

BRÈVES ÉCONOMIQUES

Cône Sud

Argentine, Chili, Paraguay, Uruguay

Une publication du SER de Buenos Aires en collaboration avec le Service économique de Santiago
Du 24 janvier au 6 février 2025

Argentine - Une baisse mesurée du taux directeur pour accroître le crédit tout en maintenant l'attractivité du « carry trade »

La banque centrale argentine (BCRA) poursuit sa politique d'assouplissement monétaire en abaissant de 3 p.p son taux d'intérêt directeur le portant à 29 %, après deux mois de maintien. Cette décision intervient dans le contexte i) de la forte baisse de l'inflation (2,7 % mensuel en décembre 2024 et 118 % sur l'année 2024 contre 3,9 % en moyenne mensuelle au T3 et 209 % g.a), et ii) de l'annonce du ralentissement du rythme de dévaluation mensuelle (ou parité glissante) du Peso face au USD depuis le 1er février de 2 % à 1 %. En conséquence, la trajectoire baissière de l'inflation paraît robuste et se reflète dans les anticipations des agents économiques. Ainsi, d'après l'enquête mensuelle de la Banque Centrale, **le consensus de marché s'attend à une inflation de 26 % en 2025 (vs 118% en 2024), et une croissance de 4,5 % de l'activité économique (vs une récession de 2,8% en 2024)**. Depuis l'investiture de J. Milei, la BCRA a abaissé à huit reprises son taux d'intérêt de 133 % à 29 %. Si en début de mandat, la politique de forte baisse des taux d'intérêt avait essentiellement pour objectif d'assainir le bilan de la BCRA, il vise désormais à renforcer la bonne dynamique du crédit, moteur clé de la reprise économique. En effet, en baissant le coût des prêts, les autorités s'attendent à accroître le crédit à la consommation et à l'investissement.

LE CHIFFRE A
RETENIR

29 %

Taux d'intérêt
directeur de la
BCRA

Mais cette baisse de taux directeur reste inférieure à celle du rythme de dévaluation, permettant le maintien d'un carry-trade au rendement positif afin d'attirer des flux de portefeuilles et assurer des entrées de devises. Le carry-trade est une opération financière consistant à convertir des devises pour les investir dans des actifs libellés en pesos, notamment des obligations, en profitant de taux d'intérêt attractifs puis à reconvertir ces pesos en dollars. En maintenant un taux directeur nominal mensuel (2,4 %) largement supérieur à la dévaluation mensuelle (1 %), l'Argentine profite des rendements avantageux pour attirer ces flux de portefeuille. Alors que la reprise économique et la surévaluation du Peso devraient faire bondir les importations et conduire à une balance courante négative, les flux financiers entrants via le carry-trade sont essentiels pour compenser ces sorties de devises et maintenir le faible niveau de réserves de la banque centrale (28 Mds USD en termes bruts). Avec des échéances de dette en devises élevées dans les prochaines années (18 Mds USD en 2025 (dont 4,5 Mds USD déjà remboursés en janvier), 19 Mds USD en 2026 et 22,5 Mds USD en 2027), le gouvernement devrait rester prudent jusqu'aux élections quant à sa politique monétaire et cambiaire.

Après l'annonce de la baisse de la parité glissante fin janvier, premier changement apporté à la politique de change depuis décembre 2023, le marché anticipait une réduction des taux. Sur le marché obligataire, les bons du Trésor sont en chute avec un risque pays atteignant 645 points, après 618 fin janvier. Sur le marché des actions, le S&P Merval a baissé de 4 % depuis la baisse du taux. Du côté du marché cambiaire, les taux de change financier, CCL et MEP, se sont dépréciés respectivement de 1,2 % et 2,3 %.

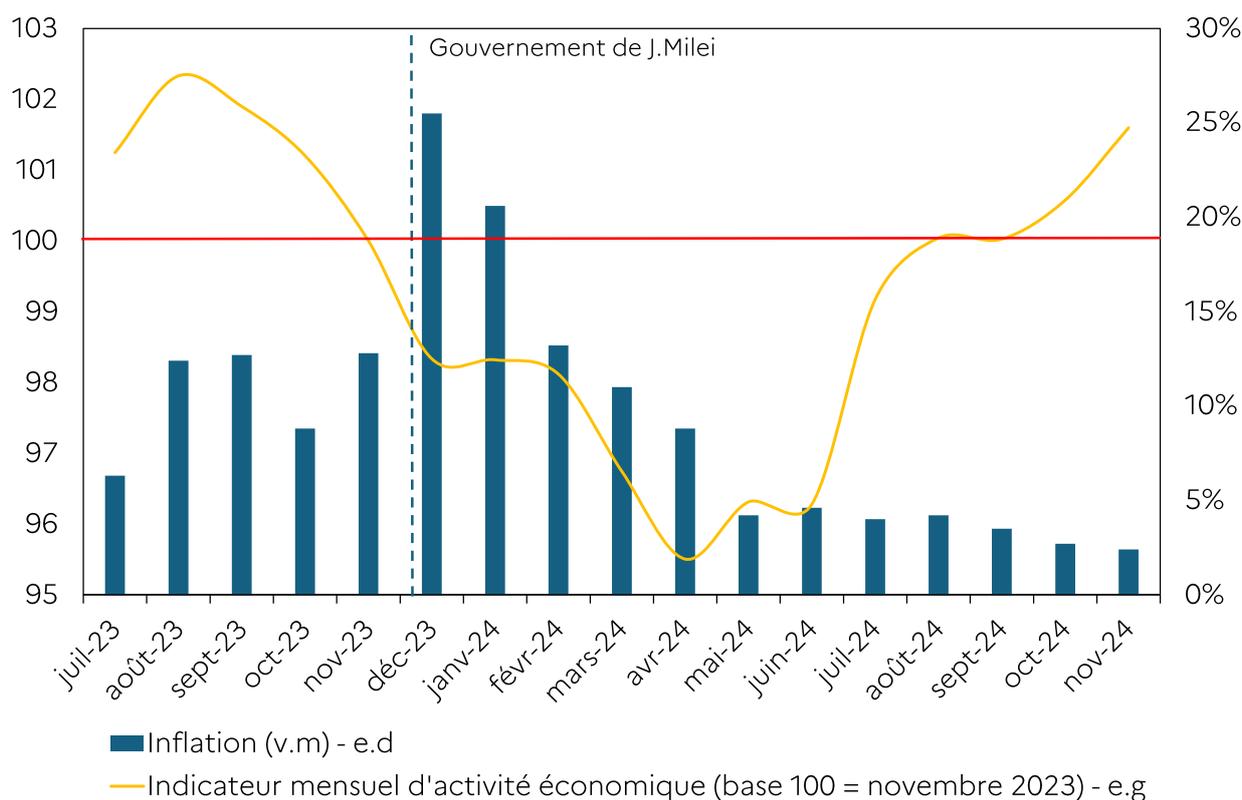
Principaux indicateurs macroéconomiques

		Argentine	Chili	Paraguay	Uruguay
Derniers chiffres annuels					
Croissance du PIB réel	2023	-1,6%	0,2%	4,7%	0,4%
Inflation (fin de période)	2024	117,8%	4,5%	3,8%	5,5%
Solde budgétaire (% du PIB)	2023	-4,3%	-2,5%	-4,5%	-3,1%
Dettes publiques (% du PIB)	2023	154,4%	39,4%	40,3%	60,3%
Solde courant (% du PIB)	2023	-3,5%	-3,6%	0,2%	-3,9%
Dettes extérieures (% du PIB)	2023	113,7%	73,1%	32,6%	67,2%
Prévisions et anticipations					
Inflation (fin de période) - Agents économiques	2025	25,9%	3,8%	3,7%	5,8%
Croissance du PIB réel - FMI	2024	-3,6%	2,6%	3,8%	3,2%
Croissance du PIB réel - Agents économiques	2024	-2,6%	2,3%	4,0%	3,2%
Croissance du PIB réel - FMI	2025	5,0%	2,4%	3,8%	3,0%
Croissance du PIB réel - Agents économiques	2025	4,5%	2,1%	3,8%	2,5%
Pour mémoire					
PIB nominal (Mds USD)	2023	655	335	43,8	77,2
Population (millions)	2023	46,7	19,9	7,5	3,6

Sources : FMI, Instituts statistiques nationaux, Banques centrales nationales, Our World in Data, SER Buenos Aires

Graphiques de la semaine

Argentine – Evolution de l'activité économique et de l'inflation



Sources : INDEC, SER de Buenos Aires

ARGENTINE

L'activité économique a crû de 0,1 % en g.a en novembre, mais s'est contractée de 2,5 % sur l'année 2024

L'indicateur mensuel d'activité économique, publié par l'INDEC, affiche une croissance de 0,1 % en g.a en novembre, après avoir été dans le rouge sur l'ensemble de l'année, à l'exception du mois de mai (+1,4 % en g.a, effets de base en raison de la forte récupération du secteur agricole après la sécheresse de 2023). La hausse de l'indice a été portée par les secteurs de l'intermédiation financière (+9,9 %, contribution de 0,3 pp), l'exploitation minière (+7,1 %, +0,3 pp) et la pêche (+164,6 %, +0,2 pp). En revanche, les secteurs de la construction et de l'industrie manufacturière continuent de subir les effets de l'ajustement économique et de l'arrêt des investissements publics, se contractant respectivement de 14,2 % (-0,5 pp) et 2,3 % (-0,4 pp). Ces données sectorielles mettent en avant une grande disparité dans la récupération. Sur la période janvier-novembre, l'indice affiche une récession de 2,5 % en g.a.

Si les données officielles de l'année 2024 n'ont pas encore été publiées, **une estimation du cabinet Orlando Ferreres indique une chute du PIB argentin de 2,9 %**. Ce chiffre coïncide avec la prévision du FMI, qui a révisé sa projection de croissance 2024 pour l'Argentine de -3,5 % à -2,8 % en janvier. Après deux années marquées par une contraction de l'activité économique (-1,6 % en 2023), d'abord en raison de la sécheresse puis de l'ajustement drastique de l'économie par le président, **l'économie devrait se redresser en 2025 et croître de 5,0 % (FMI)**. Elle serait soutenue par une reprise de la demande domestique dans le sillage du ralentissement de l'inflation et de la récupération des salaires réels.

Réduction temporaire des droits d'exportation du secteur agricole

Le 27 janvier, le gouvernement a réduit temporairement les droits d'exportation pour les principaux produits agricoles destinés à l'export et de manière permanente ceux des produits issus de diverses chaînes d'économies régionales et prêts à

la consommation. Le détail de cette mesure, qui fut une promesse de campagne du président Javier Milei, est prévu dans le décret du 38/2025 et sera en vigueur jusqu'au 30 juin 2025. Les droits d'exportation sur le soja, principal poste d'exportation du pays, passeront ainsi de 33% à 26%, tandis que ses dérivés passeront de 31% à 24,5%. Quant au blé, le maïs, le sorgho et l'orge, ils passeront de 12% à 9,5%, et le tournesol, de 7% à 5,5%. Les produits issus d'économies régionales tels que le sucre, le coton, le cuir bovin, le tabac et le riz, voient leurs droits d'exportation réduits à zéro et ce de manière permanente. Toutefois, le bénéfice de ce régime est soumis à conditions : d'une part les producteurs devront soumettre une déclaration de vente auprès de l'Agence de recouvrement et de contrôle des douanes (ARCA, ex-AFIP), d'autre part, ils devront liquider sur le marché officiel des changes 95% des devises issues des exportations et ce dans un délai de 15 jours – contre 30 jours actuellement.

Cette mesure intervient dans un contexte où le secteur agricole a des difficultés financières liées à la baisse du cours des matières premières, la sécheresse et la charge fiscale qui pèse sur le secteur. Ces deux dernières années, le cours du soja a diminué pour atteindre son niveau le plus bas depuis 2020. A cela s'ajoute le poids des droits des exportations venant diminuer les revenus des producteurs qui ont du mal à couvrir leurs coûts de production. La baisse des droits d'exportation est donc bienvenue, ces derniers mois ayant été marqués par le défaut de paiement de trois grandes entreprises du secteur.

Le secteur demeure préoccupé par la sécheresse qui persiste et son impact sur la récolte 2024/2025. Le phénomène de La Niña est toujours actif et les pluies tombées depuis fin 2024 n'ont pas été suffisantes pour maintenir des conditions d'humidité soutenant le développement du maïs et du soja plantés en octobre. Selon la Bourse de commerce de Rosario, la récolte de maïs dans la zone centrale pourrait être inférieure de 44 % à celle de l'année dernière. En outre, elle estime que 25 % des graines de soja de première saison sont dans un état passable à mauvais dans cette même région, ce qui viendrait impacter les exportations du pays et la contribution du secteur agricole au budget de l'Etat.

YPF signe un protocole d'accord avec l'Inde afin d'exporter du GNL et de développer des coopérations dans les minerais critiques

Le 21 janvier à New Delhi, la société argentine YPF a signé un accord avec trois entreprises étatiques indiennes, *Oil and Natural Gas Corporation* (responsable de la gestion des contrats GNL du pays), *Gas Authority of India Limited* (productrice de pétrole et de gaz) et *Oil and Natural Gas Corporation Videsh Limited* (troisième plus grande productrice de pétrole du pays), dans le but d'exporter du gaz naturel liquéfié vers l'Inde. L'accord prévoit également une coopération dans le secteur du lithium et d'autres minerais critiques, ainsi que dans l'exploration et la production d'hydrocarbures.

La signature de cet accord vient clôturer une tournée internationale du président d'YPF (Israël, Corée du Sud, Japon) pour ouvrir de nouveaux marchés d'exportation. Selon M. Marín, la demande en GNL des pays voisins ne serait pas significative, raison pour laquelle la compagnie met l'accent sur l'Asie pour trouver de nouveaux offtakers. En effet, à travers son projet « Argentine LNG », la société publique YPF cherche, en partenariat avec Shell, à développer un projet d'exportation de GNL de 10 millions de tonnes par an (MTPA) - l'équivalent d'un tiers de la production nationale actuelle - et ainsi générer des entrées de devises à hauteur de 30 Mds USD dans les dix prochaines années.

CHILI

Adoption de la réforme des retraites: une réforme structurelle cruciale vers plus de justice sociale

Le 30 janvier, par 110 voix contre 38, la Chambre des députés a adopté à une large majorité, la réforme des retraites, l'un des projets phares du gouvernement et le plus grand changement structurel du système depuis sa création en 1981.

La réforme, qui doit encore être examinée par la Cour constitutionnelle devrait entrer en vigueur en mars. Dans une transmission télévisée au niveau national, le président Gabriel Boric a salué cette adoption « historique » et remercié l'accord atteint. La réforme introduit quatre grands changements :

- **Mise en place d'une nouvelle cotisation de 7% à la charge de l'employeur** qui s'ajoute au 1,5% que l'employeur paie à l'assurance invalidité et survivants (SIS), pour atteindre une cotisation employeur totale de 8,5%.
- **Création d'une sécurité sociale** qui financera trois types de prestations: (i) **versement d'une prestation par année de cotisation**. Les femmes doivent avoir cotisé pendant au moins 10 ans et les hommes 20 ans, (ii) **compensation espérance de vie** : pour égaliser les conditions entre hommes et femmes, celles-ci recevront 11% supplémentaires sur leur pension autofinancée et (iii) **création d'une assurance invalidité et survie (SIS)**, issue de la fusion des assurances actuelles en une seule, gérée par l'Institut de sécurité sociale ;
- **Augmentation progressive de la pension universelle garantie à 250 000 pesos (240 euros)** : (i) dans les 6 mois les bénéficiaires âgés de 82 ans et plus, (ii) dans les 12 mois pour les bénéficiaires âgés de 75 ans et plus, (iii) dans les 30 mois pour les bénéficiaires âgés de 65 ans et plus ;
- **Mise en place d'une réglementation de l'industrie en charge de l'administration des retraites**. Même si le projet ne modifie pas le fonctionnement des AFP (entreprises chargées d'administrer les fonds des retraites privées), **la réforme vise à élargir et diversifier les opérateurs du système afin de réduire les coûts pour les affiliés** avec la un système de récompenses et de sanctions pour encourager la performance des investisseurs.

Dans une lettre envoyée au président Boric, l'**American Council of Life Insurers** - l'organisation qui regroupe les sociétés propriétaires de trois entreprises chargées d'administrer les fonds des retraites privées (AFP) au Chili- **a averti que la cette réforme des retraites « constituerait une expropriation » des investissements des États-Unis au Chili** ainsi qu'une « violation des accords internationaux de libre-échange ». En réponse, la ministre du Travail, Jeannette Jara, a assuré que le

débat démocratique sur le système de retraite chilien se déroulait au sein du Congrès du Chili et non ailleurs, que les affiliés ne sont la propriété de personne et a affirmé qu'une réponse à cette lettre sera apportée en temps voulu.

Les premières analyses économiques suggèrent que cette la mise en œuvre de la réforme pourrait conduire à une légère baisse de l'emploi formel de 0,7 %, en raison notamment de la hausse des coûts de main-d'œuvre mais aurait un impact de +1,4% sur le PIB réel, en attirant à terme des niveaux d'investissement plus élevés et permettre l'approfondissement des marchés financiers.

La conduite de cette réforme était très attendue mais aussi d'autant plus nécessaire que les retraits anticipés sur l'épargne retraite durant la pandémie de Covid, autorisés par le Congrès pour pallier au faible niveau des aides publiques, ont privé un grand nombre de Chiliens de l'espoir d'une retraite décente.

Le gouvernement a par ailleurs soumis au Sénat, avant la période de vacances parlementaires, le **projet de réforme visant à renforcer le Fonds national de santé (Fonasa)**. L'initiative comprend notamment la création du service national de santé numérique et le renforcement de l'Institut de santé publique. Une autre réforme très attendue concernant la mise en place d'un accès universel aux soins de santé.

Une fin d'année dynamique qui permet à l'économie chilienne d'afficher une belle reprise en 2024

Les premiers chiffres publiés indiquent que l'économie chilienne aura cru de 2,5 % en moyenne en 2024. L'indice mensuel d'activité économique (Imacec) indique que la croissance économique s'est élevée à 6,6% au mois de décembre grâce notamment au dynamisme des secteurs de la fructiculture (principalement dû à l'exportation de cerises en cet été austral), de la mine et du commerce (saison touristique). Un niveau qui n'avait plus été atteint depuis janvier 2022.

Le ministère des Finances a annoncé que le déficit public s'élevait à 2,9 % du PIB pour 2024. La dette, quant à elle, s'élevait à 42,3 % du PIB. Ces bons résultats s'expliquent par une réduction des dépenses publiques d'un montant de 1 milliard d'USD sur l'année afin de compenser la baisse des rentrées fiscales.

Le FMI annonce qu'en 2025 la croissance de l'économie chilienne devrait s'établir entre 2 et 2,5%, portée par un rebond de la demande interne. L'inflation devrait atteindre un niveau stable de 3 % début 2026, une fois absorbées les hausses des tarifs de l'électricité qui se seront échelonnées entre l'été 2024 et début 2025.

PARAGUAY

Le gouvernement modernise le régime des PPP

Le 28 janvier 2025, le président Santiago Peña a promulgué la loi 7452 qui modernise le cadre juridique des partenariats public-privé (PPP). La loi introduit plusieurs modifications notables, notamment sur le rôle de l'Etat, les modalités de rétributions du cocontractant par l'autorité publique et les règles en cas de suspension, de modifications et de résiliation des contrats. Le ministère de l'économie et des finances jouera désormais un rôle central de supervision et de contrôle des PPP, puisque les entités adjudicatrices devront désormais obtenir l'approbation préalable de celui-ci pour toutes modifications contractuelles, demandes d'indemnisation, de sanctions, de suspension ou de résiliation des contrats. La loi vient par ailleurs fixer un cadre et un plafond pour les éventuelles modifications contractuelles afin de garantir plus de transparence et préserver l'économie des contrats, et elle étend la durée des contrats de 30 à 40 ans.

Le projet prévoit d'accroître la participation de l'Etat dans les projets d'infrastructures afin d'encourager l'investissement privé et réduire le déficit d'infrastructures publiques dans le pays.

D'après une étude de la Banque interaméricaine de développement (BID), le Paraguay devrait investir dans la prochaine décennie près de 24 Mds USD dans de nouvelles infrastructures et dans la préservation de celles existantes pour que le pays puisse atteindre ses objectifs de développement durable (ODD). La nouvelle loi 7452 prévoit ainsi d'accroître la participation de l'État aux projets d'initiative privée dans des infrastructures et services publics jusqu'à 25 % du coût total, contre 10% dans le régime qui prévalait auparavant.

La BID approuve une nouvelle stratégie pour le Paraguay pour 2025-2029

La nouvelle stratégie 2025-2029 du pays est structurée autour de trois piliers identifiés conjointement avec le gouvernement paraguayen, avec pour objectif d'aider le Paraguay à devenir « un modèle de croissance durable, porté par le secteur privé, au bénéfice de l'ensemble de la population ». Le premier pilier porte sur **l'économie verte** et se concentrera sur l'extension de la couverture des services d'assainissement et de gestion des ressources en eau, et visera en parallèle à promouvoir l'efficacité énergétique et la diversification de la matrice énergétique vers des sources plus propres et plus durables. Le deuxième axe de la stratégie pays, sera dédié à **la productivité** afin d'améliorer l'environnement des affaires et encourager l'investissement privé d'une part, et de renforcer les infrastructures de transport d'autre part. Le troisième pilier, consacré au facteur humain, vise à étendre **l'accès au système de santé** et à renforcer la durabilité financière du système de retraite.

Les priorités identifiées par la BID visent à répondre aux défis que le pays doit encore relever pour approfondir ses acquis économiques et sociaux. En effet, si le pays a été élevé au rang « d'investissement », après deux décennies de croissance économique robuste, le rythme de croissance ralentit et présente une volatilité marquée. Le Paraguay a par ailleurs réussi à réduire considérablement la pauvreté et les inégalités au cours des deux dernières décennies, mais la réponse aux besoins sociaux nécessiterait une plus forte mobilisation des ressources publiques, selon la BID, alors que le pays dispose de moins de marge de manœuvre sur le plan budgétaire après deux sécheresses et une pandémie. Ces défis s'inscrivent dans un contexte où près de 82 % de la population trouve la répartition des revenus injuste ou très injuste dans le pays.

Historiquement, la BID est le principal bailleur multilatéral au Paraguay. Entre 2019 et 2023, les financements de la BID ont représenté en moyenne 50 % de la dette multilatérale du pays, qui se sont traduits par des opérations souveraines

principalement dans les secteurs des infrastructures et de la modernisation de l'État. Afin d'approfondir l'impact et l'efficacité de ses interventions au Paraguay, la BID a décidé de travailler sur un nombre plus réduit de piliers d'intervention pour la période 2025-2029.

URUGUAY

Le budget de l'Etat clôture 2024 en déficit, au-dessus de la cible du gouvernement

Les finances publiques de l'Etat se sont détériorées et le déficit budgétaire (hors recettes du Fonds de sécurité sociale) a continué de se creuser en 2024, atteignant 4,1 % du PIB, après 3,9 % en 2023, d'après les données publiées par le ministère de l'Economie et des Finances. Ce chiffre est loin des objectifs fixés dans la règle budgétaire introduite en 2020, et est proche de son niveau de 2019 (-4,2 %) hérité par l'administration de Luis Lacalle Pou. D'après le Centre des investigations économiques (Cinve), la situation actuelle des finances publiques s'expliquerait par la faible croissance économique au cours des cinq dernières années, atteignant en moyenne +0,8 %, de la hausse des dépenses en raison des situations imprévues telles que la crise sanitaire de Covid-19 en 2020 et la sécheresse en 2023, et dans le sillage des cycles électorales, notamment l'élection présidentielle fin 2024.

La réduction du déficit était l'un des objectifs prioritaires du gouvernement Lacalle Pou, à qui il ne reste plus qu'un mois de gouvernance. En effet, le gouvernement a introduit en 2020 une règle budgétaire qui fixe un objectif de solde primaire, plafonne les dépenses et l'endettement de l'Etat. Cette règle a été respectée depuis son introduction et même en 2023 malgré la sécheresse par le biais de l'activation d'une clause sur l'endettement et le déficit. La règle a été introduite afin d'assurer une certaine crédibilité dans la politique budgétaire et stabiliser la dette publique. Cependant, les résultats de l'année 2024 sont bien au-dessus des 2,5 % du PIB initialement prévus dans la loi de finances 2020, et aussi loin des objectifs indiqués dans les dernières redditions de comptes : juin 2023 (2,6 %) et juin 2024 : (3,3 %).

Le prochain gouvernement devra alors procéder à une consolidation budgétaire. La nouvelle administration de Yamandú Orsi, qui entrera en fonction le 1^{er} mars, prévoit la poursuite de l'utilisation de la règle fiscale, à laquelle des améliorations seraient prévues. Le futur ministre de l'Economie Gabriel Oddone a indiqué que le futur gouvernement mettra sur la croissance afin de renforcer la collecte fiscale.

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

Responsable de la publication : Ayathassen Bensaid
Service Economique Régional de Buenos Aires

Rédaction : SER de Buenos Aires, SE de Santiago

Abonnez-vous : ayathassen.bensaid@dgtresor.gouv.fr