

BRÈVES ÉCONOMIQUES

Cône Sud

Argentine, Chili, Paraguay, Uruguay

Une publication du SER de Buenos Aires en collaboration avec le Service économique de Santiago
Du 15 au 29 août 2025

Zoom – Argentine : des incertitudes sur les fronts économiques et politiques provoquent une forte volatilité financière

A deux mois des élections législatives partielles, la volatilité des marchés financiers s'est exacerbée ces dernières semaines. Un premier élément déclencheur a été la suppression au 10 juillet du principal instrument financier de la Banque centrale (BCRA) : les *Letras Fiscales de Liquidez (LEFI)*. Cet instrument avait été lancé en juillet 2024 dans le but d'assainir le bilan de la BCRA, absorbant le stock de liquidités en circulation (après des années de monétisation du déficit budgétaire) en proposant aux banques commerciales des instruments de très court terme à des taux d'intérêt élevés, et transférant le coût de

financement de ces instruments de la BCRA au Trésor. Alors que le taux d'intérêt des *LEFI* était devenu le principal taux directeur de la politique monétaire (dernier taux à 29%), la suppression des *LEFI* visait notamment, selon le gouvernement, à orienter la politique monétaire vers un schéma basé sur le contrôle de la masse monétaire, avec des taux d'intérêts déterminés de manière « endogène » (i.e par le marché). Sur la mise en œuvre pratique de la suppression des *LEFI*, l'idée du gouvernement était d'émettre des bons du Trésor de court à moyen terme (*LECAP* et *BONCAP*), sur lesquels les investisseurs se redirigeraient. Or, sur les près de 15 500 Md ARS (11 Md USD) de *LEFI* détenus par les banques commerciales, seulement 5 500 Md ARS ont été initialement effectivement captés par les émissions du Trésor, laissant 10 000 Md de Peso affluer sur le marché, accentuant ainsi la dépréciation du Peso (-7,6% entre le 10/07 et le 31/07).

La stratégie de taux d'intérêt élevés, liée à la volonté de limiter la dépréciation du Peso et de contrer ses effets inflationnistes, est porteuse de risques. Cette stratégie passe par des vagues successives de hausse des réserves obligatoires à détenir par les banques commerciales à la BCRA (*encajes* – culmineront à 53,5% au 01/09), qui a conduit à une forte hausse des différents taux d'intérêts bancaires de court terme en réduisant la liquidité ; et par la mise en place de taux d'intérêt réels très élevés sur l'endettement souverain de court terme (jusqu'à 76%, contre une inflation projetée à 20/25% g.a en fin d'année). Cette stratégie stimule les opérations de *carry trade* (opération financière où les investisseurs vendent des USD pour profiter des rendements locaux en Peso), mais présente des risques i) sur l'activité (cf. *infra*), la hausse des taux d'intérêt renchérissant le coût du crédit, ii) sur les finances publiques, les émissions souveraines à taux élevés renchérissant la charge d'intérêt, iii) de vulnérabilité à des flux de capitaux internationaux volatils.

Enfin, le parti de J. Milei traverse d'importantes turbulences politiques. L'opposition multiplie l'adoption de dépenses sociales au Congrès auxquelles s'oppose le gouvernement au titre de l'équilibre budgétaire. En réunissant les 2/3 des voix nécessaires, un veto présidentiel a ainsi été renversé à la chambre des députés sur une mesure de revalorisation des aides aux personnes en situation de handicap, dont le coût budgétaire serait compris entre 0,2 et 0,5% du PIB. Plus récemment, le pays a été secoué par une possible affaire de corruption autour de l'Agence nationale du handicap (*ANDIS*). Les remous de cette affaire ont entraîné d'importants reculs sur les marchés actions/obligations, une dépréciation du change, et une hausse du risque pays pour atteindre 850 pts au 26/08 : un plus haut depuis avril 2025.

LE CHIFFRE A RETENIR

850 pts

L'indice risque-pays (JP Morgan) de l'Argentine au 26/08/2025, plus haut depuis avril 2025

Principaux indicateurs macroéconomiques

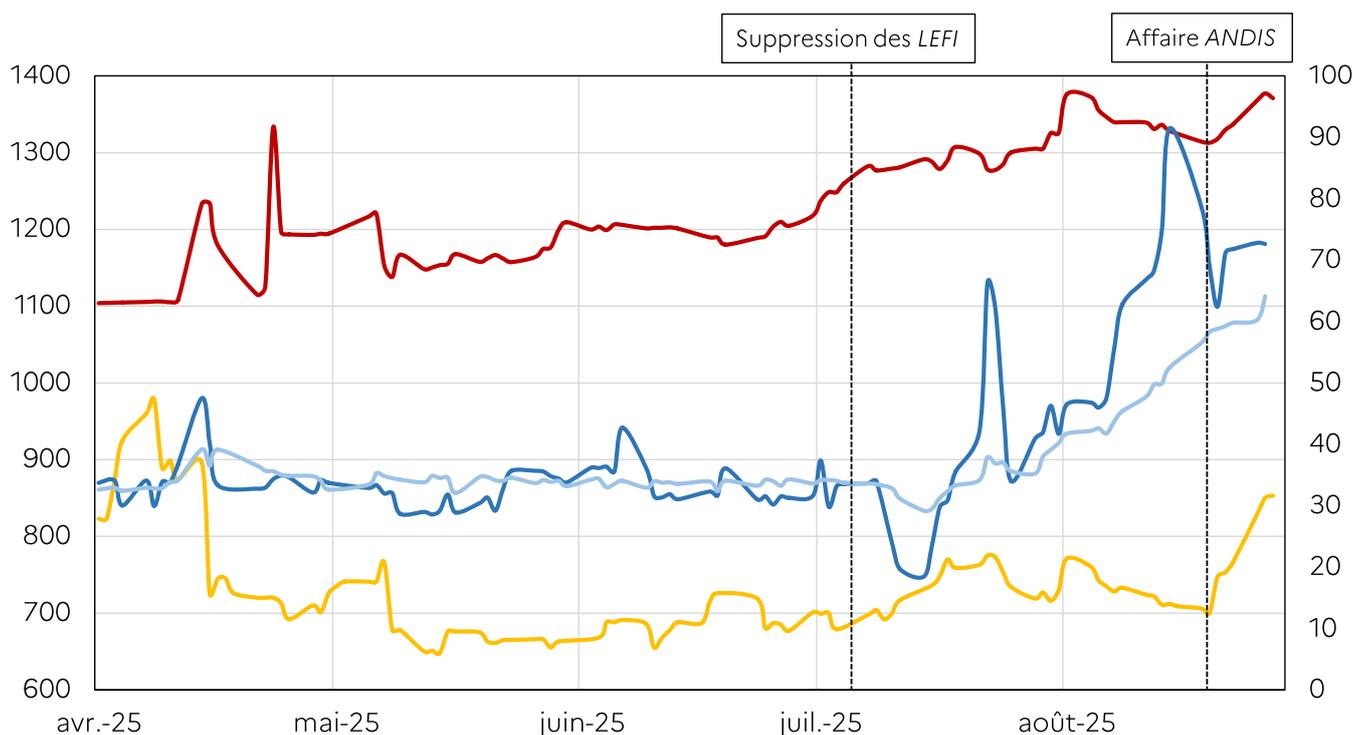
		Argentine	Chili	Paraguay	Uruguay
Derniers chiffres annuels					
Croissance du PIB réel	2024	-1,3%	2,6%	4,0%	3,1%
Inflation (fin de période)	2024	117,8%	4,5%	3,8%	5,5%
Solde budgétaire (% du PIB)	2024	0,3%	-2,7%	-2,1%	-3,2%
Dettes publique (% du PIB)	2024	85,3%	42,0%	45,2%	68,7%
Solde courant (% du PIB)	2024	1,0%	-1,5%	-3,9%	-1,0%
Dettes extérieure (% du PIB)	2024	49,2%	78,0%	34,7%	57,2%
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 : les marchés sont marqués par une forte volatilité ces dernières semaines, attribuable notamment au démantèlement des LEFI et aux soupçons de corruption qui touchent l'exécutif

- Taux de change officiel (ARS/USD, éch.g)
- Risque pays (pts, éch.g)
- Taux interbancaire à court terme (BAIBAR ; %, éch.d)
- Taux sur placement fixe de court terme (TAMAR ; %, éch.d)



Sources : BCRA, Ambito, SER de Buenos Aires

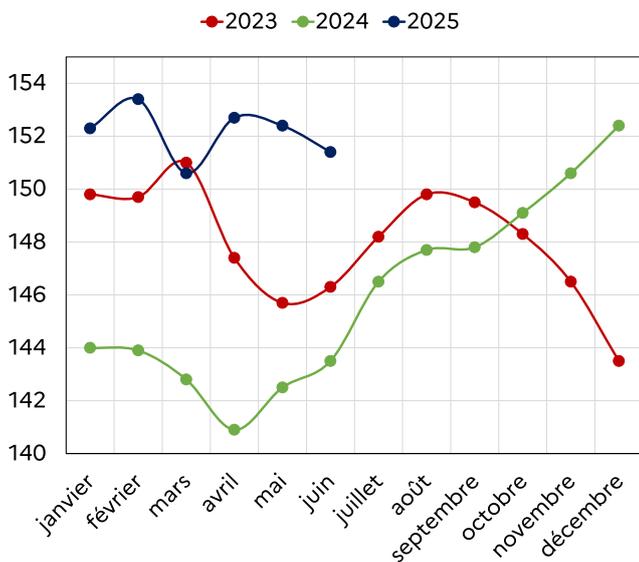
ARGENTINE

Le recul de l'activité en juin confirme le coup d'arrêt du rebond économique

L'indicateur mensuel d'activité économique (EMAE) a affiché une baisse de 0,7% en g.m en juin 2025 (+6,4% en g.a), après une baisse de 0,2% en mai. En variation annuelle, la plupart des indicateurs ont affiché des hausses, en lien avec un important effet de base. Dans le détail, l'activité a progressé dans les secteurs de la finance (+28,7% g.a), du commerce (+11,5%), des mines (+11,0%) ou encore de la construction (+9,9%). A l'opposé, l'industrie piscicole a enregistré une contraction de 74,6% en g.a en juin. En compilant les indices EMAE obtenus entre avril et juin 2025, la croissance du PIB ne serait que de +0,1% g.t au T2 2025, après +0,8% au T1.

Graphique :

Nouveau recul de l'activité au mois de juin, à un rythme plus prononcé qu'en mai (indice EMAE, base 100 en 2004, désaisonnalisé)



Source : INDEC, SER de Buenos Aires

D'autres indicateurs soulignent le faible dynamisme de l'activité économique. Côté demande, l'indice des ventes en supermarché est globalement en stagnation depuis février et demeure inférieur à son niveau de novembre 2023 (de 6,4% en juin 2025), en dépit du recul de l'inflation, illustrant que la consommation des ménages reste à un niveau décevant. Côté offre, le secteur industriel a rencontré des difficultés au mois de juin, avec un indice de production industrielle en berne de 1,2% g.m, et un taux d'utilisation des capacités industrielles toujours

inférieur à 60%. Le secteur est pénalisé par la montée de la concurrence internationale avec les mesures d'ouverture commerciale et la facilité d'accès aux devises. Le secteur touristique rencontre aussi des difficultés : en juillet 2025, les arrivées de touristes ont reculé de 16% sur un an, et les sorties augmenté de 26,5% (-18% et +57% resp. en cumulé sur les 7 premiers mois de 2025), pénalisé par l'appréciation réelle du Peso. Les sorties nettes cumulées sur les 7 premiers mois de l'année ont atteint 5,1 Md de touristes : un plus haut sur l'ensemble de la série de données disponible.

L'activité pourrait continuer de ralentir au S2 2025. Celle-ci serait surtout impactée par les incertitudes économiques et politiques associées aux élections, et par la politique monétaire actuelle qui conduit à une hausse des taux d'intérêt (cf. supra). La hausse des taux a entraîné un ralentissement du crédit suite au renchérissement de son coût, qui était pourtant un important contributeur à la reprise économique. Les perspectives de croissance sur l'année 2025 dans sa globalité restent positives, bien qu'inférieures aux niveaux anticipés : le consensus de marché de la BCRA (enquête de juillet) table sur une croissance de +5,0% (-0,2 pts par rapport à l'enquête de mai), tandis que d'autres économistes anticipent désormais une croissance comprise entre +4 et +5%. Ce niveau élevé de croissance est à associer à un fort effet de base (récessions de -1,9% en 2023 et -1,3% en 2024).

Nouvelle émission obligataire à taux d'intérêt élevés

Les taux d'intérêt (annuels) sur les émissions souveraines réalisées le 27/08 ont atteint jusqu'à 75,7%. Le Trésor faisait face à une échéance de 7 667 Md ARS, et a reçu pour 8 306 Md d'offre, permettant un roulement complet de l'échéance. L'adjudication s'est répartie entre les titres *LECAP* à échéance 1 mois (pour 1 599 Md ARS), *LECAP* à échéance janvier et février 2026 (pour 1 450 Md ARS) et *TAMAR* (pour 4 619 Md ARS). Les taux d'intérêts réels sur ces instruments ont été particulièrement élevés : les *LECAP* à échéance 1 mois ont été émis à un taux d'intérêt annuel de 75,7% (contre une inflation projetée à 20/25% en fin d'année) et les *LECAP* à échéance janvier et février 2026 à un taux d'intérêt mensuel de 3,53% et 3,95% respectivement (contre une inflation mensuelle projetée à moins de 2% en fin d'année).

L'exécutif poursuit ainsi sa stratégie de validation de taux d'intérêt élevés pour l'endettement souverain. Cette stratégie est essentiellement imputable à la volonté d'éviter un décrochage du

Peso qui pourrait par la suite impacter l'inflation, dans un contexte marqué par des pressions à la dépréciation de la devise argentine (*cf supra*).

CHILI

La croissance au T2 s'établit à 3,1% g.a et surpasse les prévisions

La Banque centrale du Chili (BCCh) a publié le 18 août les comptes nationaux pour le T2 2025, et fait état d'une croissance du PIB de 3,1 % en g.a, au-delà des 2,9% prévus dans l'Enquête sur les Anticipations Économiques de juin 2025. Selon la BCCh, cette performance est liée à la reprise de la demande interne (+5,8% en g.a.), particulièrement de l'investissement (+5,6% pour la formation brute de capital fixe) et de la consommation des ménages (+3,1%), portée par la consommation de biens non-durables et de services.

Au niveau sectoriel, l'augmentation du PIB au deuxième trimestre a été soutenue par les services personnels (+5,0% en g.a.), le commerce (+3,9%), la mine (+4,0%) et l'industrie manufacturière (+3,7%).

Au niveau commercial, les échanges de biens et services ont eu un impact négatif sur la croissance du deuxième trimestre malgré la performance des exportations (+5,4%), compensée par la plus forte croissance des importations (+14,6%), notamment de machines industrielles et de transports.

Face à ces bons résultats, le ministère des Finances a confirmé ses prévisions de croissance à 2,5% pour 2025, déjà au-dessus des estimations du marché et des institutions internationales (2,4% pour l'OCDE en juin, 2,0% pour le FMI en juin), et a indiqué que celles-ci pourraient être prochainement réévaluées à la hausse. Cela fait également suite à la réévaluation du taux de croissance de la Cepal pour le Chili en 2025 : de 2,2% en avril à 2,4% en août.

Le FMI renouvelle la ligne de crédit flexible du Chili mais envisage une sortie progressive du mécanisme

Le conseil d'administration du FMI a approuvé le 27 août le renouvellement du programme de ligne de crédit flexible (FCL) de 13,8 Md USD (représentant 600 % de la quote-part du Chili au FMI). Les administrateurs ont soutenu le maintien de l'accès du Chili à un instrument de précaution contre des risques externes latents, mais à un niveau réduit par rapport à la FCL de 2022, en cohérence avec l'amélioration de la situation économique du pays, des perspectives à court

terme et de risques externes moindres dans le scénario central.

Le Conseil a unanimement salué (i) les politiques budgétaire et monétaire fortes, prudentes et de nature à préserver la stabilité macroéconomique du Chili – qui bénéficie en outre de fondamentaux économiques et d'un cadre institutionnel solides – et à accroître sa capacité de réponse aux chocs ; et (ii) l'engagement des autorités à mener à bien des réformes ambitieuses. Dans ce contexte, les autorités chiliennes ont renouvelé leur engagement à considérer cet instrument pour un usage de précaution, à re-examiner le niveau d'accès lors de la revue à mi-parcours, et à préparer une sortie graduelle quand les conditions externes seront réunies.

En effet, l'économie chilienne demeure exposée à des risques baissiers persistants, tant sur le plan domestique (contexte politique), qu'externe (vulnérabilité des comptes extérieurs chiliens aux chocs, malgré une amélioration notable en 2023). La dégradation du contexte international et la montée des risques externes pourraient avoir un effet notable pour cette petite économie très ouverte, particulièrement exposée aux cours du cuivre et à la volatilité des flux de capitaux.

La compagnie aérienne Latam devient la première capitalisation boursière du Chili

Latam Airlines, la plus grande compagnie aérienne latino-américaine, est devenue la première capitalisation boursière à la Bourse de Santiago (14,7 Mds USD), surpassant pour la première fois Banco de Chile (14,5 Mds USD). En termes de valeur d'entreprise (incluant la dette financière nette), Latam reste la deuxième entreprise cotée du pays derrière Quiñenco, maison-mère du groupe Luksic qui contrôle Banco de Chile en partenariat avec Citigroup. Entre juillet 2024 et juin 2025, les actions de Latam ont été les plus échangées, devant l'entreprise minière SQM. Les principaux actionnaires de Latam sont les fonds états-unis Sixth Street Partners et Strategic Value Partners, ainsi que les compagnies aériennes Delta Air Lines et Qatar Airways, et dans une moindre mesure la famille chilienne Cueto.

Pour rappel, Latam était sortie fin 2022 – dans un contexte post-pandémie – du Chapitre 11 du Code des faillites des États-Unis, une procédure de redressement judiciaire permettant la poursuite de l'activité en imposant une restructuration de la dette à l'entreprise. La sortie était alors justifiée par des résultats financiers positifs, des conditions de

refinancements favorables et des programmes de rachat de ses actions.

En 2025, l'indice S&P IPSA reflétant la performance des plus grandes entreprises de la bourse de Santiago a battu à 40 reprises ses records historiques, porté par les bonnes performances de Latam et de Falabella (3^{ème} capitalisation boursière, à 14,5 Mds USD) et par la baisse des taux d'intérêt directeurs de la Fed, améliorant l'attractivité des actions chiliennes.

PARAGUAY

Présentation du projet de budget 2026 maintenant les équilibres

Le ministère de l'Economie a présenté au Congrès le projet de budget pour 2026. Ce budget prévoit une hausse des dépenses de 12%, à 18,9 Md USD (149 200 Md PGY). Le gouvernement indique que cette hausse se répartirait entre les secteurs prioritaires : l'éducation, la santé, la sécurité et la protection sociale. Le programme « zéro faim », qui fournit des repas gratuits à l'école, verrait son budget augmenter de 83 M USD. Selon l'exécutif, ce budget permettrait d'atteindre un niveau de déficit de 1,5% du PIB, soit le niveau plafond défini dans la Loi de responsabilité budgétaire.

Ce projet de budget s'inscrit dans la continuité d'une politique budgétaire prudente. Sur l'année 2024, le déficit budgétaire s'est contracté pour atteindre 2,6% du PIB (après 4,1% en 2023), et reculerait à 1,9% du PIB en 2025. En parallèle, la dette publique reste modérée (44,8% du PIB en 2024), et le FMI estime qu'elle est « soutenable avec une forte probabilité ». **Ce sérieux de la politique budgétaire permet un niveau risque pays parmi les plus faibles d'Amérique latine**, avec un spread (indice EMBI de JP Morgan) à 135pb au 25/08, un niveau de risque pays proche de celui du Pérou (129pb), et inférieur à celui de pays comme le Brésil (196pb) ou le Mexique (248pb). Cette rigueur se traduit par une perception positive des agences de notation: mi-août 2025, l'agence de notation Moody's a maintenu la notation souveraine à Baa3 avec perspective stable, maintenant le pays en catégorie « *investment grade* »

URUGUAY

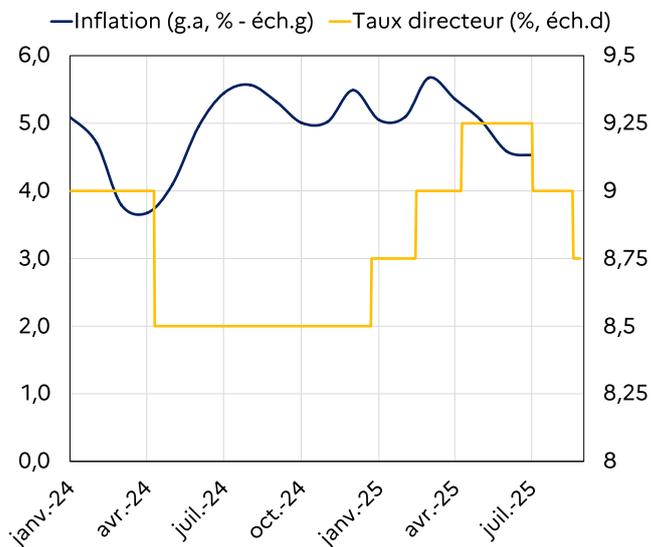
Nouvelle baisse de taux directeur de la Banque centrale à 8,75%

La Banque centrale d'Uruguay (BCU) a abaissé son taux directeur de 25pb, le portant à 8,75%. Ceci constitue une deuxième baisse de taux successive

après celle de juillet, également de 25pb. La politique monétaire uruguayenne est donc dans un cycle d'assouplissement, alors que le début de l'année 2025 avait été marqué par un cycle de resserrement (+75pb entre fin décembre et avril).

Graphique :

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



Source : INE, BCU, SER de Buenos Aires

Cette baisse de taux est à associer à un recul de l'inflation. En juillet, le taux d'inflation a enregistré un 4^{ème} mois consécutif de baisse, pour atteindre 4,5% en g.a (après 4,6% en juin), s'inscrivant ainsi dans le cœur de la fourchette cible d'inflation de la BCU: 4,5% +/- 1,5pp. L'inflation sous-jacente avait également reculé, atteignant 5,3% (après 5,4% en juin). Le recul de l'inflation observé depuis avril 2025 est attribuable à l'appréciation du Peso face au dollar sur le S1 2025: environ +10%, le taux de change nominal oscillant autour des 40 UYU/USD fin août 2025. Les anticipations d'inflation sont bien ancrées: le consensus de marché de la BCU anticipe que l'inflation atteindra 4,5% sur l'ensemble de l'année 2025 (-0,2pp par rapport à l'enquête de juillet), soit le cœur de la fourchette cible de la BCU.

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

Responsables 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