



BRÈVES ÉCONOMIQUES

Cône Sud

Argentine, Chili, Paraguay, Uruguay

Une publication du SER de Buenos Aires en collaboration avec le Service économique de Santiago
Du 5 au 19 décembre 2025

Zoom – Victoire de José Antonio Kast à l'élection présidentielle au Chili : vers une libéralisation accrue de l'économie et une réduction du périmètre de l'État ?

Le 14 décembre, le candidat de droite radicale José Antonio Kast a remporté une nette victoire (58,2% des voix exprimées) au 2^e tour de l'élection présidentielle face à la candidate de la coalition de gauche Jeannette Jara, issue du parti communiste (41,8%). Lors de cette première élection présidentielle avec vote obligatoire, la campagne a été dominée par les thèmes de l'insécurité et de l'immigration, et dans un second temps par le retour à la croissance économique. Le président élu a mis au centre de son projet la mise en œuvre immédiate d'un «gouvernement d'urgence» pendant les 90 premiers jours de son mandat, axé autour de ces trois thématiques.

José Antonio Kast, qui prendra ses nouvelles fonctions le 11 mars 2026, est issu d'un courant économique ultralibéral, et promeut une libéralisation accrue de l'économie dans un pays où la présence de l'Etat est déjà limitée, avec un niveau de dépenses publiques de 23% du PIB en 2024. Le candidat avait d'ailleurs promis une réduction de 6 Mds USD des dépenses publiques pendant ses 18 premiers mois de mandat, mais ses équipes ont reconnu la difficulté de parvenir à ce résultat dans un délai aussi court. Dans le reste de son programme, José Antonio Kast a mis l'accent sur la réduction des procédures et délais d'octroi des permis environnementaux et sectoriels, qui représentent aujourd'hui un frein à l'investissement et un coût en termes de croissance au Chili, ainsi qu'un allègement de la fiscalité des entreprises.

La victoire de José Antonio Kast a été saluée par les grandes banques d'investissement internationales et accueillie favorablement par les marchés, l'indice principal de la bourse de Santiago atteignant un nouveau record au lendemain de l'élection. Pour de nombreux analystes, l'élection de José Antonio Kast devrait se traduire par la mise en œuvre rapide de politiques favorables à la croissance et aux affaires, axées sur la facilitation de l'investissement, la baisse de la fiscalité des entreprises et un contrôle accru sur les finances publiques. Au terme d'une année 2025 exceptionnelle, l'Indice Sélectif des Prix des Actions (S&P IPSA) de la bourse de Santiago a battu un nouveau record historique au lendemain de l'élection, mais a clôturé la journée en baisse de près de 1% à la suite de prises de bénéfices.

Le mardi suivant son élection, le président élu a effectué une première visite en Argentine en compagnie de son conseiller économique Jorge Quiroz et des représentants d'entreprises et de syndicats patronaux chiliens (CPC, Sofofa, BiceCorp, Quiñenco, Cencosud...). Lors de cette visite, il a pu rencontrer le président Javier Milei ainsi que le ministre de l'Économie argentin Luis Caputo. L'économiste chilien-argentin, José Luis Daza, actuel secrétaire d'Etat à l'Economie de l'Argentine, a par ailleurs confirmé avoir été invité à rejoindre le gouvernement du président élu José Antonio Kast, et qu'il évaluerait cette possibilité dans les prochaines semaines.

Toutefois, de nombreux défis se présentent pour José Antonio Kast, qui devra composer avec un Congrès fragmenté dans un pays aux fragilités structurelles importantes. En effet, malgré une large victoire qui donnera au futur président une assise politique forte, le gouvernement ne disposera pas de majorités claires au sein des deux chambres. Dans un pays où la culture du compromis parlementaire est primordiale et que les contre-poids institutionnels restent puissants, les marges de manœuvre de José Antonio Kast pourraient être limitées. Surtout, le Chili est mis au défi de fragilités économiques structurelles pénalisant la croissance potentielle, et qui devront faire l'objet de réformes profondes : productivité en berne et faiblesse de l'investissement dans l'innovation, manque de diversification de l'économie hors du secteur minier, haut niveau d'égalité, marché du travail segmenté et poids de l'informalité dans l'économie, contraintes environnementales et hydrauliques...

LE CHIFFRE A RETENIR

2,2%

L'estimation de la croissance potentielle du Chili (FMI, horizon 2030)

Principaux indicateurs macroéconomiques

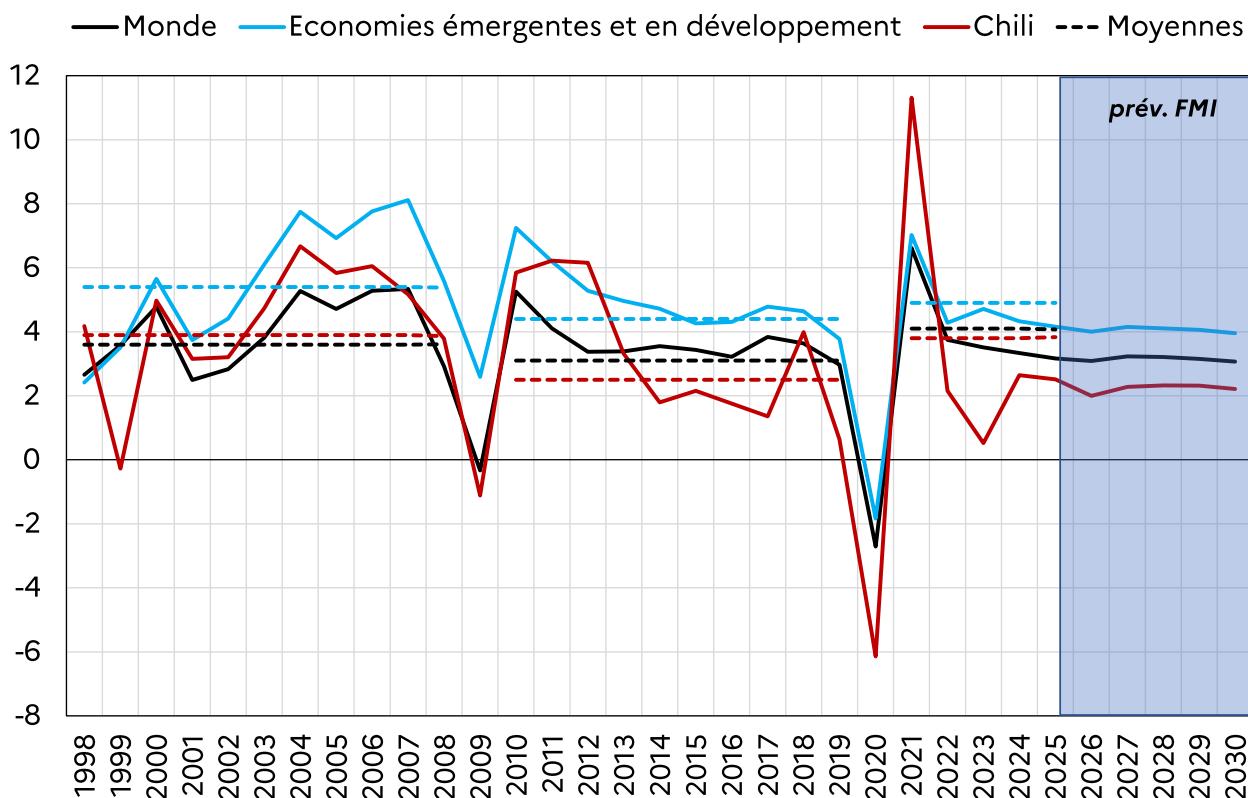
	Argentine	Chili	Paraguay	Uruguay
Derniers chiffres annuels				
Croissance du PIB réel	2024	-1,3%	2,6%	4,2%
Inflation (g.a, fin de période)	2024	117,8%	4,5%	3,8%
Solde budgétaire (% du PIB)	2024	0,3%	-2,8%	-2,6%
Dette publique (% du PIB)	2024	84,7%	41,7%	44,8%
Solde courant (% du PIB)	2024	0,9%	-1,5%	-3,7%
Dette extérieure (% du PIB)	2024	49,0%	74,4%	39,4%
Prévisions et anticipations				
Inflation (g.a, fin de période) - Agents économiques	2025	29,8%	3,9%	4,0%
Croissance du PIB réel - FMI	2025	4,5%	2,5%	4,4%
Croissance du PIB réel - Agents économiques	2025	3,9%	2,4%	4,2%
Croissance du PIB réel - FMI	2026	4,0%	2,0%	3,7%
Croissance du PIB réel - Agents économiques	2026	3,0%	2,2%	4,0%
Pour mémoire				
PIB nominal (Mds USD)	2024	632	330	44
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 : la croissance chilienne

Depuis la fin du super-cycle des matières premières, le Chili affiche une croissance du PIB réel inférieure à la croissance mondiale et celle des pays émergents. La croissance potentielle est également inférieure à celles des pairs.



Sources : FMI (WEO octobre 2025), SER de Buenos Aires

ARGENTINE

La Banque centrale ajuste ses politiques cambiaire et monétaire

Deux éléments centraux figurent dans ces annonces, et seront appliqués au 1^{er} janvier 2026 : i) sur le régime de change, le corridor de fluctuation du taux de change, actuellement fixé à 1000 à 1400 ARS/USD avec élargissement à hauteur de +/- 1% mensuel, verra son rythme d'élargissement mensuel indexé sur l'inflation. La donnée d'inflation utilisée sera la dernière disponible, induisant un décalage de 2 mois entre taux d'inflation g.m et rythme d'élargissement de la bande. Concrètement, en janvier 2026, les bornes de fluctuation du taux de change s'élargiront de 2,5% : le niveau d'inflation de novembre 2025 (cf. *infra*), ii) le lancement d'un programme d'accumulation de réserves de change, qui dépendra du degré de « remonétisation » de l'économie. La BCRA prévoit dans son scénario central une augmentation de la base monétaire de 4,2% du PIB à 4,8% fin 2026, compatible avec l'achat de 10 Md USD de réserves. Ce chiffre pourrait atteindre 17 Md USD en cas de hausse de la demande de monnaie de 1% du PIB.

Les potentielles implications macroéconomiques de ces annonces sont multiples. L'écartement plus important des bandes de fluctuation du taux de change permettra de facto un flottement plus important du Peso, entraînant une meilleure absorption des chocs externes. Le taux de change officiel, qui depuis plusieurs mois est proche du plafond de la bande de fluctuation (à date 1448 ARS/USD vs un plafond à 1519 ARS/USD), pourrait se déprécier davantage, ce qui pourrait entraîner i) une baisse des importations suite au renchérissement de leur coût, permettant une meilleure accumulation de réserves de change, talon d'Achille du programme d'ajustement de l'exécutif, ii) un ralentissement du processus désinflationniste suite à la hausse de l'inflation importée. **Les marchés ont réagi positivement à ces annonces**, avec un indice de risque pays (indice EMBI de JP Morgan) qui s'est établi au 17/12 à 569pb, un niveau qui n'avait pas été atteint depuis près d'un an. La nouvelle politique monétaire et cambiaire sera également **plus favorable à l'atteinte des cibles d'accumulation de réserves prévues par le programme FMI signé en avril**.

Retour de l'Argentine sur les marchés internationaux de la dette

Le 10 décembre, le Trésor argentin a émis une obligation souveraine libellée en USD, une première depuis 2018. Ce titre, le « Bonar 2029 », a

pour échéance novembre 2029, un coupon de 6,5%, et est soumis au régime de droit local (et non international comme la dernière émission de 2018). Le montant total d'émission a atteint 910 M USD. Alors que le signal d'un retour sur les marchés internationaux de la dette est positif, le taux d'intérêt s'est élevé à 9,3%, en ligne avec les anticipations, mais coûteux budgétairement. Le taux d'intérêt est d'autant plus important que des mécanismes visant à stimuler la demande des agents locaux avaient été mis en place (assouplissements des restrictions sur les marchés des changes notamment).

Cette émission visait à couvrir d'importantes échéances de dette externe à venir, dans un contexte de faible accumulation de réserves de change. Le Trésor fera face à d'importantes échéances de dette en devise dans les prochains mois, avec en particulier une échéance de 4,2 Md USD le 9 janvier. Au-delà du retour sur les marchés internationaux de la dette, plusieurs éléments permettront de faire face à cette échéance de paiement, à l'instar de la possibilité de mobiliser la ligne de swap avec le Trésor US (2,5 Md USD déjà activés sur 20 Md USD disponibles), et des opérations d'achats d'USD ces dernières semaines (dont 320 M USD le 15/12, confirmé par le président de la BCRA). Selon la presse locale, un nouveau prêt REPO serait également en cours de négociation.

En effet, l'accumulation endogène de réserves de change reste faible, et éloignée des cibles du programme négocié avec le FMI en avril dernier : il manquerait entre 12 à 15 Md USD pour atteindre la cible de fin décembre 2025 selon la presse locale.

Amélioration de la notation souveraine de l'Argentine par S&P

L'agence de notation S&P a amélioré cette semaine la notation souveraine de l'Argentine d'un cran, passant de CCC à CCC+. Cette amélioration fait suite à celles réalisées par les deux autres grandes agences de notation : Fitch en mai 2025, puis Moody's en juillet 2025. L'agence de notation justifie cette amélioration par la confiance dans la capacité du gouvernement à « avancer dans son programme d'ajustement, notamment dégager des excédents budgétaires et réduire l'inflation, tout en maintenant la croissance économique », saluant également les « récentes étapes permettant l'accès aux marchés des capitaux internationaux ». La notation souveraine de l'Argentine demeure cependant dégradée, encore à 7 crans de la catégorie « *investment grade* », ce que S&P justifie entre autres par « la persistance de vulnérabilités économiques ».

La réforme du marché du travail actuellement débattue au Congrès

Première grande réforme structurelle de la seconde partie du mandat du président Milei, la réforme vise à flexibiliser le marché du travail et réduire l'emploi informel. Un certain nombre de changements significatifs sont prévus :

- **Rémunération**: lancement d'un «salaire dynamique», qui comporterait une partie fixe et une partie liée à la productivité de chaque travailleur; autorisation du paiement en devise étrangère.
- **Temps de travail**: création d'un mécanisme de «banque d'heures» où les heures supplémentaires pourraient être accumulées sur un solde, par la suite utilisable en jours de repos; en cas d'accord mutuel, possible allongement de la durée de travail journalière de 8h à 12h; autorisation de fractionner les vacances, avec un minimum de 7 jours.
- **Formalisation**: création d'un régime d'incitation à la formalisation des emplois (RIFL), avec des baisses de contributions patronales sous certaines conditions.
- **Licenciement**: facilitation des procédures avec une baisse des coûts des licenciements et une simplification des procédures judiciaires.
- **Hiérarchie des accords collectifs**: les accords au niveau «entreprise» auront la priorité sur les accords au niveau «branche d'activité».
- **Limitation du droit de grève** via un élargissement des secteurs dont l'activité est jugée «essentielle».
- **Réduction du pouvoir des syndicats**: obligation d'avoir l'accord de l'employeur pour réaliser des assemblées du personnel au sein ou à l'extérieur de l'entreprise.

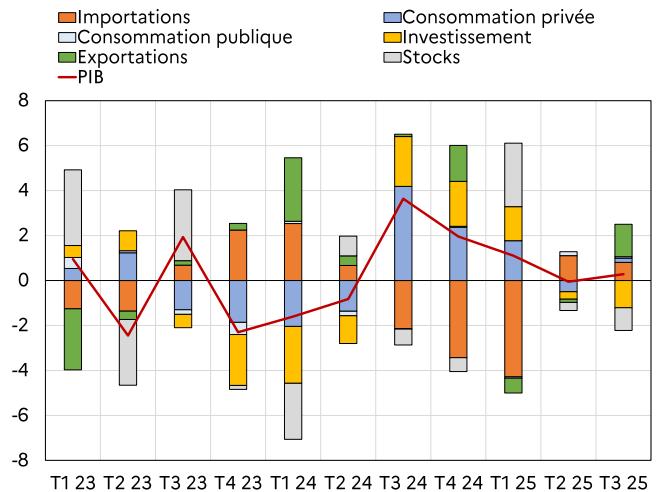
Les implications économiques et l'acceptation sociale de la réforme restent à ce stade incertaines. D'une part, la baisse des coûts employeurs pourrait stimuler la formalisation des emplois, l'informalité restant structurellement forte (40 à 50% des emplois selon les estimations). Toutefois, la facilitation des procédures de licenciement pourrait conduire à une vague de licenciements, dans un contexte où, depuis novembre 2023, 187 400 emplois ont été supprimés dans le secteur privé, et 70 100 dans le secteur public. Une importante journée de manifestations pour protester face au projet de réforme a eu lieu le jeudi 18 décembre.

Hausse du PIB de 0,3% en variation trimestrielle au T3 2025

La progression de l'activité de +0,3% g.t (+3,3% g.a) a permis d'éviter une récession technique, puisque l'activité avait reculé de 0,1% g.t au T2 2025. La

hausse du PIB s'est établie en-deçà des attentes du consensus, la compilation des indicateurs mensuels d'activité (EMAE) laissant présager une croissance de +0,5% g.t. Dans le détail, au T3 2025 l'activité a été portée par le commerce extérieur, avec d'une part une hausse des exportations (+6,4% g.t, contribution de 1,4pp à la croissance du PIB) stimulées par des baisses de taxes à l'exportation (retenciones); et une contraction des importations (-2,7% g.t, contribution de 0,8pp). La consommation privée a également légèrement augmenté (+0,7% g.t), contribuant positivement à la croissance (0,2pp). Toutefois, l'investissement a enregistré un fort recul (-6,0% g.t, contribution négative de 1,2pp), impacté à la fois par les incertitudes pré-électorales et par la remontée des taux d'intérêt bancaires, résultat de la politique monétaire restrictive.

Graphique : PIB (g.t, %) et contributions (pp) – approche par la demande



Sources : INDEC, SER de Buenos Aires

Les prévisions de croissance sont estimées entre 4 et 4,5% pour 2025 et entre 3 et 4% en 2026. Sur l'année 2025, la croissance serait portée par un fort effet de base, après deux années de récession. Le FMI estime qu'elle atteindra 4,5%, contre 4,2% pour l'OCDE et 4,4% pour le consensus de marché. En 2026, la croissance resterait robuste mais ralentirait, à 4,0% selon le FMI, 3,0 % selon l'OCDE et 3,4% selon le consensus de marché. Des révisions à la baisse des prévisions ont eu lieu ces derniers mois, attribuables aux incertitudes pré-électorales et à la persistance d'un haut niveau des taux d'intérêt préjudiciable à la consommation et à l'investissement.

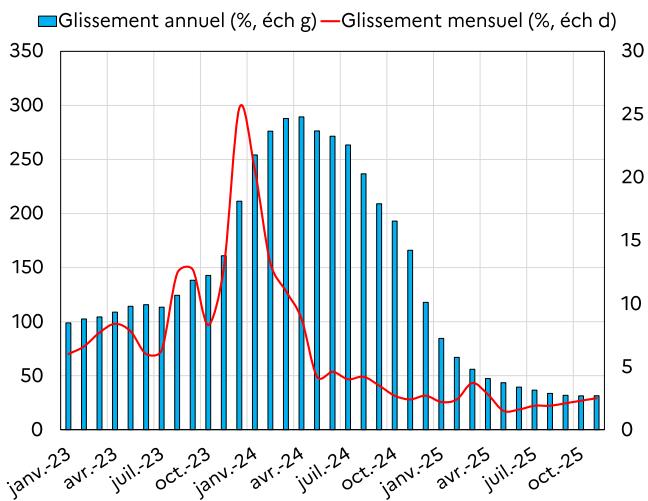
Légère hausse de l'inflation mensuelle en novembre à 2,5%

L'inflation s'est établie à 2,5% en glissement mensuel (g.m), en novembre (après 2,3% en octobre), **son niveau le plus élevé depuis avril**. Le processus désinflationniste se poursuit toutefois

en glissement annuel (g.a), l'inflation n'ayant que légèrement augmenté pour atteindre 31,4% (après 31,3% en octobre). Dans le détail, l'inflation sous-jacente a augmenté de 0,4pp pour atteindre 2,6% en g.m. L'inflation des biens a été stable à 2,3% g.m, tandis que l'inflation dans les services a augmenté de +0,3pp, pour s'établir à 2,9% g.m. L'accélération des prix sur le mois a été tirée par l'inflation des prix régulés (+0,3pp à 2,9%), le mois de novembre ayant été marqué par des ajustements en matière de tarification de l'électricité et du gaz.

Graphique :

En novembre, l'inflation a augmenté pour un 3^{ème} mois consécutif en g.m



Sources : INDEC, SER de Buenos Aires

Les tensions inflationnistes restent jugulées par une série de facteurs, parmi lesquels : i) l'équilibre budgétaire (excédent de +0,3% du PIB en 2024), qui permet de mettre fin au financement par création monétaire du déficit budgétaire, structurellement le vecteur principal de l'inflation dans le pays ii) la politique monétaire qui demeure restrictive (haut niveau de réserves obligatoires à détenir à la BCRA pour les banques commerciales – encajes), bien qu'orientée à l'assouplissement ces dernières semaines, et qui avait entraîné une contraction de la demande intérieure suite au renchérissement du coût du crédit iii) la baisse du degré de transmission d'une dépréciation du change sur les prix (pass-through), pourtant traditionnellement élevé en Argentine. Cette baisse du pass-through s'explique par la hausse de la compétition avec l'ouverture commerciale progressive, un meilleur ancrage des anticipations d'inflation, mais aussi une consommation qui reste atone.

Les modifications de politiques cambiale et monétaire (cf. supra) pourraient entraîner un ralentissement du processus désinflationniste. L'indexation du rythme d'élargissement de la

bande de fluctuation du taux de change sur l'inflation implique de facto une possible dépréciation plus prononcée du Peso, ce qui pourrait se traduire par un renchérissement des coûts à l'importation et *in fine* de l'inflation. La dernière enquête REM de la BCRA de novembre 2025 (en amont donc des annonces de changements de politique monétaire) table sur une inflation qui atteindrait 19,6% g.a fin 2026.

Budget 2026 : adoption en première lecture, rejet d'un chapitre social clé

La Chambre des députés a adopté en première lecture le budget 2026 par 132 voix pour, 97 contre et 19 abstentions. Lors de l'examen article par article, le chapitre XI a toutefois été rejeté (117 pour, 123 contre, 2 abstentions), privant le texte d'un ensemble de mesures sociales et institutionnelles sensibles. Le chapitre XI rejeté prévoyait notamment l'abrogation des lois d'urgence en matière de handicap et de financement des universités, réadoptées par le Congrès en 2025 après veto présidentiel, ainsi que la remise en cause du caractère automatique de certaines allocations familiales, dont l'allocation universelle par enfant. Il incluait également une restriction du dispositif des « zones froides », système de subventions sur les factures de gaz destiné aux régions où le chauffage est indispensable une grande partie de l'année, aux seules zones de Patagonie, Malargüe et la Puna ainsi que des ajouts de dernière minute liés au financement du pouvoir judiciaire.

Les hypothèses macroéconomiques adossées au projet de budget apparaissent optimistes, avec en particulier une croissance et une inflation estimées à respectivement 5 % et 10,1 % en 2026 (vs 4 % et 16,3% selon le FMI). Le projet prévoit en outre 148 Md ARS de dépenses totales, un excédent primaire de 1,2 % du PIB et un excédent budgétaire de 0,3 %. Le projet est désormais transmis au Sénat et, s'il est définitivement adopté, constituerait le premier budget voté sous la présidence de Javier Milei, les deux exercices précédents ayant été exécutés par reconduction du budget antérieur.

CHILI

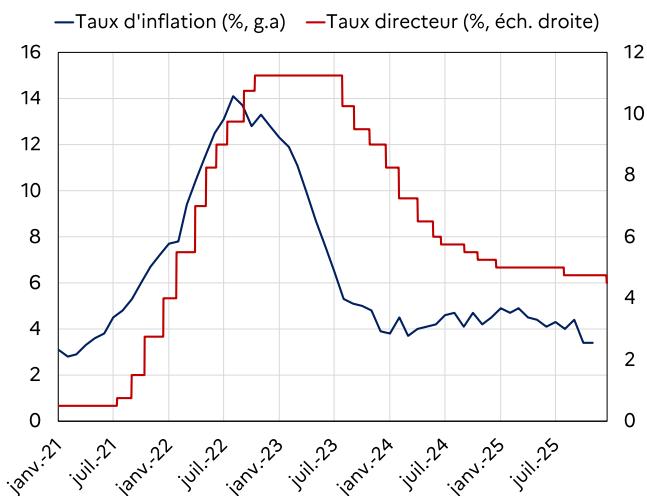
Baisse de taux directeur de la Banque centrale à 4,5%

La Banque centrale du Chili (BCCh) a abaissé son taux directeur de 25pb, le portant à 4,5%. Alors que la BCCh avait abaissé son taux directeur de 11,25% en juin 2023 à 5% en décembre 2024, elle l'avait par la suite seulement abaissé en juillet 2025, à 4,75%. Cette nouvelle baisse de taux directeur de 25pb en décembre était attendue par le consensus

de marché. Pour 2026, le consensus de marché anticipe une seule baisse de taux directeur, ce qui le porterait à 4,25% en décembre 2026.

Graphique :

La BCCh a abaissé son taux directeur dans un contexte de recul de l'inflation



Sources : BCCh, SER de Buenos Aires

Cette baisse de taux directeur est à associer à un contexte de recul de l'inflation. En novembre, l'inflation s'est établie à 3,4% en g.a (0,3% en g.m), en net recul depuis septembre lorsqu'elle avait atteint 4,4%. Elle demeure toutefois supérieure à la cible de la BCCh, fixée à 3%. Le processus désinflationniste est largement attribuable à l'appréciation du Peso face à l'USD, résultat à la fois de l'affaiblissement du USD au niveau mondial, mais également de la hausse des cours du cuivre à l'œuvre depuis mi 2025. Les anticipations d'inflation sont bien ancrées, les prévisions du consensus de marché tablant sur une inflation à 3,0% en décembre 2026.

Niveau inédit depuis 11 ans des projets d'investissements miniers

Selon un rapport de la Commission chilienne du cuivre (Cochilco) publié en décembre, le portefeuille de projets d'investissements miniers au Chili atteindrait un montant de 104,5 Mds USD sur la période 2025-2034, un niveau inédit depuis onze ans. Cette performance (+25,7 % par rapport à 2024) est principalement portée par le secteur cuprifère (89,8 % du portefeuille) et des projets *brownfield* (81,0 %) mais a également été appuyée par les nouveaux projets d'extraction de lithium (4,5 %), issus des accords récemment passés dans le cadre de la Stratégie nationale du lithium. Le projet des *Salares altoandinos*, pour lequel l'entreprise nationale minière (Enami) a choisi comme partenaire le groupe anglo-australien Rio

Tinto, est intégré au portefeuille avec un investissement estimé à 3,2 Mds USD sur la période citée. Ce dynamisme du secteur du lithium pourrait se consolider à moyen-terme, en lien avec la montée récente des prix du lithium et les anticipations de marché qui envisagent la tonne de carbonate à plus de 15 000 USD avant 2029.

Au plan géographique, le nord du pays¹ se consolide comme le cœur minier du pays, concentrant 80,4 Mds USD d'investissements, soit 76,9 % du total. La région d'Antofagasta en particulier se distingue et représente à elle-seule 39,0 % des projets d'investissements du pays sur la période, soit 40,7 Mds USD dont 40,2 dans le secteur du cuivre pour des projets d'expansion, de continuité opérationnelle et de remplacement d'actifs. La seconde région en termes de projets miniers, Atacama, totalise quant à elle 16,9 Mds USD d'investissements projetés (16,3 % du total), dont 10,3 Mds USD dans le cuivre, mais accueille également l'intégralité des projets de lithium (4,7 Mds USD) auxquels s'ajoutent environ 2,0 Mds USD de projets liés à d'autres métaux comme le fer et l'or.

Les projets se répartissent équitablement entre capitaux chiliens (50,1 %) et étrangers (49,9 %), confirmant l'attractivité du secteur minier chilien pour les investisseurs étrangers. Grâce aux groupes BHP, Anglo American ou Rio Tinto, l'Australie et le Royaume-Uni se positionnent comme les premiers investisseurs étrangers potentiels au Chili sur la prochaine décennie, avec respectivement 11,7 % et 11,6 % du portefeuille de projets d'investissements. Le Canada, grâce aux groupes Capstone Copper, Lundin Mining et Teck, occupe la troisième place du classement avec 9,0 % du montant total de projets, suivis par le Japon (7,1 %) et la Suisse (4,9 %), particulièrement actif dans le raffinage, le traitement des minéraux et la fourniture de technologies pour le secteur minier.

La mise en œuvre de cet ambitieux portefeuille nécessitera un suivi particulier, la majorité de ces projets se situant à des phases préliminaires et dans un contexte environnemental et économique contraint. En effet, si 41 % des investissements concernent des projets déjà en cours ou présentant un haut degré de maturité, plus de la moitié (53 %) du portefeuille reste au stade de projet « potentiel » ou « possible », car soumis à d'importantes incertitudes techniques, environnementales ou financières, notamment en matière d'obtention des permis ou de finalisation des études d'ingénierie, de relations avec les communautés locales et de décisions finales d'investissement. Ces projets, devront se concrétiser sur la période 2030-2034, dans un contexte marqué par des contraintes croissantes

¹ Régions de Tarapacá, d'Antofagasta, d'Atacama et de Coquimbo.

sur l'accès à l'eau, à l'énergie et par l'évolution des conditions de marché et des cours des métaux.

Malgré une réduction sur la dernière décennie, le Chili demeure un des pays les plus inégalitaires de l'OCDE

Selon le rapport annuel de la *World Inequality Database*², le niveau d'inégalités au Chili « demeure élevé, mais a nettement reculé depuis 2014 ». Selon les auteurs de l'étude, les 10 % des revenus les plus élevés captaient en 2024 59,5 % de l'ensemble des revenus du pays, contre 8,2 % pour les 50 % les plus modestes. Les disparités en termes de concentration du patrimoine étaient encore plus marquées : les 10 % les plus riches détenaient 69,4 % de la richesse totale, et 36,6 % pour les 1 % les plus riches. À l'inverse, les 50 % les plus pauvres du Chili détenaient 2,6 % du patrimoine national. Pour rappel, le Chili est l'un des pays les plus inégalitaires au monde, et le deuxième plus inégalitaire de l'OCDE (derrière le Costa Rica, mais devant la Turquie, le Mexique ou les États-Unis) avec un indice de Gini de 0,45.

PARAGUAY

S&P relève la note souveraine au « grade d'investissement »

Standard & Poor's Global Ratings (S&P) a relevé le 17 décembre 2025 la note souveraine du Paraguay à BBB-/A-3 (depuis BB+/B), avec perspective stable, marquant l'accès du pays au grade d'investissement chez S&P. Il s'agit de la deuxième reconnaissance de ce type, après Moody's Ratings. S&P a également amélioré son appréciation du risque de transfert et de convertibilité. L'agence met en avant la solidité des politiques macroéconomiques, la stabilité du cadre institutionnel ainsi qu'un profil de croissance robuste, soutenu par l'investissement privé et les flux d'investissement direct étranger, appelés à contribuer davantage à la diversification de l'économie et à l'élargissement de la base exportatrice. Dans ce cadre, S&P anticipe une croissance d'environ 5,4% en 2025, puis autour de 4% en 2026-2027.

Cette décision s'inscrit dans une dynamique déjà engagée. Moody's avait accordé le grade d'investissement (Baa3, perspective stable) le 26 juillet 2024, en soulignant la résilience de l'économie paraguayenne, la discipline macroéconomique et l'essor des investissements,

notamment en infrastructures. Fitch Ratings maintient pour sa part le pays à BB+, avec une perspective positive. Le passage au grade d'investissement chez S&P devrait ainsi élargir la base d'investisseurs, améliorer la perception du risque et, à terme, réduire le coût de financement du souverain, avec des effets potentiels d'entraînement pour les émetteurs privés via l'effet de plafond souverain dans la mesure où les entreprises locales peinent généralement à se financer durablement à des conditions meilleures que celles de l'État : si le spread souverain se resserre, leurs conditions d'émission tendent aussi à s'améliorer.

Promulgation de la loi sur les ENR qui envoie un signal favorable à l'investissement

Le Président Santiago Peña a promulgué le 11 décembre 2025 la loi N° 7599 qui crée un régime de génération électrique à partir de sources renouvelables non hydrauliques, ouvrant la voie à une participation accrue du secteur privé et à une diversification graduelle du mix électrique. Cette norme est présentée comme un levier pour améliorer le climat d'investissement et rendre la matrice énergétique plus diversifiée, compétitive et soutenable.

Le changement le plus structurant tient à l'évolution du cadre de gouvernance : la loi vise à réduire la situation de contrôle quasi total exercée historiquement par l'opérateur public ANDE (Administración Nacional de Electricidad) sur la production et la vente d'électricité, en permettant à des acteurs privés de produire, de commercialiser et de se raccorder au réseau. Cette ouverture est particulièrement significative dans un pays où la structure monopolistique du secteur a été régulièrement critiquée comme un facteur de rigidités et de vulnérabilités, y compris en matière de transparence et d'efficacité.

Sur le plan économique, la loi crée un signal favorable à l'émergence de projets solaires et d'autres technologies, à travers des contrats de fourniture entre acteurs privés, sur un modèle qui a permis l'essor des énergies renouvelables nouvelles en Argentine via des contrats de long terme pouvant aller jusqu'à 30 ans, contre 15 ans auparavant, et des dispositifs de sécurisation des revenus. Elle rejoint aussi les priorités identifiées par l'ANDE, notamment pour le solaire, dans sa planification de long terme telle que définie dans le « Plan Maestro de Generación 2024-2043 ». Le

² [World Inequality Report 2026](#). La *World Inequality Database* (« Base de données sur les inégalités mondiales ») est un outil mis en place par un réseau de chercheurs en économie et coordonné par plusieurs économistes – principalement français – comme Lucas Chancel, Thomas Piketty, Emmanuel Saez ou Gabriel Zucman. Selon son site internet, la

potentiel est réel car le Paraguay ne compte aujourd’hui aucun parc solaire de grande échelle en service et dépend quasi exclusivement de l’hydroélectricité.

La portée concrète de cette réforme dépendra toutefois de la réglementation d’application, des règles de raccordement, des modalités contractuelles et de la capacité du système à absorber de nouveaux producteurs, ce qui peut prendre du temps et ne garantit pas à elle seule l’émergence rapide de projets. Ainsi, les défis restent déterminants pour les investisseurs, que ce soit en termes de qualité et fiabilité du réseau, de sécurité juridique ainsi que de compétences techniques pour développer, exploiter et maintenir des actifs renouvelables à l’échelle industrielle.

URUGUAY

Hausse du PIB de +1,2% en variation annuelle au T3 2025

La croissance du PIB a atteint +1,2% en g.a au T3 2025 (-0,2% en g.t), après +2,1% au T2 (après +3,4% au T1), interrompant une séquence de huit trimestres consécutifs de hausse de l’activité en g.t. Côté demande, la hausse de l’activité a été portée par la consommation finale (+1,9% g.a) et par les exportations (+5,2% en volume). À l’opposé, plusieurs composantes de la demande ont enregistré un recul sur le trimestre, dont l’investissement (formation brute de capital : -8,9% g.a), en lien avec une désaccumulation plus marquée des stocks, malgré une hausse modérée de la formation brute de capital fixe (+1,3%). Les importations ont quant à elles augmenté de +3,0%, contribuant négativement à l’activité. Côté offre, l’activité a été soutenue par le commerce, l’hébergement et la restauration (+5,4%), les services financiers (+3,0%) et le secteur électricité, gaz et eau (+2,2%). Les services (santé, éducation, activités immobilières et autres) ont progressé de +0,8%, tout comme le transport et stockage (+0,4%). À l’opposé, la construction a reculé de -3,1%.

Les perspectives de croissance restent bien orientées pour l’année 2025, mais l’amélioration du potentiel de croissance reste un défi. La croissance est attendue à 2,5% par le FMI, contre 2,2% pour le consensus de marché de la Banque centrale (enquête novembre 2025). Cela fait suite à une croissance de 3,1% en 2024. L’amélioration du potentiel de croissance constituera un défi : le taux de croissance annuel moyen n’a été que de 1,3% sur la dernière décennie, en-deçà du niveau de certains pairs régionaux (2,4% pour le Pérou, 2,0% pour le Chili).

NGE finalise le rachat de Saceem et renforce son ancrage dans les infrastructures

NGE a finalisé le rachat de Saceem le 9 décembre 2025 pour un montant, selon la presse, de 45 M USD, confirmant son implantation durable en Uruguay et son ambition de se renforcer sur les marchés d’infrastructures du Cône Sud. Cette opération permet à NGE d’intégrer un acteur uruguayen de premier plan, disposant d’un historique reconnu, d’équipes locales expérimentées et d’un portefeuille de références sur des projets structurants. Pour NGE, l’intérêt est double : consolider une base opérationnelle locale et disposer d’une plateforme capable de répondre rapidement à des appels d’offres, en mobilisant une connaissance fine du marché, des sous-traitants et des pratiques contractuelles du pays. L’intégration de Saceem porte l’effectif international de NGE à environ 5 800 personnes, avec un objectif annoncé d’atteindre 1 Md EUR de chiffre d’affaires international à l’horizon 2028.

Sur le plan industriel, l’intégration de Saceem doit élargir la capacité de NGE à se positionner sur des chantiers complexes et à forte intensité d’ingénierie, dans un environnement où la qualité d’exécution, le respect des délais et la maîtrise des risques contractuels sont déterminants. À court terme, les enjeux sont ceux d’une intégration réussie, d’une continuité des opérations, de la conservation des compétences clés, de l’harmonisation des méthodes et de la sécurisation du pipeline commercial. À moyen terme, l’opération peut accroître la visibilité du groupe auprès des donneurs d’ordre uruguayens et régionaux et faciliter une stratégie de développement sur des projets liés aux réseaux, à la logistique et aux investissements d’infrastructures prioritaires pour le pays.

La CAF approuve un financement de 1 Md USD dans les transports, la cohésion sociale et le climat

La CAF (Banco de Desarrollo de América Latina y el Caribe) a approuvé un financement de 980 M USD en faveur de l’Uruguay. L’opération est structurée en quatre volets : i) 250 M USD pour le programme « Más Barrio », qui combine développement urbain, amélioration de l’habitat et sécurité citoyenne, avec des interventions dans 21 zones prioritaires et une estimation d’environ 70 000 bénéficiaires directs en première étape ; ii) 300 M USD pour transformer le système de transport public de l’aire métropolitaine de Montevideo, projet visant 1,86 million d’habitants et adossé à la

création d'une Agencia del Sistema de Transporte Metropolitano ; iii) 130 M USD pour un programme d'infrastructures au bénéfice des 19 départements, exécuté par la Corporación Nacional para el Desarrollo ; et enfin iv) 300 M USD sous forme de ligne de crédit contingente.

Sur le plan financier et de gestion des risques, la ligne contingente de 300 M USD est présentée par la CAF comme un instrument préventif permettant un accès rapide à des ressources en cas de besoins imprévus de liquidité liés à des chocs externes susceptibles de perturber l'accès aux marchés de capitaux, tout en appuyant la stratégie de gestion de la dette publique. Jusqu'à 50 % de cette ligne, soit 150 M USD, peut être mobilisé pour répondre à des événements climatiques extrêmes. Dans l'ensemble, le paquet combine donc un objectif de modernisation des services urbains, une logique de cohésion sociale et un volet de résilience face aux chocs, dont la mise en œuvre reposera sur une coordination étroite entre administrations nationales, acteurs territoriaux et mécanismes de suivi des projets.

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@dgtrésor.gouv.fr