A l'impossible, l'Argentine ne peut être tenue

Christine Rifflart

▶ **To cite this version:**

Christine Rifflart. A l'impossible, l'Argentine ne peut être tenue. Lettre de l'OFCE, 2001, 209, pp.1-5. hal-01017096

HAL Id: hal-01017096
https://sciencespo.hal.science/hal-01017096

Submitted on 1 Jul 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Lettre de l'OFCE
Observations et diagnostics économiques
n° 209
Mercredi 10 octobre 2001

Page **6** : L'IRLANDE, L'ENFANT TERRIBLE DE L'UNION EUROPÉENNE

A L'IMPOSSIBLE, L'ARGENTINE NE PEUT ÊTRE TENUE

Christine RIFFLART
Département analyse et prévision

Trois ans après la crise russe de l'été 1998, l'Argentine est encore en récession. Une surévaluation reconnue de 20 % du peso, le resserrement des conditions de financement international et l'austérité budgétaire ont fait plonger le pays dans une spirale dépressive dont il n'arrive pas à sortir. Même si les besoins de financement du gouvernement sont désormais couverts pour 2001 et 2002 par la communauté financière internationale, la confiance est, en l'absence de perspectives de reprise économique, aussi faible que les primes de risque sur les marchés des capitaux sont élevées. Depuis deux ans, les autorités s'emploient à rassurer les marchés par des programmes d'ajustement et des réformes structurelles. Or ceci fragilise d'autant plus la situation et inquiète encore davantage les marchés. Le système de *currency board* s'avère aujourd'hui incapable d'assurer la stabilité de l'économie, mais ni l'Argentine, ni la Communauté financière internationale n'ont le courage de mettre fin à cette coûteuse expérience.

Le *currency board* a tenu ses promesses en matière de lutte contre l'inflation...

Introduit en 1991 par Domingo Cavallo, alors ministre de l'économie du président Carlos Menem, le système de *currency board* est apparu comme l'axe central du nouveau plan de stabilisation de l'économie. Les précédents plans n'ayant pu venir à bout de l'hyperinflation (5000 % en 1989) et de la fuite des capitaux, ce système était considéré alors comme le seul moyen pour imposer des ajustements que le pouvoir politique ne parvenait pas à mettre en place.

Les principes du système sont simples :

— le taux de change du peso est fixé *par voie légale* au dollar au taux de 1 pour 1 et la monnaie est librement convertible (loi de convertibilité).

— pour garantir cet engagement, la base monétaire est couverte par les réserves officielles de change. Aussi, *la banque centrale perd-elle tout pouvoir en matière de politique monétaire*. *La masse monétaire, au sens étroit, dépend directement de la variation des réserves de change*, c'est-à-dire du solde de la balance des paiements. La liquidité du marché domestique dépend donc du solde commercial, des flux de capitaux et des conditions de prêts sur le marché international. Les taux d'intérêt nationaux sont étroitement dépendants de ceux du marché international.

— Le système met fin *de facto* au financement monétaire du déficit public, ce qui élimine l'une des principales sources de l'inflation passée. Celui-ci doit être financé sur le marché.

Conçu initialement pour stabiliser les variables nominales et recréer la confiance en la monnaie nationale, le système de *currency board* atteint aujourd'hui ses limites, du fait même des contraintes qu'il impose et qui avaient fait en son temps son succès :

— la rigidité du taux de change fait que tout choc externe, ne pouvant être absorbé par un ajustement de la parité, se répercute fortement dans l'économie. Notamment, toute appréciation du dollar se traduit par une hausse du taux de change effectif du peso et une perte de la compétitivité-prix.

— L'économie devient dépendante des capitaux étrangers, dont on connaît la forte mobilité, et qui sont influencés par la politique monétaire des Etats-Unis et par les différents chocs financiers internationaux.

— Enfin, la reprise de la confiance dans la monnaie doit entraîner une reprise des entrées de capitaux et une baisse de la prime de risque demandée par les investisseurs étrangers. Mais la confiance est fragile: même si les investisseurs n'ont plus à craindre les fluctuations du peso face au dollar, ils peuvent redouter la sortie brutale du système ou un défaut de paiement sur les engagements non couverts.

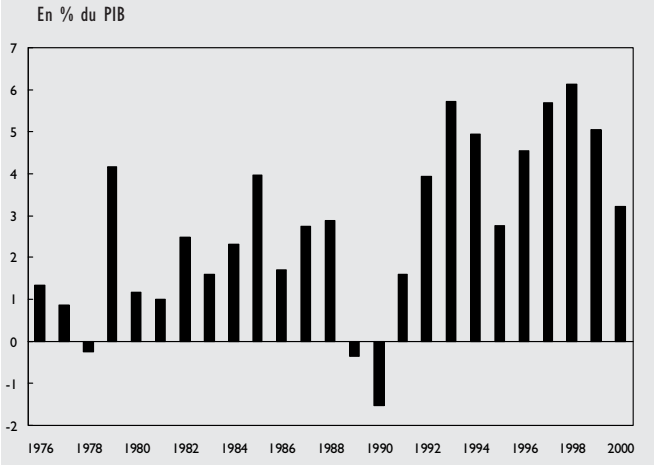
Jusqu'en 1997, le système de *currency board* a eu ses heures de gloire. Après la crise de la décennie 1980, la confiance est revenue et le pays a renoué avec la croissance. Entre 1990 et 1994, le PIB a augmenté de 8 % en moyenne par an, la consommation des ménages de 9 %. Le taux d'investissement est passé de 14 % à 20 %. Les variables nominales se sont stabilisées : l'inflation a baissé à 4,2 % en 1994. L'économie

Observatoire français des conjonctures économiques
69 quai d'Orsay 75340 Paris cedex 07
Tel : 01 44 18 54 00 Fax : 01 45 56 06 15
e-mail : ofce@ofce.sciences-po.fr http://www.ofce.sciences-po.fr

Edité par les Presses de Sciences Po
44 rue du Four 75006 Paris
Abonnements : Tel : 01 44 39 39 60
Fax : 01 45 48 04 41

s'est remonétisée. La confiance retrouvée en la monnaie nationale a permis aux banques de redéployer leur activité d'intermédiation financière. Les finances publiques sont restées sous contrôle, bénéficiant de l'embellie conjoncturelle. Le financement extérieur a été aisé et l'Argentine a profité d'entrées massives de capitaux. Entre 1992 et 1998, et à l'exception de 1995, elles ont représenté, en termes nets, environ 5 % du PIB annuel, contre 2 % pendant les années 1980 (graphique 1). La crise de la balance des paiements en 1994-1995 a été rapidement surmontée. Le système financier, confronté alors à un retrait brutal de liquidités et au risque d'insolvabilité, a été renforcé, sur la base d'une réglementation prudentielle plus exigeante.

Graphique 1 : Entrées nettes de capitaux



Source : FMI.

Ces bonnes performances ont cependant eu un coût. La fin de la dépréciation du peso à partir de 1991 a conduit à une augmentation de près de 15 % en deux ans des prix argentins relativement à ceux des pays concurrents, exprimés dans la même monnaie. Les entreprises ont dû compenser cette perte de compétitivité par une meilleure gestion de leurs coûts. Les gains de productivité se sont accélérés pendant que le taux de chômage passait de 6 % à 17 % en 1995. Les coûts salariaux unitaires relatifs ont été réduits de 40 % entre 1993 et 1998. Le taux de change effectif réel, mesuré sur la base des prix à la consommation, avait retrouvé en 1996-1997, son niveau de 1992 (graphique 2), considéré comme satisfaisant. Néanmoins, l'excédent commercial des années 1980 (3,2 % du PIB en moyenne) s'est transformé en un déficit chronique de plus de 3 % du PIB en moyenne sur la période 1991-1998.

L'accès au marché financier international est resté relativement coûteux, en dépit de la loi de convertibilité. Les conditions monétaires sont donc restées restrictives, les taux d'intérêt réels sur les prêts en dollar au secteur privé se situant autour de 10 %, soit 4 à 6 points de plus que ceux des Etats-Unis.

Néanmoins, le recours au marché international de capitaux s'est accéléré, notamment par la voie du secteur public. La croissance de l'activité avait bien permis jusqu'en 1993 d'équilibrer les comptes du secteur public et de réduire la dette. Mais très vite, des dérapages sont réapparus. La faiblesse des taux de prélèvements (20 % du PIB) et l'incapacité des autorités à introduire des réformes contre l'évasion fiscale et le gaspillage de l'administration n'ont pas permis d'éviter une hausse de la dette publique en proportion du PIB. Les autorités se sont donc tournées vers le marché, notamment étranger pour éviter l'effet d'éviction sur le marché national. D'autant que les marchés émergents exerçaient un fort attrait sur les investisseurs à cette époque. Entre 1993 et le milieu de l'année 2000, 84 milliards de dollar de titres argentins ont été vendus sur l'euro-marché, dont 22 par le secteur privé et 62 par le secteur public, principalement par le gouvernement fédéral. Sur les 62 milliards, 52,5 milliards ont été émis après 1996.

Cette dynamique d'endettement porte en elle ses propres contradictions. L'excédent budgétaire primaire du gouvernement devient de plus en plus insuffisant pour couvrir des charges d'intérêts croissantes. La dette extérieure atteint 52,7 % du PIB en 2000, contre 40,3 % en 1996. Plus que son niveau, ce sont les besoins de financement croissants qu'elle génère qui posent problème. Le pays est peu ouvert commercialement et connaît un déficit chronique de ses échanges avec l'extérieur. Entre 1996 et 2000, les charges d'intérêt sont passées de 25,6 % à 40,1 % des exportations de biens et services, et l'amortissement du capital de 30,2 % à 53,4 %.

... mais s'avère extrêmement contraignant pour gérer des chocs réel et monétaire

Depuis la crise russe de l'été 1998, la situation économique et financière de l'Argentine est bloquée. Le pays est frappé de ses deux côtés les plus fragiles : sa vulnérabilité aux chocs externes et sa dépendance aux marchés des capitaux, tandis que l'impossibilité des autorités politiques à réformer les finances publiques apparaît au grand jour.

Chute de la demande étrangère, baisse des termes de l'échange, perte de compétitivité du fait de la dépréciation de plusieurs monnaies d'Amérique latine dont celle de son principal partenaire commercial, le Brésil, tels sont les principaux chocs qui ont frappé l'Argentine en 1998 et 1999 et l'ont plongée dans une profonde récession.

Simultanément, la défiance des investisseurs étrangers à l'égard de l'ensemble des pays émergents a rendu l'accès au crédit étroit et coûteux. Or, le pays ne peut se passer des financements extérieurs pour couvrir ses engagements, dont notamment ceux du secteur public. La dégradation des finances publiques est allée de pair avec celle de l'activité, les rentrées fiscales étant fortement déterminées par la conjoncture économique. Le solde primaire est passé d'un excédent de 0,5 % du PIB en 1998 à un déficit de 0,8 % l'année suivante. En même temps, les intérêts payés sur la dette ont augmenté de 2,6 % à 3,4 % du PIB.

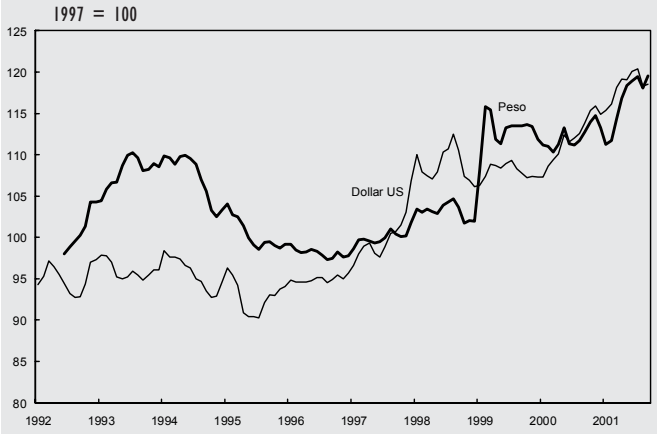
La solvabilité externe du pays s'est dégradée ainsi que la crédibilité de ses engagements externes. Le risque envisagé n'est pas tant celui de change que celui d'un défaut de paiement, sur la dette publique notamment.

A partir de 1999, le gouvernement ne va avoir de cesse de rassurer les marchés, condition préalable au retour des capitaux et à la reprise économique. A la fin de 1999, le nouveau Président de la République, Fernando de la Rua, signe un premier accord avec le FMI où il s'engage à rééquilibrer les finances publiques à l'horizon de 2003 en échange d'un prêt de 7,2 milliards de dollar sur trois ans.

Mais l'orthodoxie budgétaire mise en place en 2000 est un échec. Le solde primaire s'est bien redressé et le déficit global

s'est tout juste stabilisé, mais au prix du retournement de la croissance. La reprise qui s'amorçait fin 1999 avec l'amélioration de la demande étrangère a été étouffée par la hausse de la pression fiscale. La faiblesse de l'activité a entraîné un durcissement des mesures pour redresser les comptes. La politique budgétaire, devenue procyclique, a amplifié la récession. Sur l'ensemble de l'année 2000, l'activité a baissé de 0,5 %, pour une croissance officiellement prévue à 3,5 % en début d'année.

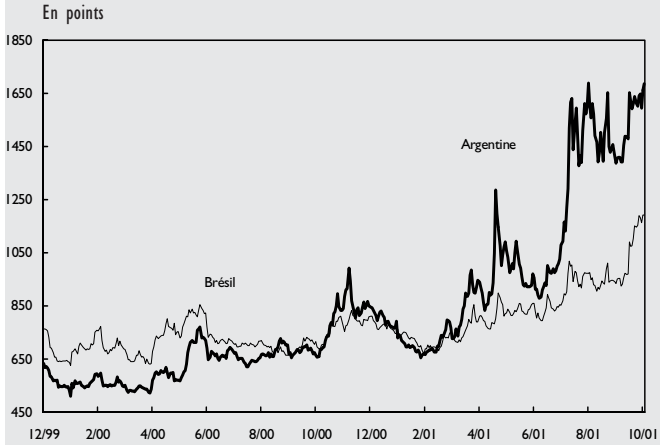
Graphique 2 : Taux de change effectif réel du peso et du dollar US



Sources : FMI, Réserve Fédérale des Etats-Unis.

A la fin de l'année 2000, le pays semblant incapable de retrouver le chemin de la croissance et de restaurer sa solvabilité, la crise de confiance réapparaît (graphique 3). Les investisseurs craignent à nouveau un défaut de paiement sur les 21,8 milliards de dollar d'engagements du gouvernement fédéral pour l'année 2001. Cette fois, la communauté internationale se mobilise et débloque, sous l'égide du FMI, un prêt d'urgence de 39,7 milliards de dollar, conditionné à un nouveau programme d'ajustement des finances publiques.

Graphique 3 : Indice risque-pays* pour l'Argentine et le Bresil EMBI+



Source : JP Morgan.
* Ecart de rendement entre le titre de référence du pays et les bons du Trésor des Etats-Unis à long terme.

Le programme de Cavallo ou l'art de s'accommoder des contraintes

Les objectifs d'ajustement budgétaire figurant dans la nouvelle lettre d'intention du 12 janvier 2001 sont assouplis par rapport à la version antérieure. L'orthodoxie demeure, mais l'échéance du retour à l'équilibre des comptes publics est repoussée de deux ans, à 2005. En pourcentage du PIB, la dette continuerait de s'accroître, mais baisserait après 2003. En 2001, et sur la base d'une hypothèse de croissance de 2,5 %, le déficit du gouvernement fédéral ne devrait pas dépasser 6,5 milliards de dollar.

Pour compenser le dérapage qui s'annonce, le ministre de l'économie a proposé en mars un nouveau plan d'austérité (coupes de 4,5 milliards de dollar des dépenses de l'Etat sur deux ans). La population descend dans la rue, le Congrès refuse. La crise économique se double alors d'une crise politique. Les taux d'intérêt sur le marché obligataire montent à 12 %. Le président de la république demande à Domingo Cavallo, initiateur du système actuel du *currency board* et reconnu par la communauté internationale, de revenir au gouvernement.

A la différence des ajustements précédents, l'approche développée par Cavallo est plus globale. Tout en garantissant le maintien du système de *currency board* et le respect des engagements pris avec le FMI, il prend en compte les trois principaux points de blocage de l'économie :

— l'ajustement du secteur privé au handicap de compétitivité est contre-productif. Il détruit des pans entiers de l'industrie : entre 1998 et 2000, la production a baissé de 10 % tandis qu'elle augmentait sur la période de 6 % au Brésil. Il paupérise la population et détériore la solvabilité externe du pays ;

— l'austérité budgétaire est nécessaire pour freiner l'envolée de la dette externe mais doit être accompagnée d'un programme de stimulation de la croissance pour favoriser les rentrées fiscales ;

— le desserrement de la contrainte monétaire dépend de la confiance dans la solvabilité à long terme du pays. Pour la retrouver, il importe de dynamiser l'économie et d'alléger la pression financière à court et moyen terme.

Premier axe : redresser la compétitivité du pays

La compétitivité des produits argentins dépend du taux de change effectif nominal du peso, qui dépend directement des fluctuations du dollar face aux autres monnaies. Depuis 1998, le dollar bénéficie d'une conjoncture favorable face aux autres monnaies fortes, due en partie à l'accélération de la productivité tendantielle aux Etats-Unis qui tend à apprécier son niveau d'équilibre. Mais l'Argentine ne bénéficie pas de cet effet et la structure géographique de son commerce extérieur l'a rend plus vulnérable aux mouvements des autres monnaies d'Amérique latine. Or, le real brésilien a perdu 50 % de sa valeur depuis fin 1998, dont la moitié au premier semestre 2001. La surévaluation du peso qui s'est progressivement installée, atteint 20 % aujourd'hui.

Les conséquences en sont multiples. Les exportations stagnent depuis trois ans, malgré la reprise de la demande étrangère en 2000, et les investissements directs commencent à faiblir. L'Argentine est confrontée à la concurrence des pays où les coûts salariaux sont plus bas (Brésil notamment) tant pour les échanges de marchandises que pour les implantations d'entreprises.

Pour réduire à terme la vulnérabilité du peso aux fluctuations du dollar, Cavallo a fait voter une réforme de la loi de convertibilité de 1991, qui devra entrer en vigueur dès que l'euro

sera revenu à la parité avec le dollar. Le peso sera rattaché au dollar et à l'euro, avec une pondération de 0,5 chacun. Les trois monnaies auront libre cours sur le marché national et seront parfaitement convertibles entre elles. La Banque centrale devra détenir la moitié de ses réserves en euros.

Si la réforme est positive par le fait qu'elle traduit des relations commerciales et financières bien établies entre l'Argentine et la zone euro (même si 68 % de la dette argentine est en dollar), elle ne résout pas tout, notamment la surévaluation du peso vis-à-vis de la monnaie brésilienne. Par ailleurs, en autorisant un libre arbitrage entre la détention des trois monnaies, elle peut provoquer des comportements spéculatifs nuisibles au système. Enfin, elle introduit une brèche dans le principe de fixité du taux de change, ce qui accroît l'inquiétude sur les marchés financiers.

En attendant l'application de la nouvelle loi de convertibilité, le principe est appliqué depuis la mi-juin aux échanges commerciaux, hors énergie. Un mécanisme de compensation fiscale permet de rembourser à l'exportateur (et d'accroître les prélèvements pour les importateurs) la différence entre la valeur exprimée en dollars et celle valorisée selon la nouvelle règle. Ainsi, dans l'hypothèse où le dollar s'échange contre 1,16 euro (situation fin juillet), l'exportateur argentin reçoit pour chaque dollar vendu, 1,08 peso. Cet aménagement permet d'effacer 8 % du handicap de compétitivité.

Ce système fait partie d'un plan de compétitivité, qui inclut d'autres mesures destinées à accroître la rentabilité dans les secteurs les plus touchés par la récession et à stimuler la croissance et l'investissement :

— allègement des charges patronales dans les secteurs les plus exposés tels que le secteur exportateur et les industries de main-d'œuvre ;

— baisse des droits de douane sur les importations de biens d'investissement ;

— allègement d'impôts malgré un report partiel à 2002.

Ce plan est financé par de nouvelles économies et l'introduction de nouvelles taxes, dont la taxe de 0,6 % sur l'ensemble des transactions financières à partir des comptes bancaires (à l'exception des mouvements de fonds officiels).

Les entreprises ont continué malgré tout de s'ajuster, au point de tomber dans la déflation. Depuis 1999, les coûts salariaux unitaires ont été fortement réduits sous l'effet de la baisse des salaires et des licenciements massifs. Le taux de chômage a augmenté de 4 points en 2 ans et demi et se situe aujourd'hui à 16 %.

Deuxième axe : poursuivre l'ajustement budgétaire par la loi de déficit zéro

Suite au dérapage du solde budgétaire sur les premiers mois de cette année, Cavallo a introduit en juillet une nouvelle méthode de gestion des finances publiques. En plus de la loi de convertibilité et de l'abandon des prérogatives monétaires de la Banque centrale au marché, le système se dote d'une nouvelle loi d'administration fiscale, approuvée par le Congrès :

— les dépenses totales du gouvernement fédéral ne pourront excéder les rentrées fiscales du mois précédent ;

— en cas de dépassement, le secrétaire des finances sera amené à ajuster les dépenses. Seront payés en priorité les intérêts sur la dette publique, le transfert de ressources aux provinces dans le cadre de la règle de la coparticipation définie en novembre 2000. L'ajustement se fera de façon uniforme sur les autres postes (salaires et retraites, achats de biens et services...).

En stoppant automatiquement les déséquilibres, ce mécanisme devrait permettre de respecter l'engagement d'un déficit à 6,5 milliards de dollar sur l'ensemble de l'année. Il va bien au-delà des objectifs visés par le FMI qui étaient d'atteindre l'équilibre budgétaire d'ici deux ans. Ce processus constitue une règle à moyen terme, et devrait interrompre l'endettement supplémentaire (tableau 1).

Tableau 1 : Résultats et objectifs en matiere de finances publiques

		1999	2000	2001	2002
Croissance du PIB*, en %		– 3,4	– 0,5	*– 1,4*	*2,5*
Déficit du gouvernement fédéral	(1)	– 7 156	– 6 972	*– 6 500*	*– 2 290*
	(2)	– 2,5	– 2,4	*– 2,7*	*– 0,8*
Déficit des provinces	(1)	– 4 632	– 3 392	*– 2 760*	*– 2 000*
	(2)	– 1,6	– 1,2	*– 0,9*	*– 0,6*
Déficit public total	(1)	– 11 788	– 10 204	*– 9 260*	*– 4 186*
	(2)	– 4,1	– 3,6	*– 3,7*	*– 1,4*
Déficit primaire	(1)	– 2 133	1 308	*4 642*	*10 793*
Intérêts	(1)	9 655	11 512	*13 902*	*14 979*
Privatisations	(1)	889	166	*400*	*200*
Consolidation de la dette	(1)	1 546	1 543	*2 100*	*1 400*
Autre dette	(1)	– 1 683	– 1 017	*1 500*	*200*
Dette publique	(1)	134 270	144 805	*157 265*	*165 563*
	(2)	47,4	50,8	*53,5*	*54,5*

(1) Millions de dollars. (2) En % du PIB.
* Pour 2001 et 2002, prévisions officielles.
Source : FMI.

L'ajustement est brutal : compte tenu des projections de recettes fiscales, il vise à une économie de 2,3 milliards de dollar des dépenses primaires sur le deuxième semestre. Dès juillet, le gouvernement réduit de 13 % les salaires et traitements des fonctionnaires (supérieurs à 500 pesos mensuels) et les paiements aux fournisseurs, baisse les dépenses de sécurité sociale. En fait, le solde devra même être excédentaire de 100 millions de dollar au quatrième trimestre pour compenser le dérapage des premiers trimestres.

En juillet, les provinces se sont engagées à gérer de façon *responsable* leurs dépenses. Mais l'accord signé en août avec le FMI stipule que désormais le gouvernement fédéral devra trouver avant fin novembre un accord avec les provinces sur une modification de la loi de coparticipation fédérale, afin que le montant des transferts alloués aux provinces ne soit plus fixe comme aujourd'hui, mais dépende des recettes totales de l'Etat. Les négociations s'avèrent difficiles, la baisse des transferts mettant en péril la situation financière déjà très mauvaise des provinces.

En juillet, la province de Buenos Aires s'est mise en cessation de paiement, et d'autres provinces étaient dans des situations extrêmement dégradées. Pour calmer la situation, certaines provinces (11 au début du mois de septembre) utilisent des bons, que le gouvernement fédéral reconnaît, pour payer les salaires et la dette aux fournisseurs. Les *patacones* peuvent être utilisés dans les banques, ou pour payer les impôts, à

hauteur de l'équivalent d'un mois de la masse salariale de la province. Cavallo compte sur ce soutien financier pour obtenir l'appui des provinces au projet de déficit zéro.

Le projet de loi de finances pour 2002 prévoit à nouveau des mesures draconiennes. Compte tenu des hypothèses officielles de croissance de 2,5 %, l'équilibre fiscal (hors capitalisation des intérêts sur la renégociation de la dette en 2001) devrait être obtenu par des coupes de 6 milliards de dollar (2 % du PIB) dans les dépenses :

— forte baisse des dépenses sociales,

— maintien de la réduction salariale des fonctionnaires et retraités,

— et baisse de 900 millions des dotations aux provinces.

Or ces hypothèses de croissance sont optimistes. Déjà début octobre, une réduction supplémentaire de 890 millions de dollars des dépenses vient d'être annoncée pour le quatrième trimestre, compte-tenu des moindres rentrées fiscales de septembre.

Troisième axe : relâcher la pression financière à court et moyen termes

Après avoir stagné pendant plusieurs années, les réserves de change baissent brutalement depuis juillet. Les taux d'intérêt réels sont montés à 15 % depuis le début de l'année. Les crédits au secteur privé baissent depuis trois ans. Au premier trimestre, ils ont reculé de presque 5 % sur un an. Les dépôts bancaires s'épuisent eux aussi. Depuis juillet, les banques sont confrontées à des retraits massifs, ce qui pose de graves problèmes de liquidités dans certaines institutions.

La Banque centrale utilise sa faible marge de manœuvre pour soulager le système financier : baisse du taux minimum des réserves obligatoires, relèvement du seuil légal de détention des titres publics dans les réserves des banques, rachat de titres sur le marché monétaire pour injecter des liquidités.

Dans le cadre de l'accord de *swaps* mis en place fin 1996 pour répondre à des problèmes de liquidités, les grandes banques internationales ont débloqué 1,271 milliard de dollar au début du mois de septembre. 1 milliard est attendu dans les prochaines semaines de la Banque mondiale et de la Banque interaméricaine de développement. Ces sommes s'ajoutent aux 4 milliards de dollar négociés en août dernier avec le FMI.

Depuis fin 1999, la communauté internationale s'est largement impliquée dans la crise argentine. En décembre 2000, l'Argentine recevait un prêt de 39,7 milliards de dollar, dont 13,7 prochaine).

Simultanément, le gouvernement a tenté de restructurer sa dette pour alléger ses engagements financiers à court terme. 29,5 milliards de dollar de dette publique arrivant à échéance avant 2005 ont été renégociés contre de nouveaux titres à échéance longue et à coupon zéro dans la période initiale. L'allègement du service est de 16 milliards de dollar d'ici à 2005 (soit un quart du total), dont 7,8 milliards avant la fin 2002. Les besoins de financement pour 2001 sont couverts. Cependant, le coût ultérieur est élevé. Le service de la dette devrait augmenter rapidement après 2005. La confiance est revenue mais très vite, le doute sur la viabilité du système s'est réinstallé.

Aujourd'hui, le discours a changé. Pour la première fois, sous l'impulsion des Etats-Unis, le FMI prévoit de mettre à disposition des fonds (3 milliards de dollar) en mars 2002 pour renégocier une partie des 90 milliards de titres de la dette publique. Mais à la différence de la restructuration de juin dernier où le coût à long terme était élevé, il s'agirait là de négocier avec les créanciers sur une base volontaire et à un coût beaucoup plus faible. Plusieurs possibilités sont envisagées : rachat de titres avec décote, échange de titres contre d'autres moins chers et garantis par des organismes multilatéraux, ou bien gagés sur les recettes fiscales (proposition de Cavallo). Les négociations sont pour le moment coordonnées par le secrétaire au trésor américain qui y voit peut-être le moyen de faire pression sur le gouvernement pour que l'Argentine intègre la Zone de Libre Echange des Amériques (ALCA).

Trois ans après le déclenchement de la crise, l'économie accuse un recul de plus de 6 % de son activité. Les conditions monétaires restent excessivement restrictives. Les taux d'intérêt domestiques réels oscillent autour de 15 %. Les prêts au secteur privé baissent. Un tiers de la population est sans travail ou sous-employé. Le climat de confiance est au plus bas. La consommation des ménages stagne depuis l'été dernier après avoir reculé de plus de 5 %. L'investissement a chuté de 26 %. Enfin, la chute de la compétitivité pénalise les exportations. Celles-ci stagnent, malgré le redressement de la demande extérieure. La situation est donc insoutenable. Les tensions sociales restent vives. Le taux de chômage est supérieur à 16 % et un tiers de la population vit dans des conditions de pauvreté inacceptables. Les perspectives d'une reprise restent largement compromises par le handicap de compétitivité, l'ajustement budgétaire et la restriction monétaire. Pour le moment, aucun signe d'amélioration n'apparaît du côté de la demande intérieure (tableau 2).

Tableau 2 : Principaux indicateurs macroeconomiques

	1997	1998	1999	2000	2001
En %					T2**
PIB	8,1	3,9	– 3,4	– 0,5	– 0,5
Consommation privée	9,0	3,5	– 2,7	– 0,4	– 2,1
FBCF	17,7	6,5	– 12,8	– 8,6	– 6,3
Exportations	12,0	9,9	– 1,4	2,2	5,2
Importations	26,6	8,1	– 11,7	– 0,5	– 4,7
Prix à la consommation	0,3	0,7	– 1,8	– 0,7	– 0,1
Balance courante *	– 4,2	– 4,8	– 4,2	– 3,2	– 4,4
Crédits au secteur privé	18,6	10,8	– 2,1	– 3,8	– 8,9

** En % du PIB au premier trimestre.*
*** En glissement annuel.*
Source : FMI.

Les marchés ont pu compter sur l'aide internationale pour ne pas subir les préjudices de la crise. Mais aujourd'hui, ils doivent prendre à leur charge une partie de l'ajustement. L'Argentine ne peut continuer à payer des taux d'intérêt réels de plus de 20 % sur sa nouvelle dette. La renégociation s'avère indispensable. Les investisseurs doivent accepter une décote de leurs titres s'ils veulent éviter la cessation de paiements. L'allègement de la pression financière devrait alors permettre de changer favorablement les anticipations à moyen terme. Cela nécessite également une modification du taux de change pour rétablir la compétitivité. A l'évidence, le *currency board* n'est pas un système viable durablement■