

L'EXEMPLE ARGENTIN, UN MODÈLE À SUIVRE ?



ANNE-LAURE DELATTE
Assistant professeur,
département économie et finance,
Groupe ESC Rouen

Décembre 2001. L'Argentine subit une crise de la balance des paiements : le peso perd 70 % de sa valeur par rapport au dollar. Si les causes de la crise sont assez classiques, c'est la stratégie pour en sortir qui en fait un épisode original et riche d'enseignements pour la théorie des crises.

La crise argentine est le fruit de facteurs communs à la plupart des crises des économies émergentes au cours des années 1990 : la dépendance du pays aux revenus en dollars a entraîné une crise de balance des paiements, la dévaluation de la monnaie qui a engendré une crise de la dette et une crise bancaire.

Ainsi, au cours des mandats présidentiels de Carlos Menem et de Fernando de la Rúa, une perte progressive de la compétitivité des exportations, a creusé le déficit du compte courant, ce qui, en régime de change fixe, a rendu le pays dépendant aux capitaux étrangers. Suite aux crises brésilienne et russe, les investisseurs étrangers, inquiétés par le déficit fiscal, se sont retirés en masse au dernier semestre 2001. La sortie de capitaux a déclenché une crise de balance des paiements qui s'est soldée, en décembre 2001, par la dévaluation de 70 % de la devise argentine, le peso.

Les investisseurs préférant libeller leurs actifs en dollars pour se protéger contre la volatilité du change, le taux d'intérêt sur l'emprunt en dollars était inférieur. Comme de

nombreux pays émergents, l'Argentine avait emprunté en dollars tout au long de sa période d'expansion. La différence est que la proportion était exceptionnellement élevée puisque 80 % des crédits étaient libellés en dollars. À titre de comparaison, le taux de dollarisation des crédits s'élevait à 20 % en Indonésie et 30 % au Mexique à la veille de leur crise respective¹.

La dévaluation du peso par rapport au dollar mettait donc en péril la solvabilité de nombreuses entreprises du secteur non exportateur parce qu'elles avaient emprunté en dollars alors qu'elles percevaient le revenu de leurs ventes en pesos. Tant que la parité entre le peso et le dollar était maintenue, les bilans ne craignaient rien. Mais une dévaluation de la monnaie nationale déséquilibrait les bilans et rendait les agents insolubles. Ainsi, suite à la crise de balance des paiements, quand le peso a décroché de 70 % par rap-

port au dollar, une grande partie du secteur productif et des ménages a vu sa dette multipliée par trois. Les décisions politiques ont alors eu une importance majeure.

L'arbitrage

Une crise de la dette est par définition le résultat de l'incapacité des débiteurs à honorer leurs créances. La théorie économique indique qu'en cas de défaut, il faut protéger les créanciers à tout prix, en leur assurant la possibilité de saisir le collatéral. En effet, garantir le droit des créanciers les protège contre l'aléa moral et l'asymétrie d'information, ce qui dans un horizon intertemporel, réduit les contraintes de crédit, le taux d'intérêt et donc théoriquement garantit le maintien du cycle du crédit. Toutefois dans une économie, qui sont les débiteurs ? Ce sont les entreprises et les ménages, c'est-à-dire les agents qui investissent et consomment, deux composantes du PIB. Aussi, la faillite de ces deux agents a un effet systémique : elle déprime la consommation et l'investissement - la demande agrégée, et nourrit la récession. En définitive,

1. La raison de cette dollarisation massive était la loi de convertibilité qui avait établi, en 1991, que le dollar pouvait être utilisé indifféremment dans les transactions internes.

une crise de la dette appelle un arbitrage entre la protection du droit des créanciers pour le maintien du cycle du crédit à long terme et le risque de récession économique.

En Argentine, la très forte proportion de dollars empêchait une solution consistant à compenser le défaut des débiteurs par une assistance financière aux banques (comme cela avait été fait au Mexique par exemple). En effet, avec 80 % de crédits libellés en dollars, l'assistance financière représentait des montants insoutenable pour l'équilibre budgétaire. En revanche, le diagnostic de la crise étant la dissonance des monnaies dans les bilans, l'harmonisation de ceux-ci en libellant les deux côtés dans la même monnaie protégeait le système des effets systémiques d'une dévaluation. Les autorités ont donc décrété la "pésification" de l'ensemble des dettes internes, afin de soulager les débiteurs. Cela résolvait automatiquement le problème de dissonance des monnaies dans les bilans et permettait d'éviter des faillites en chaîne. Pour compenser en partie la perte de richesse des épargnants, la pésification des bilans fut décrétée asymétrique : une majorité des obligations du secteur privé a été convertie au taux d'un peso pour un dollar, tandis que les dépôts étaient convertis à la parité de 1,4 peso pour un dollar et indexés à l'inflation. Le coût fiscal s'est élevé à 10,8 milliards de dollars d'émission de bons d'État.

Au contraire, l'arbitrage fut différent pour les dettes du secteur privé vis-à-vis des créanciers étrangers. Aucune renégociation de la dette privée n'a été prise en charge par les autorités. Certes, elles n'entraient pas sous la juridiction nationale, mais un moratoire aurait pu être déclaré de façon unilatérale, comme cela avait été le cas en Russie en 1998. Cette décision des autorités argentines de ne pas intervenir dans le conflit entre débiteurs privés et créanciers étrangers était motivée par le fait que le secteur privé pouvait restructurer sa propre dette. En effet, la majorité des débiteurs vis-à-vis de l'étranger était composée d'entreprises étrangères et d'entreprises du secteur exportateur ayant un accès permanent au

marché international du crédit. La suite a effectivement donné raison aux autorités puisque la dette extérieure du secteur non financier a été réduite de 20 % entre 2001 et 2003 et celle du secteur privé financier de 43 %.

Le principal bénéficiaire du plan : le secteur productif

En tant que principaux agents débiteurs de l'économie, les entreprises ont été les principales bénéficiaires de la pésification asymétrique, en leur évitant la faillite. De plus, le plan de sauvetage financier a été accompagné du gel des tarifs publics. Enfin, le contexte récessif a eu l'effet de réduire les salaires réels. Au total, la réduction de deux des principaux coûts de production, les tarifs des secteurs publics et les salaires, a permis une augmentation des marges de profit du secteur réel. Celui-ci est donc sorti assez protégé de la crise, ce qui explique la relative rapidité avec laquelle l'Argentine s'est relevée. La pésification de l'économie

“ La crise actuelle implique également une crise de la dette qui engendre des conflits entre créanciers et débiteurs. Une solution est de laisser les banques négocier avec leurs clients individuellement. ”

a ainsi limité le taux de faillite du secteur productif et a permis que la dévaluation retrouve son effet standard d'amélioration de la compétitivité du secteur exportateur. Finalement, le PIB a rattrapé son niveau d'avant la crise rapidement grâce à une croissance annuelle de 30 % les trois premières années.

L'État argentin a donc fait le choix de la reprise économique. Cela n'a pas eu l'effet théorique d'interruption du cycle du crédit, dans la mesure où le taux d'intérêt est revenu rapidement à un niveau soutenable. Après 5 ans, le taux d'intérêt à un an ou plus en monnaie nationale pour le secteur

productif s'élevait à 6 % et le crédit en volume représentait 10 % du PIB. L'Argentine s'est relevée rapidement de la crise. C'est la preuve qu'il existe une marge de manœuvre politique pour régler une crise de la dette. Le rôle de l'État consiste à promouvoir la renégociation des termes dans le souci d'une solution efficace qui permet au secteur bancaire de reprendre une activité normale sans entraîner la faillite du secteur productif.

Et aujourd'hui ?

La crise des *subprime credits* implique également une crise de la dette qui engendre des conflits entre créanciers et débiteurs. Une solution est de laisser les banques négocier avec leurs clients individuellement. Comme la protection du droit des créanciers vaut dans nos économies, c'est prendre le risque d'effets systémiques majeurs, néfastes à terme pour le secteur bancaire lui-même. De plus, la titrisation a considérablement compliqué la situation car elle a éliminé la simple relation débiteur - créancier. Autre réponse : l'État organise ces négociations dans le souci de promouvoir une solution efficace pour le secteur bancaire et le reste de l'économie. En d'autres termes, sans l'État, le rapport des forces est en faveur des banques à cause de l'institutionnalisation de la protection du droit des créanciers. Il peut être souhaitable de modifier cet état des choses en cas de risque global.

Une dernière réflexion : en Argentine, c'est un changement de majorité politique qui a permis de modifier le rapport de force ; sous le gouvernement de Carlos Menem, les détenteurs de capital (propriétaires terriens et d'entreprises) avaient été largement servis par la parité entre le peso et le dollar. Le nouveau président, Nestor Kirchner, a choisi de défendre l'activité économique au prix de leurs intérêts. En ce sens, l'arrivée de Barak Obama peut être synonyme d'un bouleversement dans la société américaine si de telles négociations sont engagées. ■