



N°25 – Juin 2022

Zoom – Turbulences sur la dette souveraine argentine

Après le dévirement du marché obligataire à la mi-juin, suite à la vente par l'agence publique IEASA de titres souverains libellés en pesos (pour un montant de 82 MUSD) dans l'objectif de financer des importations de gaz, le marché financier argentin reste très nerveux à l'approche des nouvelles échéances sur la dette obligataire. En effet, depuis des semaines, les acteurs économiques s'interrogent sur la capacité de l'État à refinancer l'équivalent de 4,8 Mds USD sur le marché obligataire lors de l'adjudication du 28 juin. Pourtant, au début de la semaine, une accalmie précaire s'était installée grâce aux interventions massives des autorités monétaires sur le marché secondaire. Ces achats, estimés à 2,6 Mds USD par le cabinet de conseil Eco Go, représenteraient 7% de la dette obligataire en pesos détenue par le secteur privé. Durant cette période, les interventions de la Banque centrale se sont concentrées sur les titres de la dette à court terme, en particulier ceux arrivant à échéance le 30 juin (de l'ordre de 645 MUSD de titres achetés par le Banquier central). De son côté, le ministère de l'Économie a procédé à un échange de titres détenus par les entités publiques, y compris ceux acquis par la Banque centrale, afin de lisser les prochaines échéances. Ce reprofilage a permis de décompresser le besoin de refinancement pour fin juin, désormais équivalent à 1,9 Md USD, grâce à un report des échéances à décembre (Ledes) et janvier 2023 (Lecer¹), suite à l'émission de nouveaux titres. En parallèle, le ministre de l'Économie, Martín Guzmán, a reçu les représentants des associations bancaires (Adeba et Aba) pour inciter les banques à réduire leur exposition aux titres Leliq (7,6% du PIB, y compris avec les titres pasés), émis par la Banque centrale dans le cadre de sa politique de stérilisation, et accroître ainsi leur détention des titres du Trésor. Mais cette manœuvre n'a pas convaincu les marchés. Bien au contraire, le marché s'inquiète de la soutenabilité de la dette publique en pesos et cela, malgré le constat lors de la 1^{ère} revue du mécanisme élargi de crédit du respect des critères de performance budgétaire fixés pour le 1^{er} trimestre. Si la normalisation de la politique monétaire américaine devrait peser sur l'attrait pour les titres argentins, d'aucuns anticipent un creusement du solde primaire (prévisions à -3,0% du PIB en 2022 ; +0,5 point de PIB par rapport à l'objectif du programme) sous l'effet combiné d'une baisse des recettes réelles (effet Tanzi, inflation, relèvement du seuil du revenu mensuel non imposable à un niveau équivalent à 2.190 USD) et d'une hausse de la dépense publique (subventions énergétiques, aides sociales, relâchement budgétaire). Qui plus est, le marché craint que les pressions sur les réserves internationales (-2,2 Mds USD depuis avril), générées par les importations énergétiques, se traduisent à terme par un ajustement brutal des taux de change, et donc de la valeur de la dette libellée en pesos, en particulier en cas d'alternance politique à l'issue de la présidentielle de 2023. Signe de cette nouvelle résurgence des tensions, l'indice S&P Merval de la bourse de Buenos Aires s'est replié de 2,9% le 23 juin, pour descendre à 83.170 points (-11% depuis la fin mai). De son côté, le risque pays mesuré par JP Morgan s'est envolé à 2.285 points (+571 points depuis avril), soit le niveau le plus haut depuis juillet 2020.

LE CHIFFRE À RETENIR

1,9

Dettes obligataires à
refinancer (en Mds USD)

¹ Titres du Trésor indexés sur l'inflation.

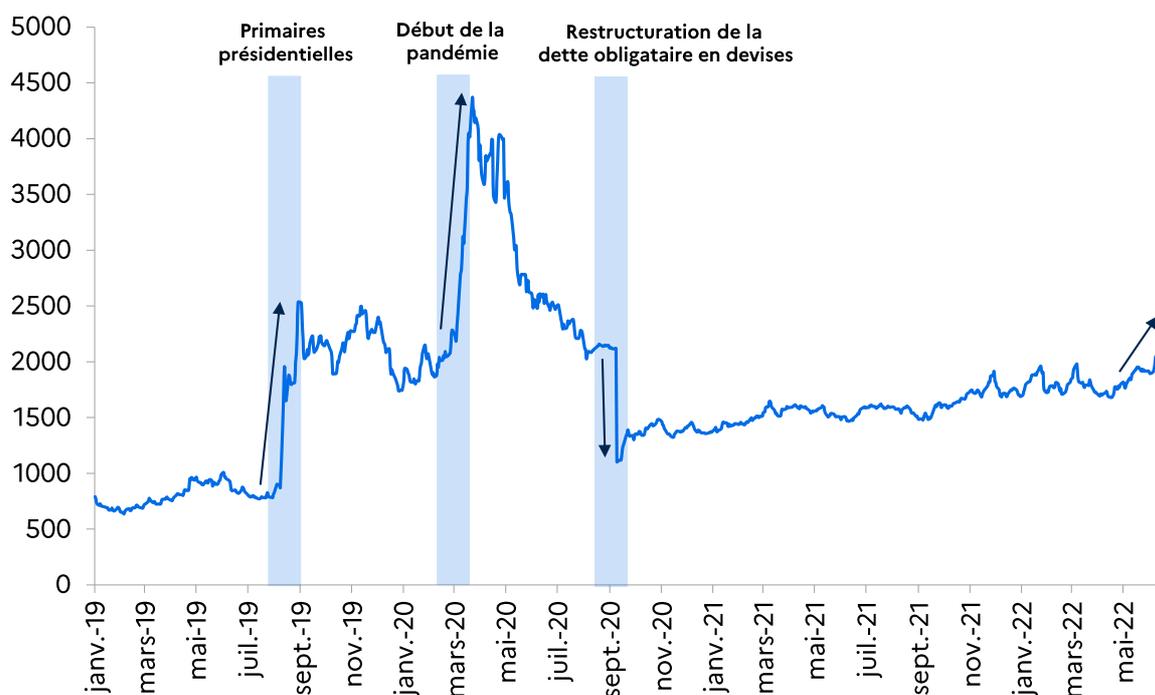
Principaux indicateurs macroéconomiques

	Argentine	Chili	Paraguay	Uruguay
Derniers chiffres annuels - 2021				
Croissance du PIB réel	10,3%	11,7%	4,2%	4,4%
Inflation (fin de période)	50,9%	7,2%	6,8%	8,0%
Solde budgétaire (% du PIB)	-4,6%	-7,7%	-3,7%	-4,2%
Dettes publique (% du PIB)	79,9%	36,3%	33,8%	73,3%
Solde courant (% du PIB)	1,3%	-6,6%	0,8%	-1,8%
Dettes extérieure (% du PIB)	58,3%	76,8%	49,9%	77,1%
Prévisions et projections - 2022				
Croissance du PIB réel - FMI	4,0%	1,5%	0,3%	3,9%
Croissance du PIB réel - Agents économiques	3,3%	1,7%	0,2%	4,2%
Inflation (fin de période) - Agents économiques	72,6%	10,0%	8,2%	8,5%
Pour mémoire				
PIB nominal de 2021 (Mds USD)	488,6	316,9	38,3	59,4
Population (millions)	47,3	19,8	7,5	3,6

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

Graphique de la semaine

Argentine – Risque pays – Spreads souverains en points de base (EMBI JP Morgan)



Sources : JP Morgan, Ámbito Financiero, SER Buenos Aires

ARGENTINE

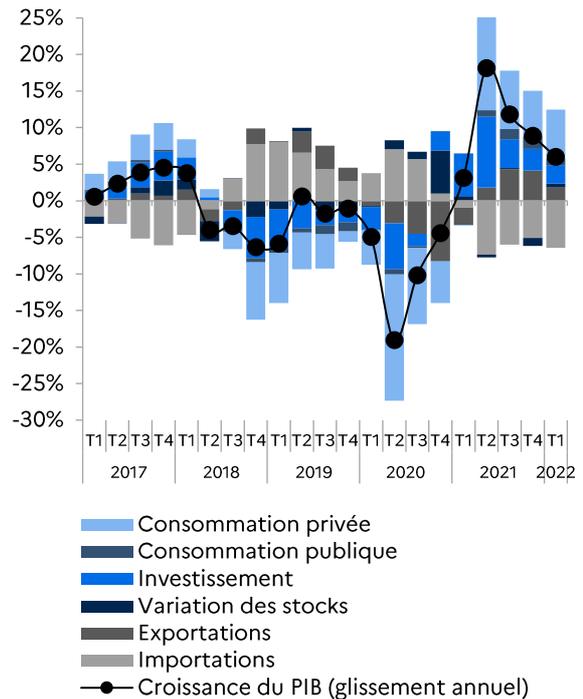
Malgré un ralentissement confirmé, l'activité économique est restée bien orientée au 1^{er} trimestre de 2022

Au 1^{er} trimestre de 2022, comme anticipé par les agents économiques, le PIB a progressé de 0,9% en désaisonnalisé par rapport au 4^{ème} trimestre de 2021. Le ralentissement de la croissance économique s'est donc confirmé, puisque le PIB avait progressé de 1,9% au 4^{ème} trimestre de l'année passée et de 4,1% au 3^{ème} trimestre. C'est surtout la demande interne qui a été dynamique, avec une hausse de la consommation privée de 3,2% par rapport au 4^{ème} trimestre en désaisonnalisé (après +2,2% au trimestre précédent) ainsi qu'une croissance de l'investissement résiliente de 3,3% (après +4,8%). La demande externe a, à l'inverse, contribué de façon négative à la croissance du PIB sur le trimestre, avec une chute des exportations de 2,3% (après -1,1%) et une forte progression des importations de 7,6% (après +4,8%).

En glissement annuel, l'activité économique a ainsi enregistré une croissance de 6,0% au 1^{er} trimestre de 2022 (après, respectivement, +8,9% et +11,8% aux 4^{ème} et 3^{ème} trimestres de 2021). La consommation privée, notamment portée par une saison touristique estivale dynamique, a été très résiliente (+9,3% sur un an au 1^{er} trimestre après +10,0% le trimestre précédent), tout comme, dans une moindre mesure, la consommation publique (+6,5% après +11,8%). Ce fut également le cas de l'investissement (+12,7% après +14,7%), tiré par les achats de machines et équipements. Ceux-ci, surtout achetés à l'extérieur, ont fait très fortement augmenter les importations

(+28,1% après +22,1%). Les exportations ont été moins dynamiques (+9,3% après +22,5%).

Croissance du PIB et contributions des composantes de la demande



Sources : INDEC, SER Buenos Aires

La résilience de la consommation privée s'est ainsi répercutée sur les services, à l'instar de l'hôtellerie et de la restauration (progression spectaculaire de près de 33,6% sur un an au 1^{er} trimestre après +61,3% au 4^{ème} trimestre), des services de transport, de stockage et de communication (+12,2% après +14,8%) et du commerce (+5,7% après +7,7%). De son côté, le dynamisme de l'investissement a impacté l'activité minière (+13,4% après +18,1%) ainsi que l'industrie manufacturière (+4,9% après +8,7%). Certains secteurs ont enregistré des performances plus modestes, tels que la construction (+3,0% après +4,6%), alors que d'autres ont reculé sur la période, tels que l'agriculture, l'élevage et la sylviculture (-0,1% après +7,1%), pâtissant de la sécheresse en début d'année.



Cette croissance relativement bien orientée sur le trimestre a permis de conserver une partie des améliorations des résultats du marché du travail obtenues en sortie de crise. En effet, si le taux d'activité et le taux d'emploi ont légèrement rétrogradé entre le 4^{ème} trimestre de 2021 et le 1^{er} trimestre de 2022 (passant, respectivement, de 46,9% à 46,5% et de 43,6% à 43,3%), le taux de chômage a maintenu son très bas niveau de 7,0%. De plus, la part des actifs occupés qui sont dans le secteur privé a très légèrement augmenté sur la période (passant de 80,2% à 81,0%), tout comme celle des salariés dans les actifs occupés (73,0% à 73,5%). Toutefois, la part des salariés qui ne cotisent pas au système de retraite, donc équivalents à des travailleurs informels, a augmenté au cours de la période, passant de 33,3% à 35,9%.

Le gouvernement définit la segmentation des tarifs de l'énergie

À travers le décret n°332 daté du 16 juin, le gouvernement a défini la segmentation des tarifs de l'électricité et du gaz pour les consommateurs résidentiels, qui est entrée en vigueur dès la publication du décret. La segmentation divise les consommateurs en trois catégories en fonction de leurs revenus.

La 1^{ère} catégorie comprend les ménages aisés (dernier décile) qui ne bénéficiera plus des subventions énergétiques. Les ménages qui appartiennent à cette catégorie sont ceux remplissant au moins une des conditions suivantes : (i) percevoir des revenus mensuels de plus de 3,5 fois le panier de base total (soit pour un ménage aisé, 348.870 ARS ou 2.807 USD au taux de change officiel en mai 2022) ; (ii) être propriétaire de trois véhicules ou plus ; (iii) posséder trois biens immobiliers ou plus ; (iv) posséder un ou plusieurs avions ou bateaux de luxe ; (v) être détenteur d'actifs

dans une entreprise solvable. La hausse des tarifs pour ce groupe pourrait ainsi atteindre 200%.

La 2^{ème} catégorie concerne les ménages à faibles revenus, soit ceux qui perçoivent des revenus qui sont inférieurs au panier de base (99.677 ARS ou 773 USD). Le décret inclut dans cette catégorie les populations les plus vulnérables percevant des aides sociales. Pour ce groupe, l'augmentation des tarifs ne pourra pas dépasser 40% du coefficient de variation des salaires (dit CVS) de l'année précédente, qui est calculé par l'INDEC. Par conséquent, avec un CVS de 56% en 2021, cette augmentation est estimée à 22%.

Ainsi, le reste des consommateurs sont donc classés dans la 3^{ème} catégorie, pour laquelle la hausse des tarifs représentera au maximum 80% du CVS, soit environ 45%.

De plus, les 2^{ème} et 3^{ème} catégories d'utilisateurs, qui représentent 90% de la population, ne seraient pas sujettes à d'autres hausses de tarifs au cours de l'année 2022.

Enfin, afin d'accéder aux subventions, les consommateurs devront s'inscrire sur un registre créé à cet effet où ils devront donner des preuves de revenus qui justifieront leur appartenance aux différentes catégories.

Selon les premières estimations de certains économistes, cette réforme permettrait de rapporter 0,05% du PIB, soit un niveau très insuffisant par rapport à la baisse de 0,6% du PIB des subventions énergétiques envisagée pour 2022 dans l'accord conclu avec le FMI en mars dernier.

CHILI

La fermeture d'une fonderie administrée par Coldeco mène à une grève nationale, paralysant le plus grand producteur de cuivre au monde

Le 17 juin, le gouvernement de Gabriel Boric a annoncé que la fonderie Ventanas, qui est administrée par Codelco, qui est l'entreprise chilienne publique productrice de cuivre et 1^{er} producteur mondial, serait mise à l'arrêt. La décision d'accélérer la fin de l'exploitation de la fonderie ne concerne que le processus de fusion, et non pas la raffinerie se trouvant à proximité.

Cette décision du conseil d'administration (CA) de Codelco intervient après les constats de pollution à Quintero et à Puchuncaví dans la région de Valparaíso, à 140 kilomètres à l'Ouest de Santiago. À ce titre, la ministre de l'Environnement, Maisa Rojas, a affirmé que cette usine était à l'origine de près de 62% des émissions de dioxyde de soufre du Chili.

Pour que cette décision du CA de Coldeco se concrétise, le Congrès doit modifier la loi N°19.993 qui dispose que la fonte du minerai doit se faire dans l'usine de Ventanas.

Ainsi, en réaction à l'annonce de fermeture de l'usine, les syndicats de la fonderie, avec en soutien la Fédération des travailleurs du cuivre (FTC), ont lancé le 22 juin une grève à Codelco sur tout le territoire, mobilisant près de 50.000 travailleurs. Les grévistes exigent que le gouvernement investisse dans l'usine pour réduire les émissions de polluants. La FTC faisait ainsi déjà pression sur le Congrès depuis plusieurs semaines dans l'objectif d'obtenir l'approbation d'un investissement

de 50 MUSD afin que la production puisse respecter les normes environnementales.

De son côté, le président Boric a assuré que les emplois des 350 travailleurs de la fonderie seraient maintenus après sa fermeture, dont le processus serait étalé sur cinq ans.

Un premier sondage révèle que pour la moitié de la population chilienne, les accords de libre-échange ont un impact limité

Une récente enquête du cabinet de conseil Athena Lab (un think tank de centre droit qui était proche de l'ancien gouvernement de Sebastián Piñera) a révélé que les citoyens chiliens jugent que les apports des accords de libre-échange (ALE) conclus par le Chili sont limités. Depuis le 1^{er} ALE signé en 1997 avec le Canada, le pays n'a cessé de multiplier les rapprochements commerciaux, comptant actuellement 31 accords avec 65 pays qui représentent 88% du PIB mondial.

Ainsi, selon l'enquête, seulement 21% de la population se déclare « tout à fait d'accord » avec l'idée que ces accords leur ont été directement bénéfiques, auxquels s'ajoutent 35% se disant « d'accord » avec cette idée. Les chiffres montrent ainsi un contraste avec la perception des spécialistes : 82% de ceux interrogés « sont tout à fait d'accord » avec l'idée que les ALE leur ont été directement bénéfiques, auxquels s'ajoutent près de 15% se disant « d'accord » avec cette idée.

Une grande partie de la population chilienne ne semble donc pas percevoir les retombées positives mises en avant par les défenseurs des ALE, à l'instar de la création d'emplois, l'apparition de nouveaux secteurs productifs et la baisse des prix des produits importés.



Ce sondage est d'un intérêt tout particulier suite à l'annonce récente du sous-secrétaire aux Relations économiques internationales, José Miguel Ahumada, de déployer entre août et octobre une consultation citoyenne sur la politique de commerce extérieur et les ALE. La population pourra se prononcer sur les grands axes stratégiques de la politique commerciale du Chili. Par ailleurs, l'exécutif avait annoncé ne prendre aucune décision sur les thèmes de commerce international avant la sortie du processus constitutionnel le 4 septembre, date du référendum sur la nouvelle Constitution.

L'enquête aborde aussi l'idée de réglementer l'investissement étranger dans les secteurs stratégiques (énergies, transports, sécurité alimentaire, entre autres.). Sur ce sujet se dégage un consensus entre les experts et la population puisqu'ils y sont globalement très favorables à, respectivement, 96% et 89%.

PARAGUAY

Face aux risques externes et malgré la contraction de l'activité, la Banque centrale poursuit le resserrement de sa politique monétaire

Face à la persistance de l'inflation, le comité de politique monétaire de la Banque centrale du Paraguay a décidé de relever à nouveau son taux directeur de 50 points de base pour l'établir à 7,75%. Cette hausse est proche du taux anticipé par les agents économiques (7,5% pour le mois de juin et juillet).

Le comité a ainsi relevé que les tensions sur les prix se sont apaisées en mai sous l'effet conjoint du resserrement monétaire passé et d'une baisse de l'activité économique. En

effet, le taux d'inflation a atteint 0,2% sur un mois et 11,4% sur un an, ce qui implique une diminution respective de 1,3 et 0,4 point de pourcentage par rapport à avril.

À cela s'ajoute une contraction de l'activité en avril (-6,2% en glissement annuel), qui s'est surtout expliquée par le ralentissement de certains secteurs, tels que l'agriculture, ou bien l'industrie manufacturière ainsi que les services. Par ailleurs, quoi qu'elle demeure sectorielle (sans l'agriculture et l'électricité, l'activité a augmenté de 3,5% sur un an), la contraction de l'activité devrait s'accroître en raison de la hausse du taux directeur.

Pour autant, plusieurs risques inflationnistes perdurent. Malgré les hausses successives du taux directeur sur les trois derniers mois, le crédit bancaire a augmenté en avril de près de 12,3% en glissement annuel. La balance commerciale accumulée jusqu'à mai dernier est déficitaire (-194 MUSD), et largement en-deçà de son niveau de 2021 pour la même période de l'année (958 MUSD). Enfin, les prix des denrées alimentaires et de l'énergie ne cessent de progresser.

Malgré ce contexte, les autorités monétaires considèrent que leur objectif d'inflation à 4% pour l'horizon 2024 demeure crédible. Pour preuve, les anticipations d'inflation pour cette période ont été revues à la baisse en mai (à 4,5%) par rapport à avril (4,8%). De plus, selon son dernier rapport de politique monétaire, l'inflation en fin de période en 2022 atteindrait 8,2%, avant de chuter à près de 4,2% à la fin 2023.

URUGUAY

La croissance du PIB est restée dynamique au 1^{er} trimestre de 2022

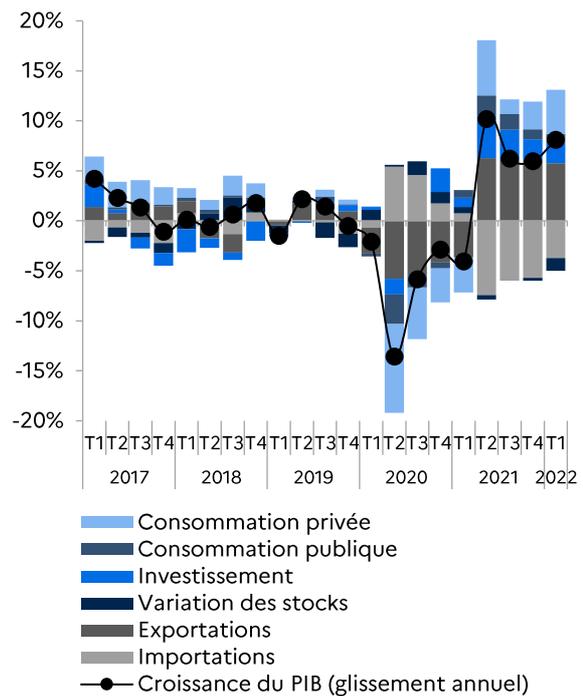
Au cours du 1^{er} trimestre de l'année, le PIB uruguayen a progressé, en désaisonnalisé, de 0,6% par au trimestre précédent. Ce résultat marque une légère décélération par rapport à sa croissance du 4^{ème} trimestre de l'année passée (+2,0%) et à celle du 3^{ème} trimestre (+3,4%). Toutefois, en glissement annuel, la croissance du PIB s'est élevée à 8,3% au 1^{er} trimestre de 2022, soit une croissance bien plus forte qu'aux 4^{ème} et 3^{ème} trimestres de 2021 (respectivement, +5,9% et +6,2%).

L'activité économique a ainsi bénéficié d'une saison touristique estivale très dynamique, qui a été favorisée par l'assouplissement des restrictions sanitaires, alors que le tourisme avait été fortement contraint au 1^{er} trimestre de 2021 par la dégradation de la situation sanitaire. L'activité a également bénéficié d'une demande externe très soutenue ainsi que de la poursuite de quelques grands projets d'investissements.

Ainsi, côté offre, les grands gagnants du 1^{er} trimestre ont été les services, bénéficiant de la normalisation de l'activité économique et de la reprise du tourisme. Certains segments ont été très dynamiques, tels que les services de santé, d'éducation et immobiliers (+10,7% sur un an au 1^{er} trimestre contre +5,1% au 4^{ème} trimestre), mais également les services de transport, de stockage, d'information et de télécommunication (+14,4% contre +8,9%), suivis du commerce, de l'hébergement et de la restauration (+9,1% contre +6,6%).

Par ailleurs, l'industrie manufacturière (+6,4% contre +7,8%), en particulier l'industrie de la viande, a bénéficié d'une demande externe soutenue. La construction (+11,2% contre +0,6%) a tiré profit, entre autres, de la hausse des investissements dans les travaux de voirie et dans quelques grands projets, tels que la construction du « *Ferrocarril Central* », ainsi de la hausse des investissements dans les biens de capital et les machines et équipements nécessaires à la concrétisation de ces investissements.

Croissance du PIB et contributions des composantes de la demande



Sources : Banque centrale, SER Buenos Aires

Côté demande, la croissance du PIB a donc continué à être portée par la consommation privée (+6,9% contre +4,5%), en lien avec les services, et les exportations (+23,5% contre +26,3%), en particulier grâce aux ventes de viande bovine et au tourisme. La croissance a aussi été portée, dans une moindre mesure, par l'investissement (+13,7% contre +9,8%).



La consommation publique (+4,7% contre +6,0%) a de son côté ralenti, tout comme les importations (+16,6% contre +25,5%).

Fin du monopole de l'Antel sur le marché uruguayen de l'Internet

Le 17 juin, le gouvernement de l'Uruguay a autorisé cinq câblo-opérateurs à vendre des services de transmission de données par câble (Internet). Cette décision met ainsi fin au monopole de l'Antel (pour Administration nationale des télécommunications), qui est la société publique de télécommunications uruguayenne.

Les cinq entreprises qui ont obtenu cette autorisation sont Nuevo Siglo (Riselco S.A.), Televisión Cable Color (TCC, Tractoral S.A.), Monte Cable (Monte Cablevideo S.A.), ainsi que Praiamar et Korfield (ces deux dernières sont des prestataires de services à Colonia et Pando). Elles réclamaient cette autorisation depuis le premier gouvernement de Tabaré Vázquez (2005-2010).

En 2014, l'article 56 de la loi sur les Médias a expressément interdit à ces entreprises la commercialisation de services d'accès à l'Internet. En effet, cet article dispose que les prestataires de services audiovisuels n'ont pas le droit d'être également prestataires de services de télécommunications.

À la suite de cette interdiction, plusieurs entreprises ont déposé des recours auprès de la Cour suprême de justice pour dénoncer l'anti-constitutionnalité de cette loi, et ces cinq entreprises ont finalement obtenu gain de cause. Par conséquent, le gouvernement les a autorisées par décret à vendre des services d'Internet dans les zones où elles opèrent déjà en leur octroyant une « Licence de télécommunications de classe B ».

Toutefois, cette déclaration reconnaissant l'anti-constitutionnalité de la loi ne concerne que les entreprises ayant déposé un recours et n'est donc pas généralisable à toutes les entreprises du secteur, quand bien même elles connaîtraient des conditions similaires. D'autres entreprises espèrent donc obtenir cette même autorisation incessamment sous peu, comme Canelones Cablevision Color.

Washington Melo, président de la Chambre uruguayenne de télévision pour les abonnés (CUTA), a ainsi déclaré que cette nouvelle avait suscité, d'une part, « une grande joie » mais, d'un autre côté, qu'il s'agissait d'« une source de malaise, car la grande majorité des entreprises de l'intérieur du pays » attendent toujours, et ce « sans avoir une idée claire de la façon dont la situation va se poursuivre ».

Il a par ailleurs expliqué que deux modèles d'affaires étaient ainsi possibles : soit ces nouveaux concurrents signeront des accords avec l'Antel et utiliseront son réseau déjà développé pour seulement s'occuper du dernier kilomètre (ce qui serait préférable selon lui), soit chaque entreprise va devoir déployer son propre réseau et élaborer un modèle d'affaires indépendant.

Le sous-secrétaire à l'Industrie, Walter Verri, a quant à lui affirmé que l'Antel restera très certainement leader sur ce segment et aura la capacité d'être plus concurrentielle que les autres entreprises avec ses infrastructures déjà installées, tout en soulignant que la concurrence jouait toujours au bénéfice de l'utilisateur, les entreprises cherchant à être plus efficaces. Il a par ailleurs soutenu l'idée selon laquelle il était probable que le Parlement abroge l'article 56 de la loi sur les Médias afin que les autres entreprises puissent opérer sans avoir à obtenir une décision favorable de la Cour suprême de justice.



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 : Jean-François Michel,
Chef du Service économique régional de Buenos Aires

Rédacteurs : SER de Buenos Aires, SE de Santiago

Pour s'abonner :
Twitter :

samuel.adjutor@dgtresor.gouv.fr
@Tresor_ConoSud