



## DE BUENOS AIRES

N°12 – Du 17 au 23 mars 2023

### Zoom – En Uruguay, le FMI souligne la résilience de l'économie et encourage les réformes

À l'issue de leur mission en Uruguay du 6 au 17 mars, au titre de l'article IV des statuts du Fonds monétaire international (FMI), les services du FMI ont constaté la résilience de l'économie uruguayenne durant la pandémie, grâce à la solidité des institutions et à la qualité de la gouvernance. Après un retour de l'activité à son niveau pré-pandémique dès la mi-2021, le dynamisme des exportations (agriculture, tourisme) a permis à la croissance d'atteindre 4,9% en 2022. Si la guerre en Ukraine a eu un impact direct limité, compte tenu des liens commerciaux ténus entre les deux pays, les exportations agricoles ont bénéficié de l'augmentation combinée de la demande ainsi que des prix mondiaux. Les perspectives économiques sont toutefois plus sombres. En effet, l'amoncellement de facteurs baissiers (sécheresse, durcissement des conditions financières internationales) devrait peser sur la croissance, désormais attendue à 2,0% en 2023. Bien qu'en amélioration, le marché du travail reste fragilisé par les créations d'emplois inégales selon les secteurs et le taux de chômage élevé (autour de 8%). En réponse aux pressions inflationnistes (7,5% en février 2023 versus 9,9% en septembre 2022), la Banque centrale a augmenté, de manière notable, le taux directeur pour l'établir à 11,5% en décembre 2022. Dans le même temps, le peso uruguayen a progressé de 13% par rapport à la devise américaine (+20% en termes réels) en raison du différentiel des taux d'intérêt, des termes de l'échange favorables pour l'Uruguay et de l'abondante liquidité en dollars. Sur le volet budgétaire, les services constatent la restauration graduelle des finances publiques. À ce titre, le déficit budgétaire (hors « *cincuentones*») s'établit à 2,8% du PIB en 2022, versus 3,1% du PIB en 2021. Alors que les dépenses liées à la pandémie ont été progressivement levées, les autorités ont déployé des fonds pour protéger les ménages vulnérables face à l'augmentation des prix (alimentation, énergie). Par ailleurs, la dette publique demeure soutenable (61% du PIB à la fin 2022, après un pic à 69% du PIB en 2020). Si le pilotage prudent de la politique économique a permis à l'Uruguay de bénéficier d'un accès aux marchés financiers internationaux à des conditions favorables, les services jugent essentielle la poursuite des réformes structurelles pour augmenter la productivité, la réussite scolaire, l'investissement et la croissance. À cet égard, les réformes en cours visent à transformer les systèmes de retraite et d'éducation. Des efforts supplémentaires sont également nécessaires pour accroître la productivité des entreprises publiques, améliorer la gouvernance des banques publiques (y compris sur les mécanismes de résolution des crises) et renforcer la transparence des programmes sociaux. De surcroît, les services relèvent les initiatives récentes qui cherchent à favoriser l'accès aux financements, à promouvoir le développement des marchés des capitaux domestiques, mais également à soutenir l'émergence d'un écosystème de l'innovation. En parallèle, les services estiment que la conclusion de nouveaux accords commerciaux pourrait renforcer l'intégration internationale de l'économie. Enfin, les services encouragent les autorités à poursuivre leurs efforts pour renforcer la résilience de l'économie face aux perturbations climatiques. À cet égard, les services considèrent l'émission réussie d'obligations souveraines vertes comme un signe de l'engagement des autorités en faveur des politiques favorables à l'environnement afin de parvenir à une neutralité carbone à l'horizon 2050. Pour les services du FMI, ces efforts de décarbonation pourraient se concentrer sur la mobilité électrique, la production d'hydrogène vert et les meilleures pratiques agricoles et d'élevage. Dans ce domaine, les services indiquent la volonté des autorités de réduire les émissions de méthane et de préserver l'écosystème local.

**LE CHIFFRE  
À RETENIR**

---

**2,0%**

---

Croissance du PIB  
prévue pour 2023

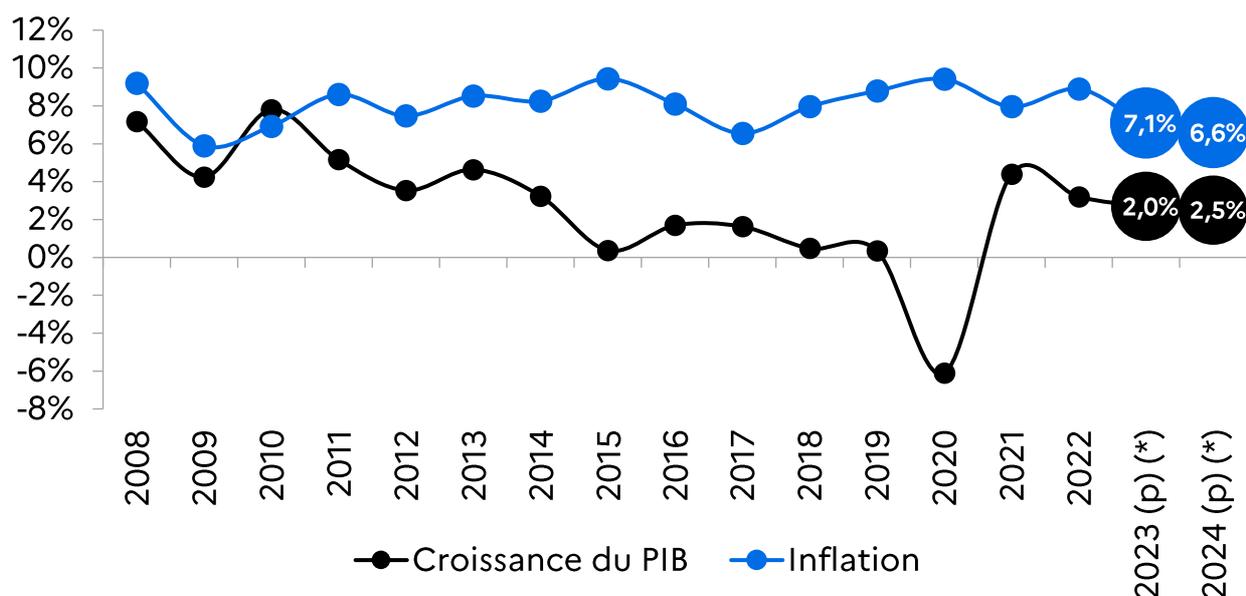
## Principaux indicateurs macroéconomiques

		Argentine	Chili	Paraguay	Uruguay
<b>Derniers chiffres annuels</b>					
Croissance du PIB réel	2021	10,4%	11,7%	4,2%	4,4%
Inflation (fin de période)	2022	94,8%	12,8%	8,1%	8,3%
Solde budgétaire (% du PIB)	2021	-4,3%	-7,7%	-3,7%	-4,2%
Dettes publiques (% du PIB)	2021	80,9%	36,3%	33,8%	73,3%
Solde courant (% du PIB)	2021	1,4%	-6,7%	0,8%	-1,8%
Dettes extérieures (% du PIB)	2021	58,3%	84,4%	49,9%	77,1%
<b>Prévisions et anticipations</b>					
Croissance du PIB réel - FMI	2022	4,6%	2,7%	0,2%	5,3%
Croissance du PIB réel - Agents économiques	2022	5,3%	2,5%	0,2%	5,5%
Croissance du PIB réel - FMI	2023	2,0%	-1,5%	4,5%	3,6%
Croissance du PIB réel - Agents économiques	2023	0,0%	-1,5%	4,5%	2,5%
Inflation (fin de période) - Agents économiques	2023	99,9%	5,3%	5,0%	7,2%
<b>Pour mémoire</b>					
PIB nominal (Mds USD)	2021	486,7	316,8	38,8	59,3
Population (millions)	2021	46,0	19,8	7,5	3,6

Sources : FMI, Instituts statistiques nationaux, Banques centrales nationales, SER Buenos Aires

## Graphique de la semaine

## Uruguay – Croissance annuelle du PIB (%) et inflation annuelle (fin de période, %)



(\*) (p) = Préviation

Sources : FMI, SER Buenos Aires

# ARGENTINE

## Le gouvernement contraint les entités publiques à vendre et échanger leurs obligations du Trésor en dollars contre des titres en pesos

**Le 23 mars, le ministre de l'Économie Sergio Massa a, via un décret, contraint les entités publiques argentines à se séparer de leurs titres souverains libellés en dollars.** Le décret prévoit que les entités publiques devront planifier la vente ou l'adjudication – dont les conditions doivent encore être déterminées par le ministère de l'Économie – de leurs obligations du Trésor libellées en dollars américains qui sont sous législation argentine (*Bonares*). 70% du produit de ces ventes ou adjudications devra ainsi être destiné à la souscription d'obligations du Trésor libellées en pesos, alors que les 30% restants pourront être utilisés pour répondre aux besoins de financement de l'entité publique détenant les titres. Le décret prévoit également que les entités publiques devront échanger les obligations du Trésor libellées en dollars américains étant sous législation étrangère (*Globales*) qu'elles détiennent contre des obligations du Trésor libellées en pesos. Dans les deux cas, les obligations en pesos obtenues seront indexées sur l'inflation et le change et arriveront à échéance en 2036.

**Grâce à ces opérations, le gouvernement argentin espère apaiser les tensions sur les taux de change financiers parallèles (MEP et CCL) et le différentiel de change, mais aussi obtenir plus de financements en pesos.** Les titres en dollars qui sont visés par le décret sont en majorité détenus par le Fonds de garantie de soutenabilité (FGS) de l'Agence nationale de sécurité sociale (ANSES). Ceux

détenus par la Banque centrale semblent exclus du champ d'application du décret. Les économistes estiment que les titres visés par le décret totalisent un peu plus de 3,5 Md USD en valeur de marché. Par ailleurs, si le gouvernement argentin estime que la vente de ces titres pourrait permettre d'apaiser les tensions sur les taux de change financiers parallèles en relevant l'offre d'obligations utilisées pour opérer sur ces marchés, les économistes estiment que cet effet ne sera que transitoire. Ils reconnaissent toutefois l'opportunité pour le Trésor de trouver de nouveaux financements en pesos (estimés à 1,6% du PIB), essentiels dans un contexte d'incertitude autour du refinancement de la dette en monnaie locale.

**Les économistes mettent tout de même en avant plusieurs risques, tel que le potentiel coût monétaire élevé de ces opérations.** D'une part, ces opérations risquent de détériorer le bilan des entités publiques. D'autre part, elles risquent d'accroître les interventions de la Banque centrale sur le marché secondaire dans l'hypothèse où la demande des créanciers privés pour les titres vendus s'avèrerait très faible, au risque de dégrader davantage son propre bilan.

## Les disparités provinciales se maintiennent

**Le recensement national de 2022 réalisé par l'Institut des statistiques argentin (INDEC) met en avant qu'en dépit de la croissance démographique (46 millions d'habitants, soit +14,7% depuis 2010), les grandes disparités régionales persistent en Argentine.** La ville de Buenos Aires (CABA) et sa province constituent le cœur démographique du pays avec 17 millions d'habitants, soit 44,9% de la population, suivies par les provinces de Córdoba avec 3,9 millions d'habitants (8,6%)



## CHILI

### La panique bancaire s'estompe au Chili après l'annonce du rachat du Crédit Suisse par UBS

La banque UBS a annoncé le 20 mars avoir trouvé un compromis avec l'État suisse pour racheter son concurrent le Crédit Suisse, au bord de la faillite depuis la semaine dernière, et ainsi dissiper la panique bancaire qui s'est propagée sur les marchés financiers depuis la faillite de la Banque étatsunienne de la Silicon Valley (SVB) le 10 mars. Le montant de la transaction s'élève à 3,25 Md USD et USB devrait bénéficier d'une garantie du gouvernement suisse sur certains actifs pour un montant de 9,0 Md USD, ainsi que d'un prêt de la Banque centrale suisse de 100 Md USD pour renforcer sa position financière.

La reprise du Crédit Suisse par UBS est une bonne nouvelle pour les banques et marchés financiers du monde entier, dont ceux du Chili, qui craignaient qu'une nouvelle crise financière mondiale n'éclate. Après la faillite de SVB, le cours des actions des principales banques chiliennes avait chuté entre le 10 et le 22 mars, notamment celui de la Banque du Chili (-16,6%), de la Bci (-8,8%), de Santander (-5,8%) et d'Itaú (-1,9%), avant de raugmenter depuis le 20 mars. De plus, les bons du trésor chilien se sont appréciés, tandis que le peso a baissé par rapport au dollar et à l'euro. Les taux onshore (des taux d'intérêt en dollars utilisés par les agents sur les marchés de change) ont ainsi augmenté de près de 100 points de base, le plus haut niveau depuis la crise sociale de 2019, et reflètent ainsi un coût de financement en dollar plus élevé depuis le Chili.

Les autorités politiques et bancaires du Chili continuent donc de suivre l'évolution de la situation, mais la Banque centrale chilienne n'a pas observé d'autres distorsions ou perturbations sur les marchés bancaires et financiers chiliens. La disparition du Crédit Suisse rebat néanmoins les cartes en ce qui concerne les futures activités d'UBS au Chili. Le Crédit Suisse faisait ainsi partie des cinq principales banques d'investissement et de fusion-acquisition en termes de transactions internationales au Chili et gérât également les investissements de plusieurs grandes fortunes du pays. Cependant, ce modèle n'est pas celui d'UBS, qui a d'ores et déjà annoncé qu'il réduirait les activités de banque d'investissement du Crédit Suisse au Chili afin de se recentrer sur la gestion de patrimoine.

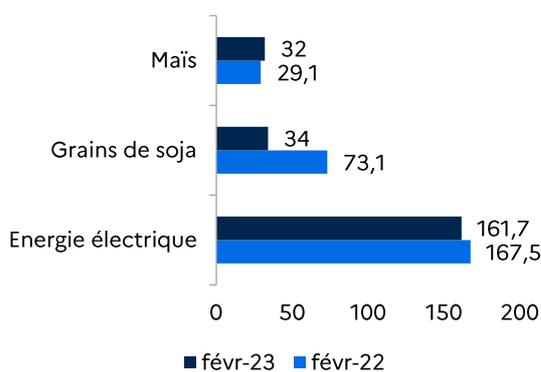
## PARAGUAY

### Les présidents paraguayen et brésilien se rencontrent pour aborder la coopération économique bilatérale

Le 17 mars, les présidents du Paraguay, Mario Abdo Benítez, et du Brésil, Luiz Inácio Lula da Silva, ont participé à un sommet à Foz do Iguaçu, à la frontière paraguayenne, portant sur la coopération économique entre les deux pays. À cette occasion, le président brésilien a notamment souligné l'importance de renforcer les amitiés sud-américaines via le Mercosur. Les deux présidents ont aussi confirmé la construction de deux ponts qui connecteront la rive paraguayenne à la rive brésilienne : le pont du corridor bi-océanique à Carmelo Peralta ainsi que le pont « *de la Integración* » à Ciudad del Este, qui devrait être inauguré début juillet.

Le principal enjeu de cette rencontre reste néanmoins l'accord bilatéral concernant l'entreprise binationale d'Itaipú, dont le barrage est l'un des principaux producteurs d'énergie électrique au monde (66.369 GWh en 2021). Le Paraguay et le Brésil ont financé sa construction depuis 1973 à hauteur de près de 64 Md USD dans le cadre d'un prêt à l'entreprise, qui a remboursé sa dernière échéance en février. Dans le cadre du nouvel accord, le Paraguay pourra consommer jusqu'à 50% de l'énergie produite par le barrage, mais devra probablement revendre l'excédent à son voisin brésilien sachant sa consommation actuelle (22%), selon des conditions encore à négocier. En février, les exportations d'énergie au Brésil étaient déjà le 1<sup>er</sup> poste des exportations paraguayennes (167,5 MUSD, soit 12,1%). L'accord encadre aussi la modernisation des infrastructures, la distribution d'électricité après 2023 et le rôle d'Itaipú dans la matrice énergétique.

#### Principaux postes d'exportations paraguayennes au Brésil (MUSD)



Sources : Banque Centrale, SER Buenos Aires

Cette rencontre illustre l'importance pour le Paraguay de la coopération économique avec le Brésil. Malgré une légère baisse des exportations au Brésil en février 2023 (-1,4%

en glissement annuel), le géant lusophone demeure le principal partenaire paraguayen à l'exportation (501 MUSD en 2022, soit 37,6% du total des exportations) et le 2<sup>ème</sup> partenaire à l'importation après la Chine (482MUSD, soit 21,8%). L'économie est très dépendante de ce commerce extérieur, étant donné que les importations brésiennes – principalement des machines agricoles et des engrais – permettent ensuite d'exporter le soja et le maïs, qui sont les 1<sup>ers</sup> postes d'exportation paraguayens.

## URUGUAY

### Le 4<sup>ème</sup> trimestre de 2022 a donné des premiers signes du ralentissement de l'activité du fait de la sécheresse

Au 4<sup>ème</sup> trimestre de 2022, le PIB uruguayen a diminué de 0,1% en glissement annuel. Cette baisse en dernière période confirme la forte décélération de la croissance au cours de l'année 2022 (+7,9% au 2<sup>ème</sup> trimestre puis +3,1% au trimestre suivant). **Cependant, la croissance annuelle est restée dynamique, en atteignant 4,9% en 2022.**

Côté offre, les secteurs d'activité qui ont plombé la croissance au 4<sup>ème</sup> trimestre ont été le secteur agricole (-21,5% en glissement annuel), l'industrie (-4,3%) et le secteur énergétique (-5,7%). Ces effondrements s'expliquent surtout par la sécheresse. Le manque d'eau s'est en effet répercuté sur la production agricole, sur l'industrie agro-alimentaire et sur la génération d'énergie hydroélectrique. Certains secteurs ont en partie compensé la baisse de l'activité, notamment le secteur des transports et des

communications (+6,8%), mais également du commerce (+5,6%).

**La récession de l'économie uruguayenne sur le trimestre s'explique par la baisse abrupte des exportations (-5,6% après +13,6% le trimestre précédent), due à l'effondrement de la production agricole, conjuguée à une augmentation des importations (+3,7% après +16,8%).** La conjoncture économique a également contraint les investissements à la baisse (-1,2% après -2,1%). En revanche, la demande interne a stimulé l'activité, comme en témoigne la progression des dépenses de consommation finale des ménages (+4,5% après +7,3%). La consommation publique, de son côté, est restée assez stable (-0,2% après -3,0%).

**En parallèle, l'inflation a atteint en février un niveau élevé mais tend à décélérer (+1,0% en glissement mensuel contre +1,6% en janvier), signe des effets de la politique monétaire restrictive portée par la Banque centrale (taux directeur à 11,5%).** L'inflation annuelle s'est élevée à 7,5% alors que les anticipations des agents économiques sont établies à 7,2% en fin de période en 2023 et 6,7% en 2024.



La direction générale du Trésor est présente dans plus de 100 pays à travers ses Services économiques.  
Pour en savoir plus sur ses missions et ses implantations : [www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-international](http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-international)



Responsable de la publication : Jean-François Michel,  
Chef du Service Économique Régional de Buenos Aires

Rédacteurs : SER de Buenos Aires, SE de Santiago

Pour s'abonner :  
LinkedIn :  
Twitter :

simeon.morvan@dgtresor.gouv.fr  
Service Économique Régional pour le Cône Sud  
@Tresor\_ConoSud