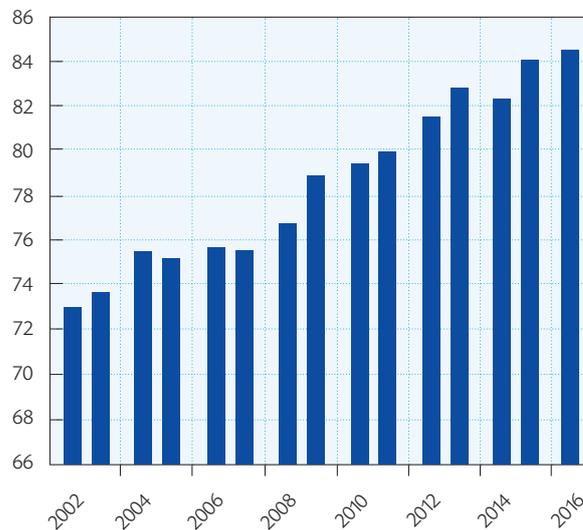
Sources : Banque mondiale (WDI), calculs de l'auteur.

Si les différentes réformes ont permis de corriger une partie des déséquilibres macroéconomiques, elles n'ont pas empêché l'Argentine de connaître une récession de 2,2 % en 2016. En 2017, le pays a toutefois renoué avec une croissance modérée de 2,9 % bénéficiant d'une consommation plus vigoureuse et de la reprise de l'investissement.

L'économie demeure néanmoins fragile et vulnérable à des chocs internes et externes comme ceux l'ayant touché au cours de l'année 2018. Au premier trimestre, le pays a connu un important épisode de sécheresse ayant significativement affecté les rendements du secteur agricole. Au second trimestre, la crise de change a conduit la Banque centrale à un premier resserrement de sa politique monétaire, de nature à impacter la demande interne. Elle a également forcé le président Macri à faire appel à l'aide financière du FMI en dépit de l'impopularité de cette institution dans le pays depuis la crise de 2001. Cette décision n'a toutefois pas suffi à restaurer la confiance des marchés financiers puisque le peso a connu un nouvel épisode de dépréciation marquée au mois d'août.

Graphique 17

Part de la consommation dans le PIB (en %)



Sources : Banque mondiale (WDI), calculs de l'auteur.

Dans ces conditions, la Banque centrale a procédé à une autre hausse de son taux d'intérêt directeur, tandis que les autorités ont annoncé l'introduction de mesures supplémentaires d'austérité. Désormais, le FMI (*World Economic Outlook*, octobre 2018) estime que l'Argentine devrait connaître une récession de 2,8 % en 2018, qui pourrait se poursuivre en 2019 (-0,7 %) fourchette comprise entre -0,5% et -2%. Dans ce contexte récessif ayant entraîné la mise en place de mesures impopulaires, l'hypothèse d'un changement de majorité lors de l'élection présidentielle de 2019 ne peut pas être totalement écartée. Un tel scénario pourrait être de nature à entraîner une réorientation des politiques économiques, évolution dont le pays est coutumier.

3 / Une crédibilité en matière de finances publiques à restaurer

3.1. Augmentation rapide de la dette publique après le retour de l'Argentine sur les marchés internationaux

En décembre 2001, dans un contexte de crise économique et financière, l'Argentine a fait officiellement défaut sur sa dette publique externe pour un montant de 88 Mds USD, pour ce qui constituait le plus important défaut souverain de l'Histoire en montant^[15]. Dès l'année suivante, le pays a entamé un difficile processus de restructuration de sa dette. En effet, le défaut concernait plus de 700 000 créanciers détenant 152 types d'instruments financiers sous la loi de huit juridictions différentes. Au total, 93 % de cette dette était détenue par des créanciers privés, les 7 % restants étant détenus par des créanciers bilatéraux et multilatéraux.

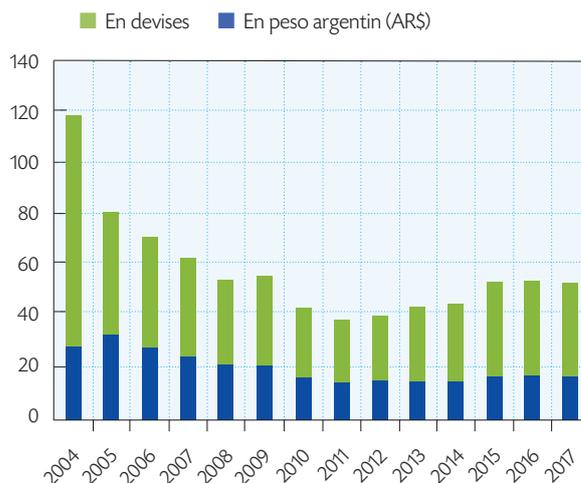
En 2006, l'Argentine a remboursé la totalité de sa dette envers le FMI. Entre 2005 et 2010, le pays a conclu plusieurs accords de restructuration sur près de 93 % de sa dette, incluant une décote de la valeur faciale de 70 % et une reprise du paiement des échéances restantes. Parallèlement, plusieurs fonds américains ont racheté sur le marché secondaire des titres avant restructuration. Ces créanciers, détenteurs d'obligations émises sous droit américain, ont refusé les termes de ces restructurations. Ils ont alors engagé une procédure de remboursement complet de leurs créances pour un montant équivalent à 1,6 Md USD, avançant la violation de la clause dite de « *pari passu* »^[16]. En juin 2014, la Cour suprême des États-Unis a confirmé la décision du juge new-yorkais Thomas Griesa de bloquer les versements aux créanciers détenteurs de titres obligataires restructurés tant que les créanciers « *hold-out* » (récalcitrants) n'étaient pas également payés. Un paiement de 539 millions USD aux créanciers restructurés a ainsi été bloqué, entraînant une dégradation des notes souveraines du pays en défaut partiel. En février 2016, la nouvelle administration Macri trouve un accord de règlement du contentieux avec ses créanciers non-restructurés. Les fonds spéculatifs acceptent

d'abandonner leurs poursuites en échange d'un paiement de 4,6 Mds USD. Après 12 ans d'absence, le pays fait son retour sur les marchés financiers internationaux en avril 2016, en émettant 16,5 Mds USD de dette obligataire.

Dans ce contexte de quasi-isolement des marchés internationaux de capitaux^[17], la dette publique de l'Argentine s'était considérablement réduite entre 2002 et 2011. Néanmoins, celle-ci a augmenté de plus de 15 points de PIB entre 2011 et 2016 (cf. graphiques 18 et 19). En 2017, le stock de dette publique s'élève à 351 Mds USD, soit l'équivalent de 57% du PIB. Cette évolution est essentiellement portée par l'augmentation de l'endettement en devises. En effet, près de 70 % du stock de dette publique est libellé en devises, ce qui l'expose aux fluctuations du taux de change. Afin de diminuer le risque de change, les autorités affichent leur volonté de développer les émissions obligataires en pesos sur le marché financier local.

Graphique 18

Évolution de la dette publique (en % du PIB)



Source : Ministère des Finances.

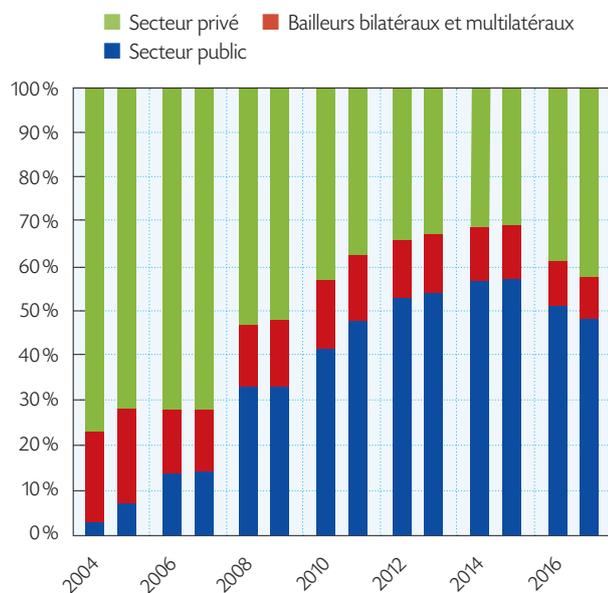
[15] Le montant du défaut grec en 2011 a depuis dépassé celui de l'Argentine.

[16] La clause « *pari passu* » implique que tout paiement d'une classe d'investisseurs doit s'accompagner d'un paiement proportionnel aux autres créanciers.

[17] D'abord subi à la suite du défaut de 2001 puis, dans un second temps, résultant d'une volonté du gouvernement Kirchner de ne pas dépendre des marchés internationaux pour le financement du pays.

Graphique 19

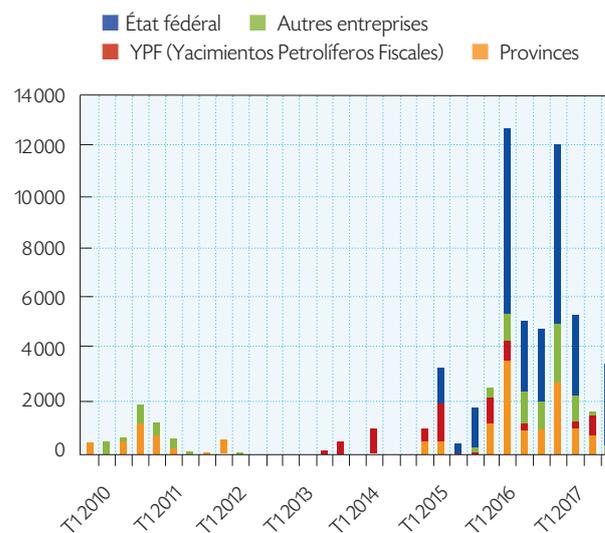
Structure de la dette publique par type de créanciers (en % du total)



Sources : Ministère des Finances, calculs de l'auteur.

Graphique 20

Émissions obligataires de l'État fédéral, des provinces et des entreprises sur le marché international (en millions USD)



Source : Banque centrale.

Si elle est à ce stade contenue (33 % du stock total de dette), la part de la dette contractée auprès de créanciers externes augmente. En effet, depuis février 2016 et le règlement du contentieux avec les fonds vautours, l'Argentine peut de nouveau emprunter sur le marché obligataire international. Elle a procédé, en avril 2016, à la plus grande émission obligataire jamais réalisée par un pays émergent (16,5 Mds USD à 7,5 % à 10 ans). Cette émission reconnaît la compétence des juridictions états-uniennes, mais avec des clauses protectrices destinées à éviter de nouveaux contentieux avec les fonds non coopératifs^[18]. En juin 2017, une émission obligataire sur les marchés financiers internationaux a été réalisée pour un montant de 2,75 Mds USD à une maturité de 100 ans et un rendement de 7,9 %. Au total, les émissions obligataires et les emprunts externes se sont élevés à 22,5 Mds USD en 2017 (cf. graphique 20).

Conséquence de la période Kirchner au cours de laquelle les déficits publics étaient essentiellement financés par des ponctions sur les réserves d'entités publiques, près de la moitié de la dette publique est détenue par le secteur public, principalement par la Banque centrale^[19] et le Fonds de sécurité sociale (ANSES – *Administración Nacional de la Seguridad Social*). Si ce mode d'endettement peu onéreux présente un faible risque de refinancement, il n'en demeure pas moins inflationniste et peu compatible avec l'objectif poursuivi par la Banque centrale de réduction progressive de l'inflation. Dans ces conditions, la nouvelle administration souhaite substituer progressivement la dette contractée auprès de ces entités publiques par de la dette non concessionnelle contractée sur les marchés financiers.

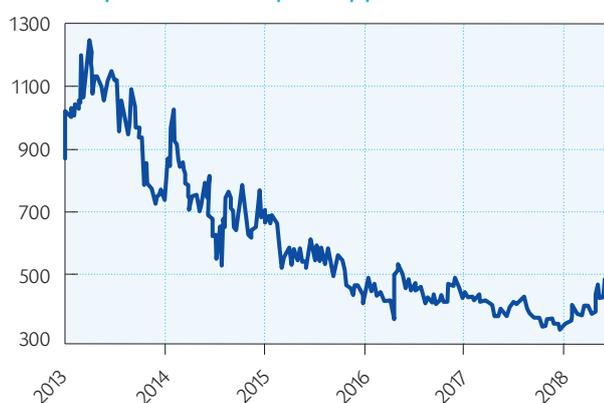
[18] Ces clauses stipulent notamment qu'en cas de restructuration de la dette (rééchelonnement, réduction de la valeur nominale...), le vote d'une majorité des créanciers contraindrait la totalité des créanciers.

[19] Outre les ponctions directes sur les réserves de change, la Banque centrale participe également au financement de la dette publique via un système d'avances statutaires sur les recettes publiques perçues par l'État.

L'accord trouvé avec les fonds vautours en février 2016 a entraîné une amélioration progressive de la perception des marchés concernant la dette argentine. Les *spreads* et les *Credit Default Swap* (CDS) ont ainsi considérablement diminué entre la fin d'année 2015 et le début de l'année 2018, traduisant cette perception plus favorable^[20] (cf. graphiques 21 et 22). Parallèlement, les agences de notation ont également amélioré progressivement leurs notations souveraines : Fitch classe le pays en B, Moody's en B2 et Standard & Poor's en B+^[21].

Graphique 21

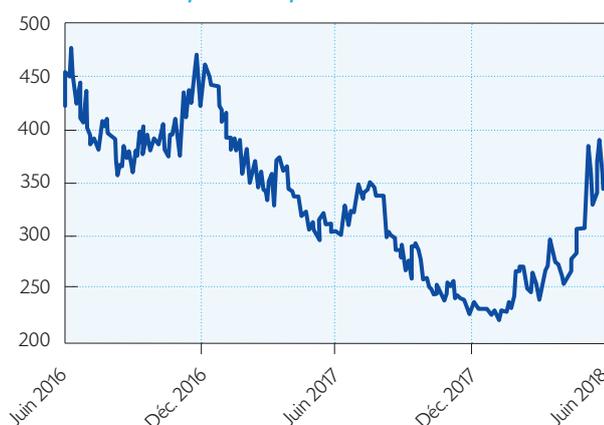
Spreads sur dette souveraine à dix ans (en points de base par rapport aux bonds US)



Source : J.P. Morgan.

Graphique 22

CDS à cinq ans (en points de base)



Source : J.P. Morgan.

En dépit de certains éléments de confort (stock de dette publique détenu essentiellement par des entités publiques), plusieurs sources de fragilités peuvent néanmoins être soulignées :

- la part importante de la dette libellée en devises. Celle-ci fait peser un risque de change non négligeable susceptible d'impacter significativement la trajectoire d'endettement public. Dans sa dernière analyse de viabilité de la dette, le FMI (2018) estime que ce risque figure parmi les risques les plus importants pesant sur la dette publique argentine (cf. tableau 1). Dans le contexte de dépréciation du peso face au dollar de plus de 50% depuis le début de l'année, ce risque semble s'être matérialisé puisque les autorités estiment que la dette publique devrait dépasser 80% du PIB d'ici la fin de l'année 2018 ;
- une appréciation à la hausse du risque souverain argentin liée à une éventuelle évolution politique ou économique défavorable, un ajustement budgétaire moins rapide qu'escompté ou une désaffection des marchés financiers pour le risque souverain des pays émergents, alors que la stratégie du nouveau gouvernement est de recourir de façon accrue à de l'endettement non-concessionnel. Or, depuis la fin du mois d'avril 2018, la pression sur le peso argentin s'est accentuée et a engendré une augmentation significative des CDS et des *spreads* argentins ;
- les risques pesant sur d'éventuels passifs contingents, notamment ceux liés au régime de réversion des retraites et à la dette de certaines provinces argentines disposant d'une garantie implicite de l'État fédéral. En effet, les provinces disposent d'une autonomie d'endettement sur les marchés financiers internationaux, à la condition que le service de leur dette ne dépasse pas 50 % de leurs recettes. Actuellement, sept provinces ont accès aux marchés financiers internationaux. Elles ont effectué des émissions obligataires pour un montant total de 6,7 Mds USD en 2016 et de 4,6 Mds USD en 2017. Le stock de dette des provinces est estimé à 542 Mds AR\$ soit l'équivalent de 5,3 % du PIB, dont un tiers est détenu par l'État central. Concernant le régime de retraite, et en l'absence de réforme de celui-ci, l'augmentation des pensions de retraites et le vieillissement de la population devraient entraîner une hausse des dépenses totales. Celles-ci sont estimées à 40 % du PIB en valeur actualisée.

[20] La forte dépréciation du peso en 2018 s'est néanmoins traduite par une nouvelle poussée des *spreads* et CDS.

[21] Notations au 16 septembre 2018.



Ainsi, le FMI (2018) estime dans sa dernière analyse de la dette, que la trajectoire d'endettement de l'État demeure à ce stade soutenable, mais pas avec une probabilité forte. Les vulnérabilités en termes de finances publiques sont essentiellement liées au stock de dette en devises et à l'endettement des provinces. Le risque de liquidité est également élevé, étant donné les importants besoins en financement de l'État (qui a représenté 13 % du PIB en 2017) afin de financer ses larges déficits publics. Dans ce contexte, l'accord de confirmation triennal approuvé par le FMI en juin 2018 pour un montant de 50 Mds USD, avec un droit de tirage immédiat de 15 Mds USD, devait permettre de subvenir aux besoins de financement de l'Argentine. En août

2018 et compte-tenu des inquiétudes des marchés financiers, le Président Macri a cependant demandé un accès anticipé à l'ensemble des fonds du FMI afin de sécuriser la couverture du besoin en financement de l'État pour la fin de l'année en cours et pour celle à venir. Le 26 septembre 2018, un nouvel accord a été annoncé modifiant le programme précédemment conclu en juin. Il porte désormais sur un montant total de 57 Mds USD avec un décaissement supplémentaire de 19 Mds USD d'ici la fin de l'année 2019. Le FMI estimait le besoin en financement de l'État à 82 Mds USD pour la fin d'année 2018 et à 96 Mds USD en 2019.

Tableau 1 Matrice d'évaluation des risques pesant sur la dette publique argentine

■ Risque faible ■ Risque modéré ■ Risque élevé □ Absence d'information

Niveau de dette	Choc de croissance réelle	Choc sur la balance primaire	Choc de taux d'intérêt réel	Choc de taux de change	Choc sur les passifs contingents
Besoin en financement externe	Choc de croissance réelle	Choc sur la balance primaire	Choc de taux d'intérêt réel	Choc de taux de change	Choc sur les passifs contingents
Profil de la dette	Perception du marché	Besoin en financement externe	Évolution de la part de la dette de court terme	Dette publique détenue par les non-résidents	Dette en devises

Source : FMI (AVD – Analyse de viabilité de la dette, 2018).

Au niveau des facteurs structurels, l'Argentine se distingue par un historique de paiement fortement défavorable sur sa dette publique extérieure. La dette publique du pays a ainsi fait l'objet de neuf restructurations auprès du Club de Paris, la plus récente datant de 2014. L'Argentine a également connu quatre épisodes de défaut sur sa dette en devises au cours des quarante dernières années (1982, 1989, 2002, 2014), le dernier datant de 2014 à la suite de la décision du juge Griesa de bloquer le paiement de 539 millions USD aux créanciers restructurés tant que les créanciers *hold-out* n'étaient pas également payés.

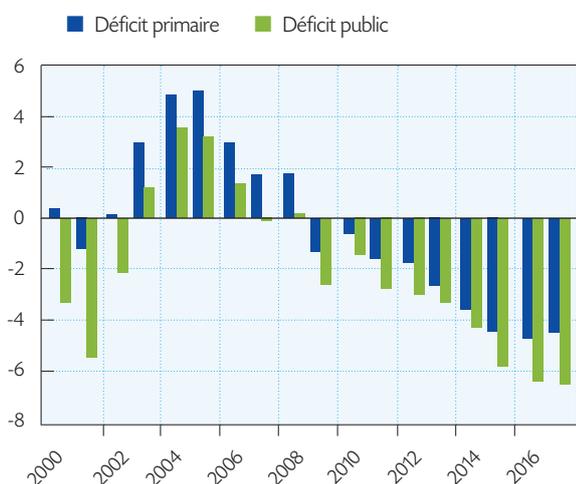
3.2. Des déficits budgétaires majeurs liés au niveau élevé des dépenses publiques

Alors que l'État argentin dégagait des excédents budgétaires entre 2002 et 2008, les finances publiques se sont fortement dégradées à partir de 2009, si bien que le déficit public consolidé a atteint 6,5 % du PIB^[22] en 2017 (cf. graphique 23). Il résulte de la forte augmentation des dépenses publiques liées à la mise en place de politiques micro et macroéconomiques non soutenables à moyen terme et, cela, en dépit d'un niveau élevé de recettes publiques (cf. graphique 24).

[22] Les données consolidées de finances publiques (État central et provinces) sont fournies par le FMI (2017). La consolidation des données de l'exécution budgétaire de l'État central avec celles des provinces n'est pas réalisée par le ministère de l'Économie et des Finances.

Graphique 23

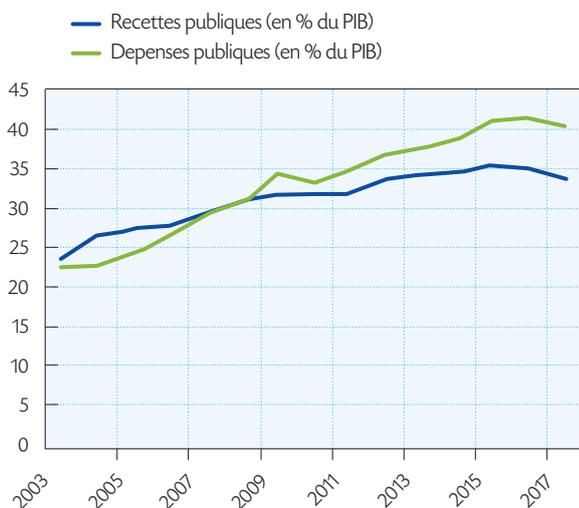
Évolution du solde budgétaire primaire et global consolidé (en % du PIB)



Source : FMI (World Economic Outlook – WEO et article IV 2017).

Graphique 24

Dépenses et recettes publiques consolidées (en % du PIB)



Source : FMI (WEO).

Les autorités avaient annoncé en 2016 un plan de consolidation budgétaire graduelle visant à réduire progressivement le déficit primaire de l'État central à 3,2 % du PIB en 2018 et 2,2 % du PIB en 2019. Pour ce faire, elles tablaient sur une croissance plus dynamique venant soutenir la progression des recettes fiscales et sur une diminution progressive des subventions aux secteurs de l'énergie et des transports, avec, comme objectif, de les éliminer totalement d'ici à 2019. Elles anticipaient également une stabilisation du niveau des dépenses courantes en termes réels. Cette stratégie de gradualisme sur le plan budgétaire a néanmoins été remise en cause par les récentes évolutions conjoncturelles. En septembre 2018, le gouvernement a ainsi annoncé la mise en place de nouvelles mesures d'austérité visant à ramener le solde budgétaire primaire à -2,6 % du PIB en 2018, à l'équilibre en 2019 et à générer un excédent primaire de 1 % en 2020.

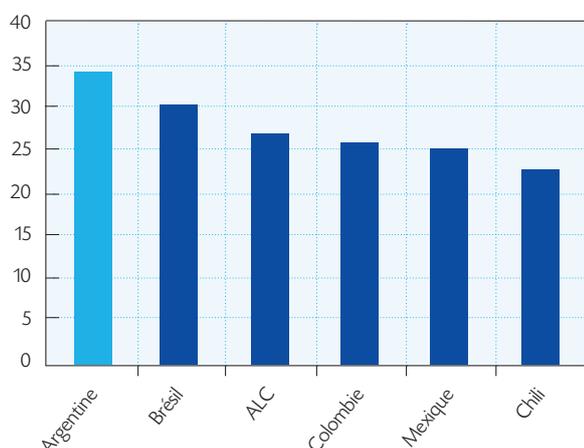
À 34,1 % du PIB en 2017, les recettes publiques de l'Argentine figurent parmi les plus élevées d'Amérique latine (cf. graphique 25). L'essentiel des recettes publiques provient des taxes assises sur la consommation, de l'impôt sur le revenu et de la contribution à la sécurité sociale (cf. graphique 26). Avec plus de 35 types d'impôts collectés^[23] à la fois par l'État fédéral et à l'échelon provincial, le système de taxation argentin se caractérise par une structure complexe où la base taxable est étroite, les taxes fortement distorsives^[24] et les exemptions nombreuses. Par exemple, le seuil à partir duquel un individu est soumis à l'impôt sur le revenu représente cinq fois le revenu moyen argentin si bien que seuls les 10 % des revenus les plus élevés y sont assujettis. De même, le total des cotisations sociales représente plus de 40 % de la masse salariale et contribue à la persistance d'un niveau élevé d'informalité. Par ailleurs, le taux d'imposition sur les sociétés à hauteur de 35 % des bénéfices figure parmi les plus élevés de la région, grevant la compétitivité des entreprises.

[23] Quinze de ces impôts ne contribuent aux recettes fiscales totales qu'à hauteur de 1 % du PIB.

[24] Voir le chapitre dédié au système de taxation argentin : « How to reduce Argentina's Tax Wedge » dans les *Selected Issues* du FMI de décembre 2017.

Graphique 25

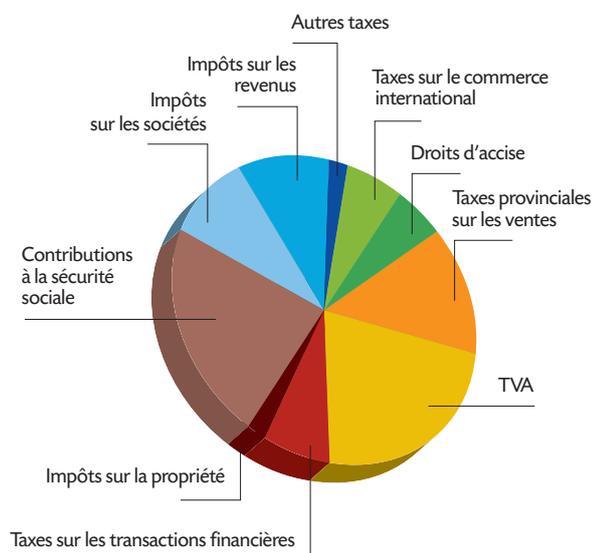
Recettes publiques en 2017 Comparaisons régionales (en % du PIB)



Source : FMI (WEO).

Graphique 26

Décomposition des recettes fiscales en 2015 (en % du total)



Source : OCDE Economic Survey.

En 2016, le gouvernement avait introduit certaines mesures, telles que la diminution de la taxe sur les exportations de soja, de 35 à 30 %, la suppression des taxes sur les autres exportations agricoles, la réduction de la TVA sur les biens de base à destination des ménages les plus pauvres et la réduction du taux d'imposition pour les petites et moyennes entreprises (PME). L'opération d'amnistie fiscale lancée par le gouvernement en 2016 et baptisée « *blanqueo* », a permis la déclaration et la régularisation de plus de 70 Mds USD d'avoirs détenus à l'étranger. Elle a entraîné une hausse ponctuelle des recettes publiques de 2 points de PIB, et de 0,5 point de PIB via l'élargissement de l'assiette fiscale.

En novembre 2017, les autorités ont également présenté au Parlement une réforme de « simplification » du système de taxation. Celle-ci prévoit notamment : i) une réduction du taux d'imposition sur les sociétés de 35 à 25 % ; ii) une diminution du taux marginal de taxation sur les revenus du travail pour les travailleurs dont les salaires sont les plus faibles ; et iii) l'introduction d'une taxe sur les revenus financiers et les revenus fonciers ainsi que d'une taxe sur le carbone. Au total, le FMI (2017) estime que cette réforme devrait engendrer une perte de revenu de l'ordre de 3,8 % du PIB, à horizon 5 ans. Les autorités espèrent compenser cette perte par une croissance plus soutenue, génératrice de recettes fiscales supplémentaires. La mise en œuvre de cette réforme a toutefois été repoussée suite à la révision des cibles budgétaires en 2018. En outre, le gouvernement a également décidé de remettre en place une taxe sur les exportations : celles-ci sont désormais taxées à 4 AR\$ pour 1 USD exporté pour les produits primaires et à 3 AR\$ pour 1 USD pour les autres produits exportés.

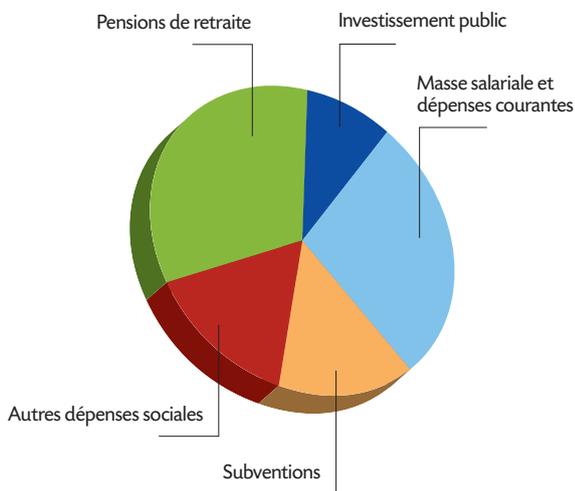
Parallèlement, les dépenses publiques ont fortement augmenté au cours de la dernière décennie pour s'élever à 40,5 % du PIB en 2017, soit le niveau le plus élevé en Amérique latine. La progression des dépenses publiques a été essentiellement portée par la hausse des dépenses de fonctionnement et, en particulier, par la masse salariale des fonctionnaires (cf. graphiques 27 et 28). Celle-ci représente près d'un tiers des dépenses totales, soit 12,5 % du PIB. Entre 2001 et 2014, l'emploi dans la fonction publique a en effet augmenté de 70 %, principalement au niveau des provinces. Si la diminution de la masse salariale des fonctionnaires est conditionnée à la réduction des effectifs dans l'administration publique, elle est également liée à une modification du système de négociations salariales. En effet, celui-ci est actuellement basé sur l'observation de l'inflation passée plutôt que sur les anticipations d'inflation.

Les subventions aux secteurs de l'énergie et des transports, qui se sont accrues au cours de la dernière décennie, constituent un autre poste important de la dépense publique et ont représenté jusqu'à 4 % du PIB en 2015. En 2016, les autorités ont réduit ces subventions de 1,5 % du PIB et devraient poursuivre la baisse tout en maintenant un « tarif social » pour les ménages les plus pauvres. Par ailleurs, la forte augmentation des dépenses de retraites au cours de la dernière

décennie ^[25], résultant de l'augmentation des pensions de réversion ^[26], pose la question de la soutenabilité du régime de retraite à moyen terme. Enfin, si les charges d'intérêt sur la dette publique sont contenues à moins de 2 % du PIB, celles-ci pourraient augmenter dans les années à venir compte-tenu du recours accru de l'État à de l'endettement externe non concessionnel.

Graphique 27

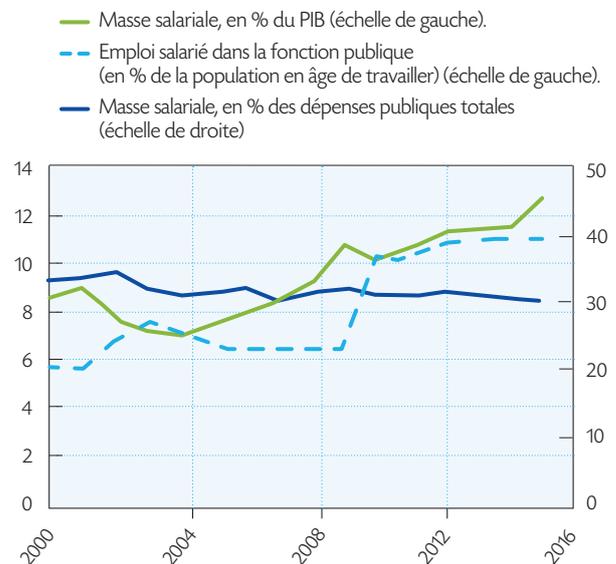
Décomposition des dépenses primaires en 2015 (en % du total)



Source : OCDE Economic Survey.

Graphique 28

Évolution de la masse salariale et de l'emploi dans le secteur public



Source : FMI (Selected Issues 2017).

[25] Celles-ci sont passées de 4,8 % du PIB en 2008 à 7,4 % en 2016.

[26] Le ratio de dépendance étant resté stable sur la période.

**Encadré 2** *Un fédéralisme fiscal complexe et inégal*

Si la majorité des dépenses de fonctionnement (santé, éducation...) échoit aux provinces, leur financement dépend essentiellement de l'État fédéral. En effet, plus de 80 % des recettes fiscales (impôt sur le revenu, TVA, droits de douane, etc.) est perçu à l'échelon fédéral même si les provinces et les municipalités lèvent et recouvrent les impôts qui leur sont spécifiques, issus principalement du droit sur le sol. Une partie des recettes fiscales collectées par l'État fédéral (37 % du total en 2015) est ensuite partagée entre les 23 provinces, selon une loi dite de coparticipation datant de 1988, qui régit la part des recettes fiscales perçue par chaque province. Depuis 1992, 15 % des recettes entrant dans le cadre de la loi de coparticipation sont toutefois retenues afin de financer le déficit de l'ANSES. En 2016, le gouvernement a décidé – à la suite d'une injonction de la Cour suprême de justice – de mettre fin à ce mécanisme et a convenu d'un remboursement aux Provinces de 3 097 Mds AR\$, montant correspondant à la somme retenue depuis 2006.

Du fait de la non-modification de la loi de coparticipation depuis 1988, la répartition des recettes n'a pas tenu compte de la modification des caractéristiques économiques et des besoins évolutifs en matière de dépenses publiques des différentes provinces au cours du temps. Par exemple, la province de Buenos Aires, qui représente près de la moitié du PIB du pays, reçoit seulement 18 % des recettes issues de la coparticipation. Dans ce contexte, l'État fédéral procède à des transferts discrétionnaires à chaque province, qui peuvent représenter jusqu'à un tiers de leurs revenus totaux. Le caractère discrétionnaire de ces transferts induit cependant une volatilité et un manque de transparence des recettes perçues par les provinces, ce qui complique la planification de leur budget.

Une modification de la loi de coparticipation, bien qu'à l'étude, reste toutefois difficile à mettre en œuvre. En effet, elle requiert l'accord de la totalité des gouverneurs des provinces et l'approbation d'une majorité de députés et de sénateurs au Parlement.

4 / Un secteur bancaire sain mais peu profond

4.1. Faible profondeur du secteur financier

Depuis la crise de 2001, le système financier demeure étroit comparé au niveau de revenu du pays. Ainsi, l'inclusion financière est faible puisque moins de la moitié de la population a accès à un compte bancaire. L'actif bancaire a diminué de près de moitié depuis 2002 pour s'élever à 31 % du PIB à fin 2017 (cf. graphique 29). En outre, la capitalisation boursière se situe également en retrait : elle représente seulement 11 % du PIB, contre 61 % en moyenne pour les PRITS^[27].

Fin 2017, le secteur bancaire est composé de 63 banques dont 13 sont publiques et 10 détenues par des capitaux étrangers. Le secteur bancaire se distingue par un niveau relativement élevé de concentration puisque les cinq plus grandes banques détiennent 55 % de l'actif bancaire total (et 59 % des dépôts). Les banques publiques constituent un acteur clé du secteur. La plus grande banque de la place, *Banco de la Nación*, est publique et concentre 27 % de l'actif bancaire et 29 % des dépôts. Au total, les banques publiques représentent 42 % de l'actif bancaire total et 47 % des dépôts. Le secteur bancaire se caractérise également par la présence de nombreux petits établissements bancaires.

Graphique 29

Actif bancaire (en % du PIB)



Sources : Banque centrale d'Argentine, calculs de l'auteur.

Le secteur bancaire ne contribue que peu au financement de l'économie. À 15 % du PIB, le niveau de crédit au secteur privé est le plus faible d'Amérique latine (cf. graphiques 30 et 31). L'endettement des ménages est ainsi limité à moins de 20 % de leur revenu, tandis que la dette des entreprises contractée auprès du secteur bancaire local est contenue à 7 % du PIB.

Graphique 30

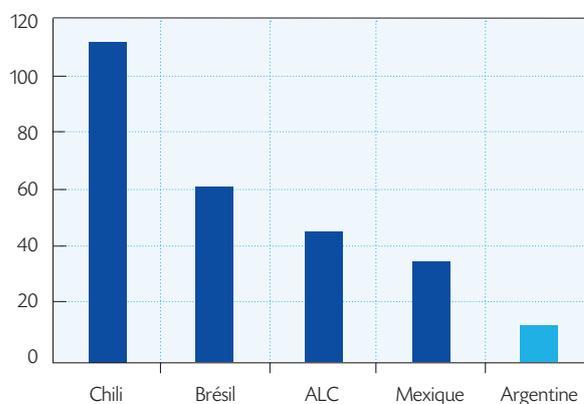
Crédit au secteur privé (en % du PIB)



Source : Banque mondiale (World Development Indicators – WDI).

Graphique 31

Crédit au secteur privé
Comparaisons régionales (en % du PIB)



Source : Banque mondiale (WDI).

[27] Le troisième principal acteur du système financier est le fonds de pension de l'ANSES, issu de la nationalisation des fonds de pension privés des retraites. Il représente 20 % de l'actif du secteur financier.



La faiblesse du crédit au secteur privé s'explique autant par des contraintes d'offre que par l'atonie de la demande. Au niveau de l'offre, le niveau élevé d'inflation complique l'estimation du risque pour les banques et augmente leurs coûts de fonctionnements. Ainsi, elles pratiquent des taux d'intérêt élevés sur les prêts et orientent leur crédit principalement sur le court terme.

Cette caractéristique s'explique également par la nature des dépôts. Limités à 17 % du PIB et principalement de court terme, les dépôts constituent la principale source de financement du secteur bancaire compte-tenu des difficultés d'accès à de la ressource extérieure au cours de la dernière décennie. La faiblesse des dépôts s'explique notamment par un niveau élevé d'inflation entraînant des taux d'intérêts réels négatifs pour les épargnants. Dans ce contexte, ces derniers privilégient la détention de leur épargne sous forme liquide ou dans des banques étrangères, plutôt que dans le secteur bancaire local. Selon une étude du Trésor français (2017), reprenant les estimations de la Banque centrale, « l'épargne accumulée en dehors du système financier local représentait entre 250 et 400 Mds USD d'actifs, soit entre 45 et 70 % du PIB ».

Enfin, la forte hausse du taux d'intérêt directeur – passé de 28 % en janvier à 60 % en septembre – décidée par la Banque centrale devrait fortement impacter la croissance du crédit au secteur privé en 2018.

Enfin, la crise de 2001 et ses conséquences sur le secteur bancaire ont également entamé la confiance des épargnants dans le système financier, contribuant au manque de profondeur du secteur. Cette perte de confiance a été renforcée par l'instabilité macroéconomique ayant suivi la crise, ainsi que par les interventions du précédent gouvernement au sein du secteur bancaire (restriction d'accès à la devise et politique de contrôle de capitaux, contrôle des taux d'intérêts sur les prêts, etc.). Les récentes mesures de libéralisation économique et la mise en place en 2016 d'une politique monétaire de ciblage d'inflation constituent des éléments de nature à rassurer les différents acteurs économiques et à contribuer à l'augmentation des dépôts bancaires. L'approfondissement du secteur demeurera toutefois très graduel, compte tenu du rythme lent de réduction de l'inflation et du maintien d'un niveau élevé de taux d'intérêt qu'il engendre.

4.2. Un secteur bancaire sain, rentable et bien capitalisé

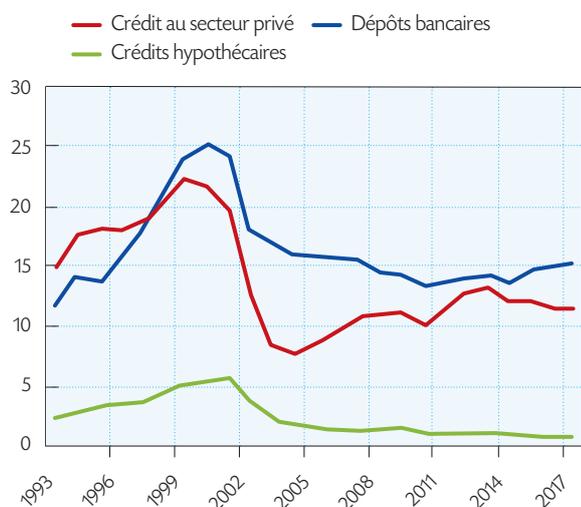
Les indicateurs bilanciaux des banques argentines font état d'un secteur bancaire globalement sain, bien capitalisé et rentable (cf. tableau 2). Le ratio de capital pondéré du risque est proche de 16 % en 2017, bien au-delà du plancher de 8 % imposé par Bâle 3.

Les banques sont également rentables, comme en témoignent les niveaux élevés de rendement de l'actif (4,2 %) et des fonds propres (35,8 %). Ce taux élevé de profitabilité s'explique par les marges financières importantes pratiquées par les banques, principalement sur des prêts de court terme, qu'elles justifient par le niveau élevé d'inflation. Dans ces conditions, la relative détente sur le front de l'inflation entre 2016 et 2017, associée à une plus grande concurrence au sein du secteur, contribue à la tendance à la diminution de la profitabilité observée sur cette période.

Enfin, la part des prêts non-performants dans le total des prêts demeure contenue à 2 %. En outre, ceux-ci sont fortement provisionnés.

Graphique 32

Crédit au secteur privé, crédit hypothécaires et dépôts bancaires (en % du PIB)



Source : Banque centrale.

Tableau 2 Indicateurs bilanciels du secteur bancaire

	2013	2014	2015	2016	2017
Ratio de solvabilité					
Ratio de capital pondéré du risque	13,6	14,7	13,3	16,7	15,6
Rentabilité					
Rendement de l'actif (ROA)	5,0	6,1	6,1	5,3	4,2
Rendement des fonds propres (ROE)	43,7	48,6	48,5	43,4	35,8
Composition et qualité de l'actif					
Taux de prêts non performants	1,7	2,0	1,7	1,8	1,8
Taux de provisions (en % du taux de PNP [Prêts non performants])		147,8	139,7	148,4	139,0
Liquidité					
Dépôts / Prêts	134,2	146,8	149,2	170,4	142,5

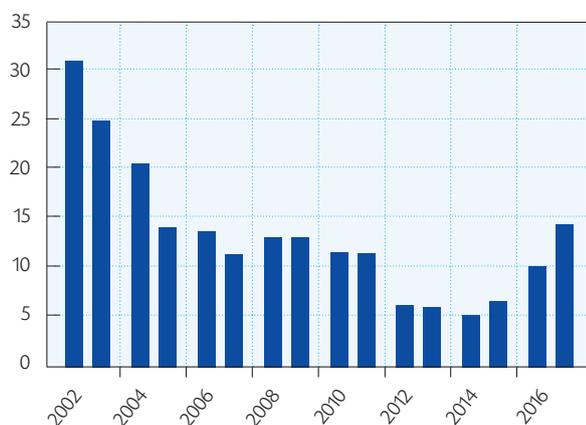
Source : FMI (IFS – International Financial Statistics 2017).

La gestion du risque de change apparaît également maîtrisée. La réglementation bancaire impose que les entreprises empruntant en devises auprès du secteur bancaire doivent disposer de revenus suffisants en devises. Dans ce contexte, la part des prêts bancaires libellés en devises est limitée à moins de 15 % du total des prêts accordés par le secteur (cf. graphique 33). En outre, la position extérieure nette ouverte (passif – actif libellé en devises), à 1,2 % du capital réglementaire des banques au premier semestre 2017, est quasi équilibrée.

En revanche, l'exposition des banques au risque souverain apparaît importante et constitue une source de fragilité du secteur en cas de dégradation des finances publiques. En effet, la part des engagements bancaires sur le secteur public (crédit et titres détenus sur l'État, les provinces et au niveau local) représente plus de 35 % du total des engagements bancaires (cf. graphique 34).

Graphique 33

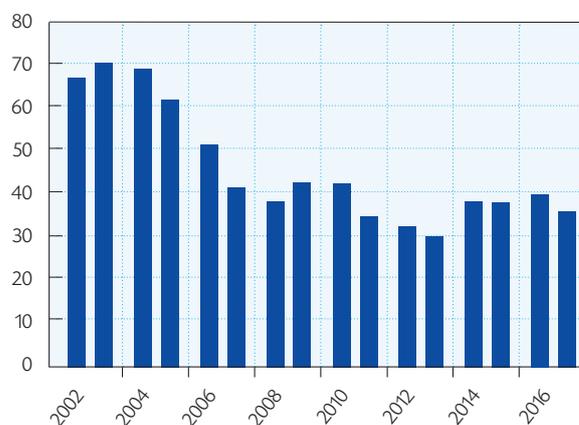
Part des engagements bancaires libellés en devises (en % du total)



Sources : Banque centrale, calculs de l'auteur.

Graphique 34

Part des engagements bancaires sur le secteur public (en % du total)



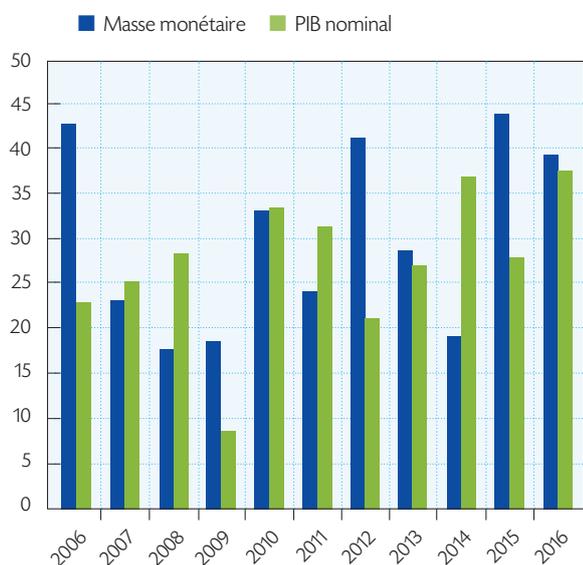
Sources : Banque centrale, calculs de l'auteur.

4.3. Une politique monétaire en recherche de crédibilité

Depuis 2012, la Banque centrale a contribué de manière significative, par de la création monétaire, au financement des importants déficits publics de l'État (cf. graphique 35). Entre 2012 et 2015, ce mécanisme s'est traduit par une forte augmentation de la masse monétaire en circulation, entraînant des niveaux d'inflation élevés. Ainsi, alors que les statistiques, manipulées par les autorités entre 2012 et 2015, font part d'une inflation de 15 % en moyenne sur la période, plusieurs organismes privés l'estiment plus proche de 30 %. Le remaniement de l'Agence de statistiques depuis 2016 a permis la publication de chiffres fiables d'inflation sur la province de Buenos Aires^[28] à partir de la seconde partie de l'année (cf. graphique 36).

Graphique 35

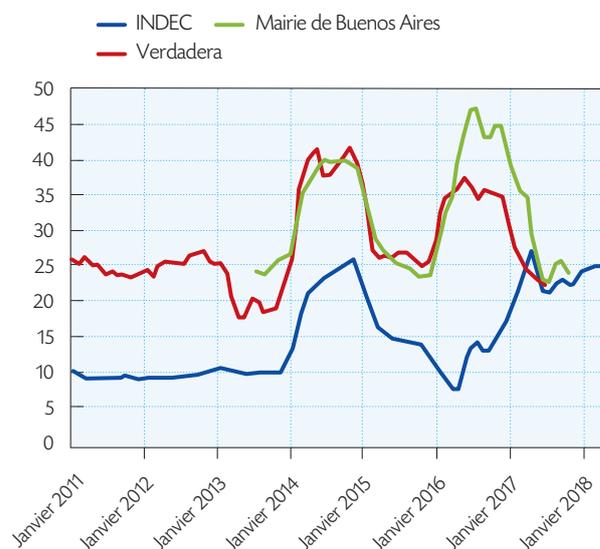
Taux de croissance du PIB nominal et de la masse monétaire (en %)



Sources : FMI (IFS), calculs ECO.

Graphique 36

Inflation officielle et estimations privées (en glissement annuel en %)



Sources : INDEC, Mairie de Buenos Aires, Verdadera.com.

En septembre 2016, la Banque centrale a remis au cœur de sa politique monétaire le ciblage de l'inflation. Elle a annoncé comme objectif initial de ramener l'inflation entre 12 et 17 % en 2017, entre 8 et 12 % en 2018 et à 5 % en 2019 avec une marge de 1,5 %. En dépit du changement de politique monétaire, la monétisation du déficit public, bien qu'ayant diminué, n'a pas pour autant été définitivement abandonnée. En 2016 et 2017, la Banque centrale a ainsi transféré au Trésor respectivement 160 Mds AR\$ (soit 2 % du PIB et un quart du déficit public) et 150 Mds AR\$ (soit 1,5 % du PIB et un cinquième du déficit public) sous la forme d'avances transitoires. En outre, cette monétisation du déficit public contraint la Banque centrale à émettre des titres de court terme (LEBAC dont la maturité est inférieure à 2 mois) afin de stériliser le surplus de liquidités ainsi injecté dans l'économie réelle. À juin 2018, le stock de LEBAC représentait 10 % du PIB.

[28] Alors qu'il était initialement calculé sur la seule province de Buenos Aires, l'INDEC a publié en juillet 2017 un indicateur de prix à la consommation sur l'ensemble du territoire argentin. C'est cet indicateur qui est désormais suivi par la Banque centrale pour ses décisions de politique monétaire.

Au début de l'année 2016, la Banque centrale a fortement relevé ses taux d'intérêt de court terme (taux repo à 7 jours et taux du LEBAC à 35 jours^[29]) permettant aux taux d'intérêt réels de redevenir positifs. Ce resserrement n'a toutefois pas permis de contenir l'inflation en 2016. Celle-ci s'est établie à plus de 40 % en moyenne sur l'année, conséquence de la flexibilisation du taux de change du peso et de sa dépréciation par rapport au dollar qui renchérit le coût des produits importés, et de l'augmentation des tarifs dans le secteur du transport et de l'énergie. Si une relative détente sur le front de l'inflation a été observée durant 2017, cette dernière est restée élevée, s'établissant à 24 % en moyenne sur l'année, bien au-delà de la cible initialement fixée.

L'efficacité de la nouvelle politique monétaire mise en place par la Banque centrale s'est heurtée à plusieurs contraintes :

- une faible bancarisation de l'économie compliquant l'efficacité de la transmission de la politique monétaire à la sphère réelle ;
- un processus de négociation et d'indexation des salaires nominaux basé sur la trajectoire d'inflation passée plutôt que prospective (« *forward looking* »), dans un contexte fortement inflationniste au cours des années récentes ;
- une politique de réduction du déficit budgétaire reposant notamment sur la diminution des différents mécanismes de subvention aux tarifs de l'énergie et des transports, peu compatible avec l'objectif de politique monétaire annoncé en termes de diminution de l'inflation ;
- le durcissement de la politique monétaire, bien qu'ayant contribué à d'importantes entrées de capitaux dans le pays, a apprécié le taux de change réel ce qui nuit à la compétitivité des exportations argentines sans pour autant entraîner de gains significatifs sur le plan de l'inflation (Trésor, 2017).

Alors qu'elle avait mis en place de nouvelles cibles d'inflation moins ambitieuses en décembre 2017^[30], la Banque centrale a d'abord révisé ses cibles au mois de juin dans le cadre de la mise en place du programme FMI. Fin septembre, ces cibles d'inflation ont été remplacées par un objectif de contrôle de

la masse monétaire. En août 2018, l'inflation s'élevait à 34%. Par ailleurs, dans le but de renforcer l'efficacité de la politique monétaire, les autorités prévoient également une réduction des engagements de la Banque centrale envers l'État de 25 Mds USD pour 2019. Elles ont parallèlement annoncé une diminution du stock de LEBAC, dont le renouvellement est une source de vulnérabilité pour le bilan de la Banque centrale et pour l'évolution du taux de change du peso, à 3,5 % du PIB d'ici 2019.

Alors que ses interventions sur le marché des changes n'ont pas suffi à contenir la dépréciation du peso depuis le mois d'avril 2018, la Banque centrale a été contrainte de procéder à plusieurs fortes hausses de son taux d'intérêt directeur. Entre le 27 avril et le 30 août 2018, celui-ci a augmenté de 3 275 points de base (pbs) pour s'élever désormais à 60 % (cf. graphique 37). Or si un taux d'intérêt élevé permet à l'Argentine d'attirer les capitaux étrangers afin de combler son important besoin en financement externe, il décourage en revanche l'investissement domestique et pénalise la compétitivité externe en appréciant le taux de change effectif réel.

Graphique 37

Évolution du taux d'intérêt directeur (en %)



Source : Banque centrale.

[29] Il correspond au taux des titres à court terme émis par la Banque centrale dans le cadre de ses opérations de gestion de liquidité. Alors qu'il était considéré comme l'instrument principal de politique monétaire entre 2015 et 2016, la Banque centrale a adopté, en janvier 2017, la médiane du corridor des taux repo à 7 jours comme instrument principal de politique monétaire.

[30] À 15 % en 2018, 10 % en 2019 et 5 % en 2020.

5 / Les équilibres externes demeurent fragiles

5.1. Un compte courant devenu structurellement déficitaire, reflet de la baisse de la compétitivité à l'exportation

Alors qu'il était excédentaire entre 2002 et 2009, le compte courant de la balance des paiements de l'Argentine est désormais structurellement déficitaire (cf. graphique 38). En 2017, le déficit courant s'est fortement creusé, à 4,8 % du PIB. Il est principalement imputable à la dégradation de la balance commerciale (cf. graphique 39). En effet, alors que celle-ci était structurellement excédentaire, l'excédent commercial s'est progressivement réduit au cours de la dernière décennie, si bien que la balance commerciale est devenue déficitaire en 2017 (-0,9 % du PIB).

Graphique 38

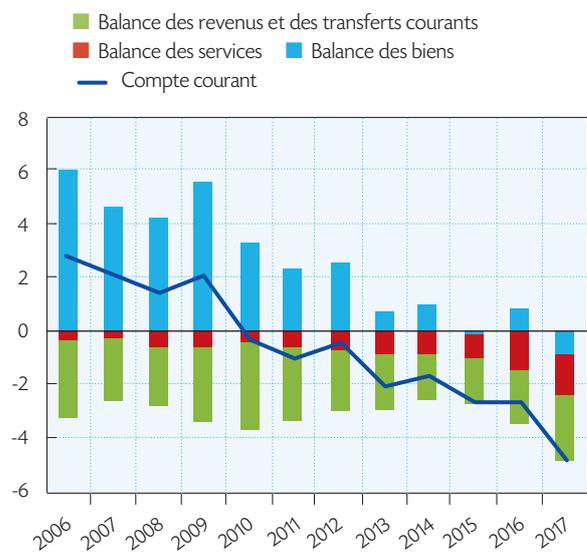
Évolution du solde courant de la balance des paiements (en % du PIB)



Source : FMI (WEO).

Graphique 39

Décomposition de la balance courante (en % du PIB)



Sources : INDEC, calculs de l'auteur.

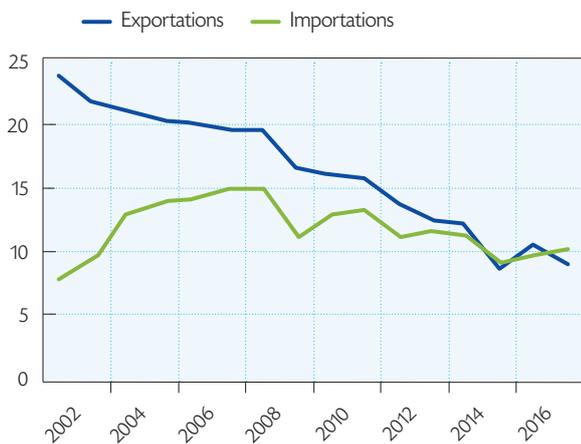
La dégradation de la balance commerciale est liée aux mauvaises performances des exportations (cf. graphique 40) qui résultent notamment de :

- la stratégie d'import-substitution mise en place sous l'administration Kirchner. Si cette stratégie a permis le développement de nouveaux secteurs au sein de l'économie, elle a également nui à leur productivité et freiné leur compétitivité à l'international ;
- l'introduction au cours de la même période de taxes sur les exportations de matières premières et de produits agricoles ainsi que de quotas sur le niveau des exportations ont pu contribuer à la stagnation de la production agricole en volume ;
- l'appréciation continue du taux de change effectif réel conséquence d'une monnaie surévaluée dans le cadre du *crawling peg* défendu par les autorités entre 2011 et 2015^[31] et du niveau élevé d'inflation sur la même période ;
- des prix à l'exportation des matières premières moins favorables.

[31] Via notamment de fortes restrictions sur les achats de devises.

Graphique 40

Part des importations et exportations de biens (en % du PIB)

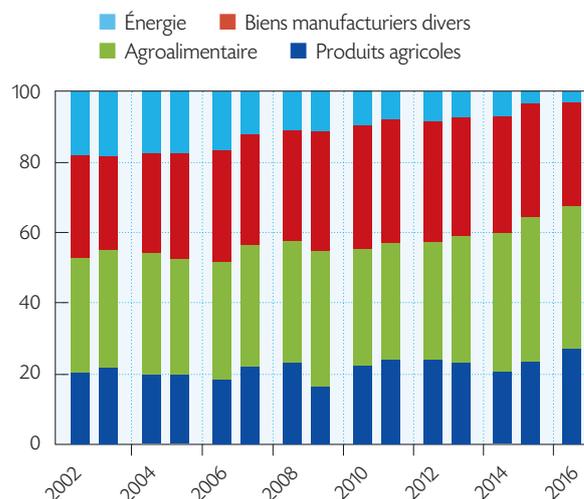


Sources : FMI (IFS), calculs de l'auteur.

La structure des exportations traduit le déficit de compétitivité de nombreux secteurs de l'économie (cf. graphique 41). La part des exportations agricoles et agroalimentaires (soja, maïs, blé) – secteurs dans lesquels le pays possède un net avantage comparatif – dans le total des exportations de biens a tendanciellement augmenté au cours de la dernière décennie. En 2016, le secteur a bénéficié de la suppression des taxes et des quotas sur les exportations de produits agricoles si bien que ces dernières représentaient deux tiers des exportations totales de biens. Cette forte concentration rend le commerce extérieur vulnérable à l'évolution des cours mondiaux des produits agricoles. Du côté des importations, l'Argentine demeure dépendante des importations énergétiques (10 % du total des importations au cours des dix dernières années) en dépit d'abondantes ressources naturelles non encore exploitées.

Graphique 41

Décomposition des exportations par type de biens (en % du total)



Sources : INDEC, calculs de l'auteur.

En termes géographiques, les exportations sont exposées aux difficultés économiques que connaît le Brésil, premier partenaire de l'Argentine (15,6 % du total des exportations en 2016) et dans une moindre mesure, au ralentissement économique de la Chine, second partenaire du pays (8 % du total des exportations). Sur le plan régional, l'Argentine est membre du Marché commun du Sud (MERCOSUR) dont la stratégie en termes d'accords commerciaux est peu active : les accords commerciaux conclus par le MERCOSUR avec le reste du monde couvrent moins de 10 % du PIB mondial. À titre de comparaison, les accords commerciaux conclus par le Pérou ou le Chili couvrent entre 70 et 90 % du PIB mondial (OCDE, 2017).

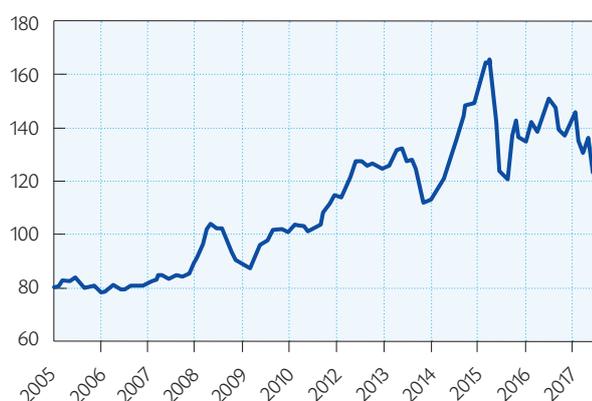
En décembre 2015, les autorités ont décidé de flexibiliser la politique de change ce qui a entraîné une dépréciation du peso de 40%, corrigeant ainsi sa surévaluation. Si cette mesure a permis de relancer provisoirement la compétitivité prix des exportations, le gain a été rapidement érodé par un niveau d'inflation élevé et d'importantes entrées de capitaux qui ont contribué à l'appréciation du taux de change effectif réel au cours des deux dernières années (cf. graphique 42). D'après le FMI (2017), la surévaluation du taux de change était comprise entre 10 et 25 % à fin 2017 par rapport aux fondamentaux économiques. Si le glissement du peso en 2018 a pour effet de restaurer une certaine compétitivité prix des exportations argentines, le compte courant de la balance des paiements



devrait néanmoins rester déficitaire en 2018 et 2019 compte-tenu du faible taux d'ouverture du pays, de l'inélasticité des exportations aux variations du change et de la remise en place d'une taxe sur les exportations.

Graphique 42

Taux de change effectif réel –
base 100 en 2010 (hausse = appréciation)



Source : JP Morgan.

5.2. Augmentation des flux de portefeuille entrants suite à la levée des contraintes externes

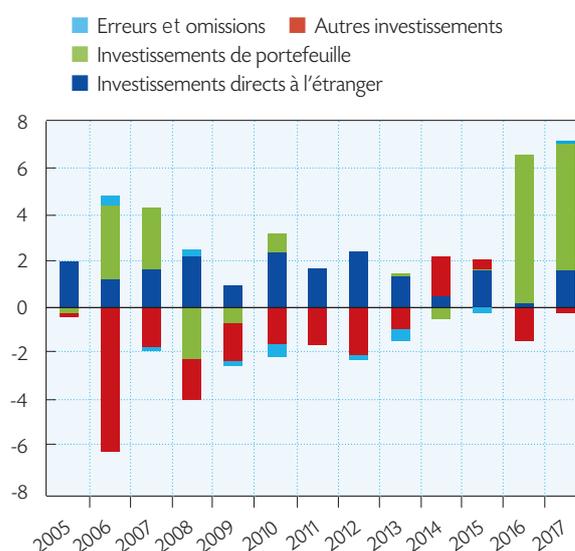
Entre 2011 et 2015, l'inversion des termes de l'échange défavorable à l'Argentine et la volonté des autorités de maintenir un peso fort afin d'éviter les tensions inflationnistes ont conduit à l'instauration de mesures de contrôle des capitaux, empêchant les sorties de devises et venant soutenir le régime de change du pays.

Sur cette période, les entreprises exportatrices étaient contraintes d'échanger leurs devises par du peso sur le marché domestique. Les achats de devises par les résidents ont été limités par diverses réglementations : interdiction d'achat de devises pour motif d'épargne, taxe de 35 % sur les achats avec cartes de crédit à l'étranger, etc. Ces mesures ont entraîné la création d'un marché parallèle des changes. Elles ont également affecté la capacité des entreprises à rapatrier leurs dividendes et pénalisé l'investissement direct étranger (IDE) dans le pays. Parallèlement, la procédure en justice opposant l'Argentine aux fonds vauvours a exclu le pays des marchés internationaux de capitaux. Dans ce contexte, le niveau d'IDE est demeuré faible

(à 1,6 % du PIB) tandis que les flux de portefeuille ont été quasi inexistantes entre 2011 et 2015 (cf. graphique 43), si bien que l'essentiel du financement du déficit courant a été réalisé à partir de ponctions sur les réserves de change du pays (cf. graphique 44).

Graphique 43

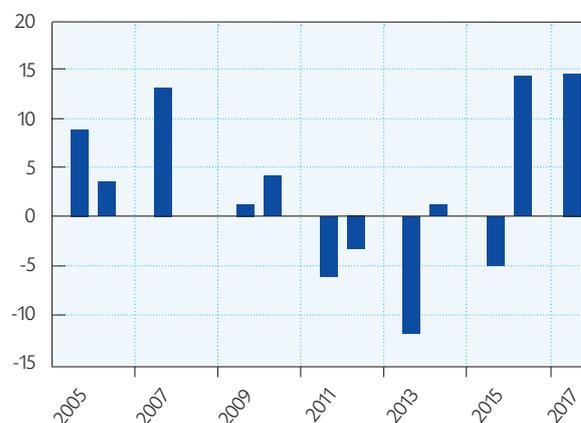
Mode de financement du déficit courant
(en % du PIB)



Sources : FMI (Statistiques de la balance des paiements – BOPS), calculs de l'auteur.

Graphique 44

Variation des réserves de changes
(en Mds USD)



Source : FMI (BOPS).

En décembre 2015, l'arrivée au pouvoir de Mauricio Macri a marqué un changement dans les orientations de politique économique en termes de financement externe. Le nouveau gouvernement a ainsi levé les mesures de contrôle des capitaux et flexibilisé le change. En outre, l'accord trouvé avec les fonds voutours en février 2016 a permis au pays de faire son retour sur les marchés internationaux des capitaux.

Alors que le besoin en financement externe de l'économie se creuse, celui-ci est désormais essentiellement couvert par des flux de portefeuille entrants (5,4 % du PIB en 2017) tandis que les entrées d'IDE demeurent encore faibles (1,7 % du PIB). Ce mode de financement, plus volatile, expose l'économie à des retournements de sentiments de marché et à des reflux de capitaux, comme celui observé en 2018. Il contraint la Banque centrale à maintenir des taux d'intérêt directs à un niveau élevé afin d'attirer les capitaux, alors même que cette politique monétaire contribue à l'appréciation du taux de change réel et pénalise la compétitivité externe de l'économie. En juin 2018, le FMI estimait le besoin en financement externe de l'Argentine à 94 Mds USD pour le reste de l'année 2018 et à 125 Mds USD pour 2019.

5.3. La liquidité externe de nouveau orientée à la baisse

Entre 2011 et 2015, la quasi-parité du peso face au dollar (cf. graphique 45), défendue par les autorités dans le cadre du *crawling peg* et leur réticence à dévaluer malgré des termes de l'échange défavorables, ont entraîné une intervention massive de la Banque centrale sur le marché des changes. Dans ce contexte, les réserves de change ont atteint un point bas à 23,4 Mds USD à la fin de l'année 2015.

La flexibilisation du taux de change en décembre 2015 et les nombreuses émissions obligataires réalisées par le pays en 2016 ont permis de reconstruire le niveau de réserves de change (cf. graphique 46). Une part non négligeable de ces réserves (10,4 Mds USD) provient également d'un *swap* de change sur le renminbi (RMB) conclu avec la Chine et qui a été renouvelé pour une période de 3 ans en juillet 2017. Au premier trimestre 2018, les réserves de change s'élevaient à plus de 60 Mds USD, soit l'équivalent de près de 7 mois d'importations de biens et services. Elles représentaient également 115 % de l'indicateur composite du FMI, permettant d'appréhender plus finement le niveau adéquat de réserves nécessaires pour un pays^[32]. Hors *swap* avec la Chine, les réserves diminuent à 4,8 mois d'importations.

Graphique 45

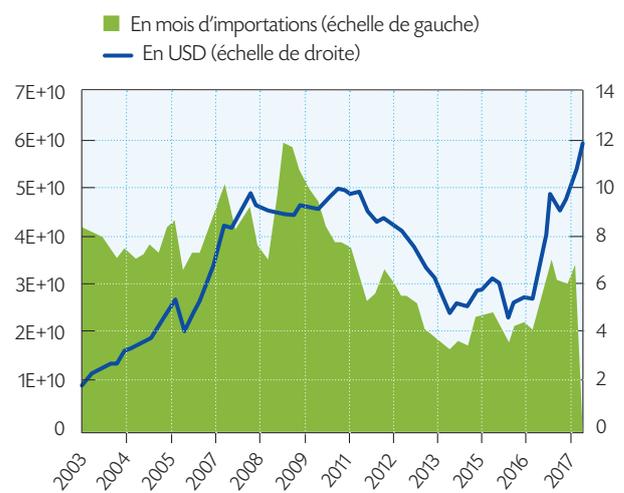
Taux de change peso vs dollar
(Base 100 en 2011; baisse = dépréciation ;
dernier point en décembre 2017)



Sources : Macrobond, calculs de l'auteur.

Graphique 46

Réserves de change en Mds USD
et en mois d'importations de biens et services
(dernier point au 1^{er} trimestre 2018)



Sources : FMI (IFS), calculs de l'auteur.

[32] Cet indicateur est calculé à partir des recettes d'exportations, de la dette externe de court terme, de la masse monétaire M2, ainsi que des autres passifs de portefeuille.



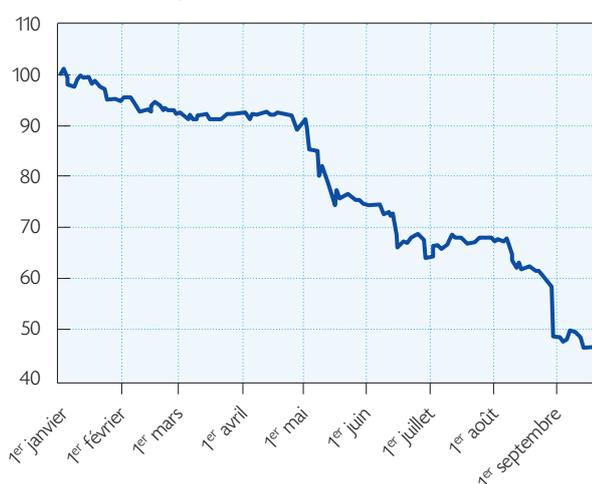
La récente crise de change traversée par le pays a toutefois mis à mal la stratégie de reconstruction des réserves de change (cf. graphiques 47 et 48). Depuis le début de l'année 2018, l'Argentine est affectée par la remontée des taux d'intérêts américains, qui entraîne une perte de rendement des placements dans les pays émergents. À ce facteur externe s'est ajoutée une diminution de la crédibilité de la politique monétaire.

Dans ce contexte, le peso argentin s'est déprécié tendanciellement depuis le début d'année, conduisant la Banque centrale à intervenir sur le marché des changes de manière quasi-continue. La décision du gouvernement de mettre fin à l'exemption de la taxe de 5 % sur les plus-values financières des non-résidents à partir du 27 avril 2018, a accentué les sorties de capitaux et la dépréciation du peso (-18 % entre le 27 avril et le 14 mai). En août 2018, l'annonce du Président Macri d'une demande d'accès anticipé aux fonds du FMI a provoqué un nouvel épisode de forte dépréciation du taux de change du peso (-17 % sur la journée du 30 août).

Pour y faire face, la Banque centrale a été contrainte de remonter à plusieurs reprises ses taux d'intérêts directeurs (+3 275 pbs en cumul) et à procéder à de nouvelles interventions massives sur le marché des changes (cf. chapitre 4.3.). Parallèlement, le ministre des Finances a annoncé une diminution de sa cible de déficit primaire à 2,6 % du PIB pour l'année 2018 et un retour à l'équilibre du solde primaire en 2019, mesures destinées à rassurer les marchés financiers et à limiter le besoin en financement du secteur public. Au total, le peso argentin s'est déprécié de plus de 50 % face au dollar depuis le début de l'année 2018. En outre, alors que la première tranche de 15 Mds USD du prêt FMI conclu en juin avait permis à la Banque centrale de reconstituer ses réserves de changes, celles-ci ont à nouveau fortement diminué au gré des interventions sur le marché des changes entre juin et septembre. Au 15 septembre 2018, elles sont désormais inférieures à 50 Mds USD. En septembre 2018, la Banque centrale a annoncé de nouveaux critères afin de limiter ses interventions sur le marché des changes. Désormais, elle n'interviendra pas tant que le taux de change est compris entre 34 AR\$ et 44 AR\$ pour 1 USD.

Graphique 47

Taux de change peso vs dollar
(Base 100 au 1^{er} janvier 2018 ;
baisse = dépréciation)



Sources : Macrobond, calculs de l'auteur.

Graphique 48

Évolution des réserves de change en 2018
(en Mds USD)



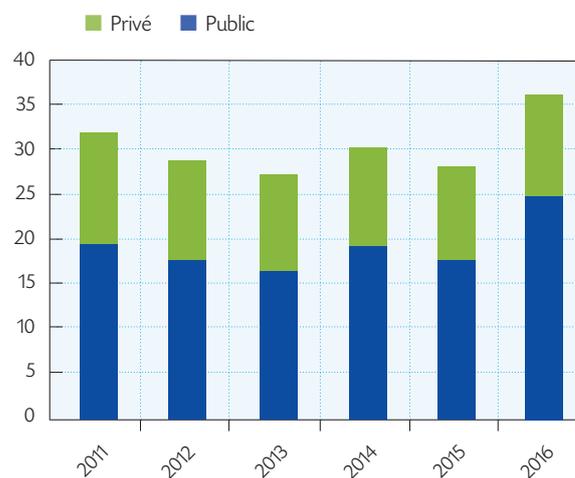
Source : Banque centrale.

En termes de solvabilité, la période 2006-2015, caractérisée par un accès limité de l'Argentine aux marchés financiers internationaux, a vu la substitution de la dette publique externe par du financement auprès de la Banque centrale. Cette volonté de désendettement externe a entraîné une diminution de la dette externe, qui est passée de 58 % du PIB en 2006 à 28 % du PIB en 2015. La dette externe a toutefois progressé de près de 10 points de PIB en deux ans, portée par la progression de la dette extérieure publique (26 % du PIB) suite aux nombreuses émissions obligataires de l'État argentin (cf. graphique 49). Parallèlement, la dette externe privée s'est maintenue à 11 % du PIB et concerne essentiellement les entreprises non financières.

Si la part de la dette externe contractée à court terme a diminué tendanciellement, celle-ci s'élevait encore à plus de 12 % du PIB en 2017 (cf. graphique 50). La dégradation des conditions de marché, telle qu'observée en 2018 est de nature à affecter le coût de refinancement de la dette de court terme. Enfin, près de 95 % de la dette externe est libellée en devises et, par conséquent, soumise au risque de change. L'analyse de viabilité de la dette du FMI (2018) indique qu'un choc dépréciatif permanent de 30 % sur le peso conduirait à une hausse de la dette externe à 72 % du PIB d'ici à 2023.

Graphique 49

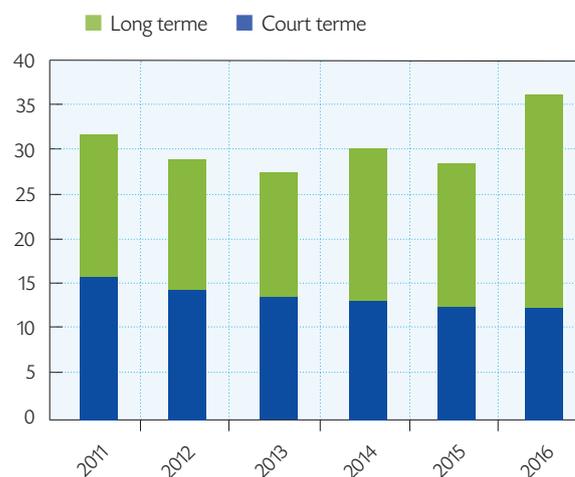
Dette externe de l'Argentine par secteurs institutionnels (en % du PIB)



Sources : FMI (article IV), calculs de l'auteur.

Graphique 50

Dette externe de l'Argentine par maturité (en % du PIB)



Sources : FMI (article IV) ; INDEC ; calculs de l'auteur.

Liste des acronymes et abréviations

AR\$	Peso argentin	OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
ALC	Amérique latine et Caraïbes	PBS	Points de base
ANSES	<i>Administración Nacional de la Seguridad Social</i>	PIB	Produit intérieur brut
AVD	Analyse de viabilité de la dette	PME	Petites et moyennes entreprises
BID	Banque interaméricaine de développement	PNP	Prêts non performants
BOPS	<i>Balance of Payments Statistics</i>	PPA	Parité de pouvoir d'achat
CDS	<i>Credit Default Swap</i>	PRITS	Pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure
CEP	<i>Centro de Estudios de la Productividad</i>	RMB	Renminbi (devise de la République populaire de Chine)
CGT	Confédération générale du travail	SEDLAC	<i>Socio-Economic Database for Latin America and the Caribbean</i>
FBCF	Formation brute de capital fixe	TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
FMI	Fonds monétaire international	USD	Dollar américain
IDE	Investissement direct étranger	VA	Valeur ajoutée
IFS	<i>International Financial Statistics</i>	WDI	<i>World Development Indicators</i>
INDEC	<i>Instituto Nacional De Estadística y Censos</i>	WEO	<i>World Economic Outlook</i>
LEBAC	<i>Letras del Banco Central</i>	YPF	<i>Yacimientos Petrolíferos Fiscales</i>
MERCOSUR	<i>Mercado Común del Sur</i>		

Références bibliographiques

- AMBASSADE DE FRANCE (2017)**, *Le secteur bancaire argentin*, Buenos Aires.
- AMBASSADE DE FRANCE (2017)**, *La fiscalité en Argentine*, Buenos Aires.
- BANQUE MONDIALE (2016)**, *The Credibility of Economic Policy Making in Argentina, 1989-2015*, Washington D.C.
- BATTISTINI O. (2013)**, *Un syndicalisme entre représentation et représentativité*, Chronique internationale de l'IRES.
- BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA (2017)**, *Financial Stability Report – First Half 2017*, Buenos Aires.
- BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA (2017)**, *Monetary Policy Report*, Buenos Aires.
- CARLUCCIO J. et J. RAMOS-TALLADA (2016)**, « L'Argentine après le défaut : conditions d'accès aux marchés internationaux de capitaux et choix de politiques économiques non conventionnelles », *Revue d'économie financière*, n°124.
- COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (2013)**, *La industria argentina frente a los nuevos desafíos y oportunidades del siglo XXI*, Santiago du Chili.
- COREMBERG A. (2017)**, "This Was Not Argentina's Growth and Productivity Decade", *Forthcoming Paper International Productivity Monitor World KLEMS*, Special Issue, Madrid.
- EIU (2017)**, "Argentina: Country Report", Economist Intelligence Unit.
- FAURE F. et BERSINGER S. (2016)**, « Argentine : changement de cap », *Note économique de BNP Paribas*, Paris.
- FMI (2017)**, "Argentina: Request for Stand-By Arrangement – Press Release and Staff Report".
- FMI (2017)**, "Argentina: Selected Issues".
- FMI (2017)**, "Argentina – Staff Report for the 2017 Article IV Consultation".
- FMI (2016)**, "Argentina: Selected Issues".
- FMI (2016)**, "Argentina – Staff Report for the 2016 Article IV Consultation".
- FMI (2016)**, "Argentina – Financial System Stability Assessment".
- FMI (2013)**, "Press Release: Statement by the IMF Executive Board on Argentina".
- GIANELLA C. et L. PUPPETO (2016)**, « Le financement de l'économie argentine : la période post-crise et les perspectives », *Revue d'économie financière*, n°124.
- NEUMEYER, P.A et SANDLERIS G. (2010)**, "Understanding Productivity during the Argentine Crisis", *Business School Working Papers*, Buenos Aires.
- OCDE (2017)**, "Argentina – Multi-dimensional Economic Survey", Paris.
- OCDE (2016)**, « Argentine – Synthèse », *Études économiques*, Paris.
- PERRAUD A. (2014)**, « Analyse de l'évolution des dispositifs de restructuration de dettes souveraines », note interne, AFD, Paris.
- PRÉVÔT-SCHAPIRA M.-F. (2011)**, « L'Argentine des Kirchner, dix ans après la crise », *Problèmes d'Amérique latine*, n°82.
- PRÉVÔT-SCHAPIRA M.-F. (1998)**, *Argentine : une débâcle fédérale*, université de Paris 8, Paris.
- ROUQUIER, A. (2016)**, *Le siècle de Perón*, Editions du Seuil, Paris.
- SAMPLES T. (2014)**, "Rogue Trends in Sovereign Debt: Argentina Vulture Funds, and Pari Passu under New York Law", *North-Western Journal of International Law & Business*.
- TRÉSOR (2017)**, « Succès et défis de l'économie argentine », *Trésor-Éco*, n° 204, Paris.
- TRÉSOR (2014)**, « L'Argentine, les vautours et la dette », *Trésor-Éco*, n° 136, Paris.

MACRODEV (Macroéconomie & Développement)

Cette collection a pour vocation de présenter les travaux menés par les économistes de l'AFD dans le champ de la macroéconomie du développement. Elle propose des analyses centrées sur un pays, sur une région ou sur des enjeux de nature macroéconomique liés aux processus de développement.

Les analyses et conclusions de ce document sont formulées sous la responsabilité de ses auteurs. Elles ne reflètent pas nécessairement le point de vue de l'AFD ou de ses institutions partenaires.

Directeur de la publication :

Rémy Rioux

Directeur de la rédaction :

Thomas Melonio

Agence Française de Développement
5, rue Roland Barthes – 75598 Paris cedex 12
Tél. : 33 (1) 53 44 31 31 – www.afd.fr

Dépôt légal : 3e trimestre 2018

ISSN : 2116-4363