

BRÈVES ÉCONOMIQUES

Cône Sud

Argentine, Chili, Paraguay, Uruguay

Une publication du SER de Buenos Aires en collaboration avec le Service économique de Santiago
Du 11 juillet au 1 août 2025

Argentine : Sans veto présidentiel, une remise en cause de l'équilibre budgétaire ?

Le Sénat a adopté mi-juillet plusieurs réformes dont le coût budgétaire serait significatif, et sur lesquelles J.Milei a jusqu'au 4 août pour opposer son veto. Dans le détail, trois mesures ont déjà été validées au Sénat et à la Chambre des députés : i) une revalorisation des retraites, avec une hausse de 7,2% de toutes les pensions (sauf régimes spéciaux), et de l'allocation complémentaire pour les retraites les plus basses (de 70 000 à 110 000 ARS (53 à 75 USD)). En juillet 2025, la retraite minimum (*bono compris*) s'élevait à 379 295 ARS (286 USD), très légèrement supérieure au seuil de pauvreté, de 365 177 ARS (275 USD) en juin, ii) une restauration du moratoire sur les retraites, qui prévoit pour les personnes arrivant à l'âge de la retraite mais n'ayant pas cotisé les 30 années requises, une régularisation de leur situation. Ce moratoire, lancé en 2023 n'est plus en vigueur depuis le 23 mars 2025, iii) une loi d'urgence sur le handicap jusqu'en 2027, qui prévoit notamment une régularisation des versements dus et un renforcement de l'assistance sociale. **Selon différentes estimations, le coût budgétaire de l'ensemble des mesures serait compris entre 1,7% à 2,3% du PIB** entre 2025 et 2026. L'adoption de ces réformes s'inscrit dans un contexte d'absence de majorité au Congrès pour le parti de J.Milei. Alors que le président a indiqué qu'il opposerait son veto à ces réformes, il devra obtenir le soutien de 87 députés (67 avaient voté contre la réforme) d'ici le 4 août. Au cours de son mandat, il a réussi, par deux fois (loi sur le budget des retraites et des universités) à imposer son veto, mais le contexte est différent compte tenu la proximité avec les élections législatives d'octobre.

LE CHIFFRE A RETENIR
2% du PIB
Estimation moyenne
du coût budgétaire
des mesures
approuvées au
Congrès

Les autorités ont également annoncé rendre « permanentes » les baisses initialement transitoires des taxes à l'exportation de différents produits agricoles (*retenciones*), pour un coût budgétaire qui serait relativement faible. Pour rappel, en janvier 2025 les autorités avaient abaissé temporairement (jusqu'au 30 juin 2025) les droits d'exportations sur les principaux produits agricoles, avant d'annoncer en mai 2025 la prolongation de cette réduction temporaire jusqu'au 31 mars 2026 pour le blé et l'orge (exclusion donc du soja et du maïs, les deux principaux produits à l'export). Les annonces impliquent un retour à une taxation à 26% pour le soja (contre 33% précédemment) et 9,5% pour le maïs (contre 12% précédemment). Le coût budgétaire de ces mesures serait relativement modeste, estimé entre 0,1% et 0,2% du PIB, et permettra un regain de compétitivité pour le principal secteur d'exportation du pays.

En cas d'adoption définitive, les réformes validées au Congrès pourraient remettre en cause une clé de voûte du programme de l'exécutif : l'équilibre budgétaire. En 2024, le solde budgétaire avait affiché un excédent historique de 0,3% du PIB (après un déficit de 5,4% en 2023), grâce une baisse drastique des dépenses publiques de 27%, et notamment des retraites (1/3 de l'ajustement budgétaire). Sur les premiers mois de 2025, l'excédent primaire s'est maintenu (1,0% du PIB) et la cible du gouvernement est fixée à 1,6% sur l'année. L'obtention d'excédents budgétaires a permis à l'exécutif de mettre fin au problème structurel de financement par création du déficit budgétaire, principal vecteur de l'inflation en Argentine. A ces risques portant sur le solde primaire, s'ajoute le rehaussement du coût de financement ces dernières semaines, pouvant affecter les charges de la dette (et donc le solde budgétaire). En effet, les dernières émissions obligataires en monnaie locale du Trésor ont atteint des taux d'intérêt réels extrêmement élevés (jusqu'à 65 % de taux nominal contre 20 à 25 % d'inflation attendue), afin d'attirer les investisseurs pour réduire leur attrait pour l'achat de USD et relancer une dynamique ralentie pour l'achat d'obligations.

Principaux indicateurs macroéconomiques

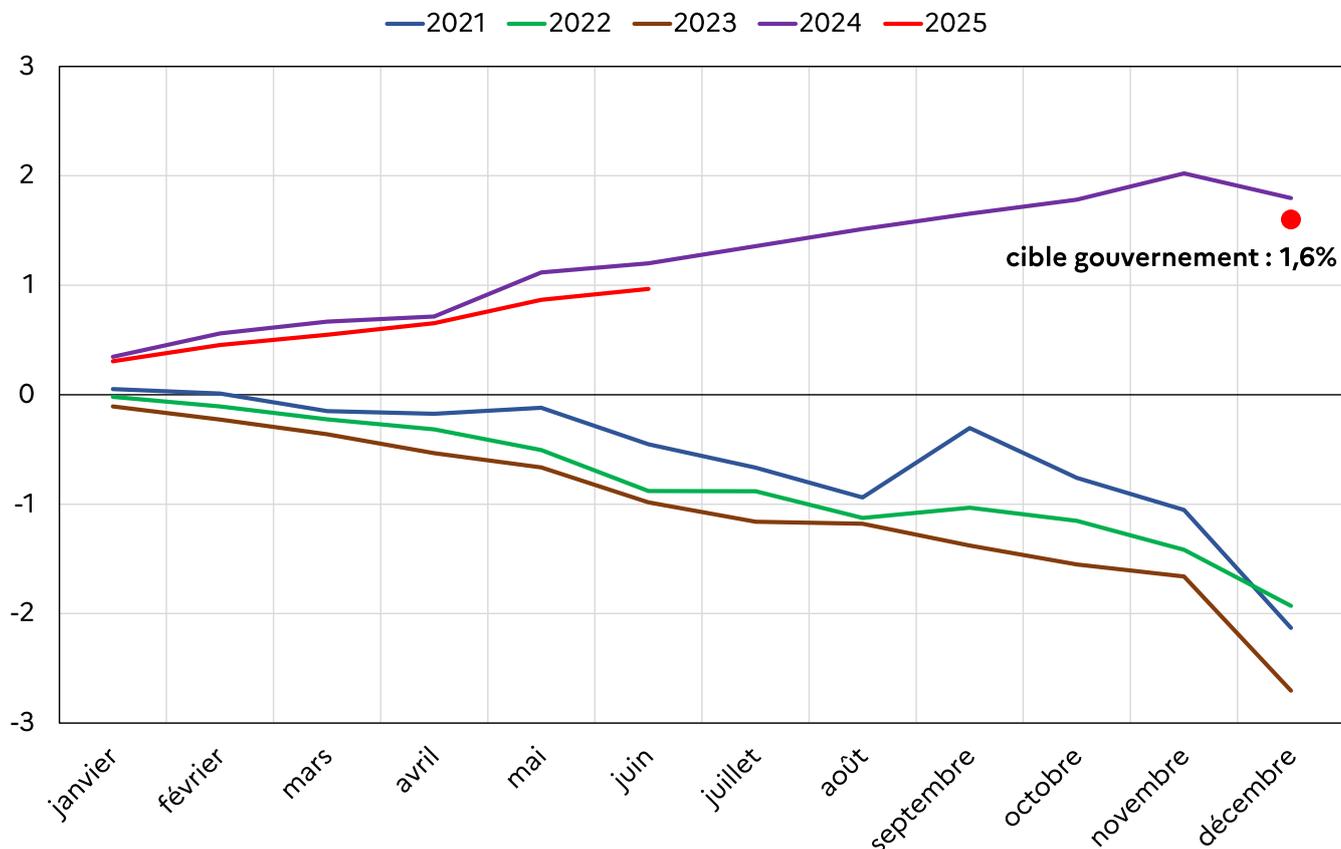
		Argentine	Chili	Paraguay	Uruguay
Derniers chiffres annuels					
Croissance du PIB réel	2024	-1,3%	2,6%	4,0%	3,1%
Inflation (fin de période)	2024	117,8%	4,5%	3,8%	5,5%
Solde budgétaire (% du PIB)	2024	0,3%	-2,7%	-2,1%	-3,2%
Dettes publiques (% du PIB)	2024	85,3%	42,0%	45,2%	68,7%
Solde courant (% du PIB)	2024	1,0%	-1,5%	-3,9%	-1,0%
Dettes extérieures (% du PIB)	2024	49,2%	78,0%	34,7%	57,2%
Prévisions et anticipations					
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%
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

Graphique de la semaine

Argentine : solde primaire cumulé (% du PIB)

En cas d'adoption définitive des mesures récemment approuvées au Sénat, l'atteinte de la cible d'excédent primaire du gouvernement pour 2025 pourrait être compromise



Sources : ministère de l'Economie, SER de Buenos Aires

ARGENTINE

Accord technique avec les équipes du FMI dans le cadre de la 1^{ère} revue du programme

Le 24 juillet, le FMI a annoncé avoir trouvé un accord avec le gouvernement argentin dans le cadre de la 1^{ère} revue du programme adopté en avril, ouvrant la voie au déboursement de 2 Md USD. Pour rappel, le 11 avril, le gouvernement a signé un nouvel accord avec l'institution, consistant en un prêt de 20,3 Md USD sur 4 ans, dont 12 Md USD de décaissement immédiat. Dans le cadre du programme, les autorités avaient notamment i) flexibilisé le régime de change, passant d'un régime d'arrimage glissant à un régime à bande glissante : 1000 à 1400 ARS/USD avec élargissement de la bande à hauteur de 1%/mois ii) partiellement levé le contrôle des changes, en levant les restrictions sur les personnes physiques (fin du plafond mensuel d'achat de devises de 200 USD), et en assouplissant les restrictions sur les entreprises, avec en particulier des mesures permettant de faciliter les importations et le rapatriement des dividendes générés dans le pays par les entreprises étrangères.

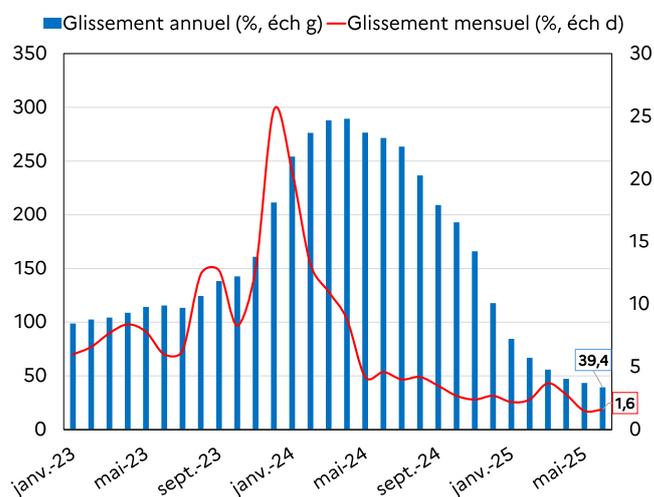
Le déboursement est désormais suspendu à la validation de l'accord par le Conseil d'administration du FMI. Dans son communiqué, l'institution souligne que la flexibilisation du régime de change et l'assouplissement du contrôle des changes s'est bien déroulé. Le FMI souligne également les progrès en matière d'inflation et de recul de la pauvreté, ainsi que le bon calibrage des politiques budgétaires et monétaires. Toutefois, l'accumulation de réserves de change – point central du programme – reste insuffisante, en lien i) avec l'accumulation de déficits courants (5,2 Md USD au T1 2025), les importations étant stimulées par un Peso fort, par les mesures d'ouvertures commerciales et par la reprise de l'activité et ii) la très forte hausse des achats de devises par les particuliers (achat net de 9 Md USD au T2, contre des ventes nettes de 100 M USD au T1), conséquence de l'allègement du contrôle du change. Alors que les réserves de change (brutes) s'établissaient à 38,6 Md USD au 16/04 après les déboursements FMI et Banque Mondiale, elles n'ont par la suite que peu progressé, pour atteindre 40 Md USD fin juin. Ainsi, la cible d'accumulation de réserves convenue dans le cadre du programme FMI aurait été manquée à hauteur de 2 à 3 Md USD selon différentes estimations.

L'inflation passe sous la barre des 40% en glissement annuel en juin

En glissement annuel (g.a), l'inflation s'est établie à 39,4% en juin, un niveau qui n'avait pas été atteint depuis janvier 2021. En glissement mensuel (g.m), l'inflation a légèrement augmenté mais est restée relativement faible, atteignant 1,6% (après 1,5% en mai). Dans le détail, l'inflation sous-jacente a diminué de 0,5pp pour atteindre 1,7% en g.m. L'inflation des biens a reculé de 0,1pp et s'est établie à 0,8%, tandis que l'inflation dans le secteur des services a augmenté de 0,5pp pour atteindre 3,2%. Le consensus de marché (enquête REM de juin de la BCRA) table sur une inflation qui atteindrait 27,0% g.a fin 2025, soit une baisse de 1,6 pts par rapport à l'enquête de mai.

Graphique :

Le processus désinflationniste se poursuit



Source : INDEC, SER de Buenos Aires

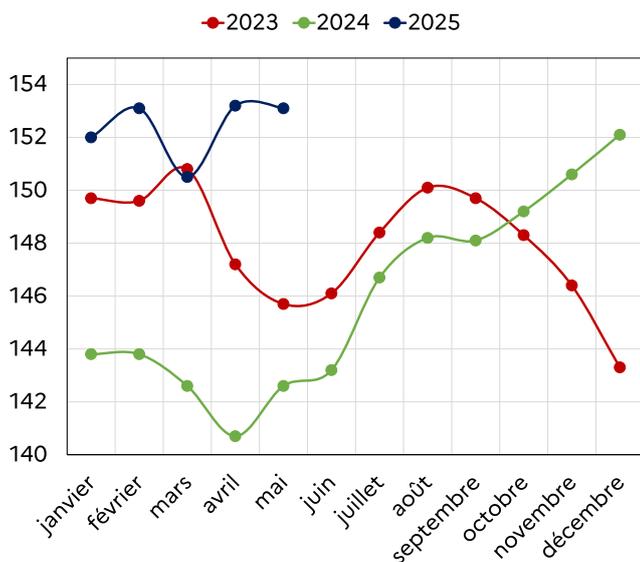
La lutte contre l'inflation continue d'être une priorité des autorités. Les pressions inflationnistes restent limitées par l'obtention d'excédents budgétaires, mettant mécaniquement fin à la monétisation du déficit budgétaire (*cf supra*). Sur le volet cambiaire, en dépit de la flexibilisation du régime de change en vigueur depuis le 14 avril, la dépréciation du Peso est relativement contrôlée, limitant l'inflation importée. Il enregistre cependant une nette tendance à la dépréciation depuis le 18/06, dépassant le cœur de la bande de fluctuation (1200 ARS/USD), qui ne s'est donc pas retranscrite sur le chiffre d'inflation de juin. Toutefois, la dépréciation plus prononcée du Peso en juillet (environ 5,5% contre 1,5% en juin) pourrait conduire à un chiffre d'inflation plus élevé sur le mois.

Léger recul de l'activité économique en mai

L'indicateur mensuel d'activité économique (EMAE) a affiché une baisse de 0,1% en v.m en mai 2025 (+5,0% en g.a), après une hausse de +1,8% en avril. En variation annuelle, l'activité a été portée par les secteurs de la finance (+25,8% en g.a), de l'industrie piscicole (+12,2%) et du commerce (+10,0%). L'industrie manufacturière et le secteur de la construction, qui avaient été particulièrement touchés par le programme d'ajustement économique en 2024, poursuivent également leur reprise (+5,0% et +6,7% resp.), bénéficiant d'effets de base importants, mais restent à des niveaux historiquement bas. Certains secteurs ont enregistré une contraction en variation annuelle en mai, dont celui de la fourniture publique d'énergie et eau (-9,0%).

Graphique : indice d'activité économique (EMAE base 100 2004, désaisonnalisé)

Après une phase de contraction (S2 2023 à S1 2024), puis de forte reprise (S2 2024), l'activité est entrée dans une phase de stagnation



Source : INDEC, SER de Buenos Aires

La croissance sur l'année 2025 reste orientée positivement, mais certains éléments atténuent l'ampleur du rebond projeté. Pour l'année 2025, le FMI prévoit que la croissance atteindra 5,5%, alors que le consensus de marché de la BCRA a revu à la baisse sa prévision de croissance lors de l'enquête de juin (à 5,0% contre 5,2% lors de l'enquête de mai). Le rebond de l'activité est essentiellement porté par un fort effet de base, par la reprise de la consommation privée grâce à la baisse de l'inflation, et par la hausse de l'investissement grâce au rebond du crédit. Toutefois, certains éléments permettent de nuancer le rebond et sa

pérennité: i) la dissipation progressive dans les prochains mois des effets base de 2024, particulièrement forts sur le S1, ii) les difficultés qui persistent dans certains secteurs, notamment le tourisme (baisse de 18% en g.a des arrivées de touristes au S1 2025), freiné par un Peso fort. L'industrie manufacturière pourrait également connaître des difficultés dans les prochains mois avec l'ouverture commerciale et la surévaluation du Peso, iii) la consommation des ménages (indice des ventes en supermarché), qui en dépit d'une baisse de l'inflation et du rattrapage des salaires réels qui en découle (stagnation toutefois sur les premiers mois de 2025), reste inférieure de 7,3% à son niveau de novembre 2023, et a même reculé en g.m en mai (-1,2%).

Moody's améliore la notation souveraine de l'Argentine à Caa1

L'agence de notation Moody's a amélioré la notation souveraine de l'Argentine de deux crans, passant de Caa3 à Caa1, avec perspective stable.

Cette amélioration fait suite à celle réalisée par l'agence Fitch en mai 2025, qui avait amélioré la notation de l'Argentine de CCC à CCC+. Dans son communiqué, Moody's a indiqué que cette hausse était justifiée par l'adoption du nouveau programme FMI, par la flexibilisation du régime cambiaire, et par la levée partielle du contrôle des changes, qui permet d'améliorer les capacités de l'Etat à honorer ses échéances de dette en devises à court terme. L'agence a aussi souligné les progrès en matière d'inflation, et la crédibilité des politiques budgétaire et monétaire. Pour 2025, l'agence prévoit une croissance du PIB de 4%.

La notation souveraine demeure toutefois très éloignée (7 crans) de la catégorie « investment grade ». En effet, la notation Caa1 maintient l'Argentine dans la catégorie « junk bond », et plus précisément dans la sous-catégorie « risque substantiel ». L'agence a en effet indiqué que des risques perduraient, justifiant cette note de Caa1. En particulier, elle a souligné que l'accumulation des réserves de change dépendait jusqu'à présent « quasi exclusivement des versements extraordinaires » d'institutions multilatérales (i.e FMI, Banque Mondiale, ...), et non d'un « excédent externe structurel ». L'amélioration de la notation souveraine de la part de Moody's n'a pas entraîné de baisse du risque pays, qui continue de s'établir à des niveaux relativement élevés (indice EMBI à 727 pts au 29/07), privant toujours de facto l'Argentine d'un retour sur les marchés internationaux de la dette.

CHILI

La Banque central baisse son taux directeur de 25pb et les experts revoient à la baisse leurs prévisions d'inflation pour 2025 et 2026

Dans l'enquête de consensus de marché de juillet 2025, les experts consultés par la Banque centrale du Chili (BCCh) ont revu à la baisse leurs prévisions d'inflation pour décembre 2025, passant de 4% à 3,8% en glissement annuel (g.a). Cette révision fait suite à la diminution de l'indice des prix à la consommation au mois de juin : -0,4% en g.m (plus grande baisse mensuelle depuis fin 2023), pour une inflation en g.a à 4,1%. Les prix de l'électricité devraient toutefois augmenter de 7,1% en juillet (avec une hausse plus importante dans les régions du nord, allant jusqu'à 11,6% à Antofagasta), en raison du processus d'ajustement du prix de l'énergie, qui a lieu deux fois par an, en janvier et en juillet.¹

Ces résultats sont en ligne avec les prévisions de la BCCh de 3% d'inflation dans la première moitié de l'année 2026. L'OCDE anticipe une trajectoire similaire, avec une baisse de l'inflation à 3,3% pour l'ensemble de l'année 2026. La BCCh a en parallèle ajusté les projections de croissance pour le pays, passant de 2,2% à 2,3% pour 2025, et de 2,0% à 2,1% pour 2026.

La maîtrise de l'inflation, convergeant plus rapidement qu'anticipé vers la cible de 3%, a conduit la BCCh à abaisser son taux directeur de 25pb, le portant ainsi à 4,75%. Pour rappel, le taux directeur restait inchangé depuis décembre 2024, après un cycle d'assouplissement monétaire qui avait été mené entre juillet 2023 et décembre 2024 (baisse de 625 pb). Les experts consultés par la BCCh anticipent une nouvelle baisse de 25 pb lors de la réunion de politique monétaire de décembre, ce qui le porterait à 4,5%. Le pouvoir d'achat constitue un enjeu majeur de la prochaine élection présidentielle, poussant l'ensemble des candidats à faire de la lutte contre l'inflation un axe central de leur programme.

A quatre mois des élections, le gouvernement Boric annonce deux projets de loi portant sur l'hydrogène vert et la promotion de l'entrepreneuriat afin de stimuler la croissance économique du pays

Ces annonces ont été faites à l'occasion d'une réunion du « cabinet pour la croissance et l'emploi »², le jeudi 17 juillet au palais de La Moneda. Le premier projet de loi est destiné à encourager et à soutenir le développement des petites et moyennes entreprises (PME), notamment grâce à une exemption de l'impôt de première catégorie sur les sociétés³ pour la majorité d'entre elles, au profit d'un régime d'imposition sur le revenu des propriétaires de ces PME (régime transparent de l'impôt sur la rente). Le projet de loi prévoit également des mesures destinées à la classe moyenne, parmi lesquelles une déduction fiscale pour le paiement de loyers et des dépenses liées à l'éducation ou une bonification des prestations destinées aux personnes âgées. Le coût annuel de ces prestations, estimé à près d'un milliard de dollars, serait compensé par une imposition majorée pour les contribuables percevant des revenus mensuels supérieurs à 8,2 millions de pesos chilien (environ 7 200 EUR aujourd'hui), une modification du régime fiscal pour les fonds d'investissement, et une réforme des droits de succession et des donations

Le second projet de loi présenté lors de cette réunion prévoit l'instauration d'un crédit d'impôt en faveur des entreprises actives dans le secteur de l'hydrogène vert. Cette mesure, nécessaire à la concrétisation des grands projets, vise à stimuler les investissements dans cette filière stratégique. Dotée d'une enveloppe de 2,8 Md USD répartis sur dix ans, l'aide sera allouée par un comité interinstitutionnel réunissant des représentants des ministères des Finances, de l'Énergie et de l'Économie. En complément, un fonds dédié, administré par la Corfo, accompagnera le développement de la filière à l'échelle nationale.

Par ces mesures, le gouvernement réaffirme son engagement à développer la filière de l'hydrogène vert et à renforcer la collaboration entre les

¹ La Commission nationale de l'énergie (CNE) a publié son « rapport technique définitif sur la fixation des prix moyens du réseau électrique national », qui traite de cette augmentation en tenant compte d'éléments tels que le cours du dollar, l'IPC, entre autres. [Rex-CNE-N234-2025-aprueba-ITD-PNP-2025-2.pdf](#)

² Le *Gabinete Pro-Crecimiento y Empleo* est une initiative entamée en décembre 2023 au niveau local et en septembre 2024 au niveau national, visant à promouvoir l'investissement public-privé, à stimuler l'économie et à favoriser la création d'emploi. Ce « cabinet » est présidé par le chef

de l'État, et réunit les ministères des Finances, du Travail, des Travaux publics, de l'Économie, des Mines, de l'Environnement, des Sciences et des Transports.

³ L'impôt de première catégorie est un impôt direct appliqué aux revenus des entreprises et des sociétés. Calculé sur les bénéfices nets imposables de l'entreprise, ce taux d'imposition varie selon le régime fiscal choisi par l'entreprise (les contribuables du régime semi-intégré sont imposés à un taux IDPC de 27%, ceux du régime général à un taux IDPC de 25%).

acteurs publics et privés tout en incitant les différents investisseurs du secteur à concrétiser leurs décisions d'investissements. A l'approche de l'élection présidentielle de novembre, il semble toutefois peu probable que le parlement approuve et vote ce projet de réforme dans sa forme actuelle.

Enfin, la ministre des Travaux publics, Jessica Lopez, a dévoilé la première version du Plan national d'infrastructures 2025-2055, lequel prévoit la réalisation de 20 000 projets d'infrastructures publiques financés conjointement par les secteurs public et privé.

PARAGUAY

Conclusion de deux revues de programmes FMI en cours

Le FMI a approuvé la 5^{ème} revue au titre de l'instrument de coordination de la politique économique (ICPE) et la 3^{ème} revue au titre de la facilité de résilience et de durabilité (FRD). Pour rappel, le pays bénéficie de l'instrument ICPE depuis novembre 2022, et de l'instrument RSF depuis décembre 2023. Le premier vise à la mise en place de réformes structurelles pour promouvoir la stabilité de la croissance économique, et le second a pour objectif d'aider à la résilience face aux chocs de long terme, en particulier le changement climatique. Le conseil d'administration du FMI a approuvé l'extension des programmes en cours jusqu'en février 2026.

Dans son communiqué, le FMI a souligné les bonnes performances économiques du Paraguay.

En particulier, l'institution a mis en avant i) la solidité de la croissance économique, qui a atteint 4,2% en 2024, portée par le dynamisme de la consommation privée et de l'investissement, ii) la maîtrise de l'inflation, qui reste contenue dans la fourchette cible de la Banque centrale (3,5% +/- 2pp), iii) la crédibilité de la politique budgétaire, avec un déficit budgétaire en net recul en 2024, pour atteindre 2,6% du PIB (après 4,1% en 2023), iv) le niveau confortable des réserves de change : 9,6 Md USD en 2024, soit 6,1 mois d'importations.

Le Paraguay mise sur l'hydrogène vert pour devenir un leader régional des fertilisants durables

Le Paraguay ambitionne de devenir un acteur majeur de l'hydrogène vert en Amérique latine grâce à l'avancement de deux projets industriels innovants dans le domaine des fertilisants verts. À Villeta, l'entreprise britannique *ATOME Energy PLC* développe une usine d'hydrogène vert avec un investissement de 635 M USD, visant une production annuelle de 260 000 tonnes d'engrais verts dès 2028. A ce titre, ATOME a signé un accord avec l'entreprise mondiale *YARA* pour l'achat de la totalité de la production. À Villa Hayes, la société *ADA Green Hydrogen* porte également un projet de production d'hydrogène vert et d'ammoniac, pour un montant de plus de 100 M USD, avec un début de production prévu en 2028.

Ces projets s'inscrivent dans la stratégie nationale pour l'économie de l'hydrogène vert dans laquelle le Paraguay s'est fixé pour objectif à l'horizon 2030 d'atteindre 1 GW d'électrolyse, de produire 900 000 tonnes d'engrais verts par an, et de remplacer jusqu'à 100% de l'hydrogène gris utilisé industriellement par l'hydrogène vert. Ce document, élaboré par Deloitte Advisory Espagne et financée par la Banque interaméricaine de développement (BID), prévoit un cadre durable, innovant et attractif pour les investissements dans ce secteur et met l'accent sur la création de hubs industriels pour transformer l'hydrogène en produits exportables. Bien que le pays dispose d'une abondance d'énergie électrique renouvelable à faible coût et d'un cadre attractif pour les investissements, des défis persistent, liés à la qualité de service de distribution électrique de l'entreprise publique ANDE et aux coûts logistiques élevés.

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 : 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