

BRÈVES ÉCONOMIQUES

Cône Sud

Argentine, Chili, Paraguay, Uruguay

Une publication du SER de Buenos Aires en collaboration avec le Service économique de Santiago
Du 1 au 15 août 2025

Argentine : vers un ralentissement de l'activité économique au S2 2025 ?

La forte récupération de l'économie argentine, à l'œuvre depuis mi-2024, semble marquer le pas à mi-année 2025. Après une récession plus faible qu'attendue l'an passé (-1,7 %), portée par le rebond en seconde partie d'année (+3,9% g.t au T3 2024 puis +2,0% au T4 24) permise par le recul de l'inflation, l'économie argentine croit désormais à un rythme plus lent. Le PIB n'a augmenté que de +0,8% au T1 2025 et les dernières données disponibles laissent envisager un ralentissement de l'activité au T2, avec un recul de 0,1% g.m de l'indicateur mensuel d'activité économique en mai.

LE CHIFFRE A RETENIR

1,9%

Le taux d'inflation en variation mensuelle en juillet 2025

Côté demande, certaines données pointent un essoufflement de la reprise de la consommation des ménages, à l'instar des ventes en supermarché (-1,2% en mai, niveau inférieur de 7,3% à novembre 2023), la consommation de certaines catégories de ménages souffrant de salaires réels qui – bien qu'en reprise grâce au recul de l'inflation (*cf. infra*) – restent à des niveaux faibles. C'est le cas des salariés du secteur public, avec un niveau de salaire réel qui, en juin 2025, demeure inférieur de 14% à son niveau de novembre 2023 (salaire moyen total supérieur de 2,6%). **Côté offre, l'économie croît à deux vitesses** : certains indices affichent une croissance robuste, notamment les secteurs de production de matières premières, intensifs en facteur capital (+3,3 g.m en juin pour le secteur minier). A contrario, la construction stagne (+0,9%) et reste à un niveau dégradé en raison de la mise à l'arrêt de l'investissement public. Surtout, **le secteur manufacturier est en recul** (-1,2% g.m et un taux d'utilisation des capacités industrielles toujours inférieur à 60%). Les secteurs du tourisme et de l'hôtellerie-restauration affichent aussi des difficultés : les arrivées de touristes ont baissé de 18,5% en g.a sur le S1 2025. Ces derniers secteurs, intensifs en facteur travail, sont moins dynamiques qu'attendu, souffrant du ralentissement de la hausse du pouvoir d'achat et d'une compétition internationale accrue. En effet, les importations connaissent un rebond spectaculaire (+35% g.a au S1 2025), avec l'appréciation du Peso et les mesures d'ouverture commerciale et de la facilitation de l'accès aux devises. Cette situation contribue à fragiliser le secteur industriel national.

Si la croissance reste attendue à un niveau élevé sur l'ensemble de l'année 2025 (+5,5% selon le FMI), c'est avant tout grâce à un important effet de base, alors que l'activité pourrait s'essouffler au S2. Le consensus de marché de la BCRA a ainsi réduit ses perspectives de croissance sur -0,4 pts au S2. Si la lutte contre l'inflation, priorité des autorités, continue à porter ses fruits, avec une hausse des prix de seulement 1,9 % g.m en juillet (alors que la dépréciation du ARS/USD a atteint -10,3% sur le mois) elle se réalise au prix d'une politique monétaire très restrictive. Les taux d'intérêt réels se sont envolés, afin de i) maintenir la quantité de pesos dans l'économie réelle, ii) faciliter le refinancement de la dette en monnaie locale en proposant des rendements obligataires très élevés et iii) contenir la dépréciation du change (via un *carry-trade* avantageux). En conséquence, le crédit, qui était l'un des contributeurs majeurs de la récupération économique, a commencé à fortement ralentir compte tenu du renchérissement de son coût. Alors que les élections législatives d'octobre approchent et que la volatilité des marchés pourrait s'accroître, la priorité donnée à la stabilité cambiale et des prix internes pourrait accélérer la dualité sectorielle de la dynamique de reprise argentine. Les secteurs extractifs et exportateurs (énergie, mines) devraient continuer à porter la croissance tandis que des secteurs plus exposés à la concurrence internationale (notamment l'industrie mais aussi le tourisme), mais plus intensifs en facteur travail, pourraient continuer à ralentir, accroissant les risques de destruction d'emplois.

Principaux indicateurs macroéconomiques

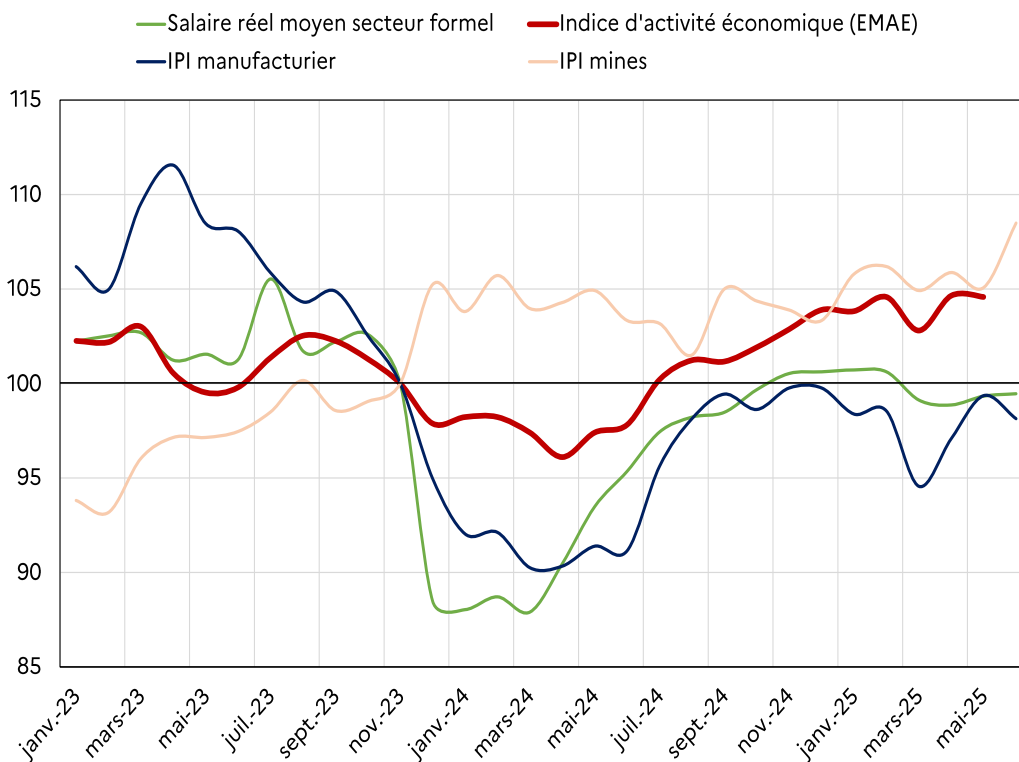
		Argentine	Chili	Paraguay	Uruguay
Derniers chiffres annuels					
Croissance du PIB réel	2024	-1,3%	2,6%	4,0%	3,1%
Inflation (fin de période)	2024	117,8%	4,5%	3,8%	5,5%
Solde budgétaire (% du PIB)	2024	0,3%	-2,7%	-2,1%	-3,2%
Dettes publique (% du PIB)	2024	85,3%	42,0%	45,2%	68,7%
Solde courant (% du PIB)	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 : évolutions du salaire réel moyen du secteur formel et de différents indicateurs d'activité

Alors que le salaire réel moyen formel n'a toujours pas retrouvé son niveau de novembre 2023, les indices d'activités connaissent des évolutions hétérogènes



Sources : INDEC, SER de Buenos Aires

ARGENTINE

Le Président Milei annonce vouloir instaurer une règle d'or budgétaire

L'exécutif a essuyé un revers au Congrès après que la Chambre des députés a approuvé deux projets de loi augmentant les dépenses publiques. Ces projets prévoient une hausse du financement universités et la déclaration d'un Etat d'urgence pour l'hôpital pédiatrique Garrahan. Le coût budgétaire de ces deux mesures serait limité à environ 0,15% du PIB. Après avoir réussi, la semaine passée, à opposer son veto à l'augmentation des retraites et des prestations sociales, J. Milei devrait de nouveau s'opposer à ce vote du Congrès. Pour renverser un veto présidentiel, l'opposition devra réunir 2/3 des votes des deux chambres.

Pour pérenniser l'équilibre budgétaire, le Président souhaiterait instaurer une règle d'or budgétaire. Présentée dans une allocution télévisée, la mesure viserait d'une part à interdire le financement par création monétaire du déficit, et d'autre part à pénaliser l'approbation de budgets en déficit. L'excédent budgétaire – de 0,3% du PIB en 2024 (après un déficit de 5,4% en 2023) – reste la pierre angulaire du programme d'ajustement de l'exécutif, permettant de mettre fin *de facto* à la monétisation du déficit budgétaire, principal vecteur de l'inflation en Argentine. Pour mémoire, la cible d'excédent primaire que le gouvernement s'est fixée est de 1,6% du PIB en 2025.

Toutefois, le gouvernement a récemment adopté des mesures de réduction des recettes fiscales. Après avoir annoncé fin juillet la baisse permanente des droits d'exportations sur certains produits agricoles, le gouvernement a supprimé, la semaine dernière, les droits d'exportations sur certains produits miniers. Cette mesure concerne les minéraux métalliques et non métalliques, certaines pierres précieuses et semi-précieuses, des combustibles minéraux et métaux tels que le cuivre, l'étain, le zinc et le plomb. Elle vise à stimuler l'investissement tout en renforçant la compétitivité du secteur minier argentin, dont les exportations pourraient être multipliées par 4 d'ici 2030 selon les prévisions du Secrétariat aux mines. Néanmoins, le lithium et l'argent continueront de se voir imposer des droits d'exportation de 4,5%.

Le CA du FMI approuve la première revue du programme adopté en avril

Cette approbation du Conseil d'administration (CA) du FMI permet le déboursement de 2 Md USD additionnels. Pour rappel, le gouvernement

argentin avait signé le 11 avril un nouveau programme (le 23^{ème}) avec le Fonds, de 20 Md USD sur 4 ans, dont 12 Md USD de décaissement initial. Le FMI a accordé une dérogation aux autorités sur la cible d'accumulation de réserves de change qui a été manquée d'environ 2 Md USD. L'institution a justifié cette décision par le bon déroulement du programme sur plusieurs indicateurs i) cambiale : avec la réussite de la flexibilisation du régime de change (passage d'un régime d'arrimage glissant à un régime à bande glissante) et de la levée partielle du contrôle des changes (*cepo*), ii) budgétaire, avec un excédent primaire cumulé de 0,8% du PIB en mai, supérieur de 0,1% du PIB à la cible du FMI, iii) monétaire avec une inflation toujours en baisse, à 36,6% en g.a en juillet, et attendue par les services du FMI entre 20 et 25 % d'ici la fin de l'année.

Bien que les exigences sur l'accumulation de réserves de change aient été assouplies, l'atteinte de la nouvelle cible de fin d'année restera un défi.

La cible d'accumulation de réserves nettes à atteindre en décembre 2025 a été revue à la baisse de 5 Mds USD, passant de 2,4 Md USD à atteindre à -2,6 Md USD. La cible pour fin 2027 reste toutefois inchangée, à 22,9 Md USD. Bien qu'assouplie, la cible de fin 2025 reste ambitieuse (entre 5 et 7 Md USD seraient à accumuler), ce qui s'explique notamment par i) les incertitudes pré-électorales, périodes traditionnellement marquées par une hausse de la dollarisation en Argentine, et alors que les restrictions d'accès aux devises pour les personnes physiques ont été levées dans le cadre du programme FMI. Les achats nets de devises par les particuliers ont déjà atteint 9,3 Md USD sur le T2 2025, un niveau qui n'avait pas été atteint depuis le T2 2018, ii) la saisonnalité agricole, le T3 étant un trimestre de moindre récolte, et donc de moindre exportation iii) les importations qui devraient rester solide, stimulées par les mesures d'ouverture commerciale et un Peso fort.

Total Energies cède sa participation dans deux blocs pétroliers et gaziers à l'entreprise argentine YPF

L'entreprise argentine YPF a annoncé l'acquisition le 6 août, pour 500 M USD, de la participation de TotalEnergies dans deux blocs à Vaca Muerta.

Cette vente, qui s'inscrit dans la stratégie de gestion du portefeuille de TotalEnergies, lui permet de valoriser une partie de ses actifs en se concentrant sur le développement de ses participations clés dans le bassin de Neuquén et en Terre de Feu. Les concessions cédées, valables jusqu'en 2051, sont en phase de développement pilote et recèleraient des réserves de pétrole de 25

000 barils/jour et de gaz. TotalEnergies a rappelé son engagement en Argentine, où le groupe opère de nombreux autres actifs (hydrocarbures et ENR).

Avec ce rachat, YPF détient 45 % des deux blocs de l'opération pétrolière, aux côtés de Shell (45 %) et de la société provinciale Gas y Petróleo del Neuquén (G&P) (10 %). Ce rachat s'inscrit dans la stratégie d'expansion d'YPF à Vaca Muerta, déjà renforcée en 2024 par l'acquisition, pour 327M USD, des parts d'ExxonMobil et de Qatar Energy dans le bloc Sierra Chata, où elle contrôle 54 %, en partenariat avec Pampa Energía. L'acquisition de La Escalonada, riche en pétrole brut de première qualité, contribuera à accroître la production actuelle d'YPF et à renforcer le développement du hub nord de Vaca Muerta. Quant au bloc de Rincon La Ceniza, gisement de gaz humide, il représente pour YPF un fort potentiel stratégique pour le développement de son projet Argentina GNL.

Carrefour évalue ses actifs argentins et recherche un partenaire

Selon la presse argentine, Carrefour a confié à Deutsche Bank l'évaluation de ses actifs argentins et l'identification de partenaires ou acheteurs potentiels. Selon l'entreprise, cette stratégie s'inscrit dans le cadre d'un plan de restructuration à l'échelle mondiale. Avec un chiffre d'affaires annuel de 6 Mds USD et plus de 17 000 employés, Carrefour est le premier distributeur du pays. Selon la presse argentine, Carrefour rechercherait prioritairement un partenaire, afin pouvoir préserver sa présence dans le pays.

De nombreux candidats potentiels, auraient déjà manifesté leur intérêt. Selon la presse argentine, cette liste inclut des acteurs locaux majeurs du secteur de la grande distribution tels que GDN, La Anónima et Coto, l'enseigne espagnole Día et la Chambre de commerce pour le développement en Argentine et des pays d'Asie du Sud-Est (Cedeapsa), regroupant les supermarchés chinois, qui auraient fait une offre pour reprendre une partie des enseignes. Des investisseurs argentins sont aussi cités, comme Newsan, Grupo One, le fonds Inverlat ou Mercado Libre. Enfin la presse évoque l'intérêt d'investisseurs étrangers, comme le fonds d'investissement américain Klaff Realty LP, déjà présent au Brésil et en Uruguay.

CHILI

Décès de six travailleurs dans la plus grande mine souterraine du monde

Un séisme a déclenché un important effondrement le 31 juillet dans la mine d'El Teniente entraînant la mort de six travailleurs et faisant neuf blessés. Le séisme a provoqué un effondrement au niveau -7 de la section Andesita, à une profondeur de 900 mètres, dans un secteur encore en construction et où le minerai n'est pas encore extrait (projet lancé en 2021 pour un montant d'investissement de 1,24 Md USD, étendant de 50 ans la durée de la mine).

Malgré la vaste opération de sauvetage, aucun des six mineurs coincés n'a survécu. Cette mine n'avait pas connu de tragédie de cette ampleur depuis mars 1990, lorsqu'une explosion de roches avait fait six morts sur le même site souterrain, au niveau -6. L'industrie minière au Chili est pourtant considérée comme l'une des plus sûres au monde, avec en place une réglementation drastique.

La ministre des mines a immédiatement suspendu l'exploitation et le président chilien a décrété un deuil national de 3 jours, plusieurs enquêtes et audits sont en cours. Le 11 août, sur la base des informations transmises par la direction du travail et le Sernageomin, la ministre des mines a autorisé la reprise des opérations dans 8 des 12 secteurs actifs de la mine. **L'entreprise publique Codelco a indiqué l'arrêt de l'exploitation avait engendré une perte d'exploitation de près 30 000 tonnes, soit un manque un gagner de près de 300 millions USD.**

Un pas de plus vers l'égalité de genre dans le secteur privé

Le 11 août, le président a promulgué la loi visant à accroître la participation des femmes dans les conseils d'administration. Après 3 ans de débats, le congrès avait approuvé cette loi en juillet par 59 voix pour, 48 contre et 3 abstentions. Au Chili, les femmes représentent 39,6% des emplois dans les grandes entreprises, et seulement 25,6% occupent des fonctions d'encadrement et 22% siègent dans les conseils d'administration (CA).

La loi établira à terme un quota maximum de 60% de membres du même sexe dans les CA des sociétés anonymes. A l'heure actuelle dans le pays, 54 % des CA sont exclusivement masculins, 45 % mixtes et seulement 1 % exclusivement féminins.

Sa mise en application se fera progressivement, le quota passant de 80% les trois premières années à 70% la quatrième année puis 60% d'ici 7 ans. Un comité de conseil composé d'acteurs privés et

publics pour accompagner les entreprises dans l'exécution de la loi. La Commission du Marché Financier (CMF) sera chargée d'évaluer le respect de cette norme six ans après sa publication et pourra, en cas de non-respect des indicateurs prévus par la loi, appliquer un quota obligatoire à titre transitoire pendant quatre ans.

Les entreprises devront justifier publiquement leur décision d'adopter ou non la suggestion relative au quota de genre. Un mécanisme de reconnaissance sera mis en place dans le système des marchés publics pour les sociétés qui adoptent de manière anticipée le quota suggéré, en les mettant en avant comme promotrices de l'égalité des sexes. Ces indicateurs pourront être considérés comme un critère supplémentaire à l'évaluation technique réalisée dans le cadre des appels d'offres.

Nouveau programme pour accumuler des réserves de change

La Banque centrale du Chili (BCCh) a annoncé le 5 août 2025 le lancement d'un nouveau programme visant à l'accumulation de réserves de change. Dans le détail, le programme s'étale sur une durée de 3 ans, avec un objectif d'accumulation de 18,5 Md USD, et une accumulation journalière pouvant grimper jusqu'à 25 M USD. Les achats quotidiens de devises, réalisés par la BCCh, se feraient avant l'ouverture des marchés et au taux de change officiel. Le programme sera révisé tous les six mois.

Les réserves de change restent confortables, bien qu'inférieure à la métrique ARA du FMI. Fin 2024, les réserves de change brutes atteignaient 44,4 Md USD, représentant 83% de l'indicateur d'adéquation des réserves du FMI (ARA metric), inférieur donc au niveau recommandé de 100%. Toutefois, en mois d'importations, les réserves restent très supérieures au seuil d'alerte du FMI de 3 mois, représentant 7 mois d'importations.

Un carburant d'aviation a été produit à partir de plastiques

L'Université de Concepción a mis au point une technologie pour transformer en carburant d'aviation des déchets plastiques non recyclables (comme le polypropylène, le polyéthylène et le polystyrène). Bien qu'ayant une empreinte carbone moins importante qu'un kérosène classique, il ne peut pas être considéré comme un carburant durable (Sustainable Aviation Fuel – SAF) puisque produit à partir de plastique (et non de biomasse ou d'hydrogène).

Ce projet s'inscrit dans la feuille de route SAF du Chili lancée en 2024 et permet de valider

partiellement un des deux objectifs principaux, à savoir « la production du premier litre de SAF sur le territoire national au cours des trois prochaines années ».

Ce carburant devrait être significativement moins cher à produire que les biocarburants (facilité d'intégration dans les raffineries existantes sans nécessité de modifications coûteuses) mais la phase d'industrialisation est encore loin d'être validée, une décision qui sera entre les mains du prochain gouvernement. Même si l'OACI ne reconnaît pas ce carburant comme un SAF, **cette technologie offre néanmoins une solution efficace pour valoriser de grands volumes de plastiques difficiles à recycler mécaniquement, réduisant ainsi les déchets et les émissions de CO2.**

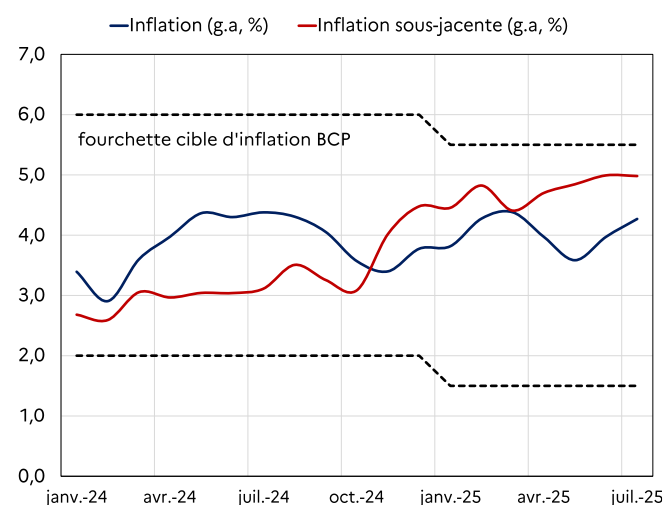
PARAGUAY

Hausse de l'inflation à 4,3% en glissement annuel en juillet

Le taux d'inflation a atteint 4,3% en juillet en g.a, après 4,0% en juin. En glissement mensuel, les prix ont augmenté de 0,4% (après avoir été stables en juin). Dans le détail, la Banque centrale du Paraguay indique que l'inflation des biens a atteint 4,7% en g.a, avec une inflation alimentaire à 6,3%. L'inflation dans les services a quant à elle atteint 3,8%. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) est restée inchangée en juillet, atteignant 5,0%.

Graphique :

Légère hausse de l'inflation, qui reste toutefois contenue dans la cible de la BCP



Source : BCP, SER de Buenos Aires

En dépit de cette hausse, l'inflation demeure contenue dans la cible de la Banque Centrale (3,5% +/- 2pp), et ce depuis plus de 2 ans. Les pressions

inflationnistes étant maîtrisées et les anticipations d'inflation bien ancrées, la BCP a laissé son taux directeur inchangé depuis mars 2024, à 6%. Pour l'ensemble de l'année 2025, le FMI prévoit que l'inflation atteindrait 3,7%, contre 4,0% pour le consensus de marché de la BCP.

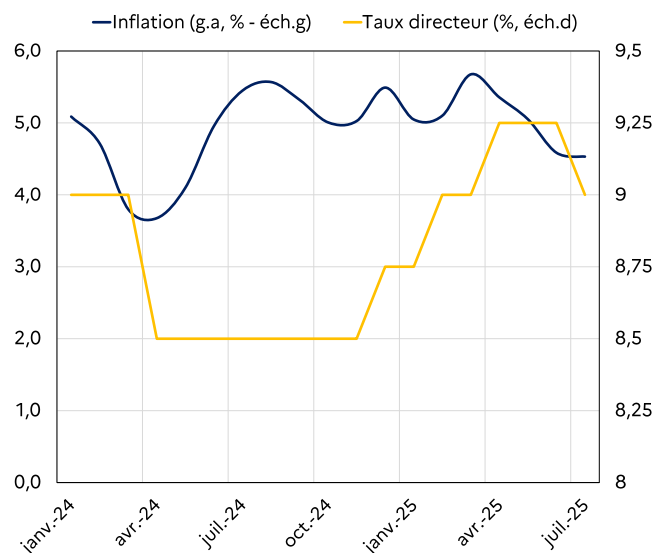
URUGUAY

Nouvelle baisse de l'inflation, à 4,5% en variation annuelle en juillet

Le taux d'inflation a enregistré un 4^{ème} mois consécutif de baisse en juillet, en s'établissant à 4,5 en g.a, après 4,6% en juin. L'inflation sous-jacente a reculé, pour atteindre 5,3% (après 5,4% en juin). L'inflation mensuelle a quant à elle atteint +0,1%. Les principaux contributeurs à l'inflation mensuelle ont été l'alimentation (0,08 pts) et l'hôtellerie restauration (0,04 pts), tandis que l'immobilier (-0,07 pts) et l'habillement (-0,05 pts) ont contribué négativement.

Graphique :

L'inflation est en baisse depuis le début du T2 2025, conduisant la BCU à abaisser son taux directeur



Source : INE, BCU, SER de Buenos Aires

Ce contexte de baisse de l'inflation a conduit la Banque centrale d'Uruguay (BCU) à abaisser son taux directeur de 25 pb lors de sa dernière réunion de politique monétaire. Pour rappel, tout en restant dans la fourchette cible de la BCU (4,5% +/- 1,5pp) l'inflation était repartie à la hausse à partir de mi 2024, pour grimper jusqu'à 5,7% en g.a en mars 2025, ce qui avait conduit la BCU à reprendre un cycle de resserrement monétaire (+75 pb entre novembre 2024 et avril 2025, 3 hausses de taux), portant le taux directeur à 9,25%. Le recul de

l'inflation observé depuis avril 2025 est largement attribuable à l'appréciation du Peso face au dollar sur les premiers mois de l'année: environ +9% entre janvier et juillet, oscillant autour des 40 UYU/USD début juillet. C'est dans ce contexte que la BCU a donc abaissé son taux directeur en juillet, pour le porter à 9,0%. Sur l'année 2025 dans son ensemble, le FMI table sur une inflation qui atteindrait 5,5%, contre 4,7% anticipé par le consensus de marché dans l'enquête de juillet de la BCU (-0,3 pts par rapport à l'enquête de juin).

Préparation du budget national 2026-2030

En juillet, le gouvernement et le Congrès des maires ont conclu un accord fixant à 4 Mds USD les transferts financiers du gouvernement national vers les départements ces 5 prochaines années, soit 800 M USD/an en moyenne. Ce dialogue s'inscrit dans le cadre de la préparation du budget national pour la période 2026-2030, que le gouvernement devra soumettre au Parlement d'ici le 31 août prochain. La constitution uruguayenne prévoit la détermination du montant total des ressources attribuées aux gouvernements départementaux, dont le pourcentage a été fixé à 3,33% du budget national pour cet exercice, calculé sur la base de recettes fiscales estimées à 26,2 Mds USD. Ces fonds seront destinés à la décentralisation, à l'entretien des routes, au développement du pays, aux incitations pour les municipalités et aux subventions pour l'éclairage public. L'accord met l'accent sur la transparence, la bonne gestion et la réalisation de projets locaux.

Il prévoit des ressources spécifiques pour renforcer la gestion locale, avec la création d'un Fonds d'investissement stratégiques de 80 M USD pour la période 2027- 2029, dont 45 M USD destinés à l'aire métropolitaine et 35 M USD au reste du pays. L'accord prévoit l'augmentation de la part départementale du Fonds de développement intérieur (FID) à 45% dès 2026 (+40 M USD sur cinq ans), et la redéfinition des critères de répartition du Fonds d'incitation à la gestion des municipalités (FIGM).

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