

DE BUENOS AIRES



N°32 – Du 5 au 11 août 2022

Zoom – Argentine – Échange de titres et levée agressive du taux directeur, ou tout faire pour relancer le marché obligataire en pesos

Alors que le gouvernement rencontre depuis plusieurs semaines de grandes difficultés à faire rouler sa dette en pesos, le nouveau ministre de l'Économie argentin, Sergio Massa, avait annoncé peu de temps après sa prise de fonction un échange volontaire des titres publics en pesos arrivant à échéance entre août et octobre 2022. Le 9 août, les résultats de cette opération, qui visait à donner un peu d'air frais au Trésor en réduisant les échéances de dette publique en pesos à court terme et à stabiliser le marché, ont été rendus publics. Le ministère de l'Économie a indiqué que 85% des échéances – soit 2.000 Mds ARS ou environ 15 Mds USD au taux de change officiel – ont pu être reportées. Environ deux tiers des échéances ont été reportées aux mois de juin et juillet 2023, à la veille des primaires présidentielles, et un tiers des échéances seront dues en septembre 2023, à la veille de l'élection présidentielle d'octobre. Pour convaincre les détenteurs de ces titres, majoritairement à taux fixe ou indexés sur l'inflation, le Trésor a dû offrir des titres plus attractifs, indexés à la fois sur l'inflation et sur l'évolution du taux de change avec le dollar américain. La presse rapporte que le ministre chercherait à poursuivre cette stratégie, notamment pour reporter les échéances élevées de novembre et décembre 2022. L'objectif affiché du gouvernement est de tout faire pour relancer le marché obligataire en pesos. L'échange de titres s'est accompagné d'une réaffirmation par le ministre de l'Économie d'un rejet de toute forme de défaut sur la dette en pesos et d'avances de la Banque centrale au Trésor. Mais surtout, la Banque centrale a de nouveau fortement relevé le taux des titres *Leliq* à 28 jours, qui fait office de taux directeur, de 950 points de base (pdb) pour atteindre un taux nominal annuel de 69,5%, son niveau le plus élevé depuis octobre 2019. Elle l'avait déjà augmenté de 800 pdb il y a deux semaines et l'a relevé, en cumulé depuis le début de l'année, de 3.150 pdb. Annoncée deux heures avant la publication d'une inflation record pour le mois de juillet – de 7,4% en glissement mensuel et de 71% en glissement annuel – elle vise à envoyer un message clair au marché : les taux d'intérêt réels sont de retour. Le taux annuel effectif global des *Leliq* est désormais de près de 97%, au-dessus des anticipations d'inflation pour la fin 2022, fixées à 90,2%. Le Trésor souhaite ainsi, par ce biais, pouvoir refinancer son déficit via le marché obligataire de façon pérenne et ne pas avoir à recourir au financement monétaire, limité à 1% du PIB par l'accord avec le FMI. En attendant que le marché obligataire reparte, c'est la Banque centrale qui, depuis le début des difficultés financières en juin, est intervenue massivement sur le marché secondaire pour racheter 1.300 Mds ARS (9,5 Mds USD) de titres publics. Elle a d'ailleurs, avec les entités publiques détenant des titres souverains, largement contribué à la réussite des échanges de titres. Lors de l'échange du 9 août, 40% des titres éligibles étaient détenus par la Banque centrale et le Fonds de garantie et de soutenabilité (FGS) de l'Agence nationale de la sécurité sociale (ANSES). Toutefois, le rachat de titres publics par les autorités monétaires est un pari risqué. Si l'émission de pesos nécessaire pour acheter ces titres est stérilisée via l'émission de *Leliq* et *pases* – permettant au passage de ne pas comptabiliser cette émission monétaire dans l'objectif de 1% du PIB mentionné précédemment – une moindre appétence des banques pour ces instruments financiers se traduiraient pas une accélération de l'inflation. Sans compter que la croissance du stock de ces passifs rémunérés de la Banque centrale (9,5% du PIB mi-2022) s'accompagne également de celle des intérêts qu'ils portent et que les autorités monétaires devront verser en émettant davantage de monnaie, risquant là aussi de renforcer les tensions sur les prix.

LE CHIFFRE
À RETENIR

950

Hausse du taux
d'intérêt directeur
en points de base

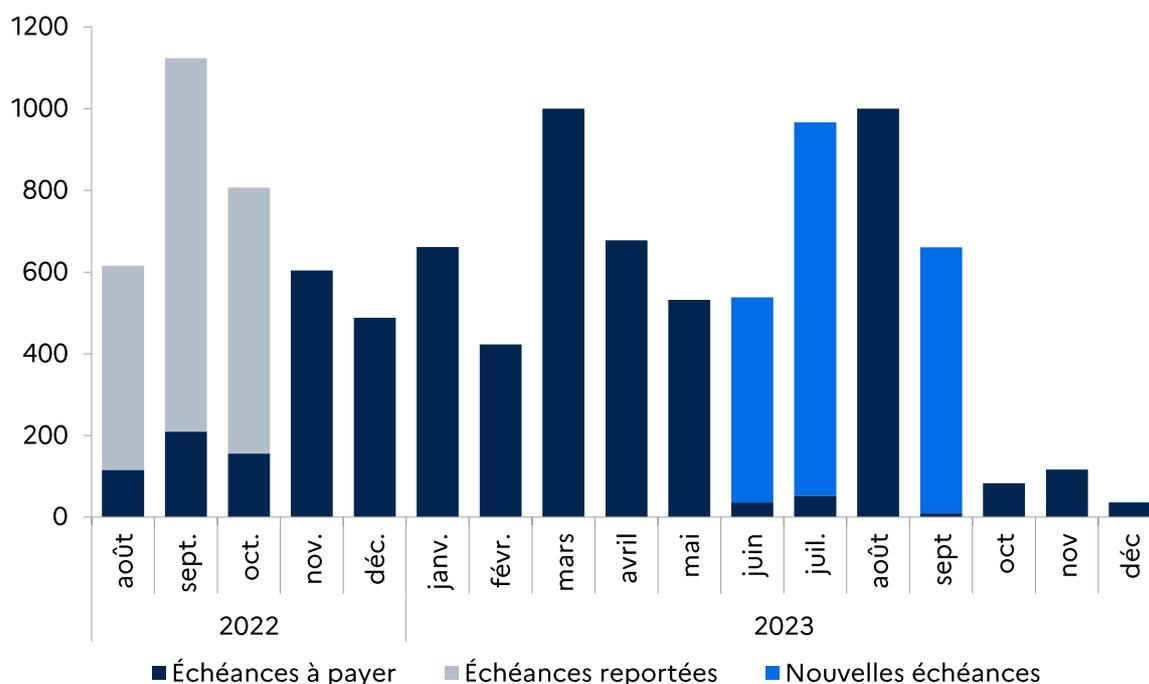
Principaux indicateurs macroéconomiques

	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)	-4,3%	-7,7%	-3,7%	-4,2%
Dettes publique (% du PIB)	80,6%	36,3%	33,8%	73,3%
Solde courant (% du PIB)	1,3%	-6,6%	0,8%	-1,8%
Dettes extérieure (% du PIB)	58,3%	84,4%	49,9%	77,1%
Prévisions et projections - 2022				
Croissance du PIB réel - FMI	4,0%	1,8%	0,3%	3,9%
Croissance du PIB réel - Agents économiques	3,4%	1,9%	0,2%	4,7%
Inflation (fin de période) - Agents économiques	90,2%	12,3%	8,5%	8,6%
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, SER Buenos Aires

Graphique de la semaine

Argentine – Échéances de remboursement de la dette publique en pesos (Mds ARS)



Sources : Ministère de l'Économie, SER Buenos Aires

ARGENTINE

L'inflation annuelle, à 71% en juillet, atteint un record depuis janvier 1992

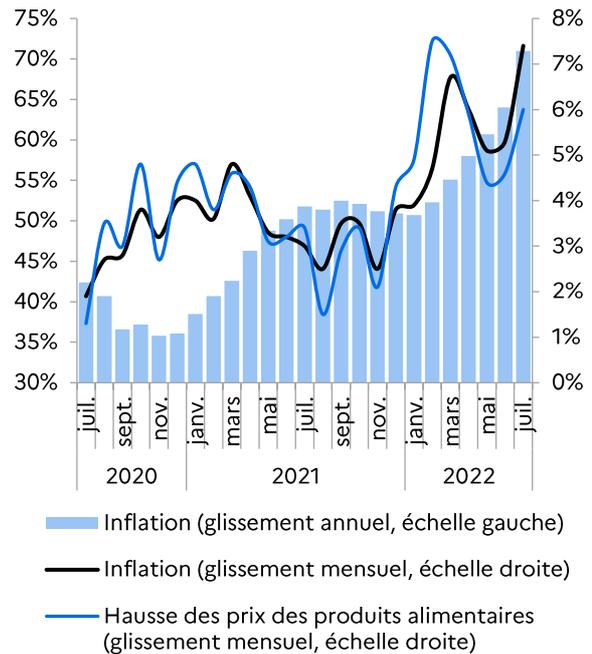
En juillet, en glissement mensuel, l'inflation a atteint 7,4% (et +7,3% pour l'inflation sous-jacente), marquant une forte accélération par rapport aux mois précédents (+5,3% en juin) et atteignant un niveau record depuis avril 2002, soit juste après la sortie de la Convertibilité. Les hausses de prix ont été particulièrement fortes pour les loisirs et la culture (+13,2%) et pour la restauration et l'hôtellerie (+9,8%), notamment à cause de la saison touristique hivernale. Les prix des produits d'équipement et entretien ménager (+10,3%) et des produits alimentaires (+6,0%), ont progressé de manière significative.

Par ailleurs, en glissement annuel, l'inflation a atteint 71,0% (après +64,0% en juin), soit un niveau record depuis janvier 1992. Les prix des produits saisonniers ont enregistré une hausse de 95,8%, tandis que les prix régulés ont progressé de près de 51,9%. L'inflation sous-jacente s'est élevée à 72,2%. Ainsi, en cumulant une hausse de 46,2% sur un an depuis le début de l'année, l'inflation s'est fortement accélérée en juillet du fait de la forte volatilité économique et financière qui a été causée, entre autres, par la démission surprise du ministre de l'Économie Martín Guzmán au début du mois.

Les anticipations d'inflation ont, depuis, été fortement révisées à la hausse, s'établissant désormais à 90,2% en fin de période pour 2022 (+14,2 points de pourcentage (p.p.) en un mois) et 76,6% pour 2023 (+12,0 p.p.). Les agents anticipent une inflation mensuelle de

6,0% en août et d'au moins 5,0% au cours des quatre derniers mois de l'année.

Évolution de l'inflation et des prix des produits alimentaires



Sources : INDEC, SER Buenos Aires

Face aux fortes poussées inflationnistes, la question des niveaux des salaires et des retraites continue à agiter le débat argentin. Avec une hausse cumulée de l'inflation de 36,2% sur un an au 1^{er} semestre de 2022, les salaires peinent à gagner la course, avec une hausse cumulée de 34,3%, dont 36,0% pour les salariés du secteur privé formel, 35,2% pour les salariés du secteur public et 27,9% pour le secteur privé informel.

Alors que l'État et les partenaires sociaux doivent se réunir fin août pour décider de l'ajustement du salaire minimum pour le reste de l'année, le gouvernement a annoncé cette semaine la hausse trimestrielle des pensions, retraites et allocations, qui a été fixée à 15,5%. Depuis le début de l'année, la retraite minimum a ainsi augmenté de 73,3%.



De plus, le gouvernement a aussi annoncé le versement d'une prime supplémentaire aux retraités pour le mois de septembre, le mois d'octobre et le mois de novembre (soit jusqu'à la prochaine révision trimestrielle en décembre), afin d'atténuer les effets de l'inflation. D'un montant de 4.000 à 7.000 ARS par mois (soit 30 à 52 USD au taux de change officiel), qui variera en fonction de la retraite perçue, elle devrait bénéficier à 85% des retraités. Elle doit être financée, selon le gouvernement, grâce aux revenus tirés d'un versement anticipé de 200 Mds ARS (soit 1,5 Mds USD au taux de change officiel ou 0,25% du PIB selon les économistes) de l'impôt sur les bénéfices de 1.900 entreprises.

L'évolution des indicateurs avancés de croissance est restée contrastée au mois de juin

L'évolution en dents de scie des indicateurs avancés de croissance, observée depuis le début de l'année, s'est poursuivie au mois de juin. En effet, après un recul au mois de mai (-0,7%), la production industrielle a progressé de 2,6% sur un mois en désaisonnalisé. De son côté, la construction a enregistré une baisse de 1,8% sur un mois en désaisonnalisé (après +0,6% en mai).

En glissement annuel, l'évolution des deux indicateurs marque ainsi un ralentissement du dynamisme observé au mois de mai, tant pour la production industrielle (+6,9% en juin contre +12,1% en mai) que de la construction (+7,2% contre +20,0%). La progression de la production industrielle en juin a surtout été portée par l'industrie informatique (+28,4% sur un an), ainsi que par les industries textile (+23,6%) et automobile (+11,2%).

En cumulé sur le 1^{er} semestre de l'année, la production industrielle a ainsi enregistré une

croissance de 5,9% sur un an. Sur la même période, la croissance de la construction a été de 6,5%.

CHILI

Le FMI confirme les perspectives de croissance et de revenus externes de long terme que le Chili tirera de la transition énergétique mondiale

Le rapport annuel de surveillance du secteur externe du FMI, publié tout début août, vient confirmer que le scénario de « zéro émission nette » d'ici 2050 de l'Agence internationale de l'énergie (AIE) amènerait le Chili à devenir un des pays qui devrait tirer le plus de bénéfices, en termes de revenus externes, de la transition énergétique mondiale.

Prenant pour principale hypothèse une forte croissance structurelle de la demande en minéraux critiques, tels que le cuivre, le lithium, le nickel et le cobalt, et sur la base des capacités actuelles de production et des projets miniers connus, le FMI prévoit que les exportations de cuivre du Chili – qui est le 1^{er} producteur mondial avec près de 5,8 millions de tonnes produites en 2021, 28,5% de la production mondiale et 28% des réserves mondiales – pourraient ainsi s'établir à une moyenne annuelle de 70 Mds USD entre 2021 et 2040, soit plus du double du point bas atteint en 2019 (moins de 30 Mds USD).

Le lithium – dont le Chili est actuellement le 2^{ème} producteur mondial avec environ 22,9% de la production mondiale en 2021, 300.000 tonnes de lithium carbonate équivalent (LCE) de capacité fin 2022 et près de 40% des réserves mondiales prouvées – connaîtrait ainsi une croissance plus marquée, avec des



exportations annuelles moyennes de l'ordre de 25 Mds USD entre 2021 et 2040. Cette projection est toutefois à prendre avec précaution, notamment compte tenu du caractère encore très volatil du marché du lithium, alors que les exportations n'étaient que d'environ 1 Md USD en 2019.

Dans les deux cas, le Chili apparaîtrait ainsi comme le pays tirant le mieux son épingle du jeu mondial, le 2^{ème} producteur de cuivre sur la période 2021-2040, le Pérou, n'étant qu'à 30 Mds USD de revenus annuels projetés, tandis que le 2^{ème} producteur de lithium sur la période, l'Australie, atteindrait près de 14 Mds USD, devant l'Argentine, qui serait en 3^{ème} position à 5 Mds USD.

Les entreprises, faisant face à une inflation record, continuent à voir leurs perspectives se détériorer avec le ralentissement de l'activité

Selon les résultats du rapport trimestriel de la Banque centrale sur la perception des affaires par les entreprises, les entrepreneurs témoignent, en ligne avec le ralentissement de l'activité économique chilienne et de la demande, de la poursuite de la baisse de leur chiffre d'affaires au cours des derniers mois. Les différences sectorielles sont cependant marquées, certains secteurs – la construction et l'immobilier surtout – étant beaucoup plus affectés que d'autres. En effet, le commerce de détail et le secteur automobile disent encore bénéficier d'une demande soutenue, et l'industrie minière et certains services, à l'instar des loisirs, voient ainsi leurs chiffres d'affaires progresser.

Outre les chocs de demande négatifs qui impactent leurs résultats, les entreprises font état de la pression croissante sur leurs coûts au cours des derniers mois, à cause de

l'appréciation du dollar américain et de la hausse des prix de certains intrants, tels que les produits alimentaires, les combustibles et les matériaux de construction. Même si les tensions sur leur approvisionnement se sont apaisées, les prix de vente ont continué à augmenter et doivent être ajustés de façon beaucoup plus régulière.

Toutefois, cette accélération de l'ajustement des prix ne s'est pas encore répercutée sur les salaires. En effet, même si les entreprises interrogées mettent en avant une hausse du coût du travail, 92% d'entre elles déclarent ne pas réviser leur grille salariale plus souvent et près de 76% déclarent avoir octroyé des revalorisations salariales au cours des six derniers mois inférieures ou bien égales à l'inflation. Ceci contribue ainsi à expliquer la chute des salaires réels au cours du 1^{er} semestre de 2022, de 1,6% sur un an.

De plus, trois quarts des entreprises – surtout dans les secteurs agricole, minier et des services – ont des difficultés à embaucher pour des emplois qualifiés et peu qualifiés (contre 88% lors de la dernière enquête). Le marché du travail reste tendu, avec un taux de chômage assez faible, à 7,8% en juin.

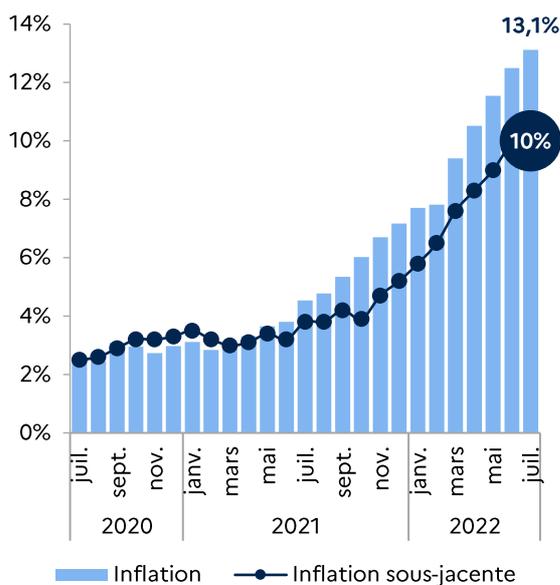
Ainsi, selon les entreprises interrogées, la détérioration de leurs résultats devrait se poursuivre au cours des prochains mois, avec une inquiétude grandissante vis-à-vis d'une possible récession économique – chilienne ou mondiale – ainsi que de l'incertitude politico-législative qui est liée au référendum constitutionnel.

Par ailleurs, même si elles anticipent que leurs coûts continueront à augmenter au 2^{ème} semestre de l'année, elles prévoient une stabilisation de leurs prix de vente finaux et, comme au cours des derniers mois, un report

partiel de la hausse des coûts sur les prix, qui restera contraint par la concurrence sur les marchés et les effets délétères de l'inflation sur la demande.

En effet, les agents économiques anticipent désormais une inflation de 12,3% fin 2022. En juillet, l'inflation est repartie à la hausse, en progressant de 1,4% en glissement mensuel (contre +0,9% en juin) et 13,1% en glissement annuel (contre +12,5% en juin), son plus haut niveau depuis début 1994. Les hausses de prix ont été particulièrement fortes pour les transports (+26,4% sur un an en juillet) et les produits alimentaires (+19,4%), tandis que l'inflation sous-jacente a atteint 10% sur un an (contre +9,9% en juin). Ces anticipations d'inflation élevées ont donc pour effet, selon l'enquête de la Banque centrale, d'annuler ou de retarder les décisions d'investissement des entreprises.

Évolution de l'inflation et de l'inflation sous-jacente (glissement annuel)



Sources : INE, SER Buenos Aires

PARAGUAY

Sur les 7 premiers mois de l'année, la balance commerciale reste déficitaire

Les données de commerce extérieur sur les 7 premiers mois de l'année 2022 permettent de confirmer le dynamisme des échanges commerciaux du Paraguay, qui s'établissent à 16,6 Mds USD en cumulé de janvier à juillet 2022, soit une hausse de 10% par rapport à la même période de 2021.

Toutefois, sur les 7 premiers mois de 2022, la balance commerciale est restée déficitaire de 385 MUSD, contrastant largement avec la même période de l'année 2021, lorsque la balance commerciale était excédentaire de près de 1,5 Md USD. Ce déficit s'explique surtout par la forte chute des exportations agricoles en début d'année à cause de la sécheresse, tandis que les importations ont rapidement progressé.

De janvier à juillet 2022, les exportations ont atteint une valeur de 8,1 Mds USD, soit une baisse de 2,5% en glissement annuel. Sur cette période, les exportations ont surtout été tirées par la viande (1,1 Md USD ; +11,0% sur un an), les graines de soja (1,1 Md USD) et l'énergie électrique (850 MUSD). Néanmoins, les ventes de soja et d'énergie électrique ont connu une diminution notable par rapport à 2021 de, respectivement, 48,1% et 11,1%, qui s'explique principalement par la sécheresse.

De leur côté, les importations ont atteint une valeur de 8,5 Mds USD, soit une hausse de 25,4% sur un an. Elles ont principalement été tirées par les achats de combustibles (1,2 Md USD ; +56,7% sur un an) et de machines et équipements (2,2 Mds USD ; +18,3%).

URUGUAY

Priorités de la présidence *pro tempore* du Mercosur de l'Uruguay : accords commerciaux, développement des liens intra-bloc et agenda durable

Le Paraguay a transmis la présidence du Mercosur à l'Uruguay lors du sommet de fin juillet 2022. À cette occasion, le président uruguayen, Luis Lacalle Pou, a clairement fait part de la priorité qu'il donnait à l'ouverture commerciale du bloc, en marquant dès lors son importance pour l'Uruguay : *"La mejor manera de proteger a mi pueblo, a mi nación, es abriéndome al mundo"* (soit *"La meilleure façon de protéger mon peuple, ma patrie, c'est de m'ouvrir au monde"*).

Au-delà des divergences en ce qui concerne l'avancée des négociations de l'Uruguay vers un accord avec la Chine, le pays se félicite de l'avancée des négociations avec Singapour et soutient la finalisation de la signature de l'accord avec l'Union européenne. Selon la presse, le ministre des Affaires étrangères, Francisco Bustillo, indiquait récemment à son Parlement que la guerre en Ukraine avait donné une nouvelle impulsion à l'Union européenne, mais également que diverses autorités européennes avaient approché le gouvernement pour lui indiquer leur souhait de débloquer l'accord. L'Uruguay est décidé à jouer un rôle de facilitateur dans ce dossier.

Par ailleurs, dans son discours, le président uruguayen a aussi appelé à développer une meilleure compréhension entre les membres du Mercosur. Il a mis en avant les réussites des agendas bilatéraux : la surveillance des cours d'eau ainsi que les progrès vers la construction d'un pont entre Bella Unión et

Monte Caseros avec l'Argentine, la signature des accords sur les zones franches avec le Brésil et les synergies avec le Paraguay dont l'Uruguay souhaite devenir le débouché à la mer.

L'Uruguay souhaite promouvoir un agenda vert pour le Mercosur durant sa présidence dans l'objectif de contrer les, selon les mots de F. Bustillo, *"critiques disproportionnées et injustes"* qui proviennent d'autres parties du monde. Il se propose de lancer des travaux touchant aux thématiques de la sécurité alimentaire, du développement des énergies renouvelables, de la mobilité durable, de la biodiversité et de l'action climatique. Les autorités uruguayennes déplorent, en effet, que les critiques faites au Brésil sur la forêt amazonienne soient exprimées à destination du Mercosur sans discernement et paraissent englober les trois autres pays du bloc alors que ceux-ci s'attachent à mener des actions environnementales qui ne seraient jamais mentionnées.



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](https://twitter.com/Tresor_ConoSud)