

# BRÈVES ÉCONOMIQUES

## Cône Sud

### Argentine, Chili, Paraguay, Uruguay

Une publication du SER de Buenos Aires en collaboration avec le Service économique de Santiago  
Du 29 août au 12 septembre 2025

## Zoom – Argentine : l'instabilité économique s'accroît après le revers électoral du parti présidentiel aux élections provinciales de Buenos Aires

**Le Président Milei et son parti ont connu dimanche 7 septembre un revers électoral lors des élections locales de la Province de Buenos Aires.** Pour rappel, l'Argentine est un pays fédéral et chaque Province dispose d'un Congrès doté de deux chambres, renouvelées par moitié tous les deux ans. Lors de ces élections, le parti de J.Milei « *La libertad Avanza* » n'a obtenu que 33,9% des voix, nettement devancé par le parti d'opposition de gauche péroniste « *Fuerza Patria* », qui a récolté 47% des voix. Alors qu'une défaite de l'exécutif était attendue par les sondages et les marchés – la Province de Buenos Aires étant un bastion historique du péronisme – l'écart entre les deux partis (13 pts) a surpris. Ces élections étaient scrutées de près, constituant un baromètre clé de la popularité de l'exécutif en vue des législatives nationales partielles du 26 octobre, la Province représentant près d'un tiers des habitants du pays.

**Le résultat des élections a été accueilli négativement par les marchés financiers :** i) le marché des actions a connu une journée noire le lundi 8, l'indice Merval ayant reculé de 13%, ii) le risque pays (indice EMBI) a fortement augmenté, culminant à 1108 pts le lundi 8 septembre (point haut sur les 11 derniers mois), éloignant l'Argentine d'un retour sur les marchés internationaux de la dette important pour accroître les réserves de change, iii) le Peso a décroché, passant de 1380 ARS/USD jusqu'à 1460 ARS/USD dans la matinée du lundi (autour de 1440 ARS/USD en milieu de semaine), frôlant ainsi la borne haute de la bande de fluctuation du taux de change, qui s'établit à date autour de 1470 ARS/USD.

**Les turbulences engendrées par ce résultat viennent s'ajouter à plusieurs semaines de montée des incertitudes économiques et politiques.** Pour rappel, la suppression au 10 juillet du principal instrument de politique monétaire de la BCRA (les *Letras Fiscales de Liquidez – LEFI*) avait engendré un afflux massif de liquidités sur le marché, faisant pression à la dépréciation sur le Peso. En outre, depuis le mois de juillet, l'administration J. Milei essuie des revers au Congrès, l'opposition multipliant l'adoption de mesures d'augmentation des dépenses, auxquelles s'oppose l'exécutif au titre de l'équilibre budgétaire. Le Congrès a ainsi renversé début septembre le veto présidentiel sur une Loi d'urgence pour le handicap, dont le coût budgétaire serait de 0,2 à 0,5% du PIB. Enfin, l'image de l'exécutif est entachée par la révélation fin août d'une possible affaire de détournements de fonds qui pourrait impliquer des proches du Président.

**Les autorités multiplient les mesures pour limiter les pressions, en particulier celles sur le change, afin d'éviter de potentielles tensions sur le niveau des prix.** Cela passe par i) des interventions sur les marchés futurs et désormais sur le marché officiel des changes (estimées à 500 M USD entre le 2 et le 5 septembre), ii) des hausses des réserves obligatoires des banques commerciales à détenir à la BCRA (*encajes* – culminent à 53,5% depuis le 01/09), couplée à la réouverture de passifs rémunérés en proposant des instruments de très court terme (un jour) à taux élevés (45% annuel), visant respectivement à stériliser et absorber l'offre de Peso sur le marché, iii) la validation de taux d'intérêt élevés sur les adjudications de bons du Trésor. Alors que cette stratégie présente des risques, notamment en entravant le marché du crédit et en pesant sur l'activité, la BCRA a finalement décidé d'abaisser ses taux d'intérêt cette semaine, marquant un nouveau virage de politique monétaire, dans ce contexte d'incertitude exacerbée en amont des élections.

LE CHIFFRE A RETENIR

13 points

L'écart de voix entre le parti présidentiel et l'opposition péroniste aux élections de Buenos Aires

## Principaux indicateurs macroéconomiques

		Argentine	Chili	Paraguay	Uruguay
<b>Derniers chiffres annuels</b>					
Croissance du PIB réel	2024	-1,3%	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 publiques (% 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 extérieures (% 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

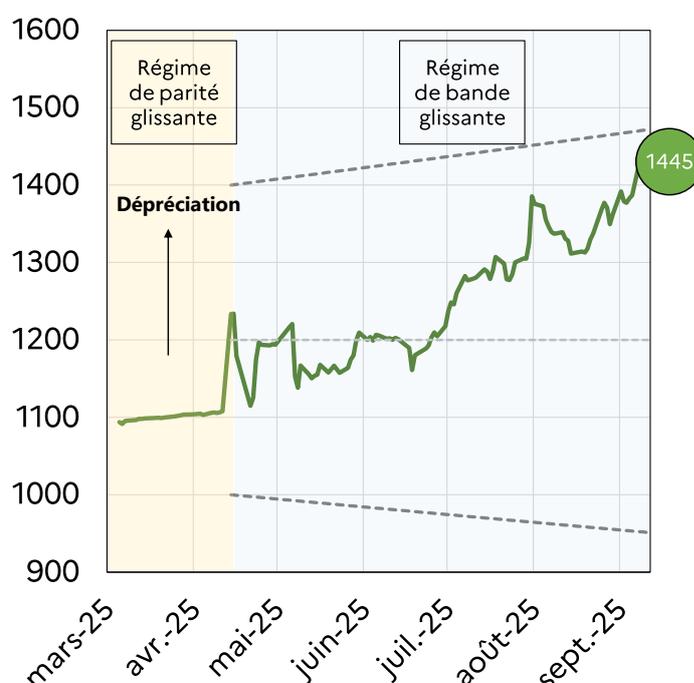
## Graphique de la semaine

Argentine : le risque-pays (graphique gauche) et le Peso (droite – ARS/USD) ont décroché suite au résultat des élections provinciales

Indice de risque-pays



Taux de change (ARS/USD) et bandes de fluctuation (+/- 1% mois)



Sources : BCRA, Ambito, SER de Buenos Aires

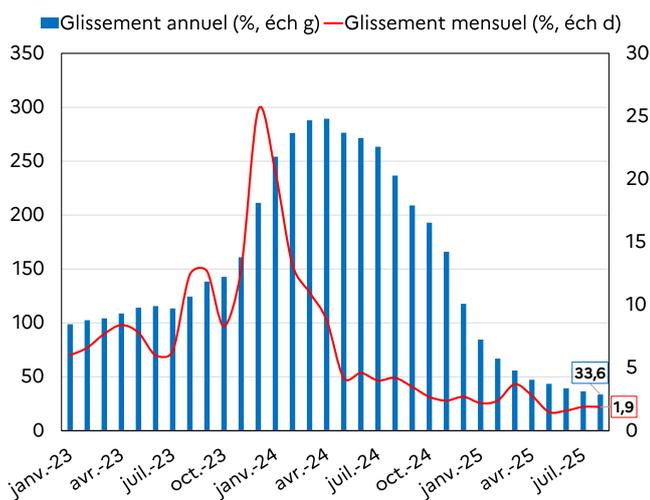
# ARGENTINE

## L'inflation mensuelle demeure sous la barre des 2% en août

En glissement annuel (g.a), l'inflation s'est établie à **33,6% en août, au plus bas depuis juillet 2018**. En glissement mensuel (g.m), l'inflation est restée inchangée par rapport au mois de juillet, atteignant 1,9%. Dans le détail, l'inflation sous-jacente a augmenté de 0,5pp pour atteindre 2,0% en g.m. L'inflation des biens a légèrement augmenté (+0,2pp) et s'est établie à 1,6%. L'inflation dans le secteur des services a reculé de 0,6pp, mais reste supérieure au niveau général d'inflation, pour atteindre 2,5%. Le consensus de marché (enquête REM de juin de la BCRA) table sur une inflation qui atteindrait 28,0% g.a fin 2025.

### Graphique :

En dépit de pressions sur le change, maintien du processus désinflationniste



Source : INDEC, SER de Buenos Aires

**La lutte contre l'inflation reste la priorité des autorités.** Les pressions inflationnistes restent limitées par l'obtention d'excédents budgétaires, mettant fin à la monétisation du déficit budgétaire. Sur le volet cambiaire, l'exécutif multiplie les mesures pour limiter la dépréciation du change face à des pressions croissantes à la dépréciation (cf. supra), ce qui a permis une dépréciation limitée sur le mois d'août, après un mois de juillet qui avait enregistré un net recul du Peso face au USD (-10,7%). La tendance à la dépréciation depuis ces dernières semaines ne s'est pas retranscrite sur le chiffre d'inflation. Ce faible degré de transmission de l'évolution du change sur les prix (*pass through*) – pourtant historiquement élevé en Argentine – est attribuable à un meilleur ancrage des anticipations d'inflation, couplé aux mesures d'ouverture

commerciale qui entraînent une hausse de la concurrence, limitant la possibilité de répercussion automatique sur les prix d'une dépréciation.

## Recul de la production industrielle en juillet (-2,3% en g.m.)

L'indice de production industrielle a reculé de **2,3% en g.m (-0,6% en g.a) en juillet, après -1,6% en g.m. en juin**. Selon l'INDEC, les secteurs qui ont le plus contribué à ce recul de l'activité industrielle sont l'alimentaire (contribution négative de 0,9 pts), le textile (-0,7 pts) et machinerie/équipements (-0,6 pts). A l'opposé, les secteurs qui enregistrent une contribution positive sont notamment les secteurs du bois et du papier (+0,5 pts) et de l'ameublement (+0,4 pts). Le taux d'utilisation des capacités industrielles témoigne également des difficultés du secteur, demeurant inférieur à 60%.

**Ces difficultés du secteur industriel s'inscrivent dans un contexte de tassement de l'activité.** Ce faible dynamisme est illustré par les derniers chiffres de l'estimateur mensuel d'activité (EMAE), en stagnation voire recul depuis février 2025, qui laisse envisager une croissance proche de 0,1% g.t au T2 2025, après +0,8% au T1. L'activité souffre du régime actuel de taux d'intérêt élevés, qui renchérit le coût du crédit. Le secteur industriel est mis en difficulté par la montée de la concurrence internationale facilitée par les mesures d'ouverture commerciale et l'accès aux devises, ainsi qu'un Peso qui, bien qu'en recul ces dernières semaines, reste surévalué. Une prolongation des difficultés de l'industrie argentine, particulièrement intensive en main d'œuvre, pourrait venir impacter un marché du travail déjà marqué par un manque de dynamisme, avec un taux de chômage qui a atteint 7,9% au T1 2025.

## Carrefour poursuit son expansion dans le pays suite à l'intégration des magasins Super A

**Carrefour a réalisé début septembre l'acquisition des magasins de Super A, une enseigne située dans la province de Mendoza.** L'opération prévoit le transfert de 16 succursales, qui opèreront sous l'enseigne Carrefour Express avant la fin du mois de septembre, ainsi que des 60 postes de travail qui viendront s'ajouter aux autres employés du groupe français.

**Alors que l'entreprise a engagé parallèlement un processus d'évaluation de ses actifs dans le pays, Carrefour Argentine poursuit son plan d'expansion et consolide sa position de leader de la grande distribution en Argentine.** L'entreprise a ainsi

annoncé l'ouverture d'un nouveau magasin Express à Cordoba, lui permettant d'atteindre 500 Express dans le pays et 700 magasins au total. Cette ouverture s'ajoute à 18 autres Express engagées depuis le début de l'année, dont deux dans la province de Salta, une première dans cette province. Présent en Argentine depuis 1982, avec l'ouverture de son premier hypermarché à San Isidro, Carrefour s'est converti en n°1 sur le marché argentin, avec 25% de part de marché, elle est la première filiale d'entreprise française en nombre d'emplois, avec 17 000 salariés, et une présence dans 22 des 24 provinces du pays.

## CHILI

### Le salon Hyvolution tente de rassurer le secteur de l'hydrogène, dans un climat de forte incertitude

**Du 2 au 4 septembre, Santiago a accueilli la 3e édition d'Hyvolution Chili, l'un des plus importants salons professionnels dédiés à l'hydrogène vert,** rassemblant l'ensemble des acteurs de la chaîne de valeur, entreprises, autorités et parties prenantes. Hyvolution Chili s'est imposé comme le salon le plus important d'Amérique latine dans le secteur de l'hydrogène : en 2025, près de 4 500 professionnels (4 400 en 2024) ont pu visiter les 100 entreprises exposantes et échanger avec les différentes associations professionnelles et acteurs institutionnels présents. Quinze délégations étrangères ont également participé au salon, dont la France, les Pays-Bas, la Chine, le Canada ou encore le Brésil et l'Italie.

**L'Ambassadeur de France et le ministre de l'Énergie du Chili, Diego Pardow, ont pu saluer le succès de la formation «Train the trainers», dispensée à six professeurs de la région de Magallanes** dans les Instituts Universitaires de Technologie (IUT) d'Orléans et de Clermont-Ferrand en juin 2025. Ce programme, issu de la déclaration d'intention conjointe sur la coopération franco-chilienne en matière de formation technique et professionnelle dans le secteur de l'hydrogène vert signée lors d'Hyvolution 2024, a été construit en partenariat avec l'assemblée des directeurs d'IUT et l'Institut Français de Santiago. Un retour d'expérience a été organisé avec les entreprises ayant financé le programme et un professeur bénéficiaire de la formation.

**La CORFO (l'agence chilienne de développement économique), a également signé une déclaration conjointe avec plusieurs partenaires** (Transdev, IEE

Ingeniería, Mining3, MARVAL, Walmart Chile, COPEC) pour mettre en place un projet pilote visant à introduire le premier bus à hydrogène vert – exploité par Transdev – dans les transports publics de la région métropolitaine de Santiago. Ce pilote sera dirigé par la Direction des Transports Publics Métropolitains (DTPM) du ministère chilien des Transports, afin d'évaluer la faisabilité technique, économique et sociale de l'utilisation de l'hydrogène vert dans des conditions réelles d'exploitation pour une éventuelle généralisation. L'arrivée du bus dans la flotte de Transdev est prévue pour courant 2026. Il est à noter que le ravitaillement en hydrogène vert se fera depuis la plateforme logistique de Walmart Chile, située au nord de Santiago, dont Engie a mis en service mi-2023 l'unité de production d'hydrogène vert et qui alimente la flotte de chariots élévateurs du groupe.

**À l'approche des élections présidentielles de novembre 2025 et dans un contexte d'incertitudes pesant sur la filière, le salon Hyvolution Chili a permis de réaffirmer l'intérêt des entreprises,** dans un pays au potentiel élevé du fait de ses ressources exceptionnelles en énergies solaire et éolienne. Pour marquer cette priorité stratégique, les conseillers énergies des principaux candidats à l'élection présidentielle se sont rendus sur le salon pour débattre de leurs visions sur les perspectives du secteur. Quatorze panels de haut-niveau ont également permis d'aborder les grands défis du secteur en termes d'*offtaking*, de régulation, de géopolitique ou encore de financements.

### Le groupe chilien Quiñenco poursuit son désengagement du capital de Nexans

**Le 4 septembre 2025, Invexans Limited – filiale britannique du groupe chilien Quiñenco, contrôlé par la famille Luksic – a finalisé la vente de 5 % du capital de Nexans, multinationale française spécialisée dans la conception et la fabrication de câbles de transmission et de données.** À l'issue de cette vente, de 310 M USD, la participation d'Invexans dans le capital de Nexans est passée de 14,2 % à 9,2 %, mettant fin à l'accord de gouvernance signé entre les deux entreprises en octobre 2022. Selon les estimations de Quiñenco, cette opération devrait générer un bénéfice d'environ 90 M USD pour le groupe.

**Cette cession s'inscrit dans une stratégie de rééquilibrage du portefeuille et de diversification des investissements de la holding chilienne.** Il s'agit de la troisième opération de ce type en l'espace de deux ans – cessions respectivement de 9,6 % du capital de Nexans en avril 2023 et de 5,0 % en

novembre 2024 – pour un montant total d'environ 911 M USD. Si le groupe n'a pas communiqué sur l'utilisation des fonds, Quiñenco a récemment renforcé ses activités dans le secteur maritime et portuaire, où il intervient au travers de la Compañía Sudamericana de Vapores et de Saam.

**L'opération a été positivement reçue par les marchés, et les cours des actions de Quiñenco et de Nexans ont progressé depuis la vente.** L'action du groupe Quiñenco a même atteint un record historique en passant pour la première fois la barre des 4 000 CLP, pour une croissance annuelle de 35 %. La vente – coordonnée par la Société Générale et Goldman Sachs avec l'appui de Lazard – est assortie d'une clause de verrouillage (*lock-up period*) de 90 jours, empêchant la vente du reste des actions détenues par Invexans durant cette période afin de rassurer les marchés.

## PARAGUAY

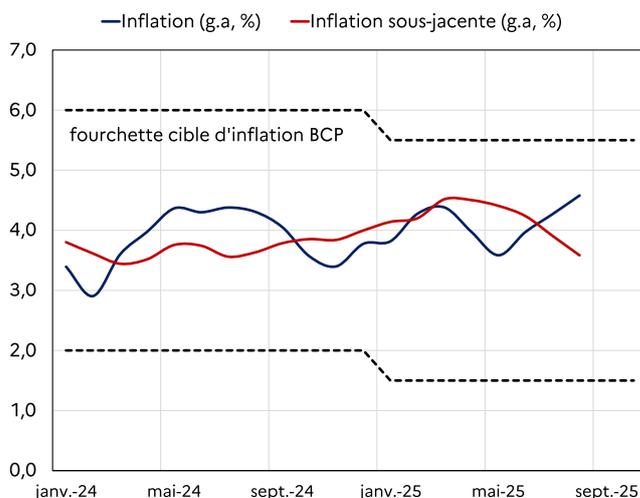
### Hausse de l'inflation à 4,6% en glissement annuel en août

**Le taux d'inflation a atteint 4,6% en août en g.a, après 4,3% en juillet.** En glissement mensuel, les prix ont augmenté de 0,1% (après +0,4% en juillet). Dans le détail, les données de la Banque centrale du Paraguay (BCP) indiquent que l'inflation des biens a atteint 5,1% en g.a (+0,4 pts par rapport à juillet), avec une inflation alimentaire en forte hausse à 8,8% (+2,5 pts). L'inflation dans les services a atteint 3,8%, un niveau stable par rapport à juillet. Sur le mois, l'inflation a donc été tirée par les composantes les plus volatiles de l'évolution des prix: l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) a reculé de 0,3 pts à 3,6%.

**En dépit de cette nouvelle hausse, l'inflation est contenue dans la cible de la Banque Centrale** (3,5% +/- 2pp). Les pressions inflationnistes étant maîtrisées et les anticipations d'inflation bien ancrées, la BCP a laissé son taux directeur inchangé depuis mars 2024, à 6%. L'appréciation du guaraní à l'œuvre depuis juillet (+11% face à l'USD entre début juillet et début septembre) devrait également permettre d'atténuer ces pressions inflationnistes. Pour l'ensemble de l'année 2025, le FMI prévoit une inflation de 3,7%, contre 4,0% pour le consensus de marché de la BCP.

### Graphique :

**L'inflation a augmenté en août pour un 3<sup>ème</sup> mois consécutif, mais reste contenue dans la fourchette cible de la BCP**



Source: BCP, SER de Buenos Aires

## URUGUAY

### Nouvelle baisse de l'inflation à 4,2% en glissement annuel en août

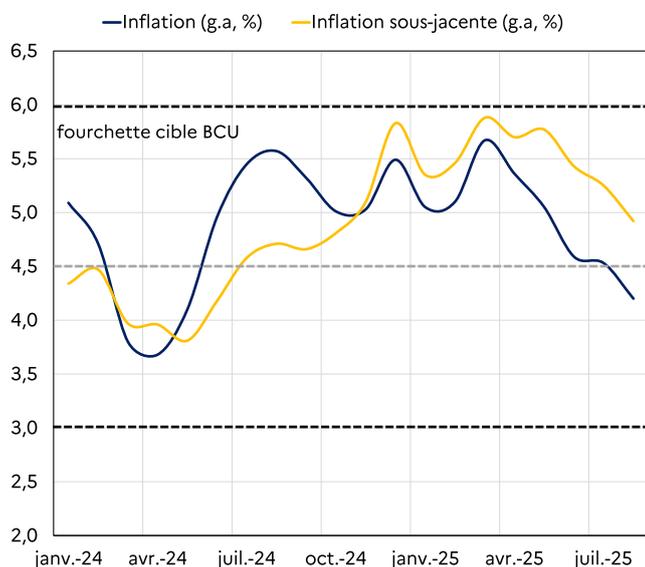
**Le taux d'inflation a enregistré un 5<sup>ème</sup> mois consécutif de baisse en août, en s'établissant à 4,2% en g.a, après 4,5% en juillet.** L'inflation sous-jacente a également reculé, pour atteindre 4,9% (après 5,3% en juillet). En variation mensuelle, les prix ont diminué de 0,03%. Les principaux contributeurs à la baisse mensuelle des prix ont été le transport (-0,08 pts), l'habillement (-0,05 pts), et l'alimentation (-0,04 pts), tandis que les loisirs (+0,03 pts) et les services d'éducation (+0,03 pts) ont contribué positivement.

**Cette nouvelle baisse de l'inflation, plus importante que ce qu'anticipait le consensus de marché (qui tablait sur +0,26% g.m), devrait conforter la Banque centrale d'Uruguay (BCU) dans son cycle d'assouplissement monétaire.** Pour rappel, après un cycle de resserrement monétaire mené entre novembre 2024 et avril 2025 (+75 pb, 3 hausses de taux), la BCU a abaissé son taux directeur lors de ses deux dernières réunions de politique monétaire (-50 pb), pour l'établir à 8,75%. Ce cycle d'assouplissement s'inscrit dans un contexte de recul de l'inflation depuis avril 2025, largement attribuable à l'appréciation du Peso depuis le début de l'année: environ +9% face à l'USD entre janvier et août, le taux de change nominal s'établissant légèrement en deçà des 40 UYU/USD début septembre. Sur l'année 2025 dans

son ensemble, le FMI table sur une inflation qui atteindrait 5,5%, contre 4,5% anticipé par le consensus de marché dans l'enquête d'août de la BCU (-0,2 pts par rapport à l'enquête de juillet).

### Graphique :

#### L'inflation repasse sous le cœur de la fourchette cible de la BCU



Source : INE, SER de Buenos Aires

**L'exécutif vise une réduction du déficit budgétaire de 1,5 pts de PIB sur le mandat, pour passer de 4,1% prévu en 2025 à 2,6% en 2029.** Côté recettes, le projet prévoit notamment une meilleure mobilisation de l'impôt, avec une mesure visant à «relocaliser vers l'Uruguay des impôts actuellement payés à l'étranger», et une mesure visant à «améliorer l'horizontalité» en taxant les revenus étrangers et les gains en capitaux. Côté dépenses, celles-ci augmenteraient de 140 M USD par rapport à 2024, et la moitié de cette hausse serait destinée à «renforcer la matrice de protection sociale».

**Enfin, le projet de budget prévoit une modification de la règle budgétaire.** Pour rappel, la règle actuelle comporte trois volets : une cible de solde budgétaire structurel, un plafond de croissance des dépenses primaires aligné avec la croissance potentielle (estimée) du pays, et un plafond d'endettement public net. La nouvelle règle budgétaire ne comporterait plus que deux volets : un ancrage à moyen terme basé sur l'endettement net, et des cibles opérationnelles à court terme, incluant un solde budgétaire structurel et un plafond d'endettement public (déjà présents donc dans la règle précédente).

## Poursuite du sérieux budgétaire dans la présentation du projet de budget 2025 – 2029

**Conformément à la constitution uruguayenne, le ministère de l'Economie a remis au Congrès le projet de budget quinquennal.** Pour rappel, dans les 6 premiers mois de son mandat, chaque nouveau gouvernement doit présenter un budget national couvrant l'entièreté du mandat présidentiel (5 ans). L'exécutif, au pouvoir depuis le 1<sup>er</sup> mars 2025 suite à l'élection de Yamandú Orsi en novembre 2024, a indiqué que ce projet de budget a 3 grands objectifs i) une croissance économique plus forte en vue de stimuler les créations d'emplois, ii) un renforcement de la protection sociale, iii) une amélioration de la sécurité.

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)