

BRÈVES ÉCONOMIQUES

Cône Sud

Argentine, Chili, Paraguay, Uruguay

Une publication du SER de Buenos Aires en collaboration avec le Service économique de Santiago
Du 19 décembre 2025 au 9 janvier 2026

Zoom – Adoption du budget 2026 par le Congrès, une première pour J. Milei

Le budget 2026 de l'Argentine a été définitivement approuvé le 26 décembre 2025 après un vote favorable du Sénat (46 votes pour, 25 contre, 1 abstention), qui suivait celui de la Chambre des députés. Il s'agit du premier projet de budget adopté par le pouvoir législatif depuis l'arrivée au pouvoir de J.Milei fin 2023 puisque, faute de majorité au Congrès, les budgets 2024 et 2025 n'avaient pas été votés, si bien que le gouvernement reconduisait en pratique le budget 2023, élaboré sous la présidence précédente (situation qui laissait une grande marge de manœuvre à l'exécutif pour moduler les dépenses). L'adoption du budget 2026 est une conséquence du résultat des élections législatives d'octobre 2025, qui ont permis au parti de J.Milei « *La Libertad Avanza* » d'augmenter son assise parlementaire dans les deux chambres.

LE CHIFFRE A
RETENIR
0,3 % du PIB
L'excédent
budgétaire prévu
dans le budget
2026

Le projet de budget 2026 maintient le cap d'assainissement des finances publiques avec un excédent budgétaire de 0,3 % du PIB et un excédent primaire de 1,2 % du PIB. Côté dépense résultat serait permis par la baisse des dépenses en termes réels (i.e avec prise en compte de l'inflation) à hauteur de 2,5 % par rapport à 2025, en particulier une *via* la baisse des fonds alloués aux ministères et aux universités (-7,2 %), et l'abrogation de la Loi sur le financement éducatif (qui fixe un seuil minimum de 6 % du PIB alloué à ce secteur). L'exécutif n'a cependant pas été en mesure d'abroger les lois d'urgence en matière de handicap et de financement des universités (mesures sur lesquelles le veto présidentiel avait déjà été renversé par le parlement au T3 2025), pour un coût budgétaire estimé respectivement à 0,3 et 0,2% du PIB. Côté recettes celles-ci devraient rester dynamiques, stimulées par la croissance du PIB, malgré la baisse de certains impôts (taxes à l'exportation). Les prévisions macroéconomiques adossées à ce budget semblent optimistes, avec une croissance attendue à 5% et une inflation à 10,1% en 2026 (là où le FMI prévoit 4,0 % et 16,4 %).

L'équilibre budgétaire reste cependant un **pilier du programme d'ajustement de l'exécutif**. En 2024, l'excédent budgétaire de +0,3 % du PIB (et primaire de +1,6 %) était essentiellement le résultat d'une contraction drastique des dépenses publiques (-27 % en termes réels) adossée à une baisse réelle des prestations sociales (en particulier retraites) et le quasi arrêt de l'investissement public. En 2025, l'excédent budgétaire, qui devrait avoisiner 0,2 % du PIB (et primaire 1,5 %), a été permis par la poursuite de la maîtrise des dépenses publiques, mais surtout par le rebond de la croissance (attendue à 4,5 %), entraînant une hausse des recettes publiques. Pour mémoire, ce retour à l'équilibre budgétaire a aussi permis de faire reculer l'inflation en mettant fin à la monétisation du déficit et à rassurer les marchés financiers.

En parallèle le Congrès a approuvé le projet « **d'innocence fiscale** », qui vise à formaliser l'épargne en devise des ménages détenue hors du système formel, notamment *via* des hausses de seuils à partir desquels l'évasion fiscale est considérée comme un délit. Cette loi s'inscrit comme une seconde étape du « *plan de réparation historique de l'épargne des Argentins* » dévoilé par l'exécutif en mai 2025. Selon différentes estimations, de 200 à 400 Md USD (30 à 60 % du PIB) seraient ainsi détenus par les Argentins hors du système financier formel, fruit d'un historique de défiance vis-à-vis de la devise nationale. Le gouvernement Milei cherche ainsi à mobiliser cette épargne, dans un contexte de manque structurel de devises.

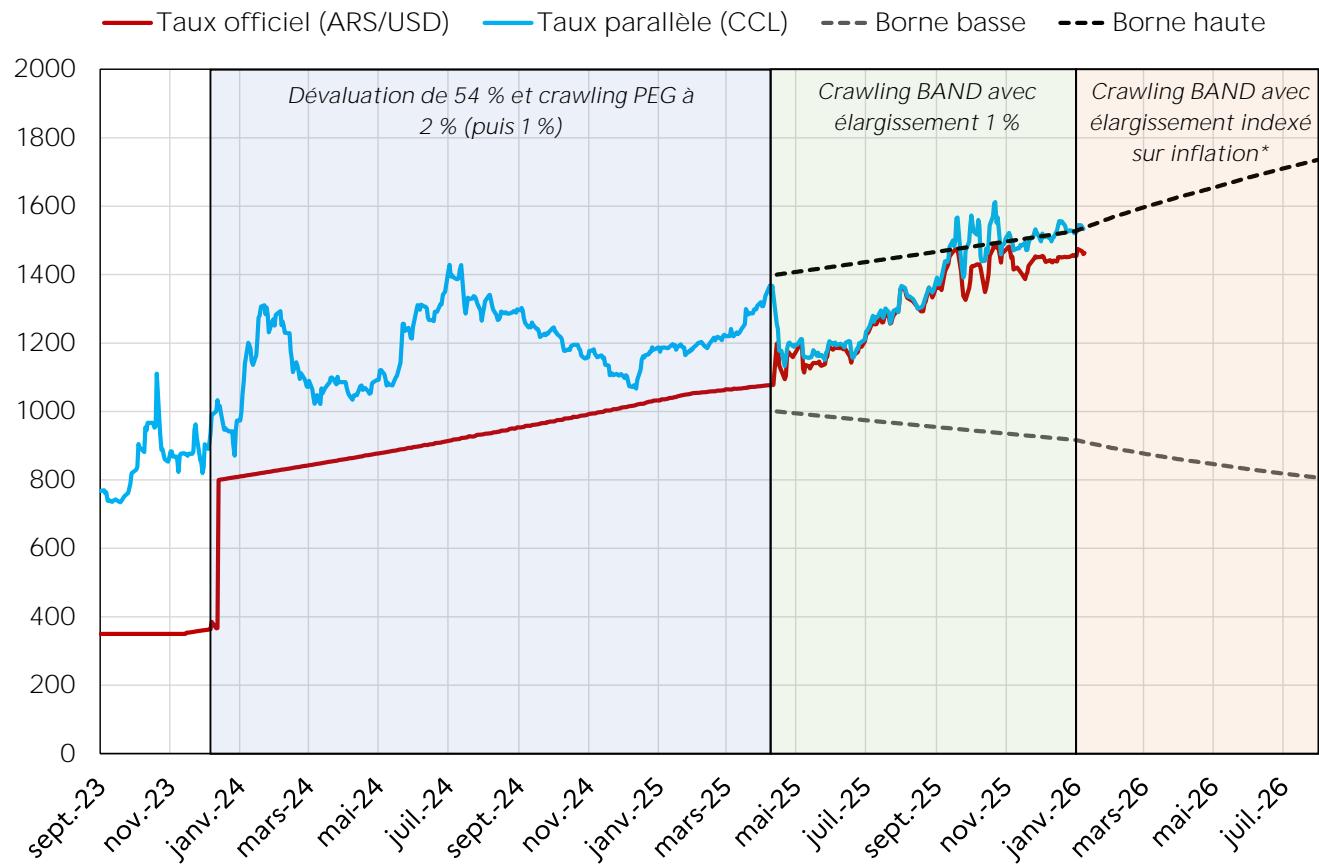
Principaux indicateurs macroéconomiques

		Argentine	Chili	Paraguay	Uruguay
Derniers chiffres annuels					
Croissance du PIB réel	2024	-1,3%	2,6%	4,2%	3,1%
Inflation (g.a, fin de période)	2024	117,8%	4,5%	3,8%	5,5%
Solde budgétaire (% du PIB)	2024	0,3%	-2,8%	-2,6%	-3,2%
Dette publique (% du PIB)	2024	84,7%	41,7%	44,8%	68,7%
Solde courant (% du PIB)	2024	0,9%	-1,5%	-3,7%	-1,0%
Dette extérieure (% du PIB)	2024	49,0%	74,4%	39,4%	57,2%
Prévisions et anticipations					
Inflation (g.a, fin de période) - Agents économiques	2025	29,8%	3,9%	4,0%	3,9%
Croissance du PIB réel - FMI	2025	4,5%	2,5%	4,4%	2,5%
Croissance du PIB réel - Agents économiques	2025	3,9%	2,4%	4,2%	2,4%
Croissance du PIB réel - FMI	2026	4,0%	2,0%	3,7%	2,4%
Croissance du PIB réel - Agents économiques	2026	3,0%	2,2%	4,0%	2,0%
Pour mémoire					
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
Dernière mise à jour : 24/10/2025

Graphique de la semaine

Argentine : taux de change et régimes de change depuis l'arrivée au pouvoir de J.Milei



*Note : à partir de janvier 2026, les bandes sur un mois m s'élargissent à hauteur de l'inflation en m - 2 : les rythmes d'élargissement calculés à partir de février 2025 sont donc théoriques, basés sur les projections d'inflation du consensus de marché de la BCRA.

ARGENTINE

La BCRA renforce ses réserves via un prêt repo de 3 Md USD

La Banque centrale de la République argentine (BCRA) a conclu un accord de pension livrée, repo, de 3,0 Md USD avec six banques internationales, Bank of China, BBVA, Deutsche Bank, Santander, JP Morgan et Goldman Sachs. L'objectif est de renforcer les réserves avant l'échéance obligataire en devise du vendredi 9 janvier, estimée à 4,2 Md USD, dont environ 3,7 Md USD dus aux créanciers privés. L'opération porte sur une maturité de 372 jours, avec une échéance début 2027. Elle prend la forme d'un financement collatéralisé adossé à des titres souverains Bonares 2035 et 2038 remis en garantie. La rémunération est indexée sur le taux SOFR majoré d'environ 400 points de base, soit près de 7,4% en rythme annualisé. La demande aurait atteint 4,4 Md USD, mais la Banque centrale a limité le montant retenu à 3,0 Md USD, en mettant en avant un signal de normalisation de l'accès au crédit et d'amélioration de la perception du risque souverain.

En parallèle, le gouvernement a cherché à compléter ce coussin de liquidité par des ressources de trésorerie. Le Trésor disposait d'environ 1,7 Md USD sur son compte à la Banque centrale au 2 janvier, selon les derniers éléments relayés par la presse, et a bénéficié d'entrées de devises liées à la concession de la centrale hydroélectrique du Comahue, pour un montant de 700 M USD, dont une grande partie aurait déjà été versée. Cette combinaison réduit la pression immédiate sur les réserves au moment du paiement. Sur le plan économique, elle facilite le passage du pic de sortie de devises de début d'année et soutient la crédibilité financière à court terme. Elle accroît toutefois l'endettement de court terme et reporte une partie de la contrainte de liquidité vers 2027, avec un coût financier significatif et un risque de dépendance à des opérations de marché tant que l'accumulation structurelle de réserves demeure limitée.

Les dépôts du secteur privé en dollars atteignent un record

Les dépôts en dollars du secteur privé atteignent un niveau record, à 37 Md USD d'après les données de la Banque centrale relayées par la presse. Le stock aurait augmenté de 22,5 Md USD, soit +160 %, depuis le début de la présidence de J. Milei, après un point bas à 14,1 Md USD enregistré le 11 décembre 2023, dépassant les sommets observés sur la période 2018-2019.

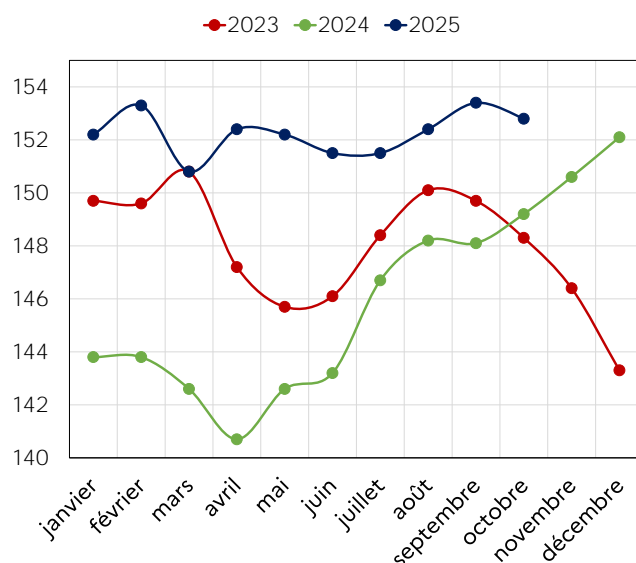
Cette dynamique peut être interprétée comme un indicateur de normalisation des anticipations et d'un retour relatif de la confiance dans l'intermédiation bancaire en devise, même si elle reste par nature sensible aux chocs de crédibilité et aux épisodes de volatilité de change. À court terme, le marché suit notamment le comportement de ces dépôts autour du paiement du 9 janvier et l'évolution des réserves brutes une fois l'échéance passée, afin d'évaluer la capacité de la Banque centrale à préserver un niveau de liquidité en dollars compatible avec la stabilité financière et la poursuite du schéma de désinflation.

Recul de l'activité en g.m. octobre

L'estimateur mensuel d'activité économique (EMAE) publié le 22 décembre fait état, en octobre 2025, d'une progression de +3,2 % en g.a mais d'un repli de -0,4 % en g.m désaisonnalisé, tandis que le composant tendance-cycle reste stable (0,0 %). Sur les dix premiers mois de l'année, l'indicateur affiche un acquis de +5,0 %. En variation annuelle, 12 secteurs sur 15 sont en hausse, tirés par la pêche (+91,4 %) et l'intermédiation financière (+22,8 %). Les contributions positives les plus fortes proviennent de l'intermédiation financière et des activités immobilières/entreprises/location (+3,9 %), qui ajoutent ensemble +1,32 point à la croissance annuelle. À l'inverse, l'industrie manufacturière (-2,7 %), l'administration publique (-0,8 %) et les hôtels-restaurants (-1,0 %) constituent les principaux freins, représentant une contribution négative cumulée de -0,52 point.

Graphique :

Recul de l'activité en octobre, après la hausse de septembre (indice EMAE, base 100 en 2004, désaisonnalisé)



Sources : INDEC, SER de Buenos Aires

D'autres indicateurs soulignent un certain tassement de l'activité économique. Côté demande, les ventes en supermarchés enregistrent en octobre une hausse de +2,7 % en g.a, avec une progression de +1,6 % en g.m désaisonnalisé (tendance-cycle : +0,1 %), indiquant une légère amélioration de la consommation formelle. Côté offre, le tableau est plus sombre : la production industrielle manufacturière recule de -2,9 % en g.a et de -0,8 % en g.m désaisonnalisé (tendance-cycle : -0,3 %), même si le cumul janvier-octobre demeure en hausse de +3,1 %. Le taux d'utilisation des capacités industrielles s'établit à 61,0 % (contre 63 % un an plus tôt), avec une utilisation particulièrement faible dans l'automobile (56,1 %). Quant au tourisme, il continue d'afficher un solde très négatif. En octobre, on compte 389,8 milliers de touristes non-résidents (-5,9 % g.a) contre 725,0 milliers de touristes résidents sortants (+10,8 %). Par voie aérienne, les arrivées atteignent 200,9 milliers (+1,3 %) tandis que les sorties progressent à 392,6 milliers (+21,7 %), soit un solde de -191,7 milliers.

Malgré une croissance annuelle encore positive, le repli mensuel de l'EMAE en octobre, combiné à une tendance-cycle nulle, signale une entrée plus heurtée dans le quatrième trimestre. Les indicateurs avancés décrivent ainsi une dynamique inégale, avec une consommation qui montre quelques signes de redressement, mais une industrie en recul, marquée par une baisse de la production et un moindre usage des capacités et un tourisme qui continue d'alimenter une fuite nette de devises.

Le chômage recule au T3 2025, mais l'emploi formel demeure en retrait

Au troisième trimestre 2025, le taux de chômage s'établit à 6,6%, en baisse de 1,0 point par rapport au trimestre précédent (7,6%) et de 0,3 point sur un an (6,9%). La détente s'accompagne d'une hausse du taux d'activité à 48,6% et du taux d'emploi à 45,4%, tandis que la population des chômeurs est estimée à 958 000 personnes sur le champ des 31 agglomérations urbaines couvertes par l'EPH, l'enquête permanente auprès des ménages réalisée par l'INDEC

Cette amélioration conjoncturelle masque une dynamique de marché du travail encore dégradée : le taux d'informalité progresse à 43,3% (+0,7 point sur un an), et la recomposition se fait au détriment de l'emploi salarié. En parallèle, les données administratives sur l'emploi enregistré (SIPA) confirment une fragilité de l'emploi formel : le salariat privé retombe à 6,198 M en septembre 2025 (-0,2% m.m.) et cumule -49 000 emplois sur les quatre derniers mois (juin-septembre 2025), tandis que la presse, sur la base des statistiques SIPA, souligne une perte d'environ 224 000 emplois

salariés enregistrés depuis novembre 2023 (avant le changement d'administration), traduisant un ajustement encore inachevé malgré la baisse du chômage mesuré.

Approbation d'un nouveau projet minier dans le cadre du RIGI

Le 23 décembre 2025, gouvernement argentin a approuvé l'entrée du projet Gualcamayo (or/argent) dans la province de San Juan, pour une enveloppe annoncée de 665 M USD. Porté par l'entreprise Minas Argentinas (appartenant au groupe Aisa basé au Canada), le projet « Carbonatos Profundos » vise à prolonger la vie de la mine Gualcamayo avec l'ouverture d'un gisement souterrain et la construction d'une usine de traitement entièrement renouvelée. Les autorités comme l'opérateur mettent en avant une création d'emplois directe de 1 700 postes. Il s'agit du 10^{ème} projet approuvé dans le cadre du Régime d'incitation aux grands investissements (RIGI), et du 5^{ème} minier.

Sur le plan économique, cette approbation envoie un signal favorable au développement de nouveaux projets dans les métaux précieux, un segment jusqu'ici moins mis en avant dans le cadre du RIGI, davantage associé au lithium et au cuivre. Le projet devrait également bénéficier au tissu local de sous-traitants (ingénierie, construction, maintenance, logistique, etc.) dans une province déjà habituée à accueillir de grands chantiers miniers. La portée concrète de ce projet dépendra toutefois du rythme d'avancement des études, des décisions de financement et du calendrier de construction, ainsi que de la capacité du projet à maintenir une bonne acceptabilité socio-environnementale et à sécuriser les autorisations et les intrants nécessaires, autant d'éléments qui pourraient influencer sur la mise en production et les emplois créés.

Un Secrétariat au nucléaire est créé au sein du ministère de l'économie

Le gouvernement argentin a officialisé en décembre 2025 la création d'un Secrétariat aux affaires nucléaires, rattaché au ministère de l'Économie, . Selon le communiqué officiel, cette décision vise à consolider la tradition nucléaire de l'Argentine et à valoriser des ressources telles que l'uranium, avec l'ambition de positionner le pays comme un fournisseur stratégique potentiel de ce minéral à l'échelle internationale. La nouvelle structure prévoit deux sous-secrétariats, l'un dédié aux applications technologiques nucléaires, l'autre à la politique nucléaire, avec l'objectif de structurer la définition, la mise en œuvre et le suivi des politiques publiques du secteur. Ce nouveau secrétariat sera piloté par Federico Ramos Nápoli qui,

après un passage au Secrétariat général de la présidence, a occupé les fonctions de directeur général puis de président de la société publique Dioxitek, dédiée à la production de dioxyde d'uranium et d'autres intrants essentiels à la production d'énergie nucléaire.

Sur le plan institutionnel, la création de ce secrétariat fournit un cadre aux orientations énoncées par le Président J. Milei lors de la présentation du Plan nucléaire argentin et de l'annonce de la création du Conseil nucléaire argentin, le 20 décembre 2024. Plusieurs analyses de presse soulignent que la réforme s'inscrit dans une réorganisation des tutelles du secteur, avec l'objectif de mieux coordonner l'action des entreprises et des organismes nucléaires (CNEA, Nucleoeléctrica Argentina, Dioxitek notamment) autour d'une logique économique et d'investissement. Sa réussite suppose toutefois de clarifier rapidement les responsabilités respectives, notamment vis-à-vis de l'autorité de sûreté c'est-à-dire l'ARN (*Autoridad Regulatoria Nuclear*), de définir les arbitrages budgétaires et les priorités industrielles, et de stabiliser un cadre prévisible à long terme, indispensable dans une filière où les cycles d'investissement s'étendent sur plusieurs décennies.

Venezuela : effet modéré attendu sur les hydrocarbures argentins

Selon une analyse de BNamericas, l'hypothèse d'une entrée de compagnies américaines dans le secteur pétrolier vénézuélien n'aurait qu'un impact limité sur les perspectives d'investissement dans les hydrocarbures argentins à court et moyen terme. La production vénézuélienne, estimée à environ 1 Mb/j (près de 1 % de l'offre mondiale) et majoritairement composée de brut lourd, reste contrainte par l'état des infrastructures et un niveau de risque élevé, rendant peu probable un redéploiement significatif des flux de capitaux au détriment de l'Argentine.

À l'inverse, l'Argentine bénéficie d'avantages comparatifs solides, portés par le gisement de Vaca Muerta, dans un cadre économique et réglementaire jugé plus favorable. Les investissements dans les infrastructures intermédiaires sont déjà engagés et l'essentiel de l'amont est assuré par des acteurs locaux et régionaux, qui représentent plus de 75 % de la production nationale, pour lesquels le Venezuela ne constitue pas, à ce stade, une alternative crédible. Dans un contexte mondial d'offre abondante, le cabinet britannique *Capital Economics* estime par ailleurs qu'une éventuelle reprise vénézuélienne aurait un impact limité sur les équilibres du marché et sur les prix. À plus long terme, BNamericas souligne toutefois que le déclin du brut lourd conventionnel argentin combiné à

une concentration des investissements sur Vaca Muerta, pourrait conduire l'Argentine à envisager, à l'horizon 2030, des importations de brut lourd. Dans ce scénario, le Venezuela pourrait constituer une source d'approvisionnement potentielle, sans remettre en cause l'attractivité structurelle du secteur pétrolier argentin.

CHILI

Le cours du cuivre atteint un record historique et soutient le peso chilien

Le cours du cuivre a franchi la barre symbolique des 6 USD la livre le 6 janvier (13 000 USD la tonne) à la bourse de Londres spécialisée dans les métaux (London Metal Exchange) puis à New York (Comex), établissant un record historique pour le métal rouge. Ces résultats prolongent la dynamique observée en 2025, le cuivre ayant connu sa plus forte hausse annuelle en seize ans (+43 % par rapport au 31 décembre 2024), soit son meilleur rendement depuis 2009. Cette tendance haussière est le résultat d'une demande toujours plus importante associée à la transition énergétique (électromobilités, énergies renouvelables, réseaux de transmission...) et aux nouvelles technologies (*data centers*, intelligence artificielle) face à des problèmes de production récents ayant pénalisé l'offre (difficultés opérationnelles, incidents sur des grands sites,, augmentation des coûts d'extraction...) le tout dans un contexte d'incertitude internationale croissant ayant poussé à la hausse les cours du cuivre (menaces de mesures tarifaires, thésaurisation...)

Si la valeur d'échange du cuivre devait reculer ces prochains mois, ce scénario devrait bénéficier à l'économie et aux finances publiques du Chili, premier producteur (5,5 millions de tonnes) et exportateur mondial du métal rouge. Le secteur cuprifère représente en effet de 10 à 12 % du PIB chilien, plus de la moitié des exportations et une part importante des recettes fiscales en raison des redevances que verse la Codelco, entreprise publique minière chilienne, à l'État. Selon le Centre d'Études du Cuivre et de la Mine (CESCO), cabinet chilien spécialisé dans l'analyse du secteur minier, chaque centime de dollar supplémentaire du prix moyen du cuivre pourrait se traduire par environ 8,2 millions de dollars de recettes publiques additionnelles, en tenant compte des redevances minières et de l'impôt sur les sociétés.

Dans ce contexte, le peso chilien s'est apprécié par rapport au dollar, qui est passé sous la barre symbolique des 900 CLP mardi dernier. En effet, le choc positif sur le cours du cuivre et l'augmentation associée de la demande de pesos ont surpassé la faible

appréciation du dollar et prolongent ainsi le mouvement observé depuis un an où le dollar avait dépassé les 1000 pesos chiliens. Cette tendance s'inscrit dans un contexte de pression baissière sur le dollar, associé à des attentes optimistes pour l'économie chilienne depuis l'élection de décembre 2025.

L'aéroport de Santiago, opéré par un consortium français, distingué comme le plus ponctuel au monde.

En 2025, l'aéroport international Arturo Merino Benítez de Santiago (SCL) – dont la concession est assurée depuis 2015 par un consortium formé d'ADP et de Vinci Airports – s'est imposé comme l'aéroport de grande taille le plus ponctuel au monde selon la plateforme britannique Cirium, référence mondiale dans l'analyse de données du secteur de l'aviation. Avec 87,0 % de ses vols au départ à l'heure – sur plus de 150 000 départs et 26,5 millions de passagers en 2025 – le principal aéroport chilien devance l'aéroport du roi Khaled de Riyad (Arabie Saoudite), l'aéroport Benito Juárez de Mexico City (Mexique) ou encore l'aéroport d'Honolulu (États-Unis).

Après avoir inauguré le nouveau terminal international en 2022 et terminé la rénovation du terminal national en 2025, le consortium français va pouvoir se concentrer sur l'amélioration des opérations et consolider sa position de hub régional. Toutefois, l'aéroport sera soumis à un nouveau défi pour l'année 2026 : des travaux de modernisation et de maintenance des pistes imposés par le ministère des Travaux publics auront lieu entre avril et août, entraînant la fermeture alternative de chacune des deux pistes pendant ces quatre mois.

Au niveau des compagnies aériennes, la chilienne Latam Airlines est classée au 7^{ème} rang des opérateurs les plus ponctuels au monde dans la catégorie des compagnies actives à l'échelle mondiale et au 5^{ème} rang au niveau des compagnies au niveau régional, avec 82,4 % de ses arrivées à l'heure. Les autres opérateurs chiliens, Sky Airline et JetSmart Chile, se classent respectivement au 6^{ème} rang (82,4 % des arrivées à l'heure) et 8^{ème} rang (76,9 %) des compagnies opérant au niveau régional.

PARAGUAY

Le Paraguay consolide sa position d'économie la plus dynamique

d'Amérique latine avec une croissance relevée à 6% en 2025

La Banque centrale du Paraguay a relevé ses projections et anticipe désormais une croissance du produit intérieur brut (PIB) de 6,0% en 2025 puis de 4,2% en 2026, en s'appuyant sur des indicateurs de court terme plus favorables, notamment dans les services et l'industrie, ainsi que sur un redressement plus récent de l'agriculture. Dans le même temps, l'environnement nominal reste contenu, avec une inflation interannuelle de 3,1% en décembre 2025, tandis que l'exécutif met en avant le retour graduel à un équilibre des finances publiques, avec une cible de déficit de l'ordre de 1,9% du PIB en 2025 et un retour au plafond de la Loi de responsabilité fiscale (LRF) en 2026 (1,5% du PIB).

La crédibilité du cadre macroéconomique paraguayen est renforcée par l'amélioration de la perception du risque souverain. Le Paraguay dispose désormais de deux notations en catégorie investissement, avec Moody's (Baa3, 26 juillet 2024) et S&P Global Ratings (BBB-, 17 décembre 2025), ce qui peut élargir l'accès à certains investisseurs institutionnels et réduire la prime de risque à moyen terme. Dans cette logique, le président Santiago Peña a fixé comme objectif pour 2026 l'obtention d'un troisième grade de catégorie investissement, auprès de Fitch, afin de compléter le « triplet » et d'amplifier l'effet d'entraînement sur les flux de capitaux et le coût du financement. La matérialisation de ces gains dépendra toutefois de la poursuite de la discipline budgétaire, de la résilience face aux chocs (notamment climatiques) et de la capacité à maintenir une trajectoire de croissance plus diversifiée au-delà des bons résultats de 2025

Au troisième trimestre 2025 l'activité a progressé de 6,6 % en glissement annuel portant la croissance à 6,5 % sur les neuf premiers mois de l'année. La reprise est pleinement installée et s'appuie sur une évolution favorable de l'ensemble des grands secteurs : l'agriculture (+9,5%) bénéficie de rendements améliorés, l'industrie manufacturière (+7,4%) et les services (+6,9%) confirment le regain d'activité observé depuis le début de l'année, tandis que l'électricité et l'eau (+8,3%) restent soutenues par des conditions hydrologiques favorables. La construction (+3,4%) avance à un rythme plus mesuré, mais demeure en territoire positif, et les activités liées à l'élevage, la foresterie, la pêche et les mines affichent une progression modérée (+2,7%).

Du côté de la demande, la croissance repose avant tout sur la vigueur de la demande intérieure, en hausse de 5,9 % au T3. La consommation totale progresse de 4,2 % (dont consommation privée +5,1 %),

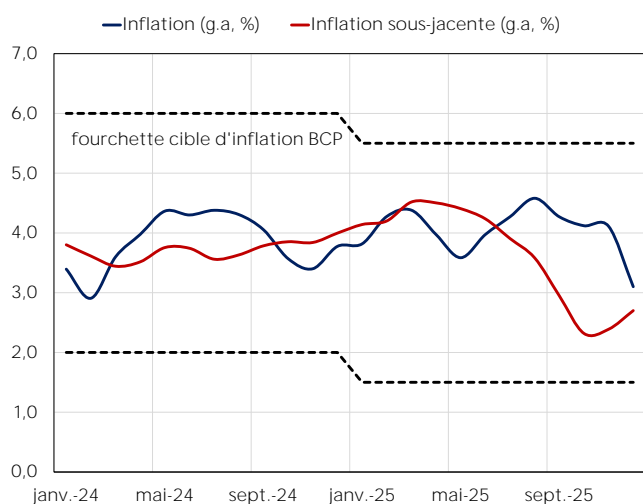
traduisant une situation des ménages plutôt favorable, tandis que l'investissement se distingue par une accélération marquée (+13,1%), signe d'un cycle d'expansion encore solide. Les exportations augmentent nettement (+10,7%), mais leur impact est en partie absorbé par la hausse des importations (+11,0 % sur les neuf premiers mois), de sorte que le commerce extérieur ne contribue que faiblement mais positivement à la croissance (+0,6 point). Ainsi, l'essentiel de l'élan provient de la demande interne, qui apporte +6,0 points au T3, principalement grâce à l'investissement (+2,7 points) et à la consommation (+3,3 points). L'ensemble dessine une économie en forte expansion, portée d'abord par ses moteurs domestiques, avec une dynamique d'investissement particulièrement notable, même si la montée des importations suggère que la soutenabilité du rythme dépendra d'un ajustement progressif entre demande interne et capacité productive.

L'inflation ralentit en décembre 2025 à -0,3% en glissement mensuel

En décembre 2025, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) s'établit à -0,3% g.m., après +0,2% en novembre et +0,7% en décembre 2024. Sur cette base, l'inflation en glissement annuel (décembre 2024-décembre 2025) ressort à 3,1%, et l'inflation sur l'ensemble de l'année 2025 s'établit également à 3,1%, en baisse par rapport à 3,8% en 2024. Malgré la baisse de l'IPC total, l'inflation noyau est restée positive en décembre (+0,1% g.m.) et clôture 2025 à 3,3% (en repli par rapport à 2024 : 3,4%), signalant une désinflation confirmée mais davantage tirée en fin d'année par des composantes volatiles.

Graphique :

Nouvelle baisse de l'inflation en décembre malgré une inflation sous-jacente contenue



Sources : BCP, SER de Buenos Aires

La baisse mensuelle de décembre s'explique principalement par des replis sur les postes les plus volatils : fruits et légumes (-6,1% g.m.), aliments (-0,8%), combustibles (-3,3%), biens durables (-1,0%) et transports (-1,9%). À l'inverse, plusieurs segments ont continué de pousser les prix à la hausse, notamment services et rente (+0,7%), viandes (+0,7%), restaurants et hôtels (+0,7%) et récréation et culture (+2,1%). La diffusion de l'inflation a également diminué, avec 33,1% seulement des produits du panier affichant une variation positive en décembre (contre 40,9% en novembre), ce qui renforce le diagnostic de détente conjoncturelle. Avec 3,1%, l'inflation se situe sous la cible de 3,5% récemment fixée par le Banco Central del Paraguay (BCP), tout en restant dans l'intervalle de tolérance (± 2 points), ce qui conforte un scénario de stabilité des prix à court terme, sous réserve des pressions persistantes sur les services et certains aliments.

Budget 2026 : promulgation et retour au plafond de déficit

Le Président Santiago Peña a promulgué, le 31 décembre 2025, la loi qui approuve le Budget général de la Nation (PGN) pour l'exercice 2026, d'un montant total de 149,6 Mds de guaraníes (environ 21,6 Mds USD), dont 74,9 Mds G. (10,8 Mds USD) pour l'Administration centrale et 74,7 Mds G. (10,8 Mds USD) pour les entités décentralisées. Le ministère de l'Économie et des Finances estime ce budget conforme au Plan de convergence fiscale, avec un déficit limité à 1,5 % du produit intérieur brut (PIB) (soit le plafond prévu par la loi de responsabilité fiscale (LRF)) et une concentration des moyens sur la santé, l'éducation, la sécurité et la protection sociale. Au cours de l'examen parlementaire, le Congrès a procédé à plusieurs ajustements, portant notamment sur les crédits dédiés à l'éducation (réajustements salariaux et investissements ciblés), à la santé (dotations liées à de nouveaux hôpitaux de référence) et à la sécurité (moyens additionnels pour la Police nationale et les Forces armées).

Sur le plan économique, l'adoption du PGN 2026 constitue un signal de normalisation budgétaire et de crédibilisation macroéconomique, en réaffirmant un cadre de déficit compatible avec les engagements de la LRF après plusieurs années d'écarts. Ce budget pourrait renforcer la confiance des acteurs économiques - agences de notation, investisseurs et entreprises - en traduisant une volonté de maîtriser la dépense publique, dans un contexte politique qui demeure toutefois marqué par des débats sur l'allocation des ressources. Son efficacité dépendra toutefois de ses modalités d'exécution : respect du calendrier des dépenses, maîtrise des charges incompressibles, gestion

des tensions salariales et maintien d'un niveau d'investissement public compatible avec la soutenabilité des finances.

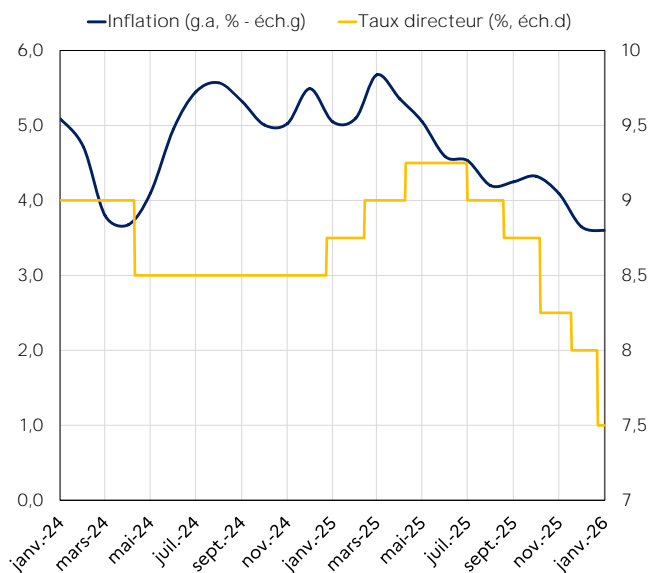
URUGUAY

Accélération de l'assouplissement monétaire : taux directeur à 7,5%

La Banque centrale d'Uruguay (BCU) a décidé, lors de la réunion du Comité de politique monétaire (COPOM) du 23 décembre 2025, d'abaisser son taux directeur de 0,50 point, à 7,5 %. Ce mouvement marque une accélération du cycle d'assouplissement par rapport aux baisses précédentes (-25 pb), après une phase de resserrement en début d'année 2025 (+75 pb entre fin décembre et avril). La BCU souligne que, malgré cette baisse, la politique monétaire reste pilotée de manière prudente et tend à se rapprocher d'une posture plus neutre, dans un contexte où l'inflation et ses déterminants se sont améliorés et où les anticipations demeurent globalement compatibles avec l'objectif.

Graphique :

La BCU a abaissé son taux directeur, dans un contexte de baisse de l'inflation



Sources : INE, BCU, SER de Buenos Aires

Cette baisse de taux est à associer à la poursuite du recul de l'inflation et à des anticipations contenues.

Sur le dernier chiffre disponible, l'indice des prix à la consommation (IPC) de décembre 2025 a reculé de -0,09% g.m., ramenant l'inflation à 3,65% en glissement annuel à fin décembre, un niveau inférieur au centre de la cible de la BCU (4,5% \pm 1,5 point). Dans le même temps, les anticipations d'inflation se maintiennent à

l'intérieur de la bande cible : les indicateurs suivis par la BCU indiquent une attente autour de 4,6%, ce qui conforte l'espace pour poursuivre un ajustement graduel du taux directeur.

L'inflation termine l'année 2025 nettement sous la cible

L'Indice des prix à la consommation a reculé de 0,09% en décembre 2025, ce qui ramène l'inflation annuelle à 3,65 %. Derrière ce chiffre global, les mesures d'inflation hors éléments les plus volatils montrent de légères hausses : l'indice excluant les prix volatils et corrigé des effets conjoncturels progresse de 0,04 % en décembre (3,89 % sur un an), tandis que l'indice excluant ce même noyau mais intégrant les taxes augmente de 0,24 % (3,66 % sur un an). Ces évolutions indiquent que la désinflation se poursuit, mais que le passage en territoire négatif de l'indice général tient surtout à des mouvements ponctuels sur quelques postes de prix.

Avec une inflation désormais inférieure à l'objectif de la Banque centrale de l'Uruguay et des anticipations mieux maîtrisées, la politique monétaire peut continuer de s'assouplir progressivement. La décision du 23 décembre 2025 d'abaisser le taux directeur à 7,5 % s'inscrit dans cette logique : le recul des tensions inflationnistes, combiné à une activité qui commence à ralentir, ouvre la voie à une normalisation plus franche de la politique monétaire.

Hausse de 5% en glissement annuel des exportations de biens en 2025

Les exportations de biens uruguayens ont progressé de 5 % g.a. en 2025, atteignant leur niveau le plus élevé depuis dix ans. Cette hausse est largement tirée par la viande bovine, qui s'est imposée comme premier poste d'exportation. Les ventes ont atteint 2,68 Md USD (+33 % g.a.) dans un contexte de demande soutenue et de prix en hausse (près de +19 % sur l'ensemble de l'année 2025 par rapport à 2024). Les autres filières majeures demeurent importantes mais affichent des évolutions plus irrégulières, en particulier les produits dérivés du bois, dont les recettes à l'export baissent d'environ 9 % en 2025 par rapport à 2024. Cette dynamique renforce le rôle de la viande comme moteur conjoncturel des recettes extérieures du pays.

Sur le plan économique, cette performance confirme la concentration des exportations sur quelques filières (viande, soja) et la prédominance des marchés extra-régionaux, avec la Chine comme premier débouché, tandis que les flux vers les États-Unis progressent. À court terme, le gouvernement cherche à préserver la compétitivité de la filière viande dans un

environnement plus volatil (demande, prix, conditions sanitaires, logistique), tout en réduisant les risques associés à une trop grande dépendance sectorielle et en sécurisant la trajectoire des autres postes exportateurs. À moyen terme, les autorités font de la diversification (produits et marchés) et de la montée en gamme des exportations une priorité stratégique, afin de limiter leur exposition aux cycles de prix internationaux et aux chocs exogènes.

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 : Stéphane TABARIE
Service Economique Régional de Buenos Aires

Rédaction : SER de Buenos Aires, SE de Santiago

Abonnez-vous : leo.lesage@dgtresor.gouv.fr