



N°43 – Du 21 au 27 octobre 2022

Zoom – Va-t-il pleuvoir des dollars en Argentine à la fin de l'année ?

Coupe du monde de football au Qatar en novembre, sécheresse qui menace les récoltes de blé en décembre, un chemin semé d'embûches pour la Banque centrale d'Argentine avant de clôturer l'année 2022 et, accessoirement, atteindre l'objectif de réserves internationales nettes de décembre (7,3 Mds USD) qui a été convenu avec le FMI. Préserver son stock de réserves internationales nettes obtenues grâce au « dollar soja » en septembre (évalué à environ 5,5 Mds USD à la mi-octobre), voire de faire entrer de nouvelles devises dans ses caisses, s'avère pour le moins complexe. Si les réserves viennent d'être renforcées par un versement de la BID (ou Banque interaméricaine de développement) de 700 MUSD, et qu'un autre versement de 500 MUSD serait en discussion, les perspectives de fuites de devises pour financer les importations de la fin de l'année, en particulier les importations de services liées à la Coupe du monde de football, mettront à rude épreuve les réserves de change. Mais c'est davantage la perspective d'une 3^{ème} année consécutive frappée par le phénomène climatique La Niña qui inquiète. La sécheresse ainsi que les gelées observées ces dernières semaines, qui ont détruit des récoltes et affecté les rendements, ont assombri le potentiel des récoltes de blé de fin d'année, venant traditionnellement donner un peu de souffle aux réserves de change. Selon la bourse de commerce de Rosario, entité de référence en Argentine, la production de blé pourrait s'établir à 13,7 millions de tonnes (Mt) pour la campagne 2022-2023, soit une chute de 40% par rapport à la campagne de l'année précédente et la production la plus faible depuis la campagne 2015-2016. Les exportations de blé devraient dès lors s'établir à 8,9 Mt, soit une chute de 39%. Cette baisse se répercutera mécaniquement sur les recettes fiscales, à travers les taxes sur les exportations agricoles, et sur les réserves de change, avec un manque à gagner d'au moins 1,5 Md USD. Outre les recettes de devises qui sont issues des exportations de blé (3^{ème} ressource agricole la plus exportée), les conditions climatiques défavorables pourraient aussi impacter la production de maïs (2^{ème} ressource agricole la plus exportée après le soja, avec 9,3 Mds USD d'exportations en 2021, soit 11,9% du total des exportations). En effet, alors que, comme pour le blé, les producteurs ont eu tendance face à l'incertitude mondiale et à la hausse des coûts des intrants à réduire leurs investissements pour augmenter leur production, le manque de précipitations affecte les semis de maïs en les ralentissant. Fin octobre, 83% des superficies devaient encore être ensemencées, contre 72% à la même période l'année passée. Plusieurs producteurs envisageraient ainsi de retarder l'ensemencement (retardant donc les entrées de devises) ou bien de se tourner vers le soja. Dans l'optique de soutenir le secteur et de limiter les pertes, le gouvernement a présenté un plan de soutien aux petits et moyens producteurs de soja et de maïs pour subventionner leurs achats d'intrants, tels que les engrais et les semences. Cette aide est d'autant plus essentielle que les prix des matières premières agricoles risquent d'être affectés par des chocs externes, à l'instar de la dégradation des perspectives de croissance mondiale ainsi que le relèvement des taux d'intérêt, qui détourne les investisseurs des matières premières. En attendant, en Argentine, on regarde le ciel, en attendant qu'il pleuve des dollars.

LE CHIFFRE À RETENIR

40%

Baisse estimée de la
production de blé
pour la campagne
2022-2023

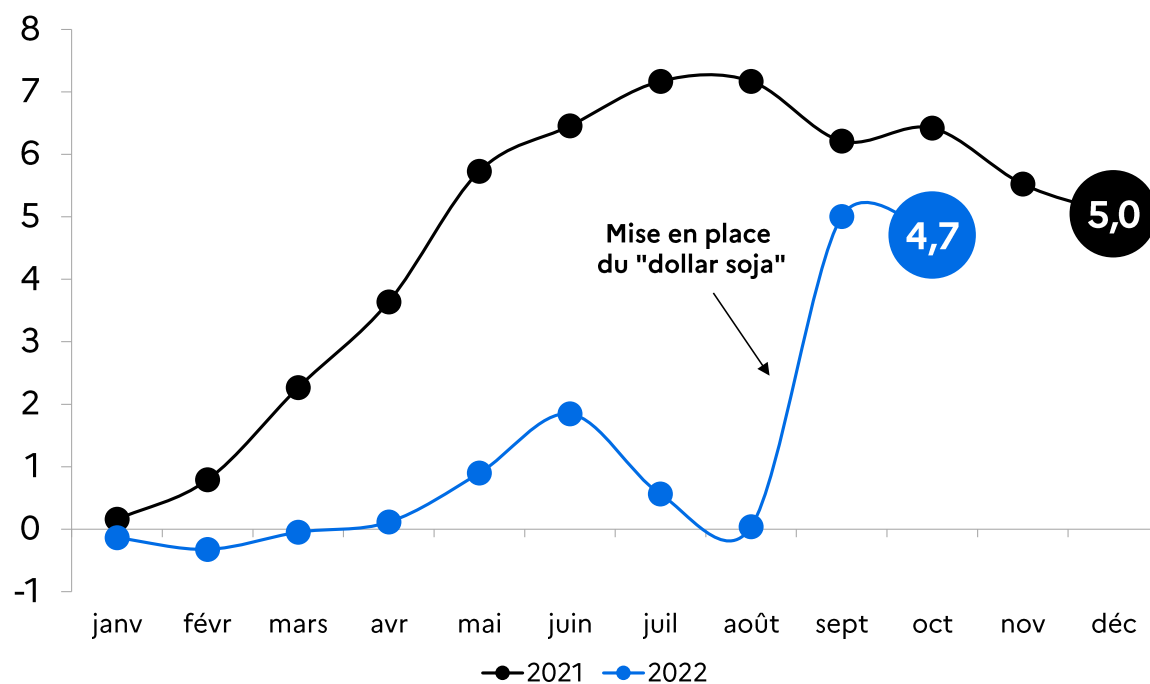
Principaux indicateurs macroéconomiques

	Argentine	Chili	Paraguay	Uruguay
Derniers chiffres annuels - 2021				
Croissance du PIB réel	10,4%	11,7%	4,2%	4,4%
Inflation (fin de période)	50,9%	7,1%	6,8%	8,0%
Solde budgétaire (% du PIB)	-4,3%	-7,7%	-3,7%	-4,2%
Dette publique (% du PIB)	80,9%	36,3%	33,8%	73,3%
Solde courant (% du PIB)	1,4%	-6,7%	0,8%	-1,8%
Dette extérieure (% du PIB)	58,3%	84,4%	49,9%	77,1%
Prévisions et anticipations - 2022				
Croissance du PIB réel - FMI	4,0%	2,0%	0,2%	5,3%
Croissance du PIB réel - Agents économiques	4,1%	2,0%	0,1%	5,2%
Inflation (fin de période) - Agents économiques	100,3%	12,6%	8,9%	9,0%
Pour mémoire				
PIB nominal de 2021 (Mds USD)	486,7	316,8	38,8	59,3
Population (millions)	47,3	19,8	7,5	3,6

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

Graphique de la semaine

Argentine – Achats nets cumulés de devises de la Banque centrale (Md USD)



Sources : Banque centrale, SER Buenos Aires

ARGENTINE

Fitch dégrade à CCC- la note souveraine de l'Argentine

Le 26 octobre, Fitch Ratings a dégradé à CCC- la note souveraine de l'Argentine, à la fois de la dette à long terme en devises et de la dette à long terme en monnaie locale. Leur note était CCC depuis la restructuration de la dette obligataire en devises en septembre 2020.

Pour justifier la dégradation de la note de la dette souveraine en devises, l'agence de notation relève ainsi que les déséquilibres macroéconomiques grandissants du pays et une position de liquidité externe contrainte compromettront de plus en plus sa capacité de remboursement, et ce à mesure que le service de la dette en devises augmentera au cours des prochaines années.

L'agence juge également que le mécanisme élargi de crédit conclu avec le FMI en mars 2022 ne s'est pas encore avéré être un point d'ancrage suffisamment solide permettant d'améliorer les politiques visant à accumuler des réserves de change et les perspectives de retour sur les marchés internationaux.

Par conséquent, elle note que les réserves internationales nettes de la Banque centrale ont été portées à près de 5,5 Mds USD à la mi-octobre (contre 1,3 Md USD en août), grâce à la mise en place du « dollar soja » au mois de septembre. Toutefois, elle insiste sur le fait que les réserves de change accumulées seront probablement mises sous pression pour financer les importations en fin d'année et par une potentielle mauvaise récolte de blé. Plus généralement, elle souligne aussi

que l'accumulation soutenue de réserves visée par le programme avec le FMI semble peu probable en l'absence d'un changement global de la politique de change, la tendance étant à renforcer les contrôles des changes pour préserver les réserves accumulées.

Fitch relève par ailleurs que même les faibles échéances au titre de la dette obligataire en devises (2 Mds USD en 2023 et 3 Mds USD en 2024) pourraient être difficiles à payer si les réserves de change se maintiennent à des niveaux critiques. La capacité à rembourser les échéances de plus grande ampleur à partir de 2025 dépendra de l'accumulation substantielle de réserves de change et de la possibilité de retourner sur les marchés des capitaux internationaux. Toutefois, l'agence de notation juge incertaine la possibilité d'y parvenir, et ce quel que soit le résultat de l'élection présidentielle d'octobre 2023, ce qui accroît donc d'autant plus le risque d'un éventuel événement de crédit.

Concernant la dégradation de la note de la dette souveraine en pesos, Fitch relève que la capacité de remboursement en monnaie locale est elle aussi relativement comprise, car une accumulation d'échéances à la mi-2023 pourrait être difficile à refinancer en cas d'agitation du marché financier local avant l'élection présidentielle.

L'agence de notation estime par ailleurs que le déficit primaire devrait atteindre 2,8% du PIB en 2022. Elle estime aussi que l'objectif de 1,9% du PIB fixé dans le programme avec le FMI pourrait être difficile à atteindre car aucune mesure structurelle, mise à part la segmentation des subventions énergétiques, n'a été présentée à ce stade.

De plus, la pression sur les dépenses à la veille de l'élection présidentielle, une plus faible

croissance, ainsi que l'importante indexation à l'inflation des dépenses et de la plupart des titres de dette en pesos, et l'atteinte de taux d'intérêt réels positifs, sont autant de risques pesant sur le déficit budgétaire et la dette publique argentine (projetée à 84% du PIB en 2022 après 81% du PIB en 2021).

À la faveur de la croissance et de l'inflation, le Trésor argentin atteint la cible budgétaire fixée avec le FMI pour la fin septembre

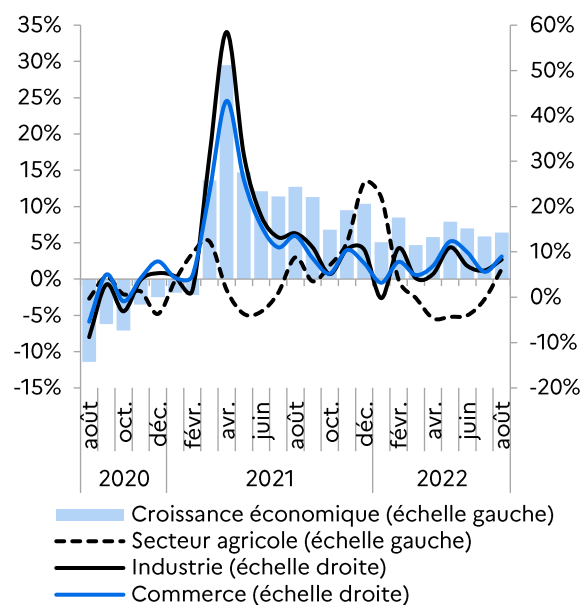
Après une activité morose en juillet (+0,1% sur un mois, en désaisonnalisé, après +1,1% en juin), le ralentissement de l'activité s'est poursuivi en août (avec +0,4% sur un mois), confirmant donc l'atterrissage en douceur de l'économie argentine (prévisions à +4,0% en 2022, après +10,4% en 2021).

En rythme annuel, l'activité a progressé de 6,4%, portée par l'exceptionnel dynamisme de l'hôtellerie et de la restauration (+33,7% sur un an), de l'exploitation minière (+14,0%) et du commerce (+9,0%). Par ailleurs, la production industrielle résiste (+8,3%), tout comme la construction (+7,9%). En revanche, l'activité agricole (+1,4%) et l'intermédiation financière (-0,3%) marquent le pas. Le repli est encore plus marqué pour la production d'électricité, d'eau et de gaz (-4,6%), mais ces mauvais chiffres s'expliquent surtout par des facteurs aussi bien conjoncturels (sortie de l'hiver austral) que politiques (réévaluation des tarifs suite à la réduction graduelle des subventions aux énergies).

La vigueur de l'activité économique qui a été enregistrée depuis le début de l'année 2022 (+6,4%), combinée à la forte inflation (+6,2% sur un mois, en septembre ; +83,0% sur un an) et à la bonne tenue du commerce extérieur (+15,2% pour les exportations et +40,4% pour

les importations durant les neuf premiers mois de 2022), ont permis à l'État argentin d'atteindre la cible budgétaire établie dans le mécanisme élargi de crédit (MEDC) conclu avec le FMI. En effet, fin septembre, selon le ministère de l'Économie, le déficit primaire a atteint 1.096 Mds de pesos (environ 7,1 Mds USD au taux de change officiel, l'équivalent de 1,4% du PIB selon les économistes), soit un niveau légèrement en dessous de la cible de 1.156 Mds de pesos (7,4 Mds USD) proposée pour la fin septembre dans le MEDC. À ce rythme, les économistes jugent ainsi possible le respect de la cible annuelle de déficit primaire, fixée à 2,5% du PIB en 2022.

Croissance du PIB, du secteur agricole, de l'industrie et du commerce (glissement annuel)



Sources : INDEC, SER Buenos Aires

Ce dynamisme se reflète dans les ressources de l'État. Ces dernières ont ainsi affiché une hausse spectaculaire de 122,8% sur un an (en valeur nominale en pesos, sans prendre en compte le versement exceptionnel par la Banque centrale des DTS, ou droits de tirage spéciaux, du FMI en septembre 2021) pour

atteindre l'équivalent de 10,6 Mds USD en septembre. À ce titre, la collecte fiscale (près de 9,3 Mds USD ; +116,0% sur un an, en valeur nominale en pesos) bénéficie également des revalorisations salariales (2,5 Mds USD pour la sécurité sociale ; +86,0%) et de la hausse des prix et de la consommation des biens et services (1,6 Md USD issu de la TVA, +83,4%).

La très bonne santé du commerce extérieur a également soulagé les finances publiques. À cet égard, l'accélération des livraisons de soja en septembre grâce à l'établissement, de manière temporaire, d'un taux de change incitatif (200 pesos/USD contre environ 151 pesos/USD au taux de change officiel) et la dépréciation du peso (+6,0% sur le mois) ont permis à l'État d'enregistrer d'importantes recettes issues des droits à l'exportation (2,1 Mds USD ; +314,6%). De la même manière, la demande intérieure et la surévaluation du cours officiel du peso argentin ont tiré les importations, ce qui a permis de collecter l'équivalent de 339,8 MUSD (+74,9%).

De surcroît, les dépenses primaires (10,1 Mds USD ; +78,9%) ont progressé moins vite que l'inflation. Le principal poste de dépenses restent les prestations sociales (5,4 Mds USD ; +82,1%), du fait des revalorisations des retraites (3,2 Mds USD ; +72,9%) et minimas sociaux (232,4 MUSD ; +63,9%), en partie indexés sur l'augmentation des prix et des salaires. Les dépenses de fonctionnement, comprenant notamment la rémunération des employés publics, représentent 1,5 Md USD (+70,5%). Ce poste est suivi par les subventions (1,4 Md USD ; +53,5%), dont celles sur les énergies (1,2 Md USD ; +50,3%) et les transports (222,9 MUSD ; +63,8%), et les investissements publics (972,6 MUSD ; +171,8%). Ces derniers sont, pour l'essentiel, dirigés vers les transports (305,8 MUSD ; +125,5%), puis les logements (176,7 MUSD ;

+218,9%) ainsi que les énergies (130,7 MUSD ; +460,6%).

Le gouvernement lance son nouveau système de contrôle des importations

À travers la résolution n°5271 du 11 octobre 2022, le secrétariat au Commerce argentin, qui dépend du ministère de l'Économie, ainsi que l'administration fiscale argentine (AFIP) ont mis en place le Système des importations de la République argentine (SIRA), système dématérialisé de gestion et de contrôle des importations de biens qui succède au SIMI (établi par la résolution générale n°4185).

Par ailleurs, le système des importations de la République argentine et des paiements des services à l'étranger (SIRASE) a également été mis en place, remplaçant ainsi le système SIMPES (résolution générale n°5135), qui est consacré aux importations de services.

Pour les importations de biens, l'AFIP sera chargée d'évaluer le « profil de risque » de l'importateur, en analysant s'il a fait l'objet d'une enquête de potentielle surfacturation d'importations, ou bien s'il a précédemment recouru à la justice pour forcer les autorités argentines à laisser entrer des marchandises importées. L'AFIP sera aussi responsable de la détection des possibles irrégularités ou des manquements commis par l'entreprise. Enfin, elle analysera la capacité économique et financière (CEF) de l'entreprise, comme elle le faisait jusqu'à présent. Dans le cas des services, sont requis à la fois une analyse de potentielles irrégularités ainsi qu'une analyse de la CEF de l'importateur.

Pour sa part, l'importateur devra renseigner dans le système le nombre de jours prévus entre l'expédition des marchandises et la date d'accès au marché des changes pour le

paiement des importations. Selon la nouvelle norme, un comité d'évaluation formé par l'AFIP, le secrétariat au Commerce et la Banque centrale devra donner son avis sur la demande d'accès aux devises dans un délai maximum de 60 jours. Les autorisations octroyées seront valables pour 90 jours.

Selon le gouvernement argentin, l'objectif de la mesure est de « protéger les réserves de la Banque centrale, donner de la prévisibilité à l'importateur ainsi que garantir les intrants nécessaires pour la production des petites et moyennes entreprises ».

Cependant, quelques jours après la mise en place de ce nouveau système, l'association d'entreprises du secteur de l'industrie, l'UIA (*Unión industrial argentina*), s'est réunie avec le secrétariat au Commerce afin de lui faire part des diverses difficultés rencontrées par les entreprises. L'UIA a dès lors évoqué ses inquiétudes quant aux délais réglementaires pour l'accès aux devises, le délai de droit commun étant de 180 jours, soit six mois, après l'entrée des marchandises importées sur le territoire argentin. Elle a aussi réclamé davantage de transparence concernant les critères d'approbation du nouveau système afin d'éviter des blocages discrétionnaires des opérations d'importation.

CHILI

Le Chili chute dans le classement mondial des régions minières les plus attractives

L'Institut Fraser, un think tank canadien avec des positions économiques libérales, publie chaque année une enquête annuelle et un

classement des 60 bassins miniers les plus attractifs au monde pour les investisseurs.

La dernière enquête publiée en 2022 (mais réalisée en 2021) relègue ainsi le Chili à la 31^{ème} place mondiale des régions minières les plus attractives. Trois ans plus tôt, le Chili se hissait à la 6^{ème} place, au même niveau que l'Australie, les États-Unis et le Canada. Cela fait trois ans que le secteur minier chilien perd en compétitivité, aujourd'hui dépassé par de nouveaux concurrents, à l'instar de l'Argentine, du Mexique, de la Colombie ou encore de l'Irlande.

L'instabilité sociale et politique chilienne des trois dernières années est pointée du doigt. La crise sociale, puis la crise sanitaire et la tentative de référendum constitutionnel ont généré une très forte incertitude pour les investisseurs.

Par ailleurs, selon des acteurs du secteur, les réformes engagées par le gouvernement du président Gabriel Boric impactent le climat des affaires. Par exemple, la réforme fiscale soumise au Sénat par le Président le 7 juillet dernier vise ainsi à modifier la structure de la redevance minière qui touche l'industrie du cuivre, sous la forme d'une taxe s'appliquant sur la quantité de minerai vendu et le résultat opérationnel des entreprises.

L'enquête souligne également la dégradation des conditions de vie des travailleurs, liée à l'insécurité dans certaines villes minières.

De plus, des acteurs du secteur réclament aussi une refonte du système des permis d'exploitation et environnementaux. En effet, ils dénoncent les mécanismes mis en place pour évaluer l'impact environnemental des projets, qui rallongent les procédures. Par ailleurs, ces mécanismes invalident aussi

certains projets soumis, sans toutefois offrir de meilleures garanties aux ONG ainsi qu'aux populations locales.

Cependant, le secteur minier chilien reste largement compétitif et bien que l'âge d'or des investissements de grande ampleur dans le cuivre semble passé, le pays se prépare à d'autres révolutions, comme en témoigne l'effervescence des secteurs du lithium et de l'hydrogène vert ces derniers mois.

Le gouvernement a présenté son plan d'infrastructures en partenariats public-privé (PPP) pour la période 2022-2026

Le plan d'infrastructures en PPP (partenariats public-privé) 2022-2026 du gouvernement du président Gabriel Boric est très ambitieux, avec 43 appels d'offres et 52 projets dans les différentes régions du pays, qui représentent un investissement estimé à 13 Mds USD.

Ce plan fait la part belle au développement régional puisque 33 appels d'offres, soit 78% du total, concernent des projets en dehors de la région métropolitaine de Santiago. De plus, les partenariats public-privé devraient permettre la création de 30.000 emplois par an et la réduction des inégalités en termes d'infrastructures entre les milieux urbains et ruraux.

Le programme s'articule autour de 4 piliers, tels que 1) l'amélioration des accès à la route panaméricaine, 2) les villes durables avec un focus sur le développement de la mobilité urbaine durable, 3) la modernisation des infrastructures dans les aéroports et les aéroports et l'amélioration des services aux usagers et 4) les projets de dessalement de l'eau ainsi que la lutte contre la sécheresse.

Dès 2023, 13 projets de concession devraient faire l'objet d'un appel d'offres, concernant notamment les infrastructures routières, mais aussi le développement des transports publics électriques tels que les tramways et les téléphériques, et la modernisation des infrastructures dans les aéroports.

Le succès du plan d'infrastructures devrait dépendre du respect des délais de mise en œuvre des projets, ainsi que de l'intégration des technologies numériques, mais aussi de l'innovation et de la montée en qualification des travailleurs.

PARAGUAY

Le président paraguayen Mario Abdo Benítez envisage de se rendre en Espagne et en Allemagne début novembre

Julio César Arriola, le ministre des Affaires étrangères, a annoncé le déplacement en Espagne les 3 et 4 novembre du président paraguayen Mario Abdo Benítez. Il devrait notamment y rencontrer le roi Felipe VI, le chef du gouvernement Pedro Sánchez et des représentants de la communauté d'affaires espagnole. Il se rendra ensuite en Allemagne, les 9 et 10 novembre, où il doit s'entretenir avec son homologue allemand Frank-Walter Steinmeier, mais également la présidente du Parlement (Bundestag) Bärbel Bas. Le chef de l'État paraguayen devrait aussi participer à un colloque à Hambourg, en présence d'entreprises allemandes.

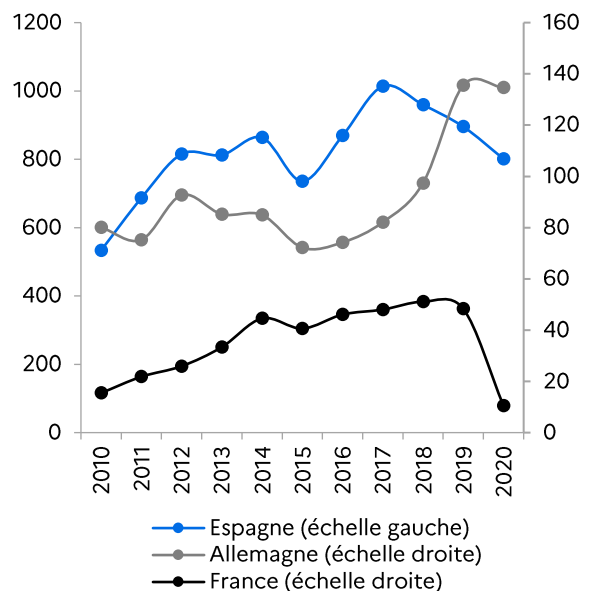
Ces voyages prévus dans ces deux pays visent notamment à renforcer les relations économiques bilatérales, anciennes mais encore relativement peu denses. En effet, les

échanges commerciaux du Paraguay avec l'Allemagne ont atteint 306,6 MUSD en 2021, en progression de 16% sur un an (48,8 MUSD pour les exportations paraguayennes et près de 257,7 MUSD pour les importations). Ceux avec l'Espagne se sont établis, à cette date, à 150,9 MUSD (+21% sur un an), dont près de 18,2 MUSD pour les ventes paraguayennes et 132,7 MUSD pour les achats. Au cours des neuf premiers mois de 2022, les exportations paraguayennes vers l'Allemagne (36,5 MUSD) ainsi que de l'Espagne (18,2 MUSD) ont été essentiellement constituées de produits qui sont issus de l'agro-industrie, alors que les importations en provenance de ces deux pays (respectivement 204,6 MUSD et 111,9 MUSD) ont été principalement composées d'équipements et de combustibles.

Par ailleurs, concernant les investissements directs (ID), l'Espagne est le 1^{er} investisseur étranger (801 MUSD de stock d'ID en 2020), devant les États-Unis (796 MUSD), les Pays-Bas (759 MUSD), puis le Brésil (715 MUSD). De leur côté, les investissements allemands s'élèvent à 135 MUSD, devant l'Irlande (109 MUSD) et, a fortiori, la France (10 MUSD), mais derrière le Luxembourg (136 MUSD) et la Suisse (153 MUSD). De la même manière, l'Espagne est le 1^{er} pays source des transferts monétaires issus des migrants paraguayens (« *remesas* »), avec 115 MUSD en 2021 (59% du total), suivie par les États-Unis (38,9 MUSD ; 20%) et l'Argentine (10,9 MUSD ; 5,6%).

Les relations bilatérales sont aussi alimentées par des projets de coopération, menés à la fois par des agences publiques (GIZ et KfW pour l'Allemagne, AECID pour l'Espagne) et des organisations non gouvernementales (ou ONG). Ces dernières opèrent notamment dans le développement des communautés rurales, l'assainissement de l'eau et le soutien aux établissements de santé.

Évolution des stocks d'investissements directs au Paraguay de l'Allemagne, de l'Espagne et de la France (MUSD)



Sources : Banque centrale, SER Buenos Aires

URUGUAY

L'Uruguay émet ses premières obligations souveraines dites « vertes »

Après le Chili en mars 2022, l'Uruguay a été le 2^{ème} pays au monde à lancer un instrument financier inédit : les « *Sustainability-Linked Bonds* », c'est-à-dire des obligations prenant en compte des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG).

Le taux d'intérêt de ces obligations est lié à deux indicateurs de performance prédéfinis dans les CDN, ou Contributions déterminées au niveau national, adoptées par le pays en 2017. Il s'agit de la réduction des émissions de gaz à effet de serre de 50% par rapport à 1990 et du maintien de 100% de la superficie des forêts natives du pays par rapport à 2012.

Les taux d'intérêt seront ensuite réévalués en 2027 sur la base du respect ou non de ces engagements. Ils resteront inchangés si les objectifs sont atteints, seront relevés en cas d'échec ou abaissés en cas de dépassement des objectifs (de 15 points de base dans les deux cas, soit environ 4,5 MUSD par an d'économies ou de pénalités).

Le Crédit agricole a joué un rôle important dans cette opération. Il a été mandaté par l'État uruguayen, avec trois autres banques internationales (à savoir HSBC, JP Morgan et Santander), afin de coordonner l'appel aux investisseurs locaux et étrangers pour leur placement.

D'ailleurs, la demande des investisseurs pour ces obligations a été considérable. Dès leur lancement, elle a atteint plus de 3,9 Mds USD, alors que le montant d'émission était fixé à 1,5 Md USD, avec un taux d'intérêt attractif de 5,935% annuel.

Ainsi, grâce à cette opération, l'Uruguay tire parti de sa position sur les questions de développement durable pour augmenter ses capacités de financement. Il répond aussi à la demande croissante des investisseurs, en particulier des fonds d'investissement, qui souhaitent ainsi diversifier leur portefeuille d'investissement en y incluant des produits plus durables.

Cette émission a aussi permis à l'Uruguay de diversifier sa base d'investisseurs, avec 40 nouveaux comptes qui ont enregistré leur première opération dans le pays.



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