

# BRÈVES ÉCONOMIQUES

## Cône Sud

### Argentine, Chili, Paraguay, Uruguay

Une publication du SER de Buenos Aires en collaboration avec le Service économique de Santiago  
Du 30 mai au 13 juin 2025

### Argentine : la course aux réserves de change s'accélère

Alors que la faiblesse des réserves de devises reste une des principales vulnérabilités de l'économie argentine, les autorités ont multiplié les annonces pour les accumuler, dans l'optique, i) de la prochaine revue du programme FMI et ii) d'échéances de paiement externes en juillet. L'Argentine doit en effet atteindre le 13 juin la cible de réserves fixée lors des négociations du programme, pour obtenir le décaissement de 2 Md USD en juillet. Or, malgré la flexibilisation de son régime de change, la faible accumulation de réserves ces dernières semaines éloigne l'Argentine de cette cible (il manquerait 4 Md USD selon le cabinet 1816). Pour rappel, l'Argentine avait obtenu le 11 avril, un nouveau programme du FMI de 20,3 Mds USD sur 4 ans, avec un décaissement initial de 12 Md USD, et des cibles à atteindre pour recevoir les tranches ultérieures. Si des prêts du FMI, de la Banque Mondiale et de la BID avaient permis de gonfler les réserves, celles-ci n'atteignent que 38,6 Mds USD en termes bruts au 8 juin, soit le même niveau qu'après décaissement FMI et Banque mondiale.

**Ce manque d'accumulation de réserves s'inscrit dans un contexte pourtant théoriquement favorable** (soutien des bailleurs, période de récolte agricole et maintien de certaines restrictions cambiaires sur les entreprises). La difficulté à accumuler des réserves de change s'explique par le maintien du peso à un niveau élevé, malgré le nouveau régime de change flottant, entraînant un déficit courant (-4,6 Md USD sur les quatre premiers mois de l'année) lié à la perte de compétitivité prix des exportations argentines et une hausse des importations. Les différentes mesures d'ouverture commerciales prises par les autorités, notamment de baisse des droits de douane et des taxes à l'importation, contribuent à accélérer cette dynamique des importations, exerçant une pression à la baisse sur les réserves, même si elles ont, par ailleurs, un effet favorable sur l'inflation importée.

**Face à cette situation, des mesures ont été annoncées par le gouvernement pour augmenter les réserves de change :** i) l'annonce le 22 mai d'un « Plan de réparation historique de l'épargne des Argentins » pour encourager l'utilisation des dollars épargnés hors du système formel. Ces mesures, lancées par décrets et résolutions, ont été complétées par l'envoi d'un projet de loi au Congrès le 5 juin ii) le 28 mai, l'émission d'une obligation libellée en USD avec remboursement en Peso pour 1 Md USD (avec un taux d'intérêt de 29,5%), et a annoncé le 9 juin son souhait de multiplier ces opérations jusqu'à 1 Md USD / mois (une émission est prévue ce 23 juin pour 500 M USD), avec la suppression de la règle d'obligation de détention des titres pendant 6 mois minimum pour les non-résidents, iii) le 11 juin, la BCRA a obtenu un nouveau prêt REPO (prêt de court terme avec garantie) de 2 Mds USD auprès de 7 banques internationales, avec un taux équivalent à 8,25%, et une échéance en avril 2027. En parallèle, le 9 juin la BCRA a annoncé une quatrième série de BOPREAL pour 3 Md USD (obligations souscrites en ARS et remboursées en USD), à destination des entreprises avec des arriérés antérieurs au 12 décembre 2023 ou des dividendes bloqués antérieurs à 2025.

**Au-delà du respect des cibles du programme FMI, la nécessité d'accumuler des réserves de change est exacerbée par d'importantes échéances de dette publique en devise étrangère,** notamment en juillet 2025 (4,3 Mds USD). Un retour sur les marchés internationaux de la dette pourrait permettre à l'Argentine de faire face à ces échéances de paiement, mais le niveau actuel de risque pays – à 655 pb au 12/06 selon l'indice EMBI de JP Morgan – l'en empêche de facto, via un coût d'emprunt prohibitif.

LE CHIFFRE A RETENIR

**-2,1 Mds USD**

Réserves de change nettes  
au 9 juin (incluant dépôts du  
Trésor et BOPREAL)

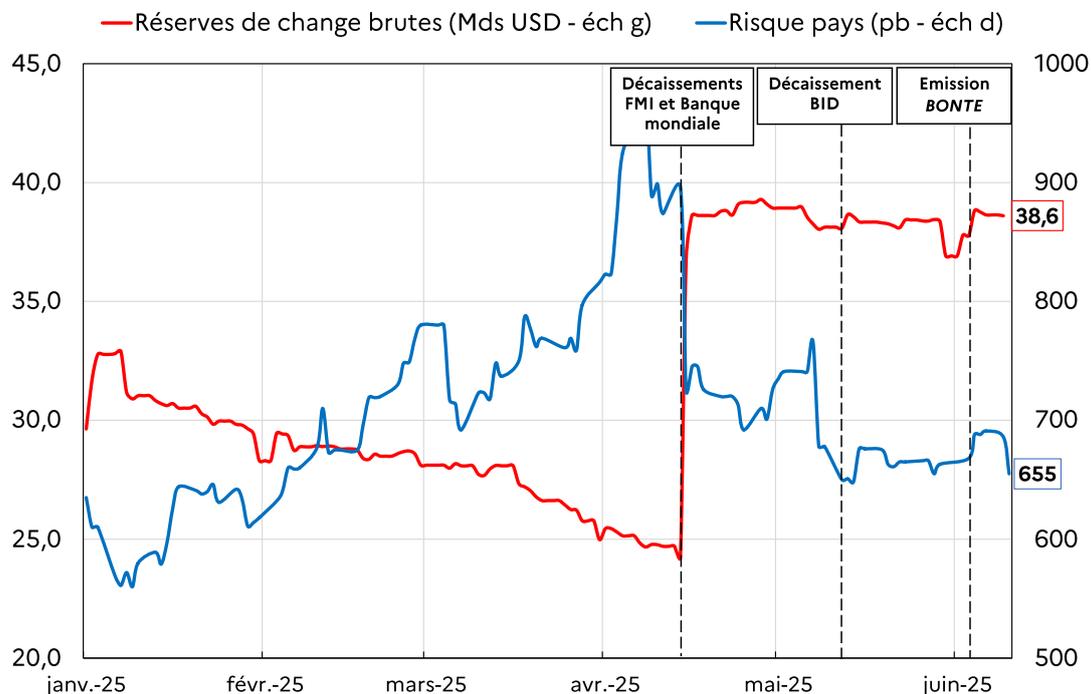
## Principaux indicateurs macroéconomiques

		Argentine	Chili	Paraguay	Uruguay
<b>Derniers chiffres annuels</b>					
Croissance du PIB réel	2024	-1,7%	2,6%	4,0%	3,1%
Inflation (fin de période)	2024	117,8%	4,5%	3,8%	5,5%
Solde budgétaire (% du PIB)	2024	0,3%	-2,7%	-2,1%	-3,2%
Dettes publique (% du PIB)	2024	85,3%	42,0%	45,2%	68,7%
Solde courant (% du PIB)	2024	1,0%	-1,5%	-3,9%	-1,0%
Dettes extérieure (% du PIB)	2024	49,2%	78,0%	34,7%	57,2%
<b>Prévisions et anticipations</b>					
Inflation (fin de période) - Agents économiques	2025	27,1%	4,1%	3,8%	5,8%
Croissance du PIB réel - FMI	2025	5,5%	2,0%	3,8%	2,8%
Croissance du PIB réel - Agents économiques	2025	5,0%	2,0%	3,8%	2,5%
Croissance du PIB réel - FMI	2026	4,5%	2,2%	3,5%	2,6%
Croissance du PIB réel - Agents économiques	2026	3,4%	2,0%	3,8%	2,2%
<b>Pour mémoire</b>					
PIB nominal (Mds USD)	2024	632	330	44	81
Population (millions)	2024	47,1	20,0	6,9	3,5

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

## Graphique de la semaine

Argentine : stagnation des réserves de change brutes à 38,6 Mds USD depuis les décaissements FMI et Banque mondiale, empêchant une baisse plus prononcée du risque pays



Sources : BCRA, JP Morgan, SER de Buenos Aires

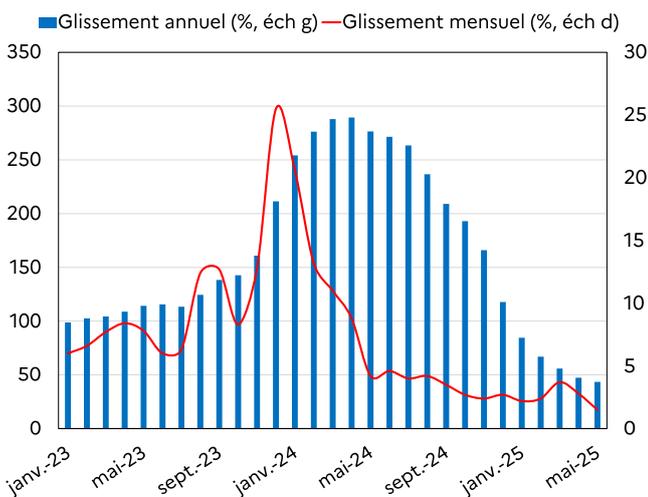
# ARGENTINE

## L'inflation mensuelle à 1,5% en mai atteint son plus bas niveau sur 5 ans

L'inflation mensuelle a fortement reculé en mai, pour atteindre 1,5% v.m (après 2,8% en avril), soit un niveau qui n'avait pas été atteint depuis mai 2020. En glissement annuel, l'inflation a reculé pour le 13<sup>ème</sup> mois consécutif, à 43,5% (après 47,3% en avril). Dans le détail, l'inflation sous-jacente a diminué de 1pp pour atteindre 2,2% en v.m. L'inflation des biens a reculé de 1,8 pp et s'est établie à 0,9%, avec une nouvelle forte contraction de l'inflation alimentaire (-2,4 pp à 0,5%, après une baisse de 3 pp déjà enregistrée en avril). L'inflation dans le secteur des services a reculé dans une moindre mesure, à 0,3 pp, pour atteindre 2,7%. Le consensus de marché (enquête REM de la BCRA) table sur une inflation de 28,6% g.a en 2025.

### Graphique :

#### Le recul de l'inflation au mois de mai a dépassé les attentes du consensus



Source : INDEC, SER de Buenos Aires

Au-delà des éléments cités supra, plusieurs facteurs participent au tassement des pressions inflationnistes, notamment i) un strict contrôle de la politique monétaire visant à stériliser la quantité de Peso en circulation, via notamment un plafonnement de la masse monétaire privée M2, ii) la disparition de la brèche cambiaire et la politique de « Peso fort » : pour rappel, depuis le 14 avril, le Peso fluctue dans une bande de 1000 ARS/USD à 1400 ARS/USD, avec un élargissement de 1% par mois. Alors qu'une dépréciation importante était crainte avec la flexibilisation du régime cambiaire liée au programme FMI, celle-ci n'a pas eu lieu, le Peso restant globalement stable autour du cœur de la bande (1200 ARS/USD ; il s'établit à 1202 ARS/USD au 12 juin, iii) le maintien de l'excédent

budgétaire qui supprime le financement par création monétaire, iv) le ralentissement de la baisse des subventions, sur les médicaments ou l'essence notamment : +2,2% de hausse mensuelle moyenne entre janvier et mai 2025 (contre +2,5% pour l'inflation générale).

## YPF et ENI signent un accord pour exporter du GNL argentin en Italie

Le 6 juin 2025 à Rome, YPF a signé avec l'entreprise italienne ENI un accord stratégique prévoyant l'exportation de gaz naturel liquéfié (GNL) de Vaca Muerta vers l'Italie à hauteur de plus de 100 Mds USD sur une période de 20 ans. En présence du président argentin J. Milei et de son homologue italienne G. Meloni, les présidents des deux entreprises ont signé un accord préliminaire (*head of agreement*) définissant le cadre juridique et financier de ce qui pourrait devenir la future décision finale d'investissement, qui serait attendue avant la fin de l'année. Cet accord fait suite à la signature le 14 avril 2025, d'un protocole d'accord (MOU), qui soulignait l'intérêt des parties d'avancer sur ce projet d'exportations de GNL. Ce nouvel accord prévoit l'installation de deux unités flottantes d'une capacité de traitement de 6 Mt par an chacune, dont la première devrait être opérationnelle pour 2029. Ce projet est donc particulièrement stratégique pour l'Argentine.

La signature de cet accord renforce la crédibilité du projet de production et d'exportation de GNL piloté par YPF, « Argentina GNL », suite à la sortie de Petronas du projet en décembre dernier. Petronas avait néanmoins été remplacée par Shell qui sera chargée du développement de la phase 1 du projet, qui implique une capacité de liquéfaction de 10 Mt par an. Le nouveau projet avec ENI, qui constitue la phase 2 du projet GNL, vise à renforcer les capacités développées par Shell. Selon Horacio Marin, président d'YPF, l'Argentine pourrait ainsi voir ses exportations de GNL augmenter de l'ordre de 15 Mds USD par an pendant 20 ans à partir de 2031. Cette nouvelle étape dans la relation stratégique entre les deux entreprises implique également un partenariat commun dans toute la chaîne de valeur du GNL à hauteur de 10 mds USD d'investissement, et prévoit la construction d'un gazoduc reliant le bassin de Neuquén à la côte atlantique dans la province de Rio Negro.

## La justice annule la suspension du rachat de la filiale argentine de Telefónica par le groupe Telecom

Le 6 juin 2025, la chambre fédérale civile et commerciale a annulé les mesures de sauvegarde du Secrétariat de l'industrie et du commerce qui suspendaient l'opération de rachat de la filiale argentine de Telefónica (groupe espagnol) par Telecom (groupe argentin). En février 2025, Telecom avait annoncé le rachat de la filiale argentine du groupe Telefónica, qui opère sous le nom commercial de « Movistar », pour 1,25 Md USD. Selon le gouvernement, cette opération soulevait des préoccupations en termes de concurrence, cette fusion impliquant une concentration de 61% du marché de la téléphonie mobile et 69% pour la téléphonie fixe. En ce sens, le Secrétariat avait émis une résolution enjoignant à Telecom de s'abstenir de réaliser tout type d'acte juridique, entrepreneurial ou commercial impliquant directement ou indirectement l'intégration de Telefónica ainsi que tout échange d'informations sensibles sur le plan concurrentiel. C'est dans ce contexte que Telecom a formulé un recours à l'encontre de cet acte.

**La décision rendue permet à Telecom de réaliser cette acquisition sans que l'administration ne puisse prendre de nouvelles mesures à cet égard.**

En effet, la justice ordonne également au Secrétariat de s'abstenir de prendre toute mesure contraire à l'effet suspensif par lequel le recours est accordé. Par ailleurs, il en reste que l'opération de rachat devra être approuvée par l'autorité compétente à savoir l'Agence nationale des communications (ENACOM), qui à ce jour ne s'est pas exprimée mais pourrait également prendre des mesures relatives à cette fusion.

## CHILI

### Le Président défend son bilan social et économique mais sans nouvelle annonce pour sa fin de mandat

Lundi 1<sup>er</sup> juin, dans une longue allocution le président Boric a présenté sa dernière « Cuenta Pública » devant le Congrès national, six mois avant l'élection présidentielle. Tradition institutionnelle et constitutionnelle au Chili, la Cuenta Publica permet au président de présenter le bilan de l'année écoulée, et le programme et les réformes à venir. Il a en particulier demandé au Congrès d'avancer sur le projet de loi-cadre sur les permis sectoriels (adopté par le Sénat jeudi 5 juin

et qui doit encore être discuté à la chambre des députés), l'une des mesures phares de son mandat.

**Le président Boric a d'abord vanté ses résultats sur l'inflation et l'attraction d'investissements étrangers, puis insisté sur ses réformes sociales:**

réduction de la semaine de travail à 40 heures, augmentations successives du salaire minimum (à 529 000 CLP depuis le 1<sup>er</sup> mai, soit environ 492 EUR, contre 337 000 CLP en 2021), réforme des retraites ou augmentation de la pension de retraite plancher (à 250 000 CLP, soit environ 233 EUR) par mois, règlement de la dette historique des professeurs... Le président a également défendu un bilan fort en termes de connectivité et de mobilités : signature à venir du contrat avec Google pour la construction du câble sous-marin Humboldt, appels d'offres en cours pour les études du train Valparaiso-Santiago, attribution des appels d'offres pour des flottes de bus électriques dans plusieurs villes du pays... Il a également mis en avant sa stratégie nationale du lithium, l'accord entre Codelco et SQM pour l'exploitation du lithium et les ambitions de faire de Codelco un leader mondial du secteur. Enfin, le discours a été l'occasion de rappeler les réussites dans le secteur numérique (lancement de Latam GPT – premier modèle de langage IA en Amérique latine –, plan Data center, construction à venir de deux super-ordinateurs pour l'IA...).

**En revanche, les annonces économiques et projets de réforme pour la fin de son mandat paraissent limitées,** alors que l'objectif affiché est celui d'une

croissance au-delà des 2,1% anticipés par la Banque mondiale pour 2025. Les mesures se concentrent sur les relations professionnelles et les négociations collectives, l'uniformisation des mécanismes d'incitation à l'embauche des femmes et des jeunes, la réforme des quotas de pêche ou encore un projet de loi visant à renforcer le rôle des régions dans le développement du pays. Le président a également annoncé sa volonté de lancer le projet d'extension du métro jusqu'à l'aéroport de Santiago et de continuer le déploiement de bus électriques dans le pays. Enfin, un projet de loi visant à faciliter et à accélérer les investissements nécessaires à la décarbonation de l'économie chilienne devrait entrer au parlement au deuxième semestre 2025.

**Engie met en service un nouveau site de stockage à Antofagasta, permettant de valoriser les ENR**

**Engie Chile a annoncé la mise en opération de son nouveau site de stockage BESS<sup>1</sup> Capricornio, situé à Antofagasta, dans le nord du pays.** Disposant d'une capacité installée de 48 MW, le site permettra d'injecter 264 MWh<sup>2</sup> dans le système électrique national – dont la demande quotidienne totale oscille entre 10 700 et 12 200 MWh. Les batteries stockeront pendant 5 heures l'énergie produite par le champ solaire Capricornio déjà en service. L'électricité qui sera réinjectée grâce à cette nouvelle capacité de stockage couvrira la consommation énergétique d'environ 11 500 foyers. Ce quatrième projet de stockage opéré par Engie au Chili est le troisième projet de l'entreprise à entrer en opération cette année.

**Le premier semestre 2025 a été marqué par des avancées importantes pour Engie au Chili:** en février, l'entreprise a mis en service le site de stockage BESS Tamaya, puis en mars le parc éolien Kallpa. Elle franchit aujourd'hui une nouvelle étape avec l'autorisation accordée par le Coordinateur électrique national<sup>3</sup> pour le démarrage de l'exploitation du site BESS Capricornio.

**Avec l'explosion de la capacité installée en énergies renouvelables sur la dernière décennie, le développement de solutions de stockage est l'un des défis prioritaires du système électrique chilien.** Les conditions idéales pour la production d'énergie décarbonée au Chili – offertes par l'ensoleillement exceptionnel au nord du pays et les vents forts du sud et du nord – doivent désormais être couplée avec des systèmes de stockage, afin d'atténuer les effets de l'intermittence des énergies renouvelables et d'assurer la flexibilité du système électrique national. Chaque jour une grande quantité d'énergie solaire produite au Chili est perdue, faute d'infrastructures suffisantes pour la stocker, ce qui, en 2024 représentait 5 909 GWh, soit 17 % de la génération annuelle d'énergies renouvelables (et 7 % de la production électrique toutes sources confondues). Ces pertes ont plus que doublé (+ 121 %) par rapport à 2023.

## Réunion du comité de pilotage de l'IPHE: la coopération multilatérale à l'épreuve des défis du marché de l'hydrogène vert

**L'IPHE (*International Partnership for Hydrogen and Fuel Cells in the Economy*),** créé en 2003, est une initiative intergouvernementale dont l'objectif est

de faciliter et d'accélérer la transition vers des systèmes d'énergies et de mobilités propres et efficaces utilisant les technologies des piles à combustible et de l'hydrogène vert. Ce partenariat international comprend 27 membres (dont la France, le Chili et la Commission européenne) et son comité de pilotage se réunit deux fois par an.

**Une délégation de 40 représentants internationaux s'est réunie à Santiago du 9 au 11 juin.** Un forum rassemblant l'ensemble des acteurs du secteur (industries, autorités publiques, experts, agences gouvernementales et universitaires) au sein de panels thématiques a permis d'ouvrir les discussions sur les grands enjeux du secteur au Chili (formation professionnelle, infrastructures partagées, soutien public, débouchés...). Les représentants se sont ensuite réunis en comité pour deux jours de discussions sur des sujets plus techniques comme celui de la certification et pour échanger sur l'état d'avancement des différentes stratégies nationales.

**Le Chili ambitionne de devenir l'un des trois premiers exportateurs mondiaux d'hydrogène vert d'ici 2040 grâce à ses ressources renouvelables** – solaire et éolienne principalement – ainsi que sur des coûts de production compétitifs. La stratégie nationale pour l'hydrogène adoptée en 2020, a permis de lancer la première phase qui s'est traduite par le lancement de nombreux projets pilotes. Le pays doit désormais entrer en phase d'expansion industrielle, phase qui a vu la mise en place de clusters industriels dans les régions d'Atacama et de Magallanes. L'hydrogène vert devrait à terme trouver des applications dans les transports lourds et la logistique minière, les industries à fortes émissions (sidérurgie, chimie, raffineries) mais devrait surtout être exporté sous forme de dérivés (ammoniac vert, méthanol, carburants synthétiques).

**Malgré certains doutes sur le développement de la filière** en termes de débouchés, de compétitivité de l'hydrogène vert, de soutien public et de compatibilité des stratégies nationales, **la coordination entre les pays membres de l'IPHE (Chili, UE, Etats-Unis, Chine, Inde, Arabie Saoudite) permet de soutenir les investissements du secteur,** qui a connu une année record en 2024. Pour accélérer le passage à la phase industrielle, le marché a besoin d'un appui public fort et de politiques ambitieuses afin de créer un climat de

<sup>1</sup> Battery Energy Storage System : système de stockage d'énergie par batterie.

<sup>2</sup> 48 MW correspond à la puissance maximale de décharge de la centrale de stockage, ce que le système peut fournir à un instant donné. 264 MWh

correspond à la quantité totale d'énergie que les batteries peuvent stocker et fournir sur un cycle de remplissage.

<sup>3</sup> Le Coordinateur Electrique National est un organe technique et indépendant, responsable de la coordination de l'exploitation de toutes les installations du système électrique national (SEN).

confiance et d'attirer les talents dans cette industrie en construction.

## PARAGUAY

### Baisse de l'inflation annuelle à 3,6% en mai

**Le taux d'inflation a atteint 3,6% en mai en g.a, après 4,0% en avril.** L'inflation sous-jacente a quant à elle légèrement augmenté, pour atteindre 5,9% (après 5,5% en avril). En variation mensuelle, l'inflation a été nulle (après 0,4% en avril). Dans le détail, la Banque centrale du Paraguay (BCP) indique que l'inflation alimentaire a atteint 4,3% g.a en mai, et l'inflation dans les services 3,8%.

**Le taux d'inflation s'est ainsi rapproché du cœur de la cible d'inflation de la BCP: 3,5% +/- 2pp.** Les pressions inflationnistes demeurant maîtrisées, la BCP a laissé son taux directeur inchangé depuis mars 2024 à 6%. Sur l'année 2025 dans son ensemble, le FMI table sur inflation qui atteindrait 3,7%, contre 4,0% selon le consensus de marché.

### Conclusion d'un programme avec l'OCDE pour renforcer l'alignement de politiques publiques avec les standards de l'organisation

**Le 10 juin 2025, Carlos Fernández Valdovinos, ministre paraguayen de l'économie et des finances, a signé avec Mathias Cormann, secrétaire général de l'OCDE, un accord pour la mise en œuvre du Programme-pays de l'OCDE sur 3 ans.** Cet accord marque une alliance stratégique et amorce un processus visant à aligner les politiques publiques paraguayennes sur les normes de l'OCDE. L'adhésion à ce programme s'inscrit dans la continuité de la déclaration d'intention formulée par le Paraguay en décembre 2024 en vue de son intégration à l'OCDE.

**Le Programme-pays est présenté comme une avancée majeure pour le Paraguay vers la modernisation de ses politiques publiques et institutions et leur alignement avec les standards de l'OCDE.** En y souscrivant, le pays affirme son engagement à progresser vers une adhésion pleine à l'organisation, en s'appuyant sur une feuille de route ambitieuse articulée autour de cinq piliers stratégiques liées au développement durable, inclusif et transparent en vue de la croissance économique, par une révision globale de la

politique d'investissement et le renforcement du système statistique national. Ce partenariat inclut un plan de travail conjoint, des examens techniques sur l'état d'avancement et la participation active aux initiatives de l'OCDE.

**Ce déplacement a été l'occasion pour le ministre de présenter la vision stratégique du Paraguay au Comité de Relations internationales de l'OCDE.** La réunion a mis en lumière les progrès réalisés par le pays en matière de réformes structurelles, ainsi que l'approfondissement des liens de coopération technique et politique avec les principales économies membres de l'organisation.

## URUGUAY

### L'inflation annuelle poursuit sa baisse en mai à 5,1%

**Le taux d'inflation a atteint 5,1% en mai en g.a, après 5,4% en avril,** soit le deuxième recul consécutif. L'inflation sous-jacente a quant à elle légèrement augmenté, pour atteindre 5,8% (après 5,7% en avril). En variation mensuelle, l'inflation a reculé pour le 4<sup>ème</sup> mois consécutif, pour atteindre 0,1% après 0,3% en avril. L'institut national de statistique indique que les principaux contributeurs à l'inflation mensuelle ont été les l'immobilier (0,03 pts) et l'hôtellerie restauration (0,06 pts), tandis que le transport a contribué négativement (-0,06 pts).

**Le taux d'inflation continue de s'établir dans la borne haute de la fourchette cible d'inflation: 4,5% +/- 1,5%, conduisant la Banque centrale (BCU) à poursuivre son approche prudente.** Pour rappel, l'inflation était repartie légèrement à la hausse à partir de mi 2024, pour s'établir à plus de 5% en g.a depuis juillet 2024. Cette reprise de l'inflation était notamment attribuable à la nette dépréciation du Peso face à l'USD sur le S2 2024: environ -15% entre mai et décembre. Ces pressions inflationnistes ont conduit la BCU à reprendre un cycle de resserrement monétaire entre novembre 2024 et avril 2025, laissant le taux directeur inchangé à 9,25% depuis (+75pb entre novembre et avril, 3 hausses de taux). Sur l'année 2025 dans son ensemble, le FMI table sur une inflation moyenne

qui atteindrait 5,5%, contre 5,4% pour le consensus de marché.

La direction générale du Trésor est présente dans plus de 100 pays à travers ses Services économiques.

Pour en savoir plus sur ses missions et ses implantations :

[www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-international](http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-international)

**Responsable de la publication** : Vincent GUIET et Stéphane TABARIE  
Service Economique Régional de Buenos Aires

**Rédaction** : SER de Buenos Aires, SE de Santiago

Abonnez-vous : [leo.lesage@dgtresor.gouv.fr](mailto:leo.lesage@dgtresor.gouv.fr)