

ARGENTINE

23

À LA RECHERCHE D'UN SECOND SOUFFLE

L'économie argentine a échappé à la récession grâce au soutien des exportations. La politique budgétaire est restrictive et le restera et l'inflation a réaccélééré au cours des derniers mois. La croissance devrait ralentir en 2026 avant de rebondir en 2027. Fort du renforcement de son parti lors des élections de mi-mandat d'octobre 2025, le président Milei espère faire passer ses réformes structurelles à marche forcée. Grâce à l'appui du FMI, du Trésor américain et de grandes banques internationales, les réserves de change se sont reconstituées et la prime de risque a sensiblement baissé. Cependant, les réserves restent encore faibles au regard du service de la dette en dollars pour les deux années à venir. Le secteur de l'IA ne contribue pas encore à la croissance mais il contribue au développement du secteur minier. La préservation de l'environnement pourrait en faire les frais.

LES EXPORTATIONS AGRICOLES ET LE SECTEUR MINIER ONT PERMIS D'ÉVITER LA RÉCESSION

L'économie argentine a finalement échappé à la récession que les indicateurs conjoncturels laissent craindre. L'indicateur d'activité en termes d'offre de l'institut statistique national (INDEC), très bon proxy du PIB, a fortement bondi de 1,8% en décembre par rapport à novembre après un effritement au cours des deux mois précédents. La croissance de cet indice a néanmoins été divisée par deux passant de 6,1% sur un an au S1 2025 à 2,7% au S2 2025.

Sur l'ensemble de 2025, la croissance du PIB réel ressort à 4,4% grâce à une forte progression du secteur agricole (+10,6%) et des services financiers (+26,8% après -3,3% en 2024), le dynamisme de ces derniers étant probablement lié à la levée du contrôle des changes. L'activité industrielle a progressé d'un modeste 1,6% et le secteur de la construction de 5,5% grâce à un fort effet d'acquis positif fin 2024-début 2025.

Sur la deuxième partie de l'année, la production industrielle a reculé et l'activité dans la construction a stagné. La consommation des ménages, qui s'était redressée entre avril et septembre, s'est probablement contractée, le glissement sur un an des ventes au détail en termes réels étant redevenu négatif. L'inflation a réaccélééré en moyenne par mois de 1,7% de mai à août 2025 à 2,5% de septembre à janvier. Sur un an, elle est légèrement remontée à 32,4% en janvier. Seules les exportations sont restées dynamiques (+16% sur un an en volume au T4). Celles de produits agricoles primaires non transformés (25% du total des exportations) affichent une augmentation spectaculaire de plus de 47% au S2 2025 par rapport au S2 2024 (en dollars courants comme en volume), conséquence de la bonne récolte, de la stabilisation des prix et de la baisse permanente des taxes à l'exportation sur les principales matières premières agricoles exportées. Les exportations de produits miniers (12% des exportations totales) ont également contribué au soutien des échanges commerciaux à la croissance. Sans les exportations, le PIB se serait contracté au deuxième semestre.

DES PRÉVISIONS OFFICIELLES TRÈS OPTIMISTES

Un ralentissement de la croissance en 2026 est l'hypothèse la plus probable, avant une ré-accélération en 2027 sous réserve d'une reprise de la désinflation, de la pésification de l'épargne des entreprises et ménages argentins et d'investissements directs plus importants dans l'économie réelle.

Quatre raisons à cela :

1/ Les salaires nominaux n'ont pas totalement rattrapé l'inflation cumulée depuis la fin 2024, ce qui devrait continuer de peser sur la consommation des ménages.

2/ La politique budgétaire va rester restrictive.

1 Le rejet de certaines coupes budgétaires par le Parlement, le revers électoral de La Libertad Avanza, le parti du président, aux élections partielles dans la région de Buenos Aires début septembre et l'incertitude sur l'issue des élections de mi-mandat d'octobre ont également joué.

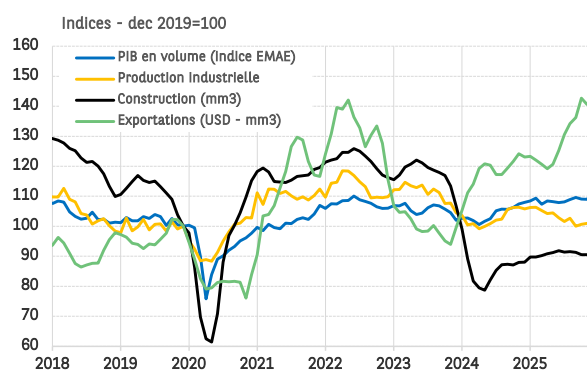
PRÉVISIONS

	2023	2024	2025e	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	-1,9	-1,3	4,4	2,5	3,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	133,5	219,9	41,9	28,0	14,0
Solde budgétaire, % du PIB	-4,4	0,3	0,2	-0,5	-0,3
Dette publique, % du PIB	155,4	82,9	78,2	70,9	66,9
Solde courant, % du PIB	-3,2	0,9	-2,2	-1,7	-2,1
Dette externe, % du PIB	44,6	43,7	46,6	49,5	51,6
Réserves de change, mds USD	19,0	24,4	32,6	43,0	44,5
Réserves de change, en mois d'imports	2,5	3,7	3,7	4,6	5,6

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

ACTIVITÉ MAINTENUE GRÂCE AUX EXPORTATIONS



GRAPHIQUE 1

SOURCES : INDEC - ISAC - BNP PARIBAS

3/ L'abandon de l'instrument des taux d'intérêt au profit de l'ancrage au taux de change dans la conduite de la politique monétaire et de change peut générer une forte volatilité des taux d'intérêt interbancaires, comme cela fut le cas sur la deuxième partie de 2025¹.

4/ Malgré l'assouplissement du régime de change et le dynamisme des exportations, la dégradation de la balance des paiements laisse suspecter une sur-évaluation du taux de change réel et donc un risque de dépréciation du peso, qui viendrait notamment alimenter l'inflation.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Néanmoins, le FMI et la banque mondiale restent très optimistes sur les perspectives de croissance, attendue à 4% en 2026 et 2027.

Il y a probablement deux raisons à cela. Premièrement, le renforcement du parti du J. Milei lors des élections de mi-mandat d'octobre 2025 a donné un second souffle au président et son gouvernement. Ce dernier a réussi à faire adopter le budget 2026 en décembre (ce qui n'avait pas été le cas des deux précédents) et imposer sa réforme du marché du travail. Deuxièmement, le soutien financier du trésor américain et de grandes banques américaines ont permis de lever les inquiétudes sur le remboursement de la dette obligataire en dollars du Trésor argentin, lequel a pu honorer son échéance importante de janvier. En conséquence, la prime de risque pays (mesurée par le CDS *spread* ou le *spread* EMBI) s'est réduite à 530 points de base pour le CDS *spread* 5 ans, un plus bas depuis 2018.

Mais les prévisions officielles supposent une nette accélération dès le T1 2026, hypothèse incertaine à ce stade.

POLITIQUE BUDGÉTAIRE : ORTHODOXIE MAINTENUE

L'orthodoxie budgétaire s'est maintenue en 2025 ; le budget de l'État a dégagé un nouvel excédent primaire (+1,4% du PIB) quoiqu'un peu moins important qu'en 2024. La réduction des dépenses primaires (qui représentent 18,1% du PIB en 2025) a été un peu moins sévère qu'en 2024 (-0,4 point de pourcentage de PIB contre près de -7 pp en 2024). Parallèlement, les recettes (15,9% du PIB) ont diminué de 1 point de PIB avec la suppression de la taxe PAIS² et la réduction/ suspension de taxes à l'exportation. La charge d'intérêts s'étant réduite à seulement 1,2% du PIB, le solde budgétaire total est ressorti très légèrement excédentaire.

Pour 2026, l'objectif pour le gouvernement est de maintenir le surplus primaire au moins au même niveau qu'en 2025, ce qui suppose des réductions de dépenses supplémentaires pour compenser l'augmentation des pensions d'invalidité et des transferts votés par le parlement et la baisse éventuelle de taxes sur les entreprises dans le cadre de la réforme du marché du travail. Le dérapage budgétaire sera cependant limité³.

À l'issue de la deuxième revue du FMI, une tranche de USD 1,1 md pourrait être débloquée. J. Milei et son ministre des Finances jugent que la prime de risque actuelle reste bien trop élevée au regard des évolutions budgétaires. L'émission d'obligations internationales en dollars US est de ce fait pour l'instant suspendue. Une amélioration de la balance des paiements est encore nécessaire.

SOUTIEN FINANCIER EXTÉRIEUR TOUJOURS NÉCESSAIRE

Le solde courant est redevenu déficitaire en 2025, d'environ 15 milliards de dollars. Parallèlement, les sorties nettes de capitaux des ménages et entreprises non financières se sont encore élevées à USD 33 mds cumulés d'avril à décembre, en partie en raison de la levée du contrôle des changes (Cepo) pour les ménages et partiellement pour les entreprises. Malgré cela, les réserves de change ont pratiquement doublé par rapport à leur point bas de la mi-avril 2025, atteignant presque USD 46 mds début février. Mais elles évoluent par palier uniquement grâce au soutien financier du FMI (déblocage de USD 14 mds en avril 2025 puis de USD 2 mds à l'issue de la première revue du plan, tirage de DTS début 2026) et à celui de banques internationales (prêt de USD 3 mds début janvier 2026).

Le FMI devrait une fois de plus accorder une dispense pour non-respect de l'objectif d'augmentation de réserves internationales nettes. Les réserves de change restent faibles au regard du service de la dette en dollars du gouvernement fédéral et de la Banque centrale (USD 15 mds encore d'ici la fin de l'année et USD 29 mds en 2027).

Grâce aux interventions du Trésor américain et la décision début 2026 d'indexer le peso sur l'inflation, ce dernier s'est stabilisé et tangente plus la borne basse de sa bande de fluctuations. Toutefois, malgré le ralentissement de la croissance en 2026, le compte courant devrait rester déficitaire, ce qui alimentera le débat sur la sur-évaluation du taux de change. Malgré une dépréciation de 16% contre le dollar US en 2025, le taux de change effectif réel est au même niveau qu'avant la dévaluation de décembre 2023.

IA : UN SOUTIEN FUTUR À LA CROISSANCE MAIS UN RISQUE POUR L'ENVIRONNEMENT

D'après les estimations d'Oxford Economics, la part des exportations liées à l'intelligence artificielle est insignifiante (environ USD 300 mn sur un total de USD 87 mds d'exportations de marchandises en 2025) et, de surcroît, probablement surestimée⁴. Le nombre de *data centers* est encore faible (29 contre 197 pour le Brésil) et, rapporté à la population, le nombre de brevets déposés en relation avec l'IA est, en cumulé depuis le début des années 2010, 3 fois moins élevés qu'au Brésil. Comparé au Brésil, le nombre de *data centers* est, entre autres, limité par la production d'électricité. Le déficit relatif de brevets reflète à la fois celui de la ressource en main-d'œuvre qualifiée dans le domaine de l'IA et, toujours relativement au Brésil, une stratégie gouvernementale moins volontariste pour développer ce secteur.

C'est *a priori* par le développement du secteur minier que l'IA contribuera à soutenir la croissance en Argentine dans les prochaines années, notamment pour satisfaire les besoins en cuivre et métaux critiques comme le lithium. Les investissements exploratoires, en particulier d'extraction du cuivre et du lithium se sont multipliés de la part de grandes entreprises du secteur (Rio Tinto, Glencore, McEwen Copper, Galan Lithium). Le pays compte, à différents stades d'avancement, 71 projets liés au lithium et 35 au cuivre. Les projets miniers ont été relancés par le programme d'incitation aux grands investissements (RIGI) lancés fin 2024 par le gouvernement. C'est d'ailleurs dans ce cadre que OpenAI a annoncé, en collaboration avec des investisseurs argentins, le projet Stargate, un méga centre de données d'intelligence artificielle en Patagonie. L'investissement total dépasserait USD 25 milliards.

Il existe toutefois un risque environnemental au développement du secteur minier. Un projet du gouvernement modifiant la loi de 2010 protégeant les glaciers a ainsi été déposée.

Achévé de rédiger le 27 février 2026

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com

² Taxe pour une Argentine inclusive et solidaire supprimée en novembre 2024 qui consistait en un acompte sur les importations.

³ La charge d'intérêts n'inclut pas les intérêts capitalisés des titres à court terme en pesos. S'ils étaient comptabilisés, la charge d'intérêts serait d'environ 2,4% du PIB et le budget serait alors en déficit d'environ 1% de PIB.

⁴ L'estimation repose sur la nomenclature de l'OMC qui couvre les composants explicitement utilisés pour faire fonctionner les programmes d'IA mais aussi les matières premières et matériel électrique et électronique susceptibles d'être utilisés par les programmes IA mais pas exclusivement. Le champ de l'OMC surestime donc *a priori* les exportations uniquement liées à l'IA. Pour l'Argentine, 87% des exportations correspondent à des postes de la nomenclature qui ne font pas explicitement référence à l'IA.

