

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

LES TEXTES DE CETTE PUBLICATION ONT TOUS ÉTÉ ACHEVÉS DE

RÉDIGER LE 27 FÉVRIER 2026 ET NE TIENNENT PAS COMPTE DES

RÉPERCUSSIONS DES ATTAQUES MILITAIRES EN IRAN.

“ LES PAYS ÉMERGENTS QUI POSSÈDENT DES RESSOURCES STRATÉGIQUES – MÉTAUX CRITIQUES, CAPACITÉS DE PRODUCTION DE SEMI-CONDUCTEURS – SONT DEVENUS DES ACTEURS INCONTOURNABLES DE L’ESSOR DE L’INTELLIGENCE ARTIFICIELLE (IA). CEUX QUI SONT BIEN POSITIONNÉS DANS LES CHAÎNES D’APPROVISIONNEMENT DE L’IA DISPOSENT, À LA FOIS, D’UN MOTEUR DE CROISSANCE ET D’UN ATOUT GÉOPOLITIQUE MAJEUR. ”

ÉTUDES **ECO**NOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d’un monde
qui change

SOMMAIRE

2

ÉDITORIAL

3 L'essor de l'intelligence artificielle : des opportunités stratégiques pour les pays émergents

NOTE THÉMATIQUE

6 Pays émergents : intelligence artificielle et électricité

PANORAMAS RÉGIONAUX

8 Perspectives régionales

INDICATEURS CLÉS

10 Les indicateurs clés des pays émergents

CHINE

11 L'innovation et l'IA moteurs de développement économique

INDE

13 La croissance est solide mais l'IA est une source de risque

MALAISIE

15 Croissance solide, très exposée au marché des semi-conducteurs

HONGRIE

17 De bonnes perspectives économiques malgré les incertitudes électorales

POLOGNE

19 La locomotive de la région

TURQUIE

21 Une croissance un peu moins déséquilibrée

ARGENTINE

23 À la recherche d'un second souffle

BRÉSIL

25 Entre deux eaux

CHILI

27 Transition politique et défis structurels du secteur minier

MEXIQUE

29 En attendant l'accord USMCA

AFRIQUE DU SUD

31 Résilience face aux tarifs douaniers étatsuniens

ARABIE SAOUDITE

33 Maintenir le cap de la diversification malgré les déficits jumeaux

**BNP PARIBAS**

La banque
d'un monde
qui change

L'ESSOR DE L'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE : DES OPPORTUNITÉS STRATÉGIQUES POUR LES PAYS ÉMERGENTS

Les pays émergents qui possèdent des ressources stratégiques – métaux critiques, capacités de production de semi-conducteurs – sont devenus des acteurs incontournables de l'essor de l'intelligence artificielle (IA). Ceux qui sont bien positionnés dans les chaînes d'approvisionnement de l'IA disposent, à la fois, d'un moteur de croissance et d'un atout géopolitique majeur. Les économies industrialisées d'Asie, qui produisent plus de 85% des puces électroniques exportées dans le monde, sont les plus à même de tirer profit de l'expansion de la demande en IA. Cet avantage les expose néanmoins à une éventuelle correction du boom technologique. Les pays d'Amérique latine producteurs de minerais critiques essentiels à l'IA détiennent, quant à eux, un levier stratégique, mais ils devront nouer des partenariats et attirer des investissements étrangers pour renforcer leur place dans les chaînes d'approvisionnement. Qu'ils fournissent des minerais ou des puces, ces pays sont tous exposés aux risques liés à la concentration des principaux acteurs de l'IA dans un contexte de fortes tensions géopolitiques. Enfin, l'Europe centrale mise sur une main d'œuvre qualifiée et des plans ambitieux pour utiliser l'IA comme levier de développement économique.

PAYS ÉMERGENTS ET IA : DES POSITIONNEMENTS VARIÉS

Les positionnements des pays émergents vis-à-vis de l'IA sont très divers : qu'il s'agisse de leur capacité à innover, à financer et à adopter les technologies ; de leur sensibilité aux effets de l'IA sur la productivité et sur l'emploi ; ou de leur position dans les chaînes d'approvisionnement. Ces dernières constitueront en 2026, comme en 2025, le principal canal de transmission des effets de l'essor du secteur de l'IA aux économies émergentes. De fait, en 2025, la très forte augmentation des investissements dans les technologies, et dans l'IA en particulier, a tiré la demande mondiale de produits électroniques et d'autres biens liés au développement de l'IA. Cela a largement soutenu les exportations et la croissance économique des pays producteurs de matières premières critiques et, surtout, de biens manufacturés à forte valeur ajoutée. Il s'agit d'un facteur important qui explique la bonne performance de la croissance moyenne des économies émergentes en 2025 (estimée à 4,3%, stable par rapport à 2024).

Pour le moment, l'impact de l'expansion de l'IA sur la croissance des économies émergentes (hors Chine) passe donc principalement par les effets d'entraînement des investissements dans les infrastructures physiques de l'IA. Même si on s'attend à une adoption de l'IA plus rapide que pour les innovations précédentes, son impact sur la productivité ne pourra se matérialiser qu'après un (long) temps de diffusion de la nouvelle technologie, à condition que des investissements en capital physique et humain facilitent son adoption (renouvellement des équipements, réorganisation des processus de production, formation, etc.).

Parmi les pays émergents, les pays asiatiques les plus développés, la Chine, les pays baltes et d'Europe centrale sont les mieux positionnés pour déployer et utiliser l'IA, d'après les « indices de préparation à l'IA » (AIPI) établis par le FMI. Viennent ensuite la Turquie et les pays du Moyen-Orient. La capacité moyenne des pays d'Amérique latine et, surtout, d'Afrique subsaharienne (ASS) à utiliser l'IA est beaucoup plus limitée (l'indice AIPI moyen pour l'ASS est de 0,34). Voir le graphique 1.

UN NET AVANTAGE DANS LES CHAÎNES D'APPROVISIONNEMENT

Dans l'ensemble, si les pays émergents sont moins bien placés que les pays avancés pour tirer profit de l'adoption de l'IA et de sa diffusion (l'indice AIPI moyen des pays du G7 est de 0,72), ils sont mieux positionnés dans les chaînes d'approvisionnement de l'IA. Celles-ci englobent les activités liées aux industries des puces (conception, fabrication et assemblage), équipements et autres matériels électroniques, ainsi qu'aux infrastructures de l'IA (telles que les supercalculateurs et les centres de données). Ces secteurs sont extrêmement gourmands en capitaux, en énergie (cf. page 6), en eau et en minerais. Ils sont également devenus hautement stratégiques.

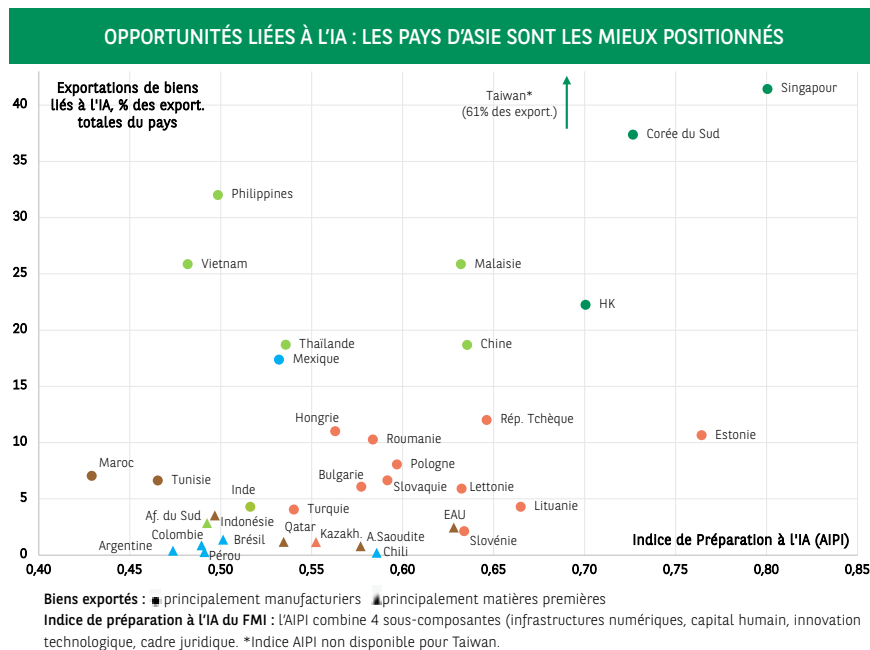
Par conséquent, les pays bien positionnés dans les chaînes de l'IA – essentiellement les producteurs de métaux critiques, d'électricité, et de semiconducteurs de pointe – disposent à la fois d'un moteur de croissance et d'un atout géopolitique. Cet avantage devrait se consolider à court terme, si on suppose que le boom des investissements réalisés dans les centres de données et d'autres infrastructures d'IA se poursuivra. Actuellement, les investissements envisagés en 2026 par les quatre principaux acteurs du secteur aux États-Unis (Amazon, Microsoft, Meta, Google) s'élèvent à USD 620 mds, soit quatre fois le montant de 2023 et une hausse de 60% par rapport à 2025. Ces investissements tireront la demande mondiale de semiconducteurs, dont le marché devrait croître de +26% en 2026 (après +22% en 2025), selon les prévisions de l'organisation World Semiconductor Trade Statistics.

Pour évaluer le positionnement des pays dans les chaînes d'approvisionnement, nous utilisons les données d'exportations de « biens facilitateurs de l'IA » ou « bien liés à l'IA », estimées par Oxford Economics et basées sur la nomenclature de l'OMC. Celle-ci conduit à une estimation large des exportations de biens liés à l'IA. En effet, elle inclut les matières premières, les produits chimiques, les équipements, les semiconducteurs et les autres matériels électriques et électroniques utilisés dans l'IA, mais aussi ceux « susceptibles d'être utilisés » dans l'IA (donc éventuellement aussi dans d'autres applications). Pour 2025, le total de ces exportations de « biens liés à l'IA » est estimé à USD 3300 mds, soit environ 12% des exportations mondiales de marchandises. Les semiconducteurs et autres composants électroniques constituent environ 70% du total, les équipements 25%, et les matières premières et produits chimiques moins de 5%. Ce dernier chiffre, qui peut surprendre, contraste avec le caractère stratégique des matériaux critiques nécessaires à l'IA mais s'explique par les quantités finalement très réduites qui sont utilisées.

LA CHINE TALONNE LES ÉTATS-UNIS DANS LA COURSE À L'IA

L'IA est devenue un terrain d'intense compétition entre la Chine et les États-Unis. Pour Pékin, le secteur de l'IA est au cœur de sa stratégie visant à étendre la suprématie technologique de la Chine au niveau mondial et à renforcer sa sécurité nationale. Sur le plan intérieur, l'IA constitue aussi un élément central de la stratégie économique des autorités (cf. la note *Chine de ce numéro d'EcoPerspectives*, page 11). L'innovation, le développement de l'IA et son déploiement généralisé dans le pays doivent stimuler les gains de productivité et soutenir la croissance, à un moment où la Chine ajuste les moteurs (expansion du secteur manufacturier exportateur vs. dépendance moindre au secteur immobilier et à l'investissement financé par endettement) et connaît un déclin démographique. Le pays est d'ailleurs relativement bien positionné pour adopter l'IA. L'indice de « préparation à l'IA » du FMI confirme cette position : il est de 0,64 pour la Chine contre 0,46 pour les économies émergentes et 0,68 pour les économies avancées.





Dans la course à l'IA, la Chine comble son retard rapidement face aux États-Unis grâce à des investissements et des efforts d'innovation massifs. Les États-Unis conservent leur avance dans la puissance de calcul et la conception des puces les plus performantes, et contrôlent la vente de ces puces (Nvidia) à la Chine. De son côté, la Chine développe des modèles de plus en plus puissants, et est devenu un leader dans les modèles *open source* et la collecte et la gestion de données. Elle est présente sur presque toute la chaîne de valeur et contrôle l'offre de matériaux critiques. La rivalité et la course à la suprématie technologique entre la Chine et les États-Unis seront des facteurs déterminants de l'évolution (et du découplage) des chaînes de production à moyen terme.

LES PAYS INDUSTRIALISÉS D'ASIE: PREMIERS BÉNÉFICIAIRES

Les pays industrialisés d'Asie occupent une place de choix dans la chaîne d'approvisionnement de l'IA, étant donné la spécialisation de leur base d'exportations dans les semiconducteurs et autres biens de haute technologie. Plus de 85% des exportations mondiales dans le secteur des semiconducteurs¹ et 65% des exportations mondiales de biens « liés à l'IA »² proviennent des pays d'Asie. Voir les graphiques 2 et 3.

Cette spécialisation leur a largement profité au cours des derniers mois. Si la croissance solide du commerce mondial en 2025 a été généralisée (hausse des exportations totales estimée à +5% en volume), elle a davantage bénéficié à l'Asie (+14,8% en volume pour les pays les plus avancés³, +8,5% pour la Chine et +6,4% pour les autres pays de la région). Le secteur technologique⁴ a contribué pour plus de 80% à la croissance des exportations de l'Asie hors Chine depuis avril 2025, et pour près de 60% à celle des exportations chinoises, selon les estimations du FMI (*WEO Update*, janvier 2026).

La Chine fournit 21% du total des biens liés à l'IA exportés dans le monde. La position de Taïwan est également ultra stratégique car elle

au cœur de la chaîne d’approvisionnement des semiconducteurs essentiels au secteur de l’IA. Cette position s’appuie sur le degré élevé d’ouverture et de spécialisation de son économie (61% de ses exportations concernent des biens liés à l’IA, soit le taux le plus élevé au monde) et sur sa très forte avance technologique. Taiwan fournit 11% des biens nécessaires à l’IA et 15% des semiconducteurs exportés dans le monde, et fabrique la quasi-totalité des puces les plus puissantes spécialisées pour l’IA (ces puces, notamment conçues par Nvidia aux États-Unis, sont fabriquées par TSMC à Taiwan). Les exportations totales de Taiwan ont bondi de +35% en valeur (+34% en volume) en 2025 (dont +79% vers les États-Unis). Ce leadership constitue également un gage de sécurité pour l’île⁵ et un atout stratégique mis en avant par Taiwan dans ses négociations avec les États-Unis et ses autres partenaires commerciaux.

Après la Chine, Taiwan (et les États-Unis), les pays les mieux positionnés dans les chaînes d'approvisionnement de l'IA sont la Corée du Sud, Singapour puis le Vietnam et la Malaisie, devant l'Allemagne, les Pays-Bas et le Mexique (*cf. la note Mexique page 29*). Ces pays représentent entre 3% et 8% environ des exportations mondiales de biens liés à l'IA en 2025, toujours selon la nomenclature de l'OMC.

Dans le secteur des semi-conducteurs, la chaîne de valeur se caractérise par une extrême fragmentation⁶, que l'on retrouve dans l'organisation de la production en Asie. La Chine est présente aux différents stades de la production. Taïwan, la Corée du Sud et le Japon se sont spécialisés dans la fabrication de plaquettes de silicium (sur lesquelles sont gravées les circuits intégrés). Ces trois pays représentaient, avec la Chine, 80% des capacités de production des plaquettes en 2025. Plus en aval dans la chaîne, la Malaisie, le Vietnam ou encore les Philippines se sont spécialisés dans l'assemblage, le test et le packaging (OSAT) des puces pour former les composants électroniques. Même si la valeur ajoutée dans le PIB est plus modeste, le dynamisme du secteur en 2025 a fortement tiré la croissance économique de ces pays (cf. la note Malaisie page 15).

1 Calculs BNP Paribas pour 2024-2025, données ITC / COMTRADE.

2 Estimation pour 2025 à partir des données Oxford Economics.

3 Corée du Sud, Taiwan, Hong Kong (dont 99% des exportations sont des réexportations de biens provenant principalement de Chine et autres pays d'Asie), Singapour (dont 75% des exportations sont des réexportations ou des exportations de produits pétroliers).

4 La grande majorité des biens électroniques reste exemptée de droits de douane aux États-Unis.

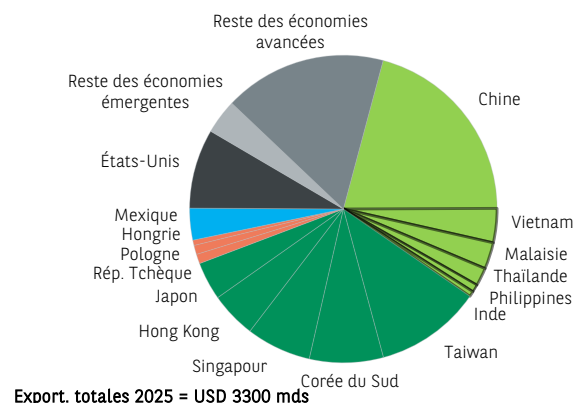
4. La grande majorité des biens électroniques est exemptée de droits de douane aux États-Unis.

5. Taïwan a annoncé en 2025 des investissements importants aux États-Unis dans le cadre de l'accord commercial discuté avec Washington. Ainsi, depuis octobre 2025, TSMC et Nvidia produisent conjointement leurs premières puces (plaquettes de silicium) sur le sol américain, dans une usine à Phoenix. Mais Taïwan garde, pour le moment, le monopole de la finalisation du produit, puisque la dernière étape de fabrication (l'encapsulation) est réalisée sur l'île ; ceci lui permet de conserver son « goulot de silicium ».

6 Cf. OCED, "Vulnerabilities in the semiconductor supply chain", No. 2023/05, <https://doi.org/10.1787/6bed616f-en>.

DOMINATION DE L'ASIE DANS LES CHAINES D'APPROVISIONNEMENT

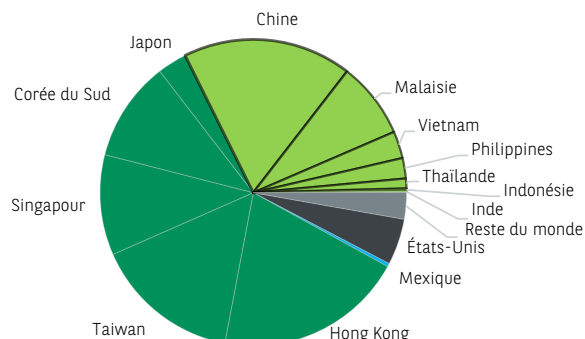
Exportations mondiales de biens liés à l'IA, parts de marché (% du total)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : OXFORD ECONOMICS, OMC, BNP PARIBAS

Exportations mondiales de semiconducteurs, parts de marché (% du total)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : ITC, UN COMTRADE, BNP PARIBAS

PRODUCTEURS DE MATÉRIAUX CRITIQUES: UNE POSITION STRATÉGIQUE

Les matières premières représentent seulement 2% des exportations mondiales de biens liés à l'IA (toujours selon la nomenclature de l'OMC). Elles sont pourtant stratégiques. Les fournisseurs les plus importants se trouvent au Moyen-Orient (notamment les Émirats Arabes Unis), en Asie (notamment l'Indonésie) et en Amérique latine.

La demande mondiale de matières premières essentielles à l'IA (pour les puces et les *data centers*) va fortement augmenter dans les prochaines années. L'Agence Internationale de l'Énergie (AIE) estime, par exemple, que la demande en cuivre des *data centers* pourrait plus que doubler d'ici 2030. Elle atteindrait ainsi environ 2% de la consommation mondiale actuelle de cuivre. Tous ces matériaux (cuivre, aluminium, or, silicium, palladium, germanium, gallium, etc.) sont considérés comme « critiques » en raison de leur faible substituabilité, de leur importance dans la création de valeur de l'industrie mondiale et de la concentration géographique des pays fournisseurs (de produits bruts ou raffinés).

L'exploration, l'extraction et le traitement des minerais sont des processus difficiles, longs et coûteux, mais les quantités nécessaires à leur utilisation finale sont réduites. Par conséquent, d'importantes difficultés d'approvisionnement, directement dues à des problèmes de production ou des goulots d'étranglement, ne constituent pas le risque le plus élevé à court terme. En revanche, le caractère critique de ces matériaux et les enjeux de l'IA leur confèrent un rôle d'instrument stratégique dans les relations internationales et les négociations commerciales. Le nombre de restrictions à l'exportation de ces métaux a augmenté ces dernières années, et les tensions géopolitiques persistantes accentuent la vulnérabilité des chaînes de l'IA au risque de ruptures d'approvisionnement.

La Chine dispose du moyen de pression le plus puissant, grâce à sa position largement dominante dans la production de matériaux critiques. Les pays avancés prennent des mesures pour réduire cette vulnérabilité⁷, mais il leur faudra des années avant de pouvoir répondre à la demande nationale, tandis que la Chine applique un plan élaboré il y a plusieurs années déjà. L'expansion de l'IA pourrait donc accentuer, au moins à court terme, la dépendance du monde vis-à-vis de la Chine, la rivalité sino-américaine et les tensions géopolitiques.

Dans ce contexte, le boom du secteur de l'IA ouvre des opportunités aux pays émergents disposant de réserves de minerais critiques. Malgré les effets encore modestes des exportations de ces matériaux sur leur

croissance, ces pays disposent d'un avantage stratégique pour nouer des partenariats, attirer les investissements étrangers, développer de nouveaux projets dans le secteur minier, et tirer parti de l'expansion de l'IA. La question environnementale sera un autre défi majeur pour ces pays (cf. les notes *Argentine, Brésil et Chili*, pages 23,25,27).

EUROPE CENTRALE ET PAYS DU GOLFE: DES PLANS AMBITIEUX

Les pays d'Europe centrale ne semblent pas disposer, de prime abord, d'avantages comparatifs dans les chaînes d'approvisionnement de l'IA. Cependant, ils disposent d'une main d'œuvre éduquée et d'infrastructures qui favoriseront la diffusion de l'IA dans l'économie et son adoption par la population. En outre, les gouvernements des pays d'Europe centrale n'hésitent pas à lancer des plans ambitieux visant à utiliser l'IA comme levier de développement (cf. les notes *Pologne et Hongrie*, pages 17 et 19). Ces plans reposent sur plusieurs volets : la définition d'une stratégie et d'objectifs élevés à moyen terme ; des aides publiques aux entreprises pour innover, investir et adopter l'IA ; la construction de *data centers* (indispensables au développement local de l'IA) ; l'intégration de formations adaptées dans les programmes d'études ; et l'adaptation de la réglementation.

Les pays du Golfe ont également élaboré des plans très ambitieux. L'Arabie Saoudite, par exemple, ambitionne de développer l'ensemble de la chaîne de valeur de l'IA et de devenir un leader mondial dans ce secteur d'ici quelques années (cf. la note page 33). Les pays du Golfe bénéficient d'avantages comparatifs majeurs : une énergie abondante et bon marché et des étendues désertiques, qui permettent l'implantation de vastes *data centers* à des coûts avantageux. L'énergie est essentiellement carbonée, mais les projets solaires se multiplient. De plus, les gouvernements peuvent mobiliser des montants élevés, grâce aux fonds souverains, pour financer des partenariats technologiques et les infrastructures, ainsi que pour investir dans l'éducation. La volonté politique, les ressources naturelles et les capitaux disponibles sont des facteurs favorables au développement de *hubs* d'IA dans la région.

Achévé de rédiger le 27 février 2026

Christine PELTIER

christine.peltier@bnpparibas.com

avec l'aide de Clara Ngo Ba Do (stagiaire)

⁷ BNP Paribas, *Ecolinsight, Union européenne : transition bas-carbone et souveraineté énergétique, un parcours semé d'embûches*, Février 2026.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PAYS ÉMERGENTS, IA ET ÉLECTRICITÉ

6

LE FACTEUR ÉNERGÉTIQUE, CONTRAINTE AU DÉVELOPPEMENT DE L'IA DANS LES PAYS ÉMERGENTS

Le développement de l'intelligence artificielle (IA) dépend, en grande partie, de la disponibilité d'une électricité abondante et fiable. Le secteur contribue actuellement à 4,5% de la demande d'électricité aux États-Unis, 2% en Europe et environ 1% en Asie (Chine incluse), où se concentrent une grande majorité des *data centers*. Cette part est inférieure à 0,5% dans le reste du monde, mais elle sera amenée à augmenter dans les prochaines années. Pour attirer les investissements dans le secteur de l'IA, les pays émergents doivent donc envisager d'augmenter fortement leurs capacités de production d'électricité et de se doter de réseaux capables d'alimenter en continu les *data centers*. Des investissements massifs dans les infrastructures, ainsi que le recours à des sources flexibles (gaz, renouvelables), sont des atouts pour attirer les projets d'IA. La Chine, mais aussi l'Inde, les pays du Moyen-Orient et d'Europe orientale, semblent les mieux positionnés.

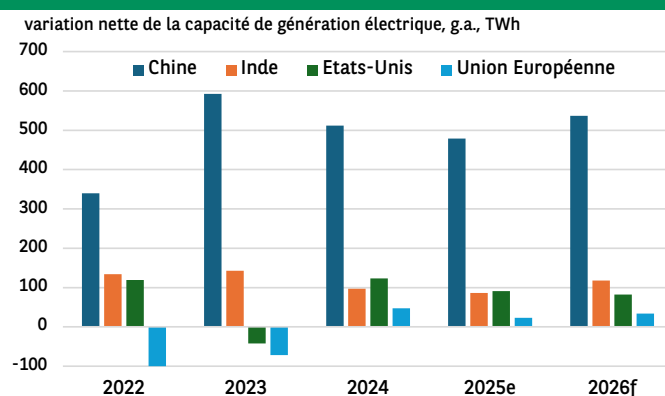
CONSOMMATION ÉLECTRIQUE DE L'IA : L'IMPORTANCE DE LA LOCALISATION

La disponibilité d'une électricité en quantité suffisante et la capacité à la transporter sont des éléments clés du développement de *data centers* locaux, essentiels au déploiement et à l'adoption de l'IA. L'unité de mesure des *data centers* est habituellement la puissance électrique nécessaire à les faire fonctionner. Leur consommation peut dépasser le gigawatt ou GW (à titre comparaison, la puissance moyenne d'un réacteur du parc nucléaire français est de 0,9 GW). Plus généralement, dans le contexte du développement rapide des *data centers* au cours des dernières années, la question de la localisation des installations est déterminante. Le développement du secteur dépend – en plus de la disponibilité de l'électricité – d'une combinaison favorable de facteurs liés, principalement, à la présence de qualifications suffisantes et d'infrastructures technologiques développées, et à une volonté politique. Ces conditions de localisation et l'expansion accélérée de l'IA conduisent à une forte concentration géographique des pôles de développement et, dans de nombreux pays, à d'importantes pressions sur les marchés locaux d'électricité. Cela alimente de fortes hausses des prix de l'électricité (notamment dans certains États américains¹), et peut même amener à des moratoires sur le développement futur des *data centers*. Ainsi, en Irlande ou au Pays-Bas, l'implantation de nouveaux *data centers* est arrêtée (jusqu'en 2028 pour l'Irlande).

En 2025, 82% des capacités globales de développement des applications d'IA, mesurées en électricité consommée, étaient concentrées aux États-Unis, dans l'Union européenne et en Chine. Cette tendance à la concentration géographique devrait se poursuivre puisqu'environ 85% des nouvelles capacités attendues d'ici 2030 seront localisées dans ces trois régions selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE). Environ les deux tiers des nouveaux projets sont prévus dans des régions où existent déjà des *clusters*. En Chine, la consommation d'électricité liée aux *data centers* a augmenté de 15% par an au cours de la dernière décennie, soit le double de la croissance annuelle des autres secteurs de l'économie. La consommation de ces centres équivaut actuellement à celle du parc de véhicules électriques du pays.

La domination des économies avancées et de la Chine, en termes de puissance installée, laisse peu de place aux pays émergents dans cette géographie de l'IA. Par conséquent, la pression du développement de l'IA sur les marchés de l'électricité des pays émergents est marginale. Si le secteur contribue à environ 4,5% de la demande d'électricité aux États-Unis, 2% en Europe et environ 1% en Asie (Chine incluse), cette part est inférieure à 0,5% dans le reste du monde. Ce chiffre très bas n'est pas surprenant. En effet, la croissance de la demande d'électricité des pays émergents et de ceux en voie de développement est surtout

LA CHINE MOTEUR DE L'AUGMENTATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION D'ÉLECTRICITÉ



GRAPHIQUE 1

SOURCE : AGENCE INTERNATIONALE DE L'ÉNERGIE

tirée par le développement industriel et l'élévation du niveau de vie. Cela se traduit notamment par une forte croissance de la demande d'électricité liée à la climatisation, dans un contexte de hausse des températures moyennes.

Néanmoins, même si elles resteront géographiquement assez concentrées, les répercussions de l'IA sur les systèmes électriques nationaux sont amenées à s'accroître. Selon l'AIE, le développement de l'IA a contribué à hauteur de 4,4% à la hausse de la demande d'électricité entre 2020 et 2025. Cette contribution devrait augmenter à 8,6% durant la période 2025-2030. Cela restera inférieur à la contribution attendue de la croissance de la demande liée à la climatisation au niveau global (environ 10% d'ici 2030).

DANS LES PAYS ÉMERGENTS, QUELS CRITÈRES DE COMPÉTITIVITÉ ÉNERGÉTIQUE POUR FAVORISER LE DÉVELOPPEMENT DE L'IA ?

- L'augmentation attendue de la capacité électrique et/ou une énergie abondante

La demande d'électricité liée à l'IA risque d'entrer en concurrence avec d'autres sources de demande, même si elle croît moins vite pour l'instant. Dans ce contexte, ce sont les pays et les régions qui investissent le plus dans les capacités de production d'énergie, et celles qui disposent de sources d'énergie abondante qui pourront le mieux répondre aux besoins énergétiques de l'IA. Dans ce domaine, la Chine

¹ Cf. Ecweek, [Prix de l'électricité aux États-Unis : un enjeu économique et électoral à l'approche des midterms](#), 10 février 2026.


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

possède un avantage décisif étant donné l'augmentation significative de ses capacités de production d'énergie au cours des dernières années (*graphique 1*). Selon BloombergNEF, la Chine a installé plus de nouvelles capacités énergétiques au cours des quatre dernières années que la totalité des capacités installées aux États-Unis (1515 GW contre 1373 GW). De même, les nouvelles capacités installées en 2025 dépassent toutes celles qui sont disponibles en Inde. L'augmentation des capacités de production chinoise devrait rester massive et croître d'environ 4% par an d'ici à 2030.

Pour d'autres raisons, le Moyen-Orient possède aussi des avantages, notamment une énergie carbonée abondante, flexible et rapidement mobilisable. En effet, étant donné l'importance du critère de disponibilité d'énergie en continu pour le fonctionnement des systèmes d'IA, la pilotabilité (*i.e.* sa flexibilité) de l'alimentation énergétique est déterminante. Les ressources gazières de l'ensemble des pays du Golfe constituent un atout important. En dehors du Qatar et, dans une moindre mesure, des Émirats Arabes Unis, qui exportent une partie de leur production de gaz, une grande partie des ressources gazières demeurent inexploitées. Ainsi, l'Arabie Saoudite a pour ambition de développer l'usage de ces ressources pour sa consommation intérieure afin de réduire la place du pétrole dans son *mix* électrique.

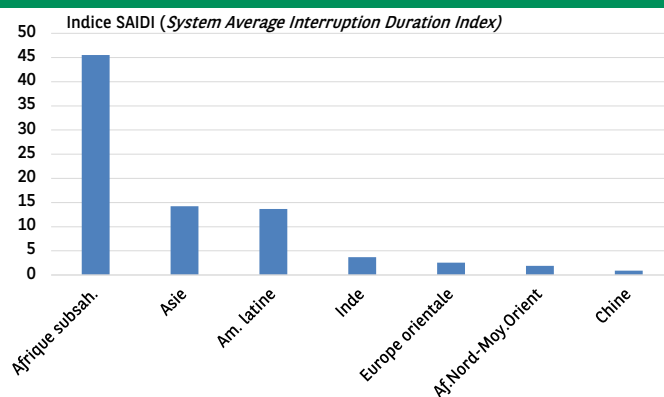
Autre cas de figure : l'Inde, dont le *mix* électrique est encore fortement carboné et dominé par le charbon (74%) ambitionne de fortement accroître la place des énergies renouvelables. D'ici 2030, leur part devrait augmenter pour atteindre environ 27% du *mix* (contre 20% actuellement). Dans le même temps, la capacité totale des *data centers* installés devrait doubler pour atteindre pratiquement 5 GW. Plus généralement, les capacités de production indiennes devraient augmenter au rythme soutenu de 4,8% en moyenne d'ici 2030. Cependant, ces ambitions indiennes ne seront réalisables que grâce au développement en parallèle du réseau électrique.

• Des investissements nécessaires dans le réseau électrique

La nécessité d'investir dans l'amélioration des réseaux électriques est une problématique mondiale en raison de l'électrification croissante des usages et du caractère structurellement plus décentralisé de la production d'énergie renouvelable. Le développement de l'IA s'inscrit pleinement dans cette problématique. En effet, elle est à l'origine d'une forte hausse de la consommation d'électricité, et celle-ci devrait s'appuyer, dans de nombreux pays, sur l'augmentation des capacités de production d'origine renouvelable.

Il n'existe pas de mesure satisfaisante de l'adaptation des réseaux électriques nationaux aux nouveaux usages. L'indicateur SAIDI (*System Average Interruption Duration Index*), calculé par la Banque mondiale, évalue la fiabilité du réseau pour ses utilisateurs (*graphique 2*). C'est une moyenne nationale qui ne renseigne pas sur la capacité à délivrer une quantité d'électricité suffisante. Mais c'est un indicateur important pour le fonctionnement des *data centers* qui ne doivent pas subir de coupures d'alimentation. Parmi les pays émergents, la Chine, le Moyen-Orient et l'Europe orientale affichent la fiabilité la plus élevée, tandis que l'Afrique subsaharienne enregistre les interruptions d'alimentation électrique les plus longues. L'Asie (hors Chine) et l'Amérique latine sont dans une situation intermédiaire.

DES RÉSEAUX ÉLECTRIQUES PLUS FIABLES EN CHINE, AU MOYEN-ORIENT ET EN EUROPE ORIENTALE



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BANQUE MONDIALE

La dynamique des investissements dans l'extension et l'amélioration des réseaux est, quant à elle, dominée par les économies avancées et la Chine qui concentraient 80% du total mondial des investissements, en 2024, selon l'AIE. Les investissements chinois représentaient environ 20% du total. Par ailleurs, des plans d'investissements importants sont en cours dans certains pays d'Amérique latine (Brésil, Chili) et en Inde (USD 110 mds d'investissements prévus d'ici 2032).

Alors que l'électricité constitue le socle indispensable au déploiement de l'IA, les investissements nécessaires dans les infrastructures énergétiques pourraient aussi bénéficier au développement économique des pays concernés. Étant donné le caractère très énergivore de l'IA et son expansion fulgurante, il devient urgent d'intensifier le déploiement d'énergies bas carbone afin de rendre davantage compatibles l'essor de l'IA et la décarbonation.

Achevé de rédiger le 27 février 2026

Pascal Devaux

pascal.devaux@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PANORAMAS RÉGIONAUX

Achévé de rédiger le 27 février 2026

8

EUROPE CENTRALE: DYNAMISME

En Europe centrale, la croissance économique a légèrement accéléré à 2,3% en 2025, après 1,9% en 2024 et 0,7% en 2023. Cette progression est portée par le dynamisme des économies polonaise (+3,6% en 2025) et tchèque (+2,5%). Cette dernière a surpris par sa résilience, compte tenu de sa forte dépendance au commerce extérieur et au secteur automobile. À l'inverse, la croissance hongroise a déçu, avec une croissance à peine positive en 2025. Quant à la Roumanie, elle a pâti des incertitudes électorales du premier semestre 2025 et des mesures d'austérité budgétaire introduites au second.

Les perspectives demeurent favorables pour 2026 (2,7% selon nos prévisions), la Pologne conservant son rôle de locomotive. Par ailleurs, les incertitudes électorales en Hongrie et en Bulgarie ne devraient pas affecter leurs croissances respectives. Le rebond attendu de l'économie hongroise reposera en partie sur les mesures pré-électorales prises par les autorités pour soutenir la consommation. La Bulgarie, membre de la zone euro depuis janvier 2026, devrait également enregistrer une croissance solide. En Roumanie, en revanche, la croissance serait modeste, freinée par une politique budgétaire toujours restrictive.

L'inflation est revenue à son objectif cible en 2025 en Pologne, en Hongrie et en République tchèque. En 2026, elle devrait continuer de refluer dans la région. Toutefois, en Roumanie et en Slovaquie, l'inflation restera probablement au-dessus de l'objectif de la Banque centrale. Le cycle d'assouplissement monétaire entamé l'an dernier devrait se poursuivre en Pologne et en République tchèque, mais de façon plus modérée. En Hongrie et en Roumanie, un assouplissement prudent est attendu en 2026. En Hongrie, l'écart entre les anticipations d'inflation des ménages et l'inflation actuelle incite à la prudence, tandis qu'en Roumanie les pressions inflationnistes persistent.

Les exportations d'Europe centrale ont bien résisté en 2025, portées par la Pologne, la République tchèque, la Slovaquie et la Roumanie. La balance courante est excédentaire en Hongrie et en République tchèque. La Roumanie affiche depuis des années un déficit courant élevé, qui devrait perdurer. En Pologne, le déficit courant est marginal (moins de 1% du PIB en 2025) et devrait se maintenir à court terme.

Pour autant, la liquidité extérieure demeure confortable dans la région. Les réserves de change ont continué de croître (EUR 563,9 mds, soit EUR +37,9 mds en 2025). L'Europe centrale attire les capitaux étrangers, grâce au *nearshoring* et aux secteurs en plein développement (IA, défense). Par ailleurs, les rendements obligataires restent attractifs. Malgré le choc tarifaire et les incertitudes géopolitiques, les flux de capitaux dans la région ont été soutenus en 2025. La répartition entre les IDE et investissements de portefeuille a été relativement équilibrée (total : EUR 36,4 mds au T1-T3 2025, soit 1,7% du PIB régional). Les flux d'IDE ont bénéficié principalement à la Pologne, la Roumanie et la République tchèque, alors qu'ils étaient négatifs en Hongrie et en Slovaquie. Les flux de portefeuille ont été portés par la Pologne, la Roumanie et, dans une moindre mesure, la Hongrie. La Roumanie s'est démarquée par le rebond spectaculaire des entrées d'investissements de portefeuille au cours des trois dernières années.

Cynthia KALASOPATAN ANTOINE

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

ASIE: SOLIDE

En 2025, la croissance économique des pays d'Asie a beaucoup mieux résisté que prévu à la hausse des tarifs douaniers américains. Elle a même accéléré à 7,6% en Inde, et bondi à 8% au Vietnam et 8,7% à Taiwan. La croissance a atteint 5% en moyenne dans l'ASEAN-6 (contre 5,1% en 2024) et s'est maintenue à 5% en Chine. La Corée du Sud et la Thaïlande sont en queue de peloton, avec des taux de croissance de 0,9% et 2,4% respectivement.

Les exportations de la région ont été très dynamiques, tirées notamment par la hausse de la demande de produits électroniques liée au boom de l'IA. La part de marché mondial de l'ASEAN-6 a augmenté légèrement, et c'est sur le marché américain que la hausse a été la plus marquée. L'excédent commercial des pays de l'ASEAN avec les États-Unis a ainsi augmenté de USD 8,9 mds (à USD 25 mds) alors que leur déficit avec la Chine s'est creusé de USD 10,4 mds (à USD 18,2 mds).

En Asie du Sud-Est et en Inde, l'activité a également été tirée par la demande intérieure, soutenue par des politiques budgétaire et monétaire expansionnistes. En Chine, la demande des consommateurs et des investissements privés s'est affaiblie davantage sur les derniers mois de l'année, et les mesures de soutien des autorités sont restées modestes.

L'Inde et l'Indonésie ont enregistré d'importantes sorties nettes d'investissements de portefeuille en fin d'année et les entrées d'IDE ont ralenti dans l'ensemble de la région. Le baht thaïlandais et le ringgit malaisien se sont appréciés de 10% contre le dollar en 2025 alors que les devises indienne et indonésienne se sont dépréciées, respectivement, de 5% et 3%. La Chine a renforcé sa position de créancier extérieur net en 2025, aidée par la hausse de ses excédents courants, tandis que les entrées de capitaux étrangers sont restées limitées. Le yuan s'est apprécié au cours des derniers mois, mais il reste à un niveau très bas – à fin 2025, le taux de référence RMB/USD s'était déprécié de 2% par rapport à fin 2024 et l'indice CFETS (taux de change effectif) était inférieur de 4%.

En 2026, la croissance devrait ralentir modérément. Le cycle de baisses des taux est achevé dans la plupart des pays. L'inflation devrait rester dans les cibles des autorités monétaires, qui ne devraient donc pas augmenter leurs taux directeurs. Les politiques budgétaires deviendront un peu plus contraintes. Les principaux risques sur la croissance à court terme sont externes, liés aux risques géopolitiques, aux incertitudes persistantes sur la politique commerciale des États-Unis et au risque de retournement du marché électronique mondial. En Inde, la hausse des prix du pétrole pourrait peser sur l'économie, en particulier si le pays interrompt ses achats de pétrole à la Russie. En Indonésie, le gouvernement Prabowo suscite des inquiétudes quant à sa gouvernance, à son orthodoxie budgétaire moindre que celle de son prédécesseur et au manque de visibilité sur sa stratégie économique.

Johanna MELKA

johanna.melka@bnpparibas.com

Christine PELTIER

christine.peltier@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PANORAMAS RÉGIONAUX

Achévé de rédiger le 27 février 2026

9

AFRIQUE DU NORD / MOYEN-ORIENT : PERSPECTIVES SOUMISES AUX RISQUES GÉOPOLITIQUES

La croissance des économies d'Afrique du Nord / Moyen-Orient a rebondi en 2025. Elle a atteint 3,4% contre 2,5% en 2024. Une hausse de 4,1% du PIB régional est attendue en 2026.

Les pays du Conseil de Coopération du Golf (CCG) resteraient le moteur principal de la croissance régionale grâce aux exportations pétrolières et à la solidité de la demande intérieure. La capacité de ces pays à financer leur programme de diversification reste forte, ne serait-ce que grâce aux fonds souverains, dont les actifs représentent plus de deux fois le PIB du CCG. De plus, l'attractivité accrue de la région pour les capitaux étrangers (dette, investissements directs) permet de compenser en grande partie les effets de la baisse des recettes d'exportations. Cela évite aux gouvernements des ajustements sévères de leurs dépenses publiques. Le recalibrage en cours du programme « Vision 2030 » en Arabie Saoudite en est une bonne illustration. Par ailleurs, l'inflation est contenue. Les baisses de taux directeur du T4 2025 devraient soutenir la demande de crédit, déjà forte dans plusieurs de ces pays. La dépréciation du dollar US, sur lequel sont arrimées les monnaies du CCG, n'est pas une mauvaise nouvelle, au moment où les pays du Golfe cherchent à développer leurs exportations hors hydrocarbures et le tourisme.

Pour les pays importateurs de pétrole, la croissance économique est soutenue grâce aux bonnes performances de l'Égypte et du Maroc. Peu exposés au durcissement de la politique douanière américaine, ces deux pays bénéficient de la vitalité du tourisme et de l'investissement. L'ampleur des chantiers d'infrastructures en cours au Maroc et le processus de stabilisation macroéconomique en Égypte laissent penser que la dynamique va se poursuivre en 2026.

La montée des tensions régionales constitue une source d'inquiétude majeure. Jusqu'à présent, les répercussions sur les pays non directement concernés par un conflit ont été limitées. Mais la situation en Iran est potentiellement plus dangereuse. Elle ouvre la voie à différents scénarios en cas d'attaques américaines pouvant aller jusqu'à la fermeture du détroit d'Hormuz par lequel transite la quasi-totalité des flux commerciaux des pays du CCG. Compte tenu du poids de la région dans le marché mondial de l'énergie, les conséquences ne se limiteraient pas au Moyen-Orient.

Stéphane ALBY

stephane.alby@bnpparibas.com

AFRIQUE SUBSAHARIENNE : PERSPECTIVES ENCOURAGEANTES

Les perspectives économiques régionales ont été revues à la hausse ces derniers mois. La croissance du PIB réel est estimée à 4,4% en 2025 et elle devrait se consolider à 4,6% en 2026. Dans l'ensemble, l'Afrique subsaharienne a fait preuve de résilience face au double choc des tarifs douaniers étatsuniens et du déclin de l'aide publique au développement. Celui-ci est dû principalement à la forte baisse des flux d'USAID (les données disponibles au 16 février indiquent une baisse de 28% des décaissements d'USAID en valeur en 2025). L'inflation a reflué en 2025, après deux années de fortes pressions. La baisse pourrait se prolonger en 2026 et permettre à quelques économies de poursuivre leur cycle d'assouplissement monétaire (Afrique du Sud, Kenya, Nigéria).

Les cours des matières premières hors pétrole que le continent exporte (or, cuivre, minerais indispensables à la transition énergétique, platine) devraient rester bien orientés en 2026. Le déficit du compte courant resterait contenu à l'échelle régionale, malgré l'accélération de la croissance des importations, notamment depuis la Chine. En revanche, les comptes extérieurs des pays de la zone CEMAC, dont le pétrole constitue la grande majorité des exportations, sont à surveiller : le creusement

du déficit courant de la zone en 2026 devrait peser sur les réserves de change, qui se sont déjà contractées de 13% en 2025.

De plus, l'évolution des sources de financement extérieur soulève quelques inquiétudes. Selon l'UNCTAD, en 2025, les investissements directs étrangers reçus par l'Afrique subsaharienne (USD42 mds) se sont contractés de plus de 6%. Avec l'essor de l'IA, qui accapare une part croissante des flux de capitaux mondiaux, l'Afrique subsaharienne risque d'être encore plus marginalisée des IDE si elle ne s'intègre pas davantage aux chaînes de valeur et si elle n'adopte pas vite une stratégie sectorielle pour son déploiement régional.

LUCAS PLÉ

lucas.ple@bnpparibas.com

AMÉRIQUE LATINE : CROISSANCE BRIDÉE

En 2025, la croissance des pays latino-américains s'est essoufflée, passant de près de 3% en g.a. au S1 à moins de 2% au S2. La hausse des tarifs douaniers américains n'est apparemment pas en cause. Au contraire, les exportations ont fortement accéléré au S2, et pas uniquement en raison de l'envolée des prix des métaux (cuivre, aluminium) et du raffermissement de ceux de quelques matières premières agricoles (soja, maïs). Les exportations de produits manufacturés du Brésil, pourtant lourdement taxées, ont bien résisté également. La forte accélération de celles du Mexique est pour partie liée au boom de l'IA.

La croissance de la zone est freinée par la faiblesse de la demande intérieure due à des gains de désinflation moindres, à des marchés du travail dégradés (Argentine), et à l'absence de marges de manœuvre budgétaires (Brésil, Mexique, Argentine). Les banques centrales ont maintenu des taux directeurs élevés en termes réels au Brésil, mais aussi en Colombie et au Mexique où les taux réels sont supérieurs à la croissance potentielle.

Pour 2026, la croissance de la zone devrait ralentir. Pour les principaux pays (Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Pérou), elle ralentirait même à 1,8% en moyenne annuelle contre 2,3% estimés en 2025. La demande intérieure restera contrainte. Le cycle d'assouplissement monétaire touche à sa fin au Mexique et au Chili. Il n'y a qu'au Brésil qu'il reste une marge de manœuvre monétaire (sa banque centrale devrait entamer un cycle d'assouplissement en mars). La politique budgétaire va rester restrictive en Argentine et, dans plusieurs autres pays, la hausse du ratio d'endettement ou du service de la dette nécessiteront des mesures d'ajustement. Un retournement du prix du cuivre est un risque baissier pour le Chili et le Pérou. Les élections sont une potentielle source d'instabilité financière pour la Colombie (élections législatives en mars, présidentielle en mai) et le Brésil (élections générales en octobre).

À l'exception du Pérou, les principaux pays de la région enregistrent une balance courante déficitaire, modérée en % du PIB. Le déficit le plus élevé, celui du Brésil, ne devrait représenter que 3% du PIB en 2025. De plus, à l'exception de l'Argentine, les entrées nettes d'IDE de chacun de ces pays couvrent au moins 70% du déficit courant. Hormis en Colombie, les balances des investissements de portefeuille sont déficitaires. Cela ne signifie pas que ces pays n'attirent plus les investisseurs non-résidents mais que les résidents diversifient leurs portefeuilles. À l'exception du Pérou, les devises se sont appréciées contre le dollar depuis début 2026. La Colombie présente des risques de marché plus élevés que les autres pays en raison de la forte dégradation de ses finances publiques.

François FAURE

francois.faure@bnpparibas.com



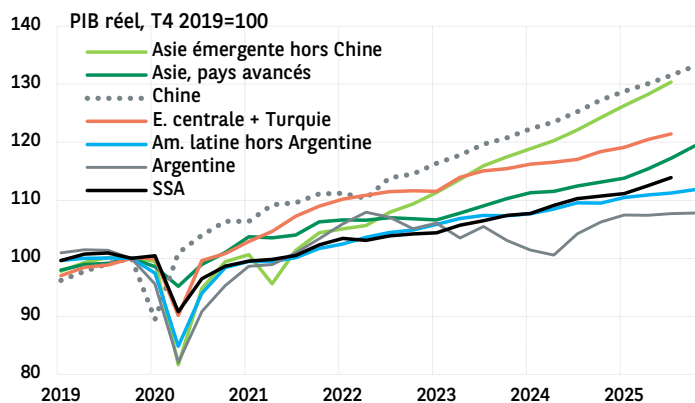
BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

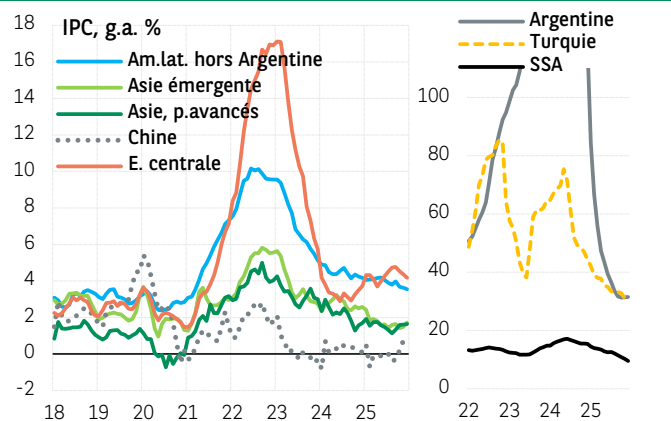
INDICATEURS CLÉS

10

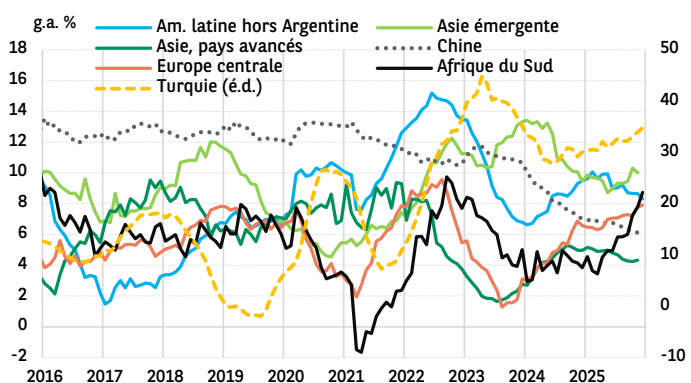
PIB RÉEL



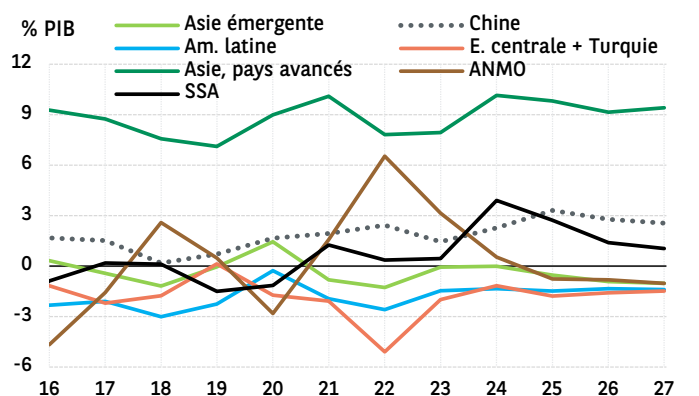
INFLATION



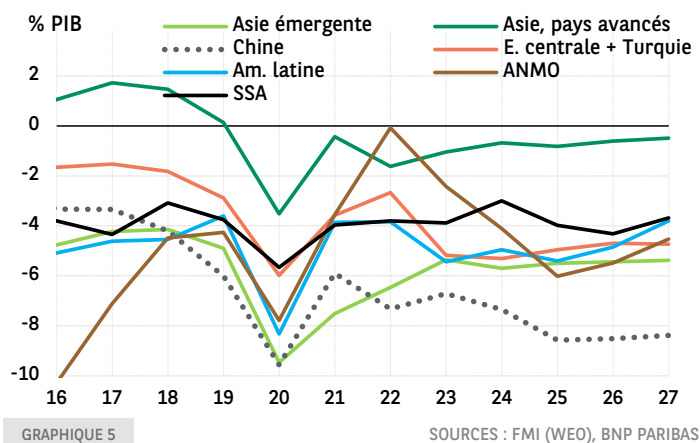
CRÉDIT BANCAIRE INTÉRIEUR



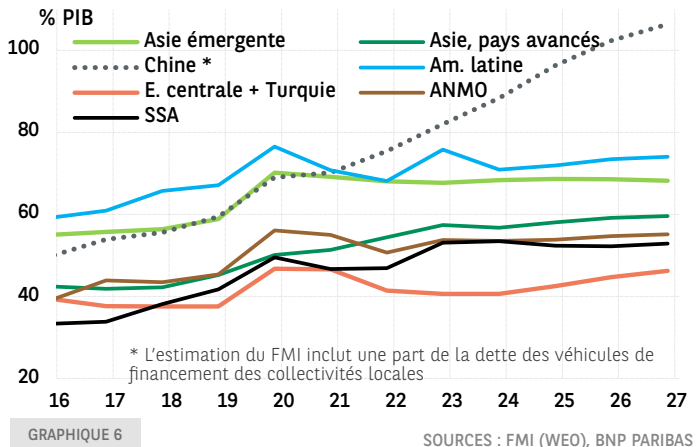
SOLDE COURANT



SOLDE BUDGÉTAIRE DU GOUVERNEMENT ET DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES



DETTE DU GOUVERNEMENT ET DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES



Asie émergente: Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande, Vietnam. Asie avancée: Corée du Sud, Hong Kong, Singapour, Taiwan. Europe centrale: Bulgarie, Hongrie, Pologne, Rép. tchèque, Roumanie. Amérique latine: Argentine, Brésil, Colombie, Mexique, Pérou. ANMO: Afrique du Nord-Moyen Orient. SSA (Afrique subsaharienne): Afrique du Sud, Angola, Kenya, Nigéria.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

L'INNOVATION ET L'IA MOTEURS DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUE

Le modèle de croissance économique de la Chine repose sur des déséquilibres (demande intérieure atone et surcapacités industrielles, exportations vigoureuses et recherche d'autosuffisance) qui se répercutent sur ses partenaires commerciaux. Alors que le FMI a récemment rappelé l'urgence de dynamiser la consommation privée, Pékin persiste à donner la priorité à sa politique industrielle et maintient des politiques budgétaire et monétaire modérément accommodantes pour soutenir la demande. Les secteurs de pointe, l'innovation, l'IA et l'autonomie technologique sont au cœur de sa stratégie de développement. Celle-ci vise à soutenir les gains de productivité et la croissance, ainsi qu'à consolider la domination de la Chine dans l'industrie mondiale et sa « sécurité nationale ».

LA CROISSANCE (DE PLUS EN PLUS) DÉPENDANTE DES EXPORTATIONS

La croissance économique chinoise s'est maintenue à 5% en moyenne en 2025, comme en 2024. Les glissements trimestriels signalent un léger regain de vigueur au T4 (+1,2% t/t), tiré par les exportations. Les déséquilibres du modèle de croissance se sont, de fait, accentués depuis l'été dernier et devraient persister en 2026.

Du côté de la demande intérieure, les signes de faiblesse se sont aggravés, avec une contraction de l'investissement total et la morosité persistante de la consommation des ménages.

L'investissement immobilier recule continument depuis quatre ans, tandis que les investissements des collectivités locales sont contraints par la contraction de leurs revenus fonciers et le durcissement des règles de gestion budgétaire imposé par Pékin. Dans le secteur manufacturier, les entreprises ont réduit leurs investissements ces derniers mois, en raison des perspectives de demande dégradées, des faibles taux d'utilisation des capacités de production (75,2% en moyenne au T4), de la baisse des prix et des profits, et des directives anti-involution (qui visent, notamment, à réduire les surcapacités de production). Finalement, la contribution de l'investissement total à la croissance du PIB a atteint un point bas historique en 2025 (graphique 1). Elle pourrait se redresser légèrement en 2026 : alors que la baisse de l'investissement immobilier va se poursuivre (les stocks d'inventus restant élevés), l'investissement manufacturier pourrait se renforcer dans les secteurs stratégiques, encouragé par les pouvoirs publics.

S'agissant des consommateurs, les effets des aides publiques se sont estompés au S2 2025, et la croissance des ventes au détail a ralenti (de 4,7% en g.a. en volume en juin à 0,1% en décembre). Cela a été compensé au T4 par le redressement de la demande de services, également soutenue par des mesures fiscales. La consommation totale (privée + publique) a vu sa contribution à la croissance augmenter légèrement en 2025, mais elle est moins solide qu'avant-Covid. Sa croissance moyenne est estimée à 4%-4,5% par an en termes réels en 2024-2025, contre 7,7% en 2015-2019. Et les perspectives restent assombries par la crise immobilière, le manque de vitalité du marché du travail et le moral en berne des ménages. En outre, les politiques publiques visant à renforcer durablement la consommation privée risquent de rester insuffisantes.

EXCÉDENTS RECORDS DES BALANCES COMMERCIALE ET COURANTE

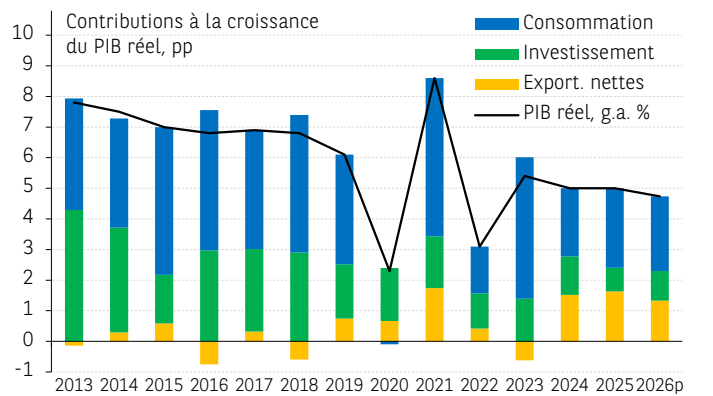
Du côté de la demande externe, la croissance des exportations de marchandises est restée robuste jusqu'à la fin de l'année 2025, en dépit des droits de douane américains. La chute des ventes vers les États-Unis depuis avril dernier (-23% en g.a.) a été plus que compensée par une hausse vers les autres régions du monde, soutenue par la solide compétitivité prix et hors-prix des produits chinois. Le taux de change effectif réel (TCER) du yuan, déjà situé à un niveau historiquement faible en 2024, s'est encore affaibli en 2025 (il s'est déprécié de 5,8% au S1, puis est remonté de 3,6% au S2). L'indice moyen du TCER en 2024-2025 était environ 10% inférieur à sa moyenne sur les cinq années précédentes (estimations de la BRI). Le prix moyen des exportations

PRÉVISIONS					
	2023	2024	2025e	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	5,4	5,0	5,0	4,7	4,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	0,2	0,2	0,0	0,9	1,0
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-3,8	-3,0	-4,0	-4,3	-4,0
Dette officielle du gouv. général, % du PIB	54,7	60,9	68,4	74,5	77,4
Solde courant, % du PIB	1,4	2,3	3,8	3,6	3,3
Dette externe, % du PIB	13,4	12,9	12,3	11,3	10,5
Réserves de change, mds USD	3 450	3 456	3 744	3 844	3 924
Réserves de change, en mois d'imports	13,3	12,7	13,9	13,8	13,5

TABEAU 1

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

CHINE : LES EXPORTATIONS, MOTEUR ESSENTIEL DE LA CROISSANCE



GRAPHIQUE 1

SOURCE : NBS, CEIC, BNP PARIBAS

en USD a baissé de -2,9% en 2025, après -6,8% en 2024. En volume, les exportations ont augmenté de +9% en 2025 (+12% en 2024) et les importations ont été quasi stables (après +2% en 2024), conséquence de l'atonie de la demande intérieure et des objectifs d'auto-suffisance de Pékin.

Par conséquent, d'une part, la contribution des exportations nettes à la croissance, qui avait vigoureusement rebondi en 2024, s'est encore renforcée : en 2025, elle a représenté un tiers de la croissance du PIB réel, soit la part la plus élevée depuis le début des années 2000. D'autre part, l'excédent commercial a augmenté de 20% en 2025 et atteint un niveau record de USD 1 189 mds (données de l'Administration des douanes). De même pour l'excédent courant, qui est passé de

USD 424 mds en 2024 à USD735 mds en 2025 et a dépassé 3% du PIB pour la première fois en quinze ans (3,8%).

Ces évolutions confirment la position de la Chine comme puissance exportatrice. Elles lui ont en outre permis d'augmenter ses investissements à l'étranger en 2025 (investissements directs, crédits et investissements de portefeuille) et de renforcer sa position en tant que créancier vis-à-vis de l'extérieur. Les déséquilibres des balances commerciales, le risque d'une pression concurrentielle forte et persistante des produits chinois, et la quasi-stagnation des importations de la Chine alimentent les tensions avec ses partenaires commerciaux, en particulier l'Europe.

LES PRESSIONS DÉFLATIONNISTES, SYMPTÔME DES DÉSÉQUILIBRES

La faiblesse de la demande intérieure et les capacités de production excédentaires entretiennent les pressions déflationnistes, ainsi que la pression concurrentielle des biens chinois sur les marchés à l'exportation. L'inflation IPC s'est, certes, redressée au T4 (à +0,6% en g.a., contre une moyenne de -0,1% sur les neuf premiers mois de 2025) et l'inflation sous-jacente est repassée au-dessus de +1%. Cependant, ces évolutions s'expliquent surtout par des facteurs temporaires et par la campagne anti-involution. Or, celle-ci devrait rester mesurée, d'autant plus si les autorités révisent leurs objectifs de réduction de la production par crainte des effets négatifs sur la croissance. En l'absence de rebond de la demande, la réduction des pressions déflationnistes restera limitée à court terme.

SOUTIEN MONÉTAIRE ET BUDGÉTAIRE TOUJOURS MODÉRÉ EN 2026

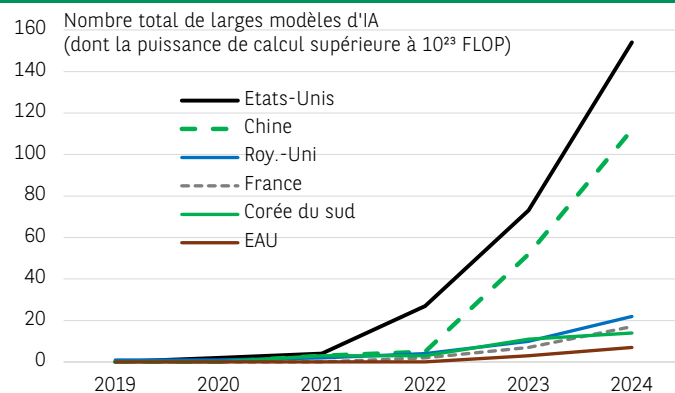
Les récentes déclarations de Pékin traduisent une certaine confiance sur les perspectives de croissance de l'économie – confiance renforcée par la récente révision à la baisse des droits de douane américains¹. À l'occasion de la session annuelle de l'Assemblée nationale populaire (ANP) du 5 au 11 mars, Pékin annoncera ses objectifs de croissance (4,5%-5% attendus) et d'inflation (plafond attendu à 2%) pour 2026, et devrait confirmer le maintien d'une politique économique modérément accommodante.

Du côté monétaire, de nouvelles mesures sont probables à très court terme, en réponse au ralentissement continu de la croissance des crédits domestiques. Celle-ci est notamment freinée par la quasi-stagnation de l'encours des prêts aux ménages (+0,4% en g.a. fin 2025, avec une contraction de 1% des prêts au logement). En 2026, comme en 2025, les mesures d'assouplissement resteront prudentes et ciblées avec, en particulier, une légère baisse des taux directeurs (-20 pb attendus sur l'année).

Du côté budgétaire, l'objectif de déficit « officiel » pourrait être rehaussé (4,3% du PIB attendus en 2026, après 4% en 2025), signalant un soutien accru à la croissance. Mais dans le même temps, le soutien apporté par les entités extrabudgétaires (telles que les véhicules de financement des collectivités locales) devrait continuer de se réduire. Concernant le secteur immobilier, de nouvelles mesures de soutien (autres que la poursuite du rachat de logements invendus par les collectivités et l'assouplissement des règles encadrant les prêts et les achats de logements) ne sont pas attendues.

Pékin publiera également l'intégralité du 15^e Plan quinquennal 2026-2030 à l'issue de la réunion de l'ANP. Les grands objectifs économiques du Plan sont connus : ils visent, en particulier, au renforcement d'un « système industriel moderne », du leadership mondial et de l'autonomie technologiques, et du marché intérieur. Avec ce dernier point, les autorités conservent le développement de la consommation privée parmi leurs priorités. Elles n'envisagent toutefois pas les réformes d'ampleur nécessaires à une importante amélioration des revenus et

LA CHINE EN TÊTE DE LA COURSE AUX MODÈLES D'IA AVEC LES ÉTATS-UNIS



GRAPHIQUE 2 SOURCES : EPOCH AI (2025), OUR WORLD IN DATA, BNP PARIBAS

du système de protection sociale. Les programmes introduits en 2025 (subventions au remplacement de biens de consommation, allocations aux parents de jeunes enfants, hausse des pensions) pourraient simplement être reconduits en 2026. Ils représentent moins de 0,5% du PIB, et leur impact a été limité. La consommation des ménages représentait à peine 40% du PIB en 2025 (contre 57% en moyenne dans le monde), et leur taux d'épargne reste très élevé (estimé à 37% du revenu disponible en 2025, et 35% en 2019).

L'INNOVATION ET L'IA AU CENTRE DU NOUVEAU PLAN QUINQUENNAL

Plutôt que le marché intérieur et les consommateurs, le secteur manufacturier exportateur, les énergies vertes et les technologies de pointe resteront au cœur de la stratégie chinoise. La politique industrielle demeurera un outil privilégié, et les exportations resteront à la fois un moteur de croissance essentiel et une arme stratégique de la Chine dans sa rivalité avec les États-Unis et sa quête de domination mondiale dans les secteurs stratégiques. La R&D, l'innovation et l'intelligence artificielle (IA) jouent un rôle central dans cette stratégie. L'initiative « AI+ », dévoilée en août dernier, a confirmé les objectifs de Pékin, et le 15^e Plan quinquennal devrait confirmer le rôle de l'IA dans le développement « des nouvelles forces productives de qualité ».

Sur le plan international, la Chine occupe une position dominante dans l'IA (voir l'Edito de ce numéro d'EcoPerspectives). Elle est présente sur presque toute la chaîne de valeur et développe des modèles de calcul parmi les plus puissants existants (graphique 2). Dans les chaînes d'approvisionnement, la Chine fournit 21% du total des « biens liés à l'IA » exportés dans le monde (données Oxford Economics) et, surtout, contrôle l'offre de matériaux critiques. Sur le plan intérieur, le déploiement généralisé de l'IA est identifié comme un moyen de stimuler les gains de productivité et la croissance. Grâce à ses infrastructures numériques développées, ses propres modèles LLM et son système éducatif, le pays est plutôt bien positionné pour adopter l'IA.

Par conséquent, la Chine a la stratégie, les infrastructures, l'énergie, les matériaux critiques et les capitaux pour poursuivre un développement rapide de l'IA au cours des cinq prochaines années.

Achévé de rédiger le 27 février 2026

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com

¹ Depuis le 24 février, les droits de douane américains appliqués à la Chine, auparavant constitués des tarifs réciproques de 10% (avec des exemptions) et des tarifs fentanyl de 10% (sans exemption), sont remplacés par la nouvelle taxe de 10% (avec exemptions). Le tarif effectif sur les biens chinois se réduit donc nettement (de 31% à 19%) et se rapproche de ceux des pays voisins (par ex. 13% pour le Vietnam).



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LA CROISSANCE EST SOLIDE MAIS L'IA EST UNE SOURCE DE RISQUE

La croissance indienne est attendue à +7,6% sur l'année budgétaire 2025/2026. L'assouplissement monétaire et la baisse des taux de TVA ont soutenu la demande intérieure. Les perspectives de croissance sont favorables. La baisse des droits de douane américains et la mise en œuvre des accords de libre-échange signés en 2025-26 devraient soutenir les exportations. Après des décennies de politique protectionniste, l'Inde ouvre son économie pour attirer les IDE¹, développer son industrie et créer des emplois de qualité. Le gouvernement est en effet conscient des risques engendrés par l'utilisation de l'IA, en particulier pour les emplois dans les services informatiques.

CROISSANCE ÉCONOMIQUE SOLIDE

L'économie indienne a très bien résisté à la hausse des tarifs douaniers américains, grâce à la mise en œuvre de politiques monétaire et budgétaire expansionnistes.

Selon les premières estimations de l'institut national statistique (MOS-PI), la croissance pourrait atteindre 7,6% sur l'ensemble de l'année budgétaire 2025/2026 (qui s'achèvera fin mars 2026), l'un des rythmes les plus élevés en Asie derrière le Vietnam (+8%). Ce taux de croissance est identique à celui enregistré au cours des cinq dernières années (hors pandémie) et supérieur à son potentiel de 6,5% (selon le FMI).

En 2025, l'activité a principalement été soutenue par la demande intérieure, favorisée par i) la baisse des taux d'intérêt dans un contexte de décélération des pressions inflationnistes ii) les bonnes récoltes, et iii) la baisse des taux de TVA en septembre.

Pour l'année budgétaire 2026/2027, la croissance est attendue en légère baisse, mais devrait rester robuste, tirée par une consommation des ménages toujours dynamique, des investissements publics en hausse et un rebond des exportations favorisé par la forte baisse des tarifs douaniers américains (de 50% en août 2025 à 10% le 24 février 2026 à la suite de l'invalidation des tarifs réciproques par la Cour Suprême américaine).

Les principaux risques sur la croissance à court terme sont : une hausse significative des prix du pétrole et l'adoption de nouveaux tarifs sectoriels par les États-Unis, si l'Inde ne signait pas l'accord commercial qui a été négocié en février mais dont la signature a été suspendue après l'annulation des tarifs réciproques.

EMPLOI : LES CRÉATIONS CONCENTRÉES DANS LE SECTEUR AGRICOLE

L'emploi est une fragilité structurelle du pays. Le taux de chômage est élevé, en particulier chez les jeunes. En outre, même si le marché du travail s'est renforcé depuis fin 2024, les créations d'emplois demeurent concentrées dans les secteurs à faible valeur ajoutée (comme l'agriculture). La part de l'emploi informel, bien qu'en baisse depuis cinq ans (-2pp) reste très forte (88,4% de l'emploi total selon l'OIT). La mise en œuvre, cette année, des réformes du marché du travail adoptées en 2020 devrait favoriser les créations d'emplois formels et ainsi accroître le niveau de revenu de la population.

Selon les données du Center for Monitoring Indian Economy (CMIE), le taux de chômage aurait atteint en moyenne 6,8% sur les neuf premiers mois de l'année budgétaire 2025/2026, vs. 8,1% à la même période un an plus tôt. La hausse des créations d'emplois est confirmée dans les zones rurales par la forte baisse des demandes d'emplois de la part des travailleurs agricoles dans le cadre du programme MGNREGA (-15,3%) et dans les zones urbaines par la hausse des offres d'emplois (l'indice *NAUKRI Job Index* a augmenté de 7,1% entre avril et décembre 2025).

Mais c'est surtout dans les zones rurales que le taux de chômage a baissé. Or, les créations d'emplois y sont de moins bonne qualité.

¹ Cf EcoFlash du 4 février 2026, « [Inde : des accords commerciaux pour attirer les investissements étrangers](#) ».

PRÉVISIONS

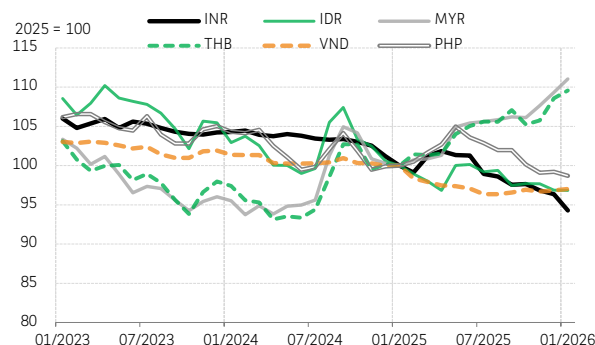
	2023	2024	2025e	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, % (1)	7,2	7,1	7,6	7,0	6,8
Inflation, IPC, moyenne annuelle, % (1)	5,4	4,6	2,1	4,1	4,3
Solde budgétaire gouv et adm., % du PIB (1)	-9,2	-8,2	-8,0	-7,9	-7,7
Dette gouv. et adm., % du PIB (1)	84,9	84,0	84,3	83,6	81,7
Solde courant, % du PIB (1)	-2,3	-0,8	-0,6	-1,2	-1,3
Dette externe, % du PIB (1)	16,8	19,8	20,1	20,0	19,8
Réserves de change (hors or), mds USD	551	547	553	575	580
Réserves de change, en mois d'imports	7,5	6,8	6,7	7,0	7,0

TABLEAU 1

(1) Année budgétaire du 1er avril de l'année N au 31 mars de l'année N+1
e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

INDE : LA ROUPIE A AFFICHÉ LA PLUS MAUVAISE PERFORMANCE CONTRE LE USD EN ASIE EN 2025



GRAPHIQUE 1

SOURCES : RBI

FIN DU CYCLE D'ASSOUPPLISSEMENT MONÉTAIRE

En 2025, la banque centrale indienne a abaissé ses taux directeurs de 125pb. La hausse des prix a été limitée à +2,2% vs. +4,9% en 2024, favorisée principalement par une baisse des prix alimentaires (-0,2% en 2025 vs. +8,4% en 2024).

Cet assouplissement monétaire a encouragé la reprise du crédit bancaire (+14,5% en g.a. en décembre 2025 vs. +11,2% un an plus tôt). Bien que l'inflation soit maîtrisée et bien inférieure à la cible de 4% +/- 2pp fixée par la banque centrale, cette dernière devrait maintenir ses taux directeurs inchangés au cours des douze prochains mois. La croissance est robuste et les tensions baissières sur la roupie incitent à la prudence.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

COMPTES EXTÉRIEURS : DÉGRADATION EN 2025

En 2025, les comptes extérieurs se sont dégradés. Ils restent toutefois solides, notamment grâce à d'importantes réserves de change (USD 573,6 mds mi-février) qui couvrent l'équivalent de 6,7 mois d'importations de biens et services ainsi que l'intégralité des besoins de financement à court terme du pays.

La détérioration des comptes extérieurs s'est caractérisée par i) un creusement du déficit du compte courant, ii) des sorties nettes d'investissements de portefeuille, et iii) la baisse des investissements directs étrangers au quatrième trimestre (insuffisants pour couvrir le déficit courant). Par conséquent, entre fin 2024 et fin 2025, la roupie s'est dépréciée de 4,8% face au dollar et de 8% en termes effectifs nominaux, l'une des pires performances parmi les devises d'Asie émergente (cf. graphique 1).

Contrairement aux pays d'Asie du Sud-Est, dont la croissance des exportations a atteint 12,7% en moyenne en dollars courants en 2025, les exportations indiennes n'ont augmenté que de 0,6% sur l'ensemble de l'année. La bonne performance des exportations sur la première partie de 2025 s'est inversée au deuxième semestre (-3,6% par rapport au S1 2025) en raison de l'instauration par les États-Unis d'une « surtaxe » de 25% en réponse aux achats indiens de pétrole russe (à partir du mois d'août). Les hausses tarifaires ont *de facto* relevé le taux effectif moyen de 2,4% en 2024 à 35,1% au mois d'août (vs. 19% et 16,2% pour les taux effectifs sur les produits vietnamiens et thaïlandais). Au S2 2025, les exportations de l'Inde vers les États-Unis se sont contractées de 22,1% par rapport au semestre précédent.

Par ailleurs, contrairement aux pays d'Asie du Sud-Est, l'Inde n'a pas bénéficié de la forte demande de produits électroniques induite par le boom de l'intelligence artificielle (IA) car elle n'est pas positionnée sur ce segment. Ses exportations de produits électroniques, bien qu'en forte hausse, restent concentrées dans les smartphones.

Ainsi, sur les dix premiers mois de 2025, les parts de marché totales de l'Inde ont baissé de 0,1 pp par rapport à l'année dernière, pour n'atteindre que 1,7% des exportations mondiales de biens (selon les données FMI), alors que les parts de marché des pays d'Asie du Sud-Est ont augmenté².

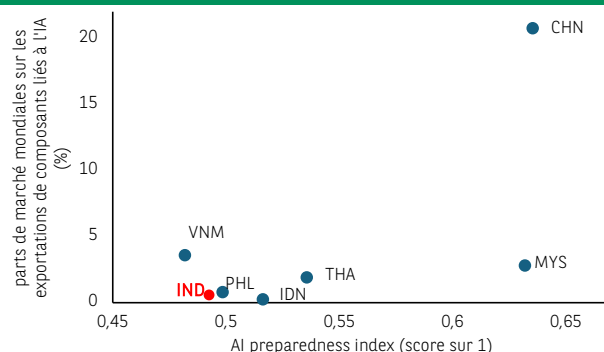
Pour l'année budgétaire 2025/2026, le déficit du compte courant est attendu en hausse de 0,6pp à 1,2% du PIB, mais il ne sera pas entièrement financé par les flux d'IDE. Les IDE nets, bien qu'en hausse par rapport à l'année dernière (en raison d'un afflux important au S1 2025), devraient rester inférieurs à 1% du PIB, un niveau bien en-deçà de celui enregistré dans les pays d'Asie du Sud-Est (1,4% du PIB en Malaisie, 1,6% du PIB en Thaïlande et 3,9% du PIB au Vietnam).

Par ailleurs, le pays a enregistré d'importantes sorties d'investissements de portefeuille en raison, d'une part, de la forte baisse des rendements obligataires (conjointement à son assouplissement monétaire) et, d'autre part, des inquiétudes sur son traitement tarifaire par les États-Unis.

Finalement, même si les comptes extérieurs indiens restent solides, le niveau structurellement bas des IDE est une source d'inquiétude. L'Inde est peu intégrée dans les chaînes de valeurs mondiales et a impérativement besoin de la technologie étrangère pour développer son industrie et créer des emplois de qualité (12 millions d'emplois par an sont nécessaires pour absorber la main-d'œuvre), lesquels permettraient d'accroître le niveau de productivité du pays et le revenu de la population.

Après des décennies de protectionnisme, les initiatives du gouvernement pour renforcer ses liens avec de nombreux pays de toutes tailles et la multiplication des accords de libre-échange depuis plus d'un an (avec le Royaume-Uni en juillet 2025, Oman en décembre 2025, et

INDE : MAL POSITIONNÉE POUR PROFITER DE L'IA



GRAPHIQUE 2

SOURCES : FMI, OXFORD ECONOMICS

L'Union Européenne en janvier 2026), témoignent de la volonté du gouvernement Modi d'accélérer son intégration dans le commerce mondial pour attirer les IDE, développer son industrie et créer des emplois. D'un point de vue géopolitique, cette stratégie commerciale illustre le multi-alignement du gouvernement indien mais aussi la nécessité de protéger son économie des tensions potentielles avec les États-Unis et/ou la Chine.

L'IA : UNE SOURCE DE RISQUES POUR L'EMPLOI

Aujourd'hui, le développement de l'intelligence artificielle (IA) constitue plus un risque qu'une opportunité pour l'Inde.

L'avantage comparatif de l'Inde sur les produits utilisés dans l'IA est faible (0,6% des exportations mondiales en 2024 selon la définition de l'OMC). Par ailleurs, même si l'Inde est un acteur important dans les exportations de services informatiques (10,6% des exportations mondiales en 2024), sa capacité à utiliser l'IA au niveau de l'ensemble du pays est plus limitée que celle de la Thaïlande et de la Malaisie (cf. graphique 2).

L'Inde est en effet contrainte dans le déploiement de l'IA par des infrastructures insuffisantes (classée 68^e sur 83 selon le *Global AI index*) et des équipements informatiques limités (elle est classée 87^e sur 173 selon la composante ICT du *AI preparedness index* du FMI). Par ailleurs, son niveau moyen d'éducation et de formation est très insuffisant pour parvenir à utiliser l'IA, comme l'illustre sa faible note dans la sous-composante « *skills* » du *Technology readiness index* (0,4/1). En outre, compte tenu des caractéristiques du marché du travail et des politiques adoptées par le gouvernement, l'Inde n'est pas en mesure de s'adapter rapidement à l'usage de l'IA. Elle est classée 85^e sur 173 pays dans la sous-composante « *human capital and labor policies* » du *AI preparedness index*, loin derrière les pays d'Asie du Sud-Est (hors Vietnam).

Le marché du travail indien est particulièrement vulnérable au développement de l'IA en raison de la forte proportion d'emplois informels et de la faible capacité de reconversion à grande échelle. Le développement de l'IA pourrait n'être bénéfique que pour une petite partie de la population, augmentant les inégalités. Selon le *Stanford AI Index Report*, l'IA représenterait un risque important, notamment pour les emplois dans les services informatiques peu qualifiés (1,4% de l'emploi en 2024).

Achévé de rédiger le 27 février 2026

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com

² Cf. Graphique de la Semaine du 18 février 2026, « Les pays d'Asie du Sud-Est gagnent des parts de marché malgré la hausse des droits de douane américains ».



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

MALAISIE

15

CROISSANCE SOLIDE, TRÈS EXPOSÉE AU MARCHÉ DES SEMI-CONDUCTEURS

La croissance économique de la Malaisie est solide et devrait rester robuste au cours des deux prochaines années, soutenue par la vigueur de la demande intérieure et la forte consommation mondiale de produits électroniques. Cependant, la Malaisie a peu bénéficié du recul des biens exportés par la Chine sur le marché américain, contrairement aux autres pays de l'ASEAN. En outre, ses importations de produits chinois ont accéléré très sensiblement, ce qui pèse sur son secteur manufacturier. À l'image des autres pays d'Asie, la Malaisie cherche à développer ses partenariats commerciaux et financiers pour diversifier ses exportations et attirer les investissements, indispensables pour permettre une montée en gamme dans le secteur des composants liés à l'intelligence artificielle.

CROISSANCE SOLIDE

En 2025, la croissance de la Malaisie est restée solide, comme dans les autres pays de l'ASEAN. Elle a rebondi au T4 2025 (+6,3% en g.a. vs. +4,6% sur les trois premiers trimestres), tirée à la fois par une forte hausse de la production manufacturière (conjointement à celle de la demande de produits électroniques et alimentaires, cf. graphique 1), des services et de l'agriculture. La croissance de la production destinée à l'exportation (+5,7%) a dépassé celle à destination du marché domestique (+4,9%).

La croissance économique a atteint 5,2% en 2025, un rythme légèrement supérieur à celui enregistré en 2024 (5,1%) et sur la période 2011-2024 (hors pandémie). À titre de comparaison, la croissance a atteint 5,1% en Indonésie, 8% au Vietnam et 2,4% en Thaïlande.

En 2026, la croissance malaisienne devrait rester solide (4,8%) bien qu'inférieure à son potentiel (5%) et en deçà du rythme prévu dans les autres pays de l'ASEAN (hors Thaïlande).

L'activité sera soutenue par l'augmentation des aides du gouvernement aux ménages les plus défavorisés (+15%), un marché du travail toujours porteur (le taux de chômage s'est stabilisé à seulement 3% fin 2025, un niveau jamais atteint, et les salaires réels ont progressé de 2,4% en g.a. au T3 2025), une hausse des investissements publics, et un secteur du tourisme qui devrait rester dynamique. En 2025, pour la première fois depuis la pandémie de COVID-19, le nombre de touristes a excédé celui de 2019. Par ailleurs, la demande dans le secteur électronique devrait rester forte.

Les principaux risques baissiers sur la croissance sont : i) un retournement du marché de l'électronique (36,8% des exportations totales de la Malaisie), ii) l'adoption de nouveaux tarifs douaniers sur les produits électroniques par les États-Unis, iii) un ralentissement significatif de la demande chinoise (3^e partenaire à l'exportation de la Malaisie avec 12,4% de ses exportations), iv) un retournement brutal du marché immobilier (les ventes ont reculé de 1,8% en g.a. sur les trois premiers trimestres 2025 et les prix des logements n'ont augmenté que de +0,1% au T3 2025), v) le déferlement des produits chinois à bas coût sur le marché intérieur.

ASSOUPLISSEMENT MONÉTAIRE PRUDENT

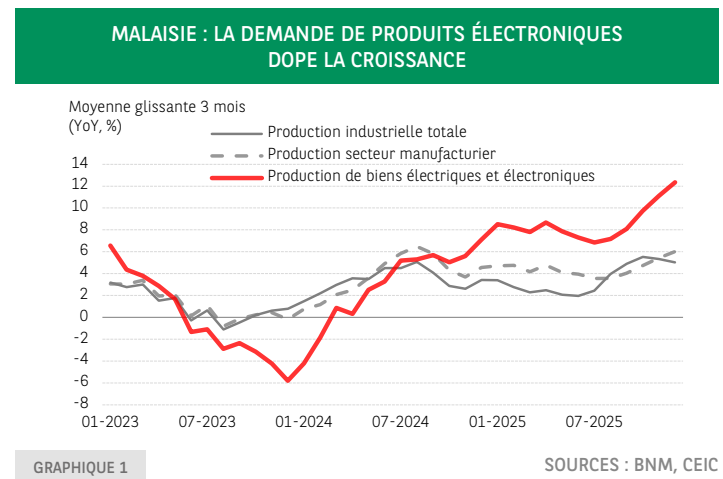
En dépit du ralentissement de l'inflation (de +1,8% en 2024 à +1,4% en 2025) favorisé par la baisse des prix des biens d'équipement des ménages, la Banque centrale (BNM) est restée très prudente dans sa politique d'assouplissement monétaire. Ses taux directeurs n'ont été abaissés que de 25 pb sur l'ensemble de l'année 2025 alors que les banques centrales d'Indonésie et de Thaïlande ont réduit les leurs de, respectivement, 125 pb et 100 pb. Cette prudence de la BNM s'explique, d'une part, par la politique commerciale américaine qui a généré une forte instabilité sur les marchés financiers et, d'autre part, par

PRÉVISIONS					
	2023	2024	2025	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	3,5	5,1	5,2	4,8	4,4
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,5	1,8	1,4	1,5	1,9
Solde budgétaire, % du PIB	-6,7	-4,1	-3,8	-3,5	-3,2
Dettes du gouvernement % du PIB	64,3	63,9	63,4	63,3	62,9
Solde courant, % du PIB	1,1	1,4	1,9	1,9	1,9
Dettes externes, % du PIB	69,3	69,9	69,4	69,1	68,8
Réserves de change, mds USD	101	103	111	115	118
Réserves de change, en mois d'imports	4,6	4,8	4,6	4,7	4,7

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



une volatilité structurellement élevée du ringgit. La monnaie est plus exposée aux sorties de capitaux de la part des investisseurs étrangers que d'autres devises asiatiques comme le baht thaïlandais, en raison d'un stock d'investissements de portefeuille étrangers plus important (35,5% du PIB en Malaisie vs 23,5% du PIB en Thaïlande). En 2026, la BNM devrait laisser ses taux inchangés.

COMPTES EXTÉRIEURS ROBUSTES

En 2025, les comptes extérieurs sont restés solides. Sur l'ensemble de l'année, la position débitrice nette du pays a été stable et très modérée (-0,5% du PIB).

L'excédent courant a augmenté de 0,2pp pour atteindre 1,6% du PIB (vs 0,1% du PIB en Indonésie, 4% en Thaïlande et 6,7% au Vietnam). Il est toutefois inférieur à sa moyenne de long terme (2,8% sur les dix dernières années). Cette hausse a résulté d'une augmentation des recettes touristiques. L'excédent commercial a, quant à lui, légèrement baissé (la contraction des importations a été plus que compensée par celle des exportations). Les dividendes versés aux entreprises étrangères restent, par ailleurs, élevés (2,9% du PIB).

Les exportations de biens de la Malaisie ont globalement peu augmenté en comparaison des autres pays d'Asie du Sud-Est (+6,5% en 2025 vs +12,9% en Thaïlande et +16,7% au Vietnam) et, rapportées au PIB, elles ont même baissé de 1,3 point. Il ne s'agit pas d'un simple effet prix car les volumes exportés ont sensiblement décéléré. Mais les exportations de produits électriques et électroniques ont augmenté de 18,4% sur l'ensemble de l'année.

Singapour reste le premier partenaire à l'exportation de la Malaisie (15,8% de ses exportations totales) devant les États-Unis (14,1%) et la Chine (11,7%), mais le gouvernement malaisien s'efforce de diversifier ses marchés à l'exportation. En 2025, son excédent commercial avec les États-Unis a augmenté de 45,3% mais son déficit avec la Chine s'est creusé davantage (+62%, cf. graphique 2). C'est le pays d'Asie du Sud-Est, après l'Indonésie, dont le déficit commercial avec la Chine a le plus augmenté. En outre, la Malaisie est l'un des pays d'Asie du Sud-Est à avoir le moins bénéficié de la perte de parts de marché de la Chine sur le marché américain alors que le taux effectif des tarifs douaniers était inférieur à celui des autres pays d'Asie du Sud-Est (hors Singapour). En 2025, ses parts de marché aux États-Unis n'ont augmenté que de 0,1pp pour ne représenter que 1,7% des importations américaines totales (vs +1,5pp et +0,7pp pour respectivement le Vietnam et la Thaïlande dont les parts de marché ont atteint 5,7% et 2,7% des importations américaines totales). En revanche, la Malaisie a été fortement affectée par la concurrence des produits chinois sur son marché intérieur. Ses importations en provenance de Chine ont augmenté de 26%. Les plus fortes hausses ont concerné les ordinateurs (+147%) et les véhicules (+40,6%), entraînant une baisse de la production domestique des véhicules (-5,9%).

En 2025, les flux nets d'IDE ont augmenté de 1,6pp à 2,3% du PIB, un niveau jamais atteint au cours des dix dernières années (0,9% du PIB en moyenne sur la période 2020-2024), reflet de la stratégie d'ouverture du pays. Les investissements en provenance de Singapour ont augmenté de près de 20%, à la suite du partenariat entre les deux pays dans la zone économique spéciale de Johor mise en place en janvier 2025. En revanche, les investissements européens ont baissé (-5,1%) et ceux en provenance des États-Unis sont restés stables. Les IDE de Singapour constituent 27% du stock d'IDE de la Malaisie (vs 10,3% pour les IDE américains). Par secteurs d'activité, les investissements étrangers ont sensiblement accéléré dans les services et en particulier dans les services informatiques (+41,5% en g.a.). Les investissements étrangers sont concentrés à près de 55% dans les services (vs 38,3% dans le secteur manufacturier).

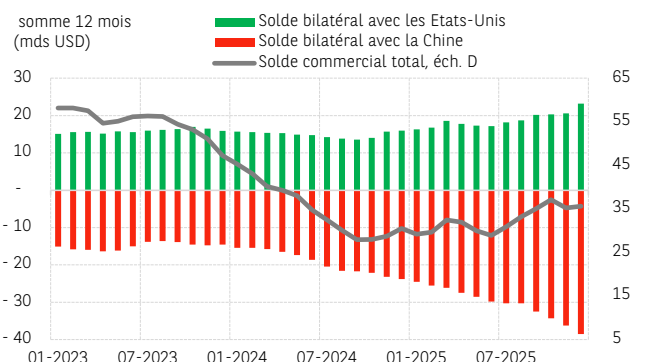
En dépit d'une politique monétaire prudente, la Malaisie n'a pas échappé aux sorties de capitaux qui ont touché tous les pays d'Asie.

Cependant, contrairement à l'Inde et à l'Indonésie, les flux entrants ont accéléré au T4 2025. Ainsi, contrairement aux devises indienne et indonésienne, sur l'ensemble de l'année 2025, le ringgit malaisien s'est apprécié de 9% face au dollar et de 5,7% en termes effectifs nominaux et les réserves de change ont augmenté de USD7mds pour atteindre USD111mds (4,6 mois d'importations de biens et services).

IA : BIEN POSITIONNÉE MAIS BESOIN DE MONTÉE EN GAMME

La Malaisie est le douzième exportateur de produits utilisés par le secteur de l'intelligence artificielle au sens défini par l'OMS (en intégrant

MALAISIE : LE DÉFICIT COMMERCIAL AVEC LA CHINE S'EST CREUSÉ



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BNM, CEIC

les matières premières) avec 2,8% de parts de marché mondial devant la Thaïlande mais derrière le Vietnam. C'est l'un des pays les plus présents dans le secteur de l'assemblage, du packaging et des tests (OSAT). La Malaisie exporte principalement des circuits électroniques intégrés dont la part de marché a augmenté de 2pp au cours des cinq dernières années (7,3% des exportations mondiales en 2024). Ses ventes sont concentrées sur l'Asie (78,7% de ses exportations), en particulier Singapour, Hong Kong et la Chine.

Sur les onze premiers mois de 2025, la Malaisie a bénéficié de la forte hausse de la demande de semi-conducteurs. Ses exportations de composants utilisés par le secteur de l'IA (circuits électroniques intégrés, circuits imprimés et composants pour la fabrication des semi-conducteurs) ont augmenté de 54,7% en g.a., soit désormais 37,1% de ses exportations totales. C'est principalement à destination des États-Unis qu'elles ont augmenté (+41,8% pour atteindre 13,1% de ses exportations totales).

Cependant, compte tenu du positionnement de la Malaisie dans les chaînes de valeur (OSAT), la valeur ajoutée du secteur électronique reste modeste (4,8% du PIB en 2024) et la part de l'emploi dans le secteur est limitée (4% de l'emploi total selon l'UNCTAD).

La Malaisie a pour objectif de monter en gamme et notamment de devenir un acteur stratégique dans la production des tranches de silicium (wafers) sur lesquelles sont gravés les circuits électroniques intégrés. Mais cette activité, dominée par Taiwan et la Corée du sud, nécessite d'attirer les investissements étrangers et d'augmenter le niveau de formation des travailleurs. Or, les flux d'IDE tendent à baisser dans l'industrie au profit des services.

Néanmoins, la signature d'un accord de libre-échange en octobre 2025 avec la Corée du Sud pourrait favoriser les investissements coréens dans le pays.

Concernant l'utilisation de l'IA, la Malaisie est le pays d'Asie du Sud-Est (hors Singapour) qui a les capacités humaines et logistiques les plus développées pour utiliser cette technologie. Selon l'*AI preparedness index* du FMI, elle est classée 20^e sur 173 pays dans la sous-composante *human capital and labor policies* et 45^e pour la qualité de ses infrastructures digitales, devant les autres pays d'Asie du Sud-Est.

Achevé de rédiger le 27 février 2026

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

HONGRIE

17

DE BONNES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES MALGRÉ LES INCERTITUDES ÉLECTORALES

Les élections législatives du 12 avril prochain seront au cœur d'enjeux clés pour la Hongrie et sont au centre de toute l'attention. Quelle que soit l'issue du scrutin, la croissance économique hongroise devrait se redresser en 2026 et 2027, portée par des perspectives d'exportations et de consommation plus favorables. Un point d'ombre toutefois, la trajectoire de l'investissement reste incertaine, car elle dépend du déblocage des fonds européens. L'inflation devrait se maintenir dans sa zone cible à court terme, ouvrant la voie à un cycle d'assouplissement monétaire modéré. L'intelligence artificielle est un secteur en plein essor et jouera un rôle important dans les prochaines années.

REBOND ATTENDU EN 2026

En 2025, l'économie hongroise a été la moins performante de la région, avec une croissance à peine positive (+0,3% contre +0,6% en 2024 et -0,7% en 2023). À l'inverse, la Pologne et la République tchèque ont enregistré une croissance plus dynamique malgré le choc tarifaire américain. Cette performance est particulièrement remarquable pour l'économie tchèque, très dépendante du commerce extérieur et du secteur automobile.

En Hongrie, la croissance pâtit depuis plusieurs trimestres du recul de l'investissement, même s'il a été moins prononcé au T3 2025 (cf graphique 1). Les exportations ont aussi pesé sur la croissance en 2025, leur contribution étant négative sur les trois premiers trimestres. En revanche, la consommation des ménages a été un moteur clé de la croissance. Elle a progressé de 3,2% en g.a. en moyenne sur les trois premiers trimestres de l'année écoulée. Au T4 2025, les indicateurs conjoncturels n'indiquent pas une inflexion de la tendance. Les ventes au détail et les nouvelles immatriculations de véhicules ont tenu bon, tandis que les indices de confiance ont rebondi.

Les perspectives pour 2026 devraient s'améliorer grâce à une reprise des exportations, elles-mêmes dynamisées par le plan de relance allemand. De même, des mesures gouvernementales pré-électorales, en vue des législatives d'avril, viendront renforcer la consommation des ménages. Ces mesures ont, entre autres, pris la forme d'une hausse du salaire minimum (+11% au 1^{er} janvier 2026), d'une exonération d'impôts à vie sur le revenu pour les mères avec deux enfants et d'un quarzième mois pour les retraités (versé en février 2026). Pour le reste de l'année, la consommation devrait demeurer solide, portée par une bonne tenue des salaires et un marché du travail bien orienté. En revanche, la trajectoire en matière d'investissement reste incertaine à court terme : elle dépend du déblocage des fonds européens.

L'INFLATION EST DÉJÀ À SON OBJECTIF CIBLE

Le glissement sur un an des prix à la consommation est dans sa fourchette cible de 3% ± 1 point depuis novembre. L'inflation a de nouveau ralenti pour atteindre 2,1% en g.a. en janvier grâce, notamment, à un ralentissement des prix de l'alimentation et de l'énergie. La contribution du segment « biens » à l'inflation globale a diminué (0,7 pt en janvier après 1,5 pt en décembre). L'inflation dans les services s'est aussi atténuée, avec une contribution de 1,3 pt.

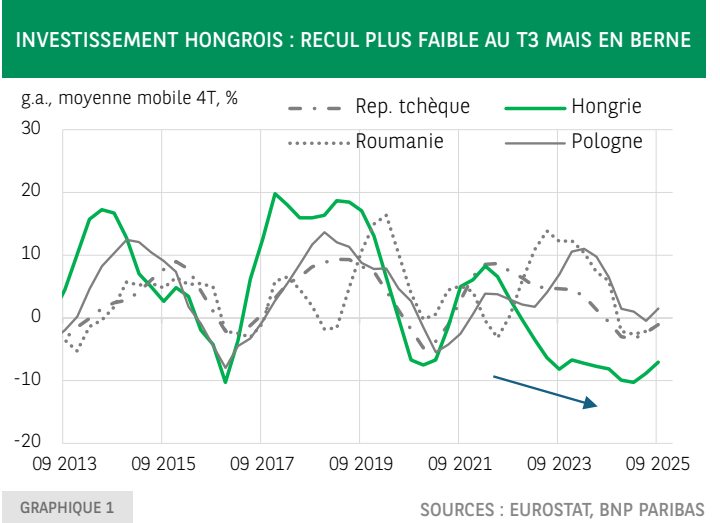
Une légère hausse des prix à la consommation, notamment dans le segment « alimentation » est attendue après les élections car le plafond sur les marges des entreprises sera probablement supprimé. Cette mesure, introduite en mars 2025, puis prolongée jusqu'en février 2026 avec un élargissement de produits concernés, avait contribué à une désinflation notable dans le secteur agro-alimentaire. Mais l'effet haussier sur l'inflation devrait être temporaire et les pressions inflationnistes continueraient de s'atténuer progressivement.

Sur les deux prochaines années, l'inflation devrait se maintenir dans sa fourchette cible. La progression plus lente des salaires devrait permettre un ralentissement plus marqué de l'inflation dans les services.

PRÉVISIONS					
	2023	2024	2025e	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	-0,7	0,6	0,3	2,3	2,8
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	17,6	3,7	4,5	3,2	3,0
Solde budgétaire, % du PIB	-6,8	-5,0	-5,0	-5,5	-5,0
Dettes publiques, % du PIB	73,2	73,5	75,2	76,7	77,6
Solde courant, % du PIB	0,0	1,6	1,8	1,4	1,2
Dettes externes, % du PIB	86,1	85,4	87,2	82,2	80,7
Réserves de change, mds EUR	41,4	44,6	49,0	53,0	56,0
Réserves de change, en mois d'imports	3,5	3,9	4,2	4,4	4,6

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



ASSOUPPLISSEMENT MONÉTAIRE PRUDENT

Cette année, la Banque centrale a amorcé un cycle d'assouplissement, dès le premier trimestre, mettant fin à une pause monétaire prolongée (baisse de 25 points de base à 6,25%). Le retour de l'inflation dans sa cible procure une certaine marge de manœuvre aux autorités monétaires.

Cependant, la baisse du taux directeur devrait rester modérée. En effet, les anticipations d'inflation des ménages (environ 20% depuis 2024) demeurent très supérieures à l'inflation actuelle, ce qui inciterait à une certaine prudence. L'écart est plus important en 2024 et 2025 que les années précédentes. Selon nos prévisions, le taux directeur pourrait s'établir à 5,50% fin 2025, puis à 4,75% fin 2026.

DES ENJEUX ÉLECTORAUX IMPORTANTS

Les élections législatives d'avril prochain sont au centre de toutes les attentions. Leur issue s'annonce particulièrement serrée : la bataille opposera, d'un côté, le Fidesz, parti au pouvoir depuis 2010 et actuel gouvernement de Victor Orban, et, de l'autre, Tisza, l'opposition dirigée par Peter Magyar. Si, à l'heure actuelle, les sondages d'opinion placent l'opposition légèrement en tête, cela pourrait évoluer d'ici le scrutin.

Sur le plan macroéconomique, les mesures pré-électorales en faveur des ménages et des entreprises sont importantes (environ 2% du PIB), mais s'accompagnent d'une détérioration des finances publiques. Le déficit budgétaire a été révisé à la hausse, à 5% du PIB en 2025 et devrait s'aggraver en 2026 (prévision de 5,5%). En outre, de nouvelles mesures de soutien sont à prévoir dans les prochaines semaines. La dette publique (75,2% du PIB) est déjà la plus élevée en Europe centrale et devrait encore s'alourdir ces deux prochaines années. En effet, le déficit budgétaire prévu à court terme dépasse largement le seuil de 4% du PIB nécessaire à la stabilisation de la dette. Des mesures correctrices s'imposeront dans les années à venir pour se conformer aux règles budgétaires de l'UE.

Quant aux fonds européens, toujours en attente de transfert depuis 2022, ils représentent un enjeu important, quels que soient les résultats des élections. Le montant global s'élève à EUR 19 mds, soit environ 10% du PIB. Les fonds pour la reprise et la résilience représentent à eux seuls EUR 10,4 mds (4,8% du PIB) et doivent être débloqués dans leur quasi-totalité avant décembre 2026, sous peine d'être définitivement perdus pour la Hongrie. Le déblocage total des fonds européens sera conditionné à l'engagement du futur gouvernement à mettre en œuvre les réformes institutionnelles rapidement pour satisfaire les standards européens en matière d'état de droit.

RÉSISTANCE DES EXPORTATIONS

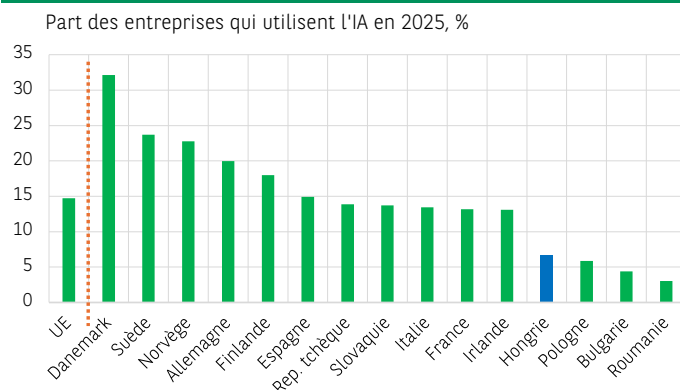
Les comptes externes restent solides. En 2025, la balance courante devrait dégager un excédent, qui se maintiendrait en 2026 et 2027. La balance des services et la balance commerciale affichent toutes deux un excédent. Les exportations de biens ont tenu bon malgré le choc tarifaire. Elles ont même progressé de 1,7% en 2025, après avoir reculé de -3,5% en 2024. Cette dynamique varie toutefois selon les secteurs. La conjoncture morose du secteur automobile (qui représente 13 % des exportations totales) a pesé sur les ventes de véhicules et de pièces détachées à l'étranger. Elles ont reculé de 7,5% en g.a. l'an dernier. À l'inverse, les exportations ont été soutenues par les segments « boissons et tabac », « énergie », « produits oléagineux » et « machines ». La croissance des importations étant restée modérée et proche de celle des exportations (+2% en 2025 contre -4,1% en 2024), le solde commercial est resté excédentaire, à un niveau proche des années précédentes (EUR 8,3 mds, 3,9% du PIB).

La Hongrie reste par ailleurs une destination attractive pour les flux nets d'investissements directs étrangers (IDE) et les flux de portefeuille (EUR 4,5 mds attendus pour 2025, soit 2,1% du PIB). À court terme, les perspectives restent favorables, notamment pour les IDE, portées par les activités liées au *nearshoring* et les investissements chinois dans la région.

IA : UN SECTEUR PROMETTEUR POUR STIMULER L'INVESTISSEMENT

À l'heure actuelle, l'usage de l'IA dans les entreprises hongroises est moins répandu que dans la plupart des pays européens (à l'image d'autres pays d'Europe centrale). En 2025, seulement 6,7% des entreprises y avaient recours alors que le pourcentage est bien plus élevé dans l'UE (14,8% en moyenne, graphique 2). L'écart avec les pays nordiques est flagrant (32,1% au Danemark, 23,7% en Suède et 22,8% en

L'UTILISATION DE L'IA DANS LES ENTREPRISES EST FAIBLE EN HONGRIE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

Norvège en 2025). De plus, l'usage de l'IA dans ces pays s'inscrit en forte hausse depuis 2023, tandis qu'en Hongrie l'évolution a été relativement faible.

Les produits liés à l'IA représentent une part relativement élevée dans les exportations hongroises (15,7% du total), et une part marginale à l'échelle mondiale. Cela représente moins de 1% des exportations mondiales de produits liés à l'IA (comme de très nombreux autres pays). Ce chiffre devrait cependant s'accroître dans un futur proche. Le pays ambitionne en effet de devenir un pôle stratégique en matière d'IA dans la région, dans une démarche comparable à celle de la Pologne. En septembre 2025, la Hongrie a publié un plan stratégique pour la période 2025-2030, visant à soutenir la croissance et à redynamiser la compétitivité. La recherche et l'innovation, le développement de l'industrie dans l'IA, le développement de services gouvernementaux et de la réglementation autour de l'IA sont au cœur de cette stratégie. Pour atteindre ces objectifs, un centre de recherche dédié à l'IA sera établi dès 2026 tandis que les formations dans ce secteur seront intégrées dans les programmes d'études. Des infrastructures nécessaires (*data centers*...) pour accompagner le développement de l'IA sont déjà en cours de construction¹.

La Hongrie a de nombreux atouts dans la région pour pouvoir développer l'IA. Cela est attesté par un score relativement bon de 0,56 de l'indice *AI Preparedness Index* du FMI (0,66 pour l'UE, 0,77 pour les États-Unis), porté notamment par l'existence d'infrastructures numériques. Par ailleurs, le pays est doté d'une main d'œuvre qualifiée dans la région. La part de la population ayant fait des études supérieures est de 33%, légèrement en dessous de la moyenne de l'UE. Cette proportion passe à 90% si l'on inclut les diplômés du secondaire.

Les investissements directs étrangers et l'investissement dans l'IA devraient se renforcer dans les années à venir. L'investissement dans la propriété intellectuelle s'inscrit en hausse depuis 2021 (+6,4% au-dessus du niveau de 2021), alors que les autres types d'investissement reculent dans l'ensemble. De même, le chiffre d'affaires net, en forte progression dans les secteurs liés à l'IA, reflète cette dynamique : programmation informatique (+24,2% entre 2021 et 2024), télécommunications, activités professionnelles et scientifiques (+17,4%).

Achevé de rédiger le 26 février 2025

Cynthia Kalasopatan

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

¹ Par exemple, le partenariat signé avec l'entreprise allemande ParTec AG en juillet 2025 prévoit la construction d'un *data center* dédié à l'IA et d'un parc solaire (pour augmenter les capacités de stockage en énergie), qui devraient être opérationnels d'ici 2027.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LA LOCOMOTIVE DE LA RÉGION

La Pologne impressionne par le dynamisme de son économie. En 2025, le pays a affiché la croissance la plus élevée d'Europe centrale et l'une des plus fortes de l'Union européenne. Cela devrait être encore le cas en 2026. L'inflation devrait se maintenir dans sa zone cible en 2026 et 2027. Cependant, le cycle d'assouplissement monétaire touche à sa fin. Les finances publiques se sont dégradées mais le gouvernement polonais parvient sans difficultés à se financer sur le marché obligataire et le risque souverain reste limité. Le secteur de l'intelligence artificielle est encore au stade embryonnaire mais va devenir un levier essentiel.

UNE CROISSANCE DYNAMIQUE

La croissance économique polonaise est restée solide en 2025. Au T4, le PIB a progressé de 3,6% en glissement annuel (+1,0% t/t) après 4,0% en g.a. au T3 2025, portant la croissance pour l'ensemble de l'année à 3,6%. Les données détaillées des comptes nationaux pour le T4 2025 ne sont pas encore publiées. Toutefois, les indicateurs conjoncturels laissent entrevoir un redressement de la consommation, après le léger repli observé au T3. L'investissement, soutenu par les transferts de fonds européens, a sans doute progressé à un rythme plus marqué. Les exportations ont probablement enregistré une reprise plus marquée au T4. L'amélioration des nouvelles commandes à l'exportation (PMI) et le redressement de la production industrielle plaident en ce sens.

Les perspectives sont favorables à court terme. La confiance des industriels s'est améliorée au cours des six derniers mois. La Pologne devrait une nouvelle fois enregistrer la croissance la plus forte d'Europe centrale et l'une des plus dynamiques de l'UE en 2026 et 2027 (graphique 1). En 2026, selon nos prévisions, elle serait supérieure à sa croissance potentielle de 3,0%. L'investissement continuerait de bénéficier du soutien des fonds européens, l'échéance des transferts au titre de la facilité pour la reprise et la résilience étant fixée à août 2026. À l'heure actuelle, une part importante de ces fonds reste à débloquer : EUR 28 mds sur les EUR 55 mds alloués. Le plan de relance allemand, ainsi que les investissements prévus dans le secteur de la défense en Pologne devraient également soutenir l'investissement.

La consommation, qui a été le principal moteur de la croissance, reste bien orientée à court terme. Elle devrait bénéficier de l'amélioration de la confiance des ménages, du rebond du crédit et d'un marché du travail dynamique. Le taux de chômage resterait proche des plus bas historiques, autour de 3% (selon la définition du Bureau international du travail). Par ailleurs, la croissance des salaires est certes plus lente mais elle reste élevée, et la poursuite du recul de l'inflation permettrait au salaire réel de progresser. La politique budgétaire restera aussi en appui grâce au maintien d'allocations sociales généreuses. La remontée du taux d'épargne depuis la mi-2025 indique malgré tout une certaine prudence des ménages. Une éclaircie est également attendue du côté de la demande extérieure car les perspectives de croissance en Allemagne devraient se raffermir. En 2027, la croissance devrait néanmoins ralentir légèrement car les fonds européens seront moins importants.

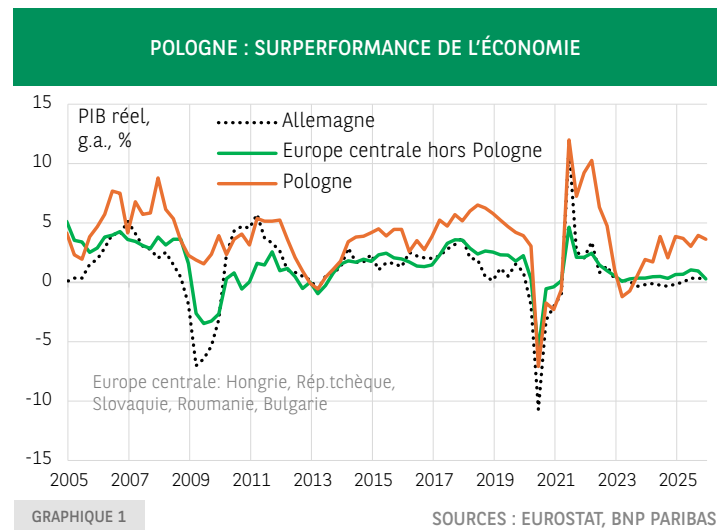
L'INFLATION EST REVENUE À SA CIBLE

L'inflation, calculée à partir de l'indice IPC, est en ligne avec l'objectif de la Banque centrale depuis juillet dernier. Elle n'était plus que de 2,2% en g.a. en janvier 2026. Hors alimentation et énergie, l'inflation demeurerait un peu plus élevée à 2,7% en g.a en décembre, reflétant des pressions salariales. La progression des salaires dans les entreprises reste soutenue (8% en 2025) même si elle est inférieure aux années précédentes (11,9% en 2023 ; 11,2% en 2024). À court terme, l'inflation devrait se maintenir dans la cible de la Banque centrale. D'après nos prévisions, elle devrait poursuivre son recul en 2026 avant de remonter très modestement en 2027.

PRÉVISIONS					
	2023	2024	2025e	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	0,1	3,0	3,6	3,7	3,2
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	11,4	3,8	3,6	2,3	2,5
Solde budgétaire, % du PIB	-5,2	-6,5	-6,9	-6,5	-5,5
Dette publique, % du PIB	49,5	55,1	58,2	61,4	63,5
Solde courant, % du PIB	1,5	0,3	-0,7	-1,0	-1,2
Dette externe, % du PIB	49,8	51,8	49,6	49,5	48,0
Réserves de change, mds EUR	175,4	214,2	226,0	231,0	2,4
Réserves de change, en mois d'imports	6,1	7,3	7,4	7,2	7,1

TABEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



Le cycle d'assouplissement monétaire amorcé en mai 2025 a été important mais il arrive à son terme. Les autorités monétaires ont déjà baissé leur taux directeur de 175 points de base (pb) cumulés, le ramenant à 4,0% à la fin de 2025. Il serait proche du taux d'intérêt neutre selon les estimations du FMI. Cette année, deux nouvelles réductions de 25pb sont prévues. Le taux directeur devrait s'établir à 3,5% à la fin de 2026 et rester à ce niveau en 2027.

LES EXPORTATIONS ONT TENU BON MAIS LA BALANCE COMMERCIALE EST DÉFICITAIRE

En dépit du choc tarifaire, les exportations polonaises ont bien résisté en 2025 et ont fini l'année en légère hausse (+2% après -5,6% en 2024).

Elles sont tirées par l'alimentation, la chimie et les « autres biens manufacturés » (respectivement +8,0% en g.a. sur les onze premiers mois, +2,0% et +2,9%). Les importations ont rebondi de 3,9% en 2025. Ainsi, la balance commerciale est redevenue légèrement déficitaire (moins de 1% du PIB) après les excédents observés en 2023 et 2024.

Le déficit commercial ne devrait pas disparaître au cours des deux prochaines années car les bonnes perspectives d'investissement vont s'accompagner d'une hausse des importations de biens d'équipement. En parallèle, les importations de biens militaires, en forte hausse depuis le début de la guerre en Ukraine (EUR 5 mds en 2024 ; EUR 4,7 mds sur les 10 premiers mois de 2025), resteront soutenues à moyen terme. En effet, la Pologne prévoit de maintenir ses dépenses de défense à hauteur de 5% du PIB.

Pour autant, les comptes extérieurs restent solides. En 2025, le déficit courant a été faible (-0,7% du PIB) et il le restera en 2026-2027. La balance des services, structurellement excédentaire, devrait compenser une bonne partie du déficit commercial et de celui de la balance des revenus. Les flux de capitaux couvrent aisément le déficit courant. La Pologne reste une destination attractive à la fois pour les investissements directs étrangers et les flux de portefeuille. Ils pourraient atteindre respectivement 1,4% du PIB et 1% en 2025.

UN BESOIN DE FINANCEMENT IMPORTANT

Le déficit budgétaire s'est probablement creusé en 2025 (à -6,9% du PIB selon nos estimations après -6,5% en 2024). Il ne devrait pas se réduire significativement à court terme, même si les autorités se sont engagées à consolider les comptes publics. Les dépenses dans le secteur de la défense, proches de 5% du PIB, tout comme les dépenses sociales vont peser sur le budget de l'État à court terme. Dans ce contexte, le ratio d'endettement public rapporté au PIB dépasserait très probablement le seuil de 60% du PIB (à 61,4% du PIB en 2026 selon nos estimations). Selon nos calculs, il faudrait que le déficit budgétaire soit inférieur à 3,5% du PIB pour stabiliser le ratio d'endettement.

À l'heure actuelle, le risque souverain ne soulève pas d'inquiétudes majeures. Le taux d'intérêt apparent, estimé à 3,5% en 2026, reste inférieur à la croissance du PIB nominal. La charge d'intérêts rapportée aux recettes de l'État est modérée, même si ce ratio a augmenté au cours des années passées. Les autorités polonaises devraient même réaliser une économie de PLN 25 mds (EUR 5,9 mds) sur 2 ans grâce à la baisse du taux directeur.

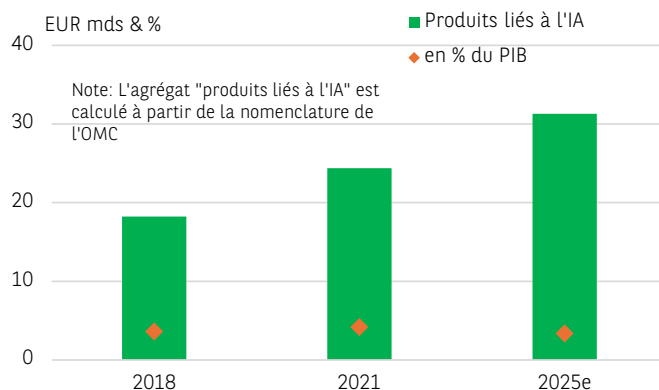
Les besoins de financement de l'État (déficit budgétaire + dette arrivant à maturité) restent néanmoins importants. Selon le Trésor, ils sont estimés à PLN 688,5 mds pour 2026, soit 16,6% du PIB. À ce jour, environ 30% de cette somme a été financé principalement sur le marché domestique. En parallèle, la Pologne a eu recours aux marchés internationaux de capitaux avec des émissions en euros (EUR 3,25 mds depuis le début de cette année) et en yens (EUR 1,2 md) et elle envisage d'émettre de dollar US prochainement. La Pologne ne rencontre pas de difficultés majeures pour financer sa dette en devises étrangères. Les émissions en devises devraient rester en dessous de 25% de l'encours de la dette, limite fixée par les autorités.

IA : UN LEVIER POUR DEVENIR UN HUB RÉGIONAL

En Pologne, le déploiement de l'IA dans l'activité économique reste modeste, mais le pays compte bien l'utiliser comme levier pour monter en gamme dans la chaîne de valeur et poursuivre son rattrapage économique avec les pays développés de l'UE.

La Pologne ambitionne de devenir un hub régional d'investissement dans l'IA. Pour cela, le gouvernement a mis en place, en 2020, un plan national destiné à accompagner les entreprises dans le développement de l'intelligence artificielle grâce à des programmes d'aides publiques.

EXPORTATIONS DE BIENS LIÉS À L'IA: STABLES EN POURCENTAGE DU PIB



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

En octobre 2024, le gouvernement a annoncé une nouvelle stratégie digitale visant à renforcer les activités dans ce domaine et à atteindre un taux d'adoption de l'IA de 50% dans les entreprises. Les autorités ont, par ailleurs, annoncé la création d'un fonds IA d'un montant de EUR 235 mn. Le pays mise sur la construction de *data centers* reliés entre eux, en plus d'une "AI gigafactory" réalisée en partenariat avec les pays baltes pour un montant de EUR 3 mds. Plusieurs centres de recherche en IA sont déjà opérationnels, et d'autres viendront renforcer le dispositif dans les années à venir.

La Pologne peut aussi compter sur les aides européennes pour concrétiser ses ambitions : environ 20% des fonds pour la reprise et la résilience sont destinés à la transformation digitale. Par ailleurs, l'industrie de la défense, qui devrait se renforcer dans les prochaines années, stimulera également le déploiement de l'IA.

La Pologne dispose de plusieurs atouts, notamment ses infrastructures digitales et sa main d'œuvre qualifiée. Au classement PISA de mathématiques, la Pologne se situe parmi les meilleurs pays au niveau à la fois européen et mondial. De même, la proportion d'emplois occupés par des personnes ayant effectué des études supérieures est relativement élevée (43% de l'emploi total des 24-64 ans). Cela se reflète dans le score relativement satisfaisant de 0,6 du *AI Preparedness Index* du FMI, proche de la moyenne de l'UE (0,66).

À l'heure actuelle, l'usage de l'IA reste très faible dans les entreprises : seulement 5,9% des entreprises ont déclaré utiliser cette technologie en 2025. Mais les investissements directs étrangers liés à l'IA dans les segments « production d'ordinateurs, produits électroniques et optiques », « ICT » et « activités scientifiques, techniques et professionnelles » sont prometteurs. Dans l'ensemble, ils ont doublé entre 2018 et 2024, avec des hausses plus marquées dans les activités professionnelles et scientifiques. La part des exportations de produits liés à l'IA (graphique 2), estimées à EUR 31,3 mds en 2025 (3,4% du PIB, 8,5% du total des exportations), est plus ou moins stable depuis 2021 (les produits exportés ne sont toutefois pas nécessairement destinés à être utilisés exclusivement dans le secteur de l'IA)¹.

Achévé de rédiger le 26 février 2025

Cynthia Kalasopatan

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

¹ Calculs effectués à partir de la classification de l'OMC indiquée dans son rapport sur le commerce mondial (2025) "Making trade and AI work together to the benefit of all", annexe A.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

TURQUIE

21

UNE CROISSANCE UN PEU MOINS DÉSÉQUILBRÉE

L'économie turque ralentit modérément malgré un marché du travail à plat depuis 2024 et un tassement des exportations au deuxième semestre de 2025. Les inquiétudes liées aux tensions politiques de mars 2025 se sont dissipées. La consommation décélère mais reste soutenue grâce à la reprise de la désinflation et au recours au crédit. L'investissement s'est redressé après un trou d'air en 2024. Pour 2026, la croissance pourrait légèrement se renforcer, contrairement au scénario d'un ralentissement envisagé jusqu'ici. La consommation continuerait de ralentir, avec un plus fort encadrement de l'usage des cartes de crédit. Mais l'assouplissement de la politique monétaire devrait se poursuivre et la politique budgétaire sera plus accommodante. La surévaluation de la livre reste le risque principal sur la croissance. L'IA y contribue *a priori* très marginalement, mais le pays surprend dans ce domaine, notamment par sa main-d'œuvre qualifiée disponible.

CROISSANCE : SOUTIEN DE LA DEMANDE INTÉRIEURE ET REPRISE DE LA DÉSINFLATION

Au T2 et T3 2025, la croissance réelle s'est maintenue en moyenne un peu au-dessus de 4% en rythme annuel (en données CVS-CIO) et de son potentiel estimé par le FMI. Elle a ralenti au T4 (+1,6% t/t en rythme annuel) mais, sur l'ensemble de l'année, elle a très bien résisté à 3,6%.

La consommation des ménages a été le principal moteur (+4,2% en 2025), même si elle ralentit en tendance depuis 2022. Elle a été soutenue par le pouvoir d'achat des salaires et le recours au crédit. La désinflation s'est poursuivie au dernier trimestre, même si elle a ralenti au S2 par rapport au S1. En janvier, le taux d'inflation sur un an s'est établi à 30,7%, contre 35% en juin 2025 et 44% en décembre 2024. Cependant, l'emploi ne progresse plus depuis 2024 et le taux de chômage se redresse légèrement depuis début 2025 (8,6% en novembre). La confiance des ménages est stable depuis le printemps 2025 mais à un niveau inférieur à avant 2018, lorsque le taux d'inflation atteignait un chiffre et était beaucoup moins volatil. Jusqu'à la fin 2025, les ménages ont continué d'utiliser largement leurs cartes de crédit pour consommer (en termes réels, les dépenses ainsi financées ont progressé au rythme de 12% sur un an).

En 2025, l'investissement total a réaccélééré (+7%) après avoir connu un trou d'air en 2024. L'investissement en équipement est resté dynamique (+5%) et est supérieur de 80% à son niveau de 2018. L'investissement en construction enregistre une reprise continue depuis 2024 (+9,8%), mais reste inférieur de 20% à son niveau de 2018.

Les exportations nettes de biens et services ont contribué négativement à la croissance d'ensemble plus en raison du tassement des exportations (-0,3% en 2025), surtout sur la deuxième partie de l'année, que de la hausse des importations. Ces dernières ont progressé de 4,9% mais après s'être contractée en 2024. De plus, leur élasticité apparente à la croissance est plutôt faible (1,4).

Au T4 2025, la production industrielle, les indices d'activité dans les services ont stagné et le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur manufacturier a continué de s'effriter, évoluant en deçà de sa moyenne 2007-2024. En revanche, l'activité dans la construction et les ventes au détail sont restées dynamiques.

Au total, la croissance est restée déséquilibrée (graphique 1) mais un peu moins qu'en 2024, année durant laquelle l'investissement en équipement, qui accroît la croissance potentielle, s'essouffait.

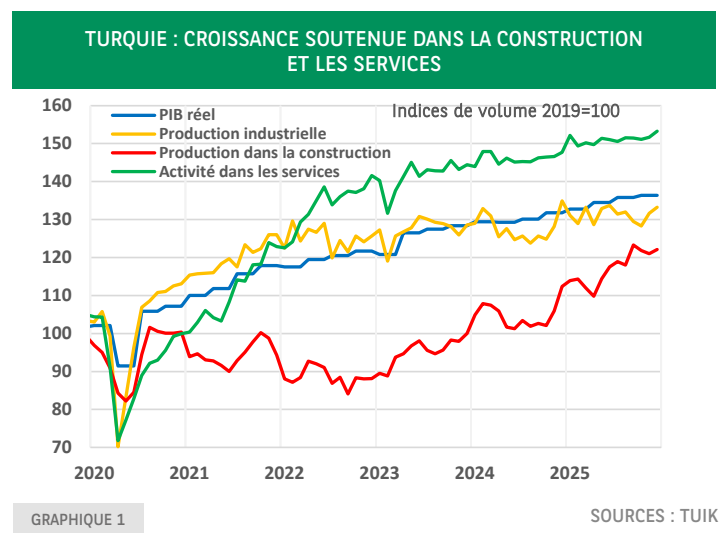
PERSPECTIVES 2026-2027 : CONSOLIDATION FRAGILE EN RAISON D'UNE LIVRE POTENTIELLEMENT SUR-ÉVALUÉE

Concernant 2026 et 2027, plusieurs facteurs militent pour une consolidation de la croissance. D'abord, l'effet d'acquis, comme en 2024, est

PRÉVISIONS					
	2023	2024	2025e	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	5,0	3,3	3,6	3,8	4,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	53,9	58,5	34,9	26,1	19,0
Solde budgétaire, % du PIB	-5,1	-4,7	-2,9	-3,5	-3,0
Dettes publiques, % du PIB	24,9	20,8	21,7	21,9	22,4
Solde courant, % du PIB	-3,6	-0,8	-1,5	-2,0	-2,4
Dettes externes, % du PIB	43,1	38,1	36,2	34,7	34,8
Réserves de change, mds USD	92,7	90,9	77,0	87,6	89,3
Réserves de change, en mois d'imports	2,9	3,0	2,3	2,5	2,4

TABEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



important (un peu plus d'1 point de PIB). Ensuite, la désinflation va se poursuivre, notamment dans les services (baisse du taux de revalorisation des prix administrés, poursuite de la désinflation des loyers). La banque centrale a maintenu son objectif d'inflation à 16% fin 2026, mais revu à la hausse sa fourchette (avec un objectif de 13%-19% à 15%-21%). Cette révision de la fourchette est la conséquence d'une révision des pondérations de l'indice (dont l'impact est estimé à 1 point de pourcentage), mais s'explique surtout par le fait que la banque centrale n'anticipe plus de baisse des prix à l'importation. La détente de la politique monétaire devrait malgré tout se poursuivre, mais de manière

prudente (maintien du taux directeur positif en termes réels). Troisième facteur : la politique budgétaire qui devrait être plus accommodante qu'en 2025 (cf. infra). Elle vise un solde primaire à l'équilibre après une année d'excédents. En 2027, il est possible que la politique budgétaire soit même volontairement relâchée car les élections présidentielles prévues en mai 2028 seront probablement avancées à novembre 2027. Il existe cependant des risques baissiers. La consommation des ménages devrait continuer de soutenir la croissance, mais elle pourrait aussi ralentir car les salaires réels sont stables depuis la mi-2025. De plus, la revalorisation du salaire minimum au début de l'année 2026 a été inférieure à l'inflation et la hausse du chômage pourrait entraîner une augmentation du taux d'épargne. Par ailleurs, le ratio des créances douteuses sur les crédits personnels et, surtout, les cartes de crédit a doublé depuis la fin 2023 (de 3% à 6% pour les cartes de crédit), ce qui a conduit la banque centrale à restreindre les conditions de financement par cartes de crédit.

L'incertitude est plus grande encore en ce qui concerne la contribution nette des échanges extérieurs. Le taux de change réel mesuré avec les prix de production s'est réapprécié de près de 30% depuis 2022, retrouvant son niveau du milieu des années 2010. Pour les industriels exportateurs de produits à valeur ajoutée relativement faible (textile), la livre turque est jugée surévaluée. Toutefois, le déficit du solde commercial hors produits pétroliers et or est encore faible et, globalement, les entreprises turques ont continué de gagner des parts de marché sur le marché européen jusqu'en 2025 (4,1% contre 3,5% en 2019 et 2,5% au début des années 2000, d'après le ministère des Finances). De plus, les exportations des produits à moyenne ou forte intensité technologique représentent maintenant 43,5% du total des exportations, soit une hausse de 10 points de pourcentage au cours des cinq dernières années. Quoiqu'il en soit, le scénario de consolidation suppose que la Turquie conserve ses parts de marché en Europe malgré la concurrence chinoise.

REGAIN D'ATTRACTIVITÉ GRÂCE À DES DÉFICITS COURANTS ET BUDGÉTAIRES SOUS CONTRÔLE

En 2025, les finances publiques ont continué de s'améliorer. Le solde budgétaire primaire du gouvernement central (i.e. hors charge d'intérêts) a dégagé un excédent de 0,4% du PIB après un déficit de 1,9% en 2024. La hausse des recettes a contribué à hauteur de deux tiers à cette amélioration. Malgré une charge d'intérêts en hausse (3,3% du PIB contre 2,8% en 2024), conséquence de l'augmentation des rendements obligataires sur la deuxième partie de l'année, le déficit total est revenu à un peu moins de 3% du PIB. La dette du gouvernement central a marginalement augmenté, le déficit étant compensé par l'appréciation réelle du change (la dette en devises représentait 53% de la dette totale fin 2025).

En 2026, l'objectif du gouvernement est de maintenir le budget primaire à l'équilibre. La politique budgétaire sera donc plus accommodante¹. Le service de la dette domestique devrait s'alourdir par rapport à 2025, mais le plan de financement du Trésor est assuré avec un taux de renouvellement de la dette domestique inférieur aux années précédentes. Par ailleurs, le Trésor a déjà émis pour USD 5,9 mds d'obligations internationales et de *lease certificates* depuis le début de l'année, soit presque la moitié de l'objectif de l'année (USD 13 mds). Le service de la dette extérieure entre mars et décembre 2025 est de USD 14 mds et sera *a priori* honoré sans ponction sur la trésorerie.

La vulnérabilité extérieure du pays est moindre qu'il y a un an mais reste un point faible. Le déficit courant s'est sensiblement aggravé, passant de USD 10,4 mds en 2024 à 25,2 mds en 2025. Mais il reste modéré en pourcentage du PIB (1,5%). Les réserves internationales de la banque centrale dépassent USD 200 mds avec la forte valorisation des réserves d'or (60% du total). Or inclus, elles représentent six mois d'importations. Début février 2026, les réserves nettes au sens du FMI s'élevaient à un niveau satisfaisant de USD 90 mds (pour rappel, elles étaient négatives au printemps 2023).

Les inquiétudes générées par les tensions politiques en mars 2025 se sont dissipées. Le marché obligataire a, de nouveau, la faveur des gérants de portefeuille avec de fortes entrées d'investisseurs non-résidents, à la fois sur le marché obligataire et la bourse d'Istanbul, qui se sont intensifiées depuis le début de l'année. Les primes de risque, demandées lors des émissions d'eurobond en euros et en dollars début février, étaient à un plus bas historique (240 pb pour des maturités de 7-8 ans).

Pour autant, le risque de volatilité du change reste élevé. La banque centrale a d'ailleurs renforcé ses mesures prudentielles pour limiter l'endettement en devises des entreprises (le ratio de la dette en devises des entreprises rapportée aux exportations augmente depuis 2024).

IA : UN AVANTAGE EN TERMES DE RESSOURCES HUMAINES

L'IA contribue directement *a priori* très marginalement à la croissance d'ensemble du PIB, mais le pays surprend dans ce domaine. D'après l'*Artificial Intelligence Index* de l'Université de Stanford, il est classé juste derrière la Suisse en termes d'engagement du secteur public. D'après l'enquête de l'institut national de la statistique, le taux d'utilisation de l'IA atteignait déjà 24% dans les entreprises de plus de 250 personnes en 2025.

D'après les estimations d'Oxford economics, les exportations liées à l'intelligence artificielle totalisaient USD 10,8 mds en 2025. Ce montant est supérieur à ceux de grands pays émergents (Brésil, Indonésie), et se compare à certains pays de l'Union européenne (Portugal, Roumanie). Toutefois, ces exportations représentent une part minime des exportations totales de marchandises (4%). De plus, les statistiques d'exportations sont probablement assez largement surestimées². Le nombre de *data centers* est faible (35) par rapport à d'autres pays comparables, comme la Pologne qui en a quatre fois plus. Toutefois, d'après l'indice *Global AI* de la société d'information britannique Tortoise Media, le score relatif à l'accès et la fiabilité des sources d'énergie et des infrastructures informatiques est équivalent à celui de la Pologne.

Le point fort de la Turquie réside dans la qualité de ses formations d'ingénieur. En cumul depuis le début des années 2010, et rapporté à la population, le nombre de brevets en lien avec l'IA est sensiblement plus élevé que dans certains pays comparables en termes de niveau de développement. D'après l'indice *Global AI* et le score relatif à la disponibilité de main-d'œuvre qualifiée pour développer les solutions d'IA, la Turquie est le pays le mieux classé d'Europe centrale.

Achevé de rédiger le 2 mars 2026

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com

¹ Le solde primaire se détériorerait de 0,4 point de PIB alors qu'il s'est amélioré de 2,3 points en 2025.

² 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 la Turquie, 80% des exportations correspondent à des postes de la nomenclature qui ne font pas explicitement référence à l'IA.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

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 laissaient 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 effrètement 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.

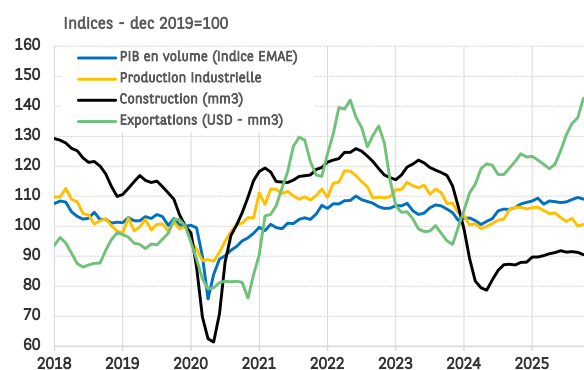
2/ La politique budgétaire va rester restrictive.

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.

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.



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.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

BRÉSIL

25

ENTRE DEUX EAUX

L'économie brésilienne navigue entre deux eaux : d'un côté, les signaux de dégradation conjoncturelle se multiplient sous l'effet du resserrement monétaire ; de l'autre, des mécanismes de rééquilibrage émergent : désinflation, baisses de taux en vue, stabilisation du marché du travail sur des bases plus durables, et activité qui se rapproche de son potentiel de long terme. Le déficit courant résiste au rééquilibrage mais reste bien couvert par des entrées stables de capitaux étrangers. Le positionnement du pays dans les chaînes de valeur de l'IA est à l'image de ses avantages comparatifs : des ressources naturelles et énergétiques abondantes et un écosystème dynamique de *startups*. La transformation de l'IA en levier de productivité se heurte toutefois à des défis structurels, parmi lesquels des contraintes budgétaires fortes, et un secteur informel important.

RALENTISSEMENT ÉCONOMIQUE CONFIRMÉ

Après une phase de résilience, les effets du durcissement monétaire initié à l'automne 2024 pèsent plus clairement sur l'activité. L'économie brésilienne a quasiment stagné au T3 2025, et la croissance pourrait de nouveau être faible au T4, voire négative. Le début d'année 2026 prolonge cette tendance (le *proxy* du PIB publié par la BCB s'est replié de 0,6 m/m en janvier). Le détail des comptes nationaux montre un repli de la demande interne et un inversement des moteurs de la croissance avec une plus forte contribution de la demande externe depuis le T2.

Au 2^e semestre, les effets du ralentissement économique sur les prix, le marché du travail et les risques de crédit ont été plus visibles. En décembre, les créances douteuses des ménages ont atteint 6,9%, un plus haut depuis 2012 (vs. 5,2% en décembre 2024). Les destructions d'emplois dans le secteur formel ont atteint un pic depuis la fin de la pandémie, et le recul de l'emploi est aussi marqué dans le secteur informel. En données corrigées des variations saisonnières, ce segment détruit des emplois depuis le mois de mai 2025. La baisse du chômage au 2^e semestre (à 5,2%, en novembre, soit un plus bas depuis 2012) est ainsi à relativiser – car il s'explique surtout par le recul du taux d'activité.

Sur le front des prix, la dynamique désinflationniste se confirme : à 4,3%, l'inflation a terminé 2025 dans la fourchette cible officielle, une première en quatre ans. L'inflation a bénéficié de la baisse des prix de l'énergie, notamment de l'électricité. L'inflation sous-jacente est demeurée au-dessus de la cible de 3% de la BCB, preuve d'une pression persistante sur les prix des services soutenue par la résilience du marché du travail.

En 2026, la croissance devrait converger vers son rythme potentiel (1,8%), après un peu plus de 2% en 2025 et un rythme proche de 3% par an entre 2022 et 2024. L'inflation devrait ralentir et atteindre son plus bas niveau depuis la pandémie (3,8%). La possibilité, pour l'exécutif, de réallouer une partie des dépenses discrétionnaires non engagées vers des programmes sociaux dans son budget 2026, le ralentissement de l'inflation, et la réforme de l'impôt sur le revenu pourraient soutenir la consommation. Une série de réformes engagées en 2025 visant à élargir l'accès aux prêts adossés aux salaires dans le secteur privé et ouvrir les logements subventionnés aux ménages à revenus intermédiaires pourraient autoriser un meilleur accès au crédit bancaire en attendant l'assouplissement des conditions monétaires. Nous anticipons un taux du SELIC à 12% fin 2026, soit une baisse de 300 pb.

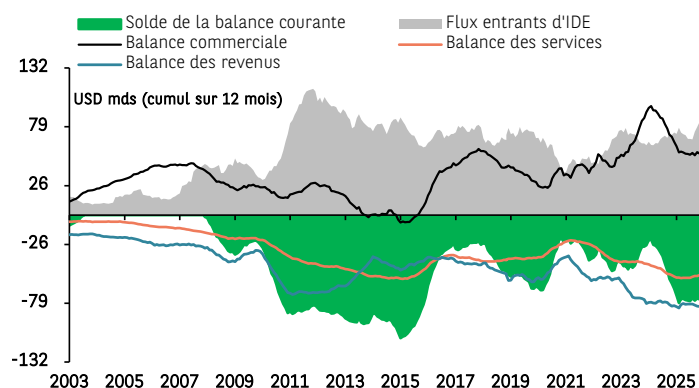
DERRIÈRE LE RESPECT DES RÈGLES, DES DÉSÉQUILIBRES
BUDGÉTAIRES TOUJOURS BIEN RÉELS

En 2025, le gouvernement central est formellement parvenu à respecter sa règle budgétaire – le solde primaire s'est établi à -0,48 % du PIB (la cible étant à 0% avec une tolérance de +/- 0,5% du PIB). Le déficit

PRÉVISIONS

	2023	2024	2025e	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	3,2	3,6	2,4	1,8	1,4
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	4,6	4,4	5	3,8	3,8
Solde budgétaire - secteur public, % du PIB	-8,8	-8,5	-8,3	-8,8	-8,4
Dette publique, % du PIB	73,8	76,5	79	83	87
Solde courant, % du PIB	-1,2	-3	-3	-2,8	-2,7
Dette externe, % du PIB	33	33	35	36	33
Réserves de change, mds USD	355	329	358	360	365
Réserves de change, en mois d'imports	12,5	10,5	11	11,3	11,7

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUELES IDE : UNE SOURCE DE FINANCEMENT STRUCTUREL
DU DÉFICIT COURANT

GRAPHIQUE 1

SOURCE : BCB, BNP PARIBAS

nominal demeure élevé (-8,3% du PIB) en raison d'une forte charge d'intérêts (BRL 1000 mds, 7,8% du PIB). Le respect formel de la règle budgétaire cache cependant une dégradation marquée des finances publiques : d'après l'Institut fiscal indépendant (IFI), les objectifs ont été atteints grâce à l'exclusion de dépenses du déficit et à des recettes exceptionnelles. Par exemple, l'appréciation significative de la monnaie (+12% face au dollar, sa plus forte progression annuelle depuis 2016, compensant en partie le recul de 21% subi en 2024) a permis de limiter le déficit nominal grâce aux gains générés par les swaps de change (affectant le résultat de la BCB). Sans cela, les paiements d'intérêts auraient atteint 8,6% du PIB, et le déficit nominal se serait approché de 9% du PIB.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Pour stabiliser son ratio d'endettement (79% du PIB fin 2025), le souverain nécessite des excédents primaires élevés compte tenu du coût réel de sa dette (le coût du refinancement de la dette publique a atteint son plus haut niveau depuis 20 ans avec des taux réels proches de 8% par an). Or, le respect de la cible en 2026 (+0,25% du PIB) pourrait être compromis par les élections et les projections de croissance optimistes du gouvernement (2,3%). La trajectoire fixée par la règle budgétaire — un excédent de 1,25% du PIB d'ici 2029 — semble hors de portée au vu de la progression des dépenses ces dernières années.

➔ DES COMPTES EXTÉRIEURS SOLIDES MALGRÉ UN COMPTE COURANT DÉGRADÉ

En 2025, la détérioration du compte courant s'est accentuée, avec un déficit de USD 68,8 mds – un plus haut depuis 2014 (+4% vs. 2024, 3% du PIB). Ce résultat s'explique en grande partie par l'effritement de l'excédent commercial. Malgré un volume de ventes record, les exportations ont pâti de cours défavorables. À l'inverse, et malgré l'essoufflement de l'économie, les importations sont restées soutenues, dopées par les achats de produits chinois à bas coût (intrants industriels et équipements), liés à des contraintes d'offre dans le secteur manufacturier. La surtaxe américaine sur les produits brésiliens aura finalement eu un impact limité sur le solde commercial du fait de la réorientation des flux commerciaux notamment vers la Chine. Avec l'annulation partielle par la Cour suprême des droits de douane du Président Trump, le tarif moyen sur les produits brésiliens devrait chuter à 15% en 2026, soit une baisse de 11 points¹. En 2026, le déficit courant devrait se résorber (modération de la demande interne, hausse des exportations de pétrole) mais restera au-dessus de sa moyenne historique (USD 42,5 mds entre 2016-2025).

La dégradation du solde courant ne présente pas de risque immédiat : les réserves de change sont élevées par rapport aux engagements externes du pays (USD 358 mds en 2025, soit plus de 11 mois d'importations), ses sources de financement sont diversifiées et stables² et le pays possède un accès continu aux marchés financiers internationaux, avec des *spreads* maîtrisés. En 2026-27, le Brésil devrait rester attractif pour les capitaux étrangers. Le traité Mercosur-UE et l'accord Brésil-Inde sur l'accès aux terres rares sont susceptibles de stimuler les IDE. Par ailleurs, les flux d'investissement de portefeuille devraient rester dynamiques. Ils seront soutenus par des taux d'intérêts réels élevés sur les instruments de dette locale et par un marché actions aux perspectives solides (valorisations attractives, diversification des portefeuilles internationaux vers les émergents hors des États-Unis, cycle monétaire décalé – le pays n'ayant pas encore entamé son cycle d'assouplissement monétaire contrairement à la plupart de ses voisins latino-américains). Au 20 février, les investisseurs étrangers avaient déjà injecté près de USD 6 mds dans les actions brésiliennes depuis début janvier (contre USD 4,6 mds sur l'ensemble de 2025).

🔍 IA : RICHE EN RESSOURCES ET EN DONNÉES, PAUVRE EN TECHNOLOGIE

Dans la chaîne de valeur mondiale de l'intelligence artificielle ou du numérique, le Brésil apparaît principalement à trois niveaux : (1) en début de chaîne – dans la provision de métaux critiques, minerais, terres rares³ nécessaires à la fabrication des intrants utilisés notamment dans le développement des puces et autres composants électroniques ; (2) dans la construction de *data centers* (près de 200 sites, soit près de 40% des *data centers* en Amérique latine mais seulement 2% au niveau mondial⁴) ; (3) le développement de produits et services reposant sur

l'IA grâce à un écosystème de startups, en particulier dans l'AgroTech, la FinTech, l'EdTech (d'après le *District AI report* de 2023, parmi environ 500 startups spécialisées en IA, actives en Amérique latine, près de 75% se trouvent au Brésil). Le pays est, en revanche, très peu présent dans la fabrication de composants ou de logiciels avancés, ce qui reflète en partie des investissements en R&D insuffisants (0,6% du PIB, contre 2-3% dans les pays *leaders*). Les exportations de produits liés à l'IA représentaient en 2025 USD 4,7 mds (soit 0,14% du total mondial).

Conscient des enjeux économiques et de souveraineté, les autorités ont adopté un plan pour l'IA (2024-28) autour de cinq axes stratégiques – infrastructure, formation, amélioration des services publics, innovation entrepreneuriale, régulation/gouvernance – et quatre secteurs prioritaires à court terme (santé, industrie, agroalimentaire et environnement). Le plan vise notamment à moderniser le supercalculateur *Santos Dumont* (objectif d'intégrer le top 5 des ordinateurs les plus puissants au monde d'ici 5 ans) mais aussi à développer un *cloud* souverain et un grand modèle de langage (LLM) en portugais. En raison des contraintes budgétaires fortes, le pays dispose toutefois de marges d'investissement public limitées (plan de USD 4 mds sur quatre ans). Trois leviers d'action visent par ailleurs à accélérer la R&D et l'innovation locale pour réduire la dépendance technologique du pays : (a) le renforcement de la collaboration entre les acteurs publics, privés et académiques, (b) le soutien financier aux startups innovantes du secteur, (c) la stimulation de l'investissement privé dans l'infrastructure numérique avec des mécanismes incitatifs adaptés⁵.

Dans un contexte où la productivité stagne depuis près de vingt-cinq ans, la diffusion des technologies d'IA à l'ensemble de l'économie constitue un autre enjeu majeur. L'adoption par le grand public est bien ancrée. Selon une étude de Cisco, le Brésil est le deuxième utilisateur d'IA générative (51,6% de la population), juste derrière l'Inde (66,4%). Cependant, l'adoption de solutions IA au sein des entreprises (surtout les PME) et les transferts technologiques vers l'industrie accusent un retard. Les obstacles sont structurels : inégalités d'accès au numérique, emploi informel (les structures informelles ont peu accès aux financements, aux technologies), épargne domestique insuffisante pour financer des investissements massifs. Selon l'indice de préparation à l'IA du FMI – qui mesure la capacité d'un pays à adopter et mettre en œuvre l'IA de manière à en faire bénéficier son économie et sa société – le Brésil se classe 66^e sur 174, derrière le Chili et l'Uruguay. Selon une étude de l'université fédérale de Sao Paulo, dans un scénario d'adoption modéré de l'IA dans les processus de production (55% à horizon 2030 vs. 70% dans les pays avancés), l'impact annuel net sur le PIB (*ie.* gain annuel réel après déduction des coûts liés aux investissements initiaux, formations, restructurations etc.) est estimé à +0,6% du PIB par an (vs. +3,2% du PIB dans les pays avancés).

Achevé de rédiger le 27 février 2025

Salim Hammad
salim.hammad@bnpparibas.com

¹ Pic tarifaire moyen de 35% en septembre, réduit à 26% en novembre après des exemptions alimentaires.

² Sur la période 2015-2025, les flux d'IDE entrants (3,4% du PIB en moyenne) ont assuré un financement confortable du déficit courant (-2,4% du PIB en moyenne)

³ Exemples : silice, cuivre, niobium, graphite, nickel, scandium, bauxite, néodyme, dysprosium.

⁴ Mais pas encore d'infrastructures capables de supporter l'entraînement de modèles d'IA avancés.

⁵ Comme le projet de loi Redata actuellement à l'étude (régime fiscal spécial pour les services de centres de données). Ce texte prévoit la suspension puis l'exonération de taxes fédérales sur l'achat de machines, serveurs et composants technologiques destinés aux infrastructures de *data centers*.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

TRANSITION POLITIQUE ET DÉFIS STRUCTURELS DU SECTEUR MINIER

La croissance économique chilienne ralentira très légèrement en 2026 et restera proche de son potentiel, tandis que l’inflation fluctuera autour de 3%. Le secteur minier reste un moteur important : les prix élevés du cuivre et du lithium soutiennent les exportations et les projets d’investissement. Le rythme de la consolidation budgétaire et les perspectives d’investissement dépendront largement de la capacité du nouveau gouvernement à mettre en place les mesures annoncées lors de la campagne présidentielle. Malgré la multiplication des initiatives visant à développer le secteur de l’IA, sa contribution à la croissance reste faible. Les ressources minières sont un atout et les projets se multiplient, mais il faudra composer avec les contraintes environnementales et sociales.

ENTRÉE EN FONCTION DU GOUVERNEMENT KAST

Le 11 mars prochain, le gouvernement de José Antonio Kast (élu en décembre dernier) entrera en fonction. D’après ses premières annonces, le président souhaite revenir sur certaines dispositions prises par le gouvernement sortant. Il devrait notamment prendre des mesures de consolidation budgétaire et proposer des réformes visant à limiter la participation de l’État dans plusieurs projets miniers (dans le lithium notamment). Un certain nombre de réglementations sociales et environnementales devraient également être assouplies. L’objectif est d’encourager les investissements étrangers, en particulier dans le secteur de l’IA, les énergies renouvelables et les matériaux critiques.

À très court terme, nous n’anticipons pas de changement radical dans la politique économique. Les résultats des élections législatives (organisées le même jour que l’élection présidentielle) n’ont pas permis à un seul parti d’obtenir la majorité absolue au Congrès. Celui-ci restera donc fragmenté et le nouveau gouvernement devra négocier avec les partis pour faire avancer sa politique et probablement former des coalitions différentes selon les projets proposés.

Enfin, le changement de gouvernement aura certainement des conséquences géopolitiques. M. Kast semble souhaiter améliorer les relations bilatérales avec les États-Unis. Cela pourrait se traduire par un renforcement des liens commerciaux entre les deux pays (actuellement, 17% du total des exportations chiliennes sont à destination des États-Unis) et de nouveaux investissements américains, notamment dans le secteur minier. En ce qui concerne les flux d’IDE, les États-Unis sont le deuxième investisseur (avec près de 10% du total) derrière le Canada (15% du total), et très loin devant la Chine (1%). Dans le même temps, le président Kast a reconnu que la Chine était un partenaire trop important pour mettre à mal les relations commerciales entre les deux pays (la Chine est le premier partenaire commercial du Chili, absorbant près de 40% du total des exportations du Chili). Cependant, les relations s’annoncent plus tendues qu’avec le précédent gouvernement.

CROISSANCE PROCHE DE SON POTENTIEL

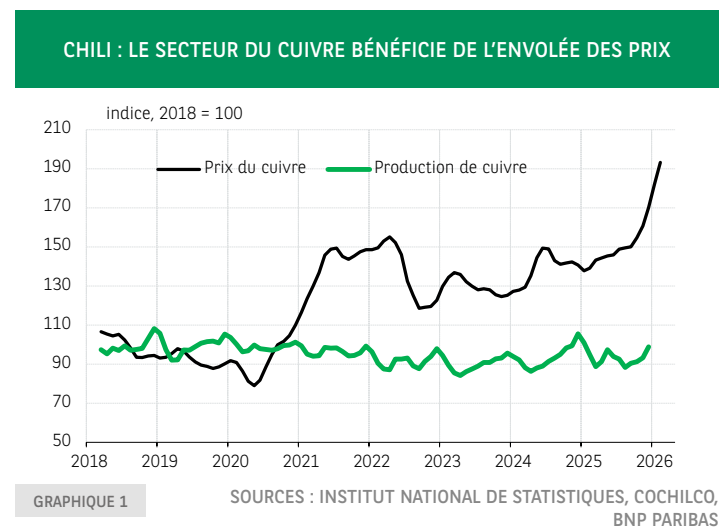
Après 2,3% en 2025, la croissance du PIB réel devrait à peine ralentir en 2026, à 2,2%. Les prix du cuivre historiquement élevés et les termes de l’échange favorables ont soutenu les exportations. Ils ont aussi permis de compenser au moins partiellement la baisse temporaire de la production de cuivre enregistrée en 2025 (plusieurs sites ont dû fermer en raison de problèmes mécaniques et de maintenance). Voir le *Graphique 1*.

La demande interne restera robuste. L’inflation maîtrisée et la récente hausse du salaire minimum soutiendront la consommation des ménages. Le président sortant, Gabriel Boric, a plusieurs fois relevé le salaire minimum, qui a augmenté d’environ 55% en cumulé au cours de sa mandature.

PRÉVISIONS					
	2023	2024	2025e	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	0,2	2,6	2,3	2,2	2,4
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	7,6	3,9	4,2	3,0	3,0
Solde budgétaire, % du PIB	-2,5	-2,8	-2,6	-2,0	-1,8
Dette publique, % du PIB	39,4	41,7	43,0	42,8	42,4
Solde courant, % du PIB	-3,5	-2,5	-1,8	-2,0	-2,4
Dette externe, % du PIB	71,9	74,4	73,3	73,0	72,5
Réserves de change, mds USD	46,3	44,4	46,3	48,0	49,7
Réserves de change, en mois d'imports	7,0	7,3	7,5	7,6	7,8

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



Pour le secteur minier (environ 50% des exportations et 10% du PIB), les perspectives de 2026 sont proches de celles de 2025 : les prix du cuivre devraient rester élevés et soutenir les exportations. Néanmoins, les défis structurels restent importants. La reprise de la production de cuivre sera faible cette année encore. L’entreprise nationale de cuivre CODELCO prévoit une production de 5,6 millions de tonnes métriques (mt), soit une augmentation de la production de seulement 0,8% en 2026. Cela s’explique par les retards persistants dus à des opérations de maintenance sur plusieurs sites.

Si l'investissement dans le secteur minier reste dynamique, il s'agit en majeure partie d'investissements de remplacement et de maintenance, plutôt que d'extension des capacités de production et d'innovation. Cependant, l'entrée en vigueur de la dernière réforme du gouvernement sortant (qui vise à simplifier l'octroi de permis d'extraction) devrait permettre d'attirer de nouveaux investissements et améliorer le climat des affaires. Les nouveaux projets recensés dans le secteur minier (cuivre et lithium principalement) pourraient également stimuler la construction et le transport.

Dans une étude parue en janvier dernier, CODELCO annonçait que le pic de production (6 mt) serait finalement atteint en 2034 (contre 2027 auparavant). La dynamique de la production est freinée par des contraintes structurelles : la dégradation progressive des teneurs en minerai (impliquant une extraction plus complexe) et le vieillissement des grands gisements historiques conduisent à une hausse tendancielle des coûts de production. En outre, la difficulté d'accès à l'eau et la multiplication des épisodes de sécheresse persistante compliquent la gestion de l'eau, indispensable aux activités extractives.

LA DÉSINFLATION SE POURSUIT MAIS PLUS DIFFICILEMENT

La désinflation a repris son cours mi-2025, après une interruption de plusieurs mois due à la forte hausse des tarifs de l'électricité. En janvier, l'inflation est ressortie à 2,8% en g.a. Elle devrait rester sous la cible de 3% de la Banque centrale pendant la majeure partie de l'année, grâce à des effets de base, à un taux de change favorables et à la baisse attendue des prix du carburant. L'inflation sous-jacente devrait toutefois rester légèrement au-dessus de 3%, en raison de la hausse des coûts de la main-d'œuvre résultant des récentes réformes du marché du travail (réduction de la durée du travail hebdomadaire et réforme du système des retraites). Ces mesures devraient continuer à exercer une pression sur l'inflation dans le secteur des services à forte intensité de main-d'œuvre. Après avoir été abaissé de 25 pb en décembre, le taux directeur est resté inchangé, à 4,5%, lors de la dernière réunion de la Banque centrale fin janvier. D'après le communiqué de presse, une nouvelle baisse de taux n'est pas exclue, mais le conseil souhaite attendre que le processus de désinflation soit durablement confirmé.

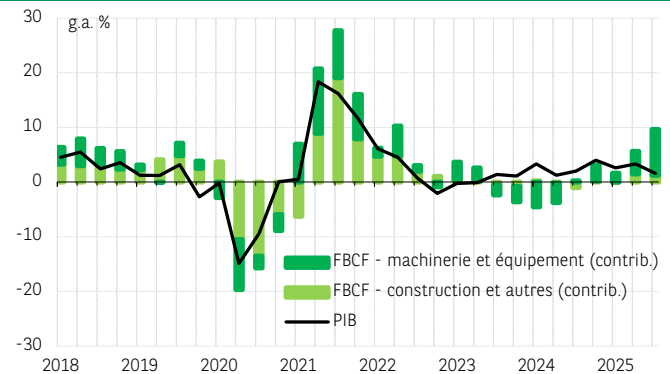
FINANCES PUBLIQUES : CONSOLIDATION PROGRESSIVE

En 2024 et 2025, le déficit public a dépassé l'objectif de 2% du PIB fixé par la règle budgétaire de moyen terme. Le budget 2026 (présenté en septembre dernier par le gouvernement sortant) prévoit des mesures de consolidation afin de ramener le déficit public à 1,5% du PIB. L'objectif annoncé du nouveau gouvernement est de réduire encore les dépenses publiques (d'environ 1,5% du PIB) au cours des 18 prochains mois afin de pouvoir baisser le taux d'imposition des sociétés à 23% d'ici 2029 (contre 27% actuellement). Cet engagement paraît optimiste mais l'ajustement des dépenses envisagé permettrait effectivement de ramener le déficit public à 2% du PIB.

À son arrivée au pouvoir, le gouvernement disposera de 90 jours pour donner un cadre budgétaire à moyen terme, publier un décret fixant la trajectoire de l'équilibre structurel pour la durée de son mandat et définir une limite macroprudentielle d'endettement.

Cela dit, malgré des déficits supérieurs aux objectifs fixés pour 2023-2025, la dette publique est restée sous le seuil de 45% du PIB et la prime de risque souverain reste très faible au Chili (le CDS *spread* 5 ans n'est que de 43 pb). La dette publique devrait légèrement diminuer en 2026 (à 42,8% du PIB, après 43% en 2025).

CHILI : L'INVESTISSEMENT EST DYNAMIQUE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

IA : UN LEADER INSTITUTIONNEL PLUTÔT QU'INDUSTRIEL

Concernant l'adoption de l'intelligence artificielle, le Chili fait figure de *leader* dans la région. Depuis début 2021, plusieurs grands axes de développement ont été annoncés par le gouvernement sortant. Ils se sont traduits par une augmentation des infrastructures, des formations et des incitations destinées à attirer les investissements dans le secteur.

D'après les données de l'ECLAC (*Economic Commission for Latin America and the Caribbean*), les dépenses en matière d'IA par habitant, bien que faibles à l'échelle mondiale, sont plus élevées au Chili (8 USD par habitant) que dans les autres pays de la région (4 USD en moyenne). En février 2026, le Chili a annoncé le lancement de Latam-GPT, premier modèle de langage *open source* conçu pour l'Amérique latine visant à créer des capacités de développement d'IA propres à la région (spécificité linguistique notamment).

Les effets économiques directs de ces politiques restent limités. Le poids du Chili dans les échanges commerciaux directement imputables à l'IA sont marginaux et le nombre de *data centers* est encore faible (59 fin 2025, contre 173 au Mexique et 197 au Brésil). En outre, d'après les estimations de l'ECLAC, la région ne capte qu'environ 1% des investissements mondiaux en IA, alors qu'elle représente près de 7% du PIB mondial.

Cela dit, le Chili bénéficie d'un atout de taille : ses ressources en cuivre et surtout en lithium, essentiels au stockage énergétique dans les batteries lithium-ion (nécessaires aux infrastructures électriques et aux *data centers*). À ce stade, le Chili exporte principalement du lithium peu transformé tandis que la valeur ajoutée industrielle est captée par les pays d'Asie (fabrication de composants). Le défi à moyen et long terme sera de concilier la montée en gamme dans la chaîne de valeur (avec le développement d'industries locales de batteries) et le maintien d'une position innovante dans la région, tout en composant avec les contraintes environnementales et sociales.

Achevé de rédiger le 27 février 2026

Hélène Drouot

helene.drouot@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

MEXIQUE

29

EN ATTENDANT L'ACCORD USMCA

Le dynamisme des exportations a permis d'éviter la récession en 2025 malgré les tensions géopolitiques. Les perspectives d'investissement, point faible structurel de l'économie mexicaine, ne sont pas favorables. L'activité devrait pourtant rebondir en 2026, soutenue par la consommation des ménages, et la croissance pourrait atteindre son potentiel. Les perspectives à court et moyen terme dépendent largement de l'issue des négociations sur l'accord entre le Canada, les États-Unis et le Mexique (USMCA). Le constat est le même dans le secteur de l'IA : la poussée des exportations de produits liés à l'IA vers les États-Unis masque une faiblesse structurelle de l'industrie mexicaine spécialisée dans l'assemblage à faible valeur ajoutée. Là encore, les perspectives dépendent des termes de l'USMCA.

REPRISE DE L'ACTIVITÉ : LA CROISSANCE SE RAPPROCHE DE SON POTENTIEL

Finalement, l'économie mexicaine a résisté un peu mieux que prévu en 2025. Les exportations sont restées dynamiques et le PIB a progressé de 0,5%. Les nouveaux droits de douane américains, l'incertitude politique croissante, les tensions géopolitiques et la consolidation budgétaire ont pourtant lourdement pesé sur l'investissement. En revanche, la consommation privée a marqué le pas. En termes réels, l'investissement privé a reculé de près de 5% au cours des trois premiers trimestres 2025 par rapport aux trois premiers trimestres 2024, et l'investissement public de plus de 20% (graphique 1).

L'incertitude relative à la relation bilatérale avec les États-Unis, mais aussi les réformes constitutionnelles de grande envergure, prévues ou en cours, continueront de peser sur les perspectives d'investissement (domestique et étranger). De plus, les réformes du système judiciaire (et la suppression de sept agences autonomes, dont l'autorité de régulation anti-trust) ou du secteur de l'énergie accroissent l'incertitude réglementaire. Certains projets privés pourraient être renégociés ou plus encadrés, et l'organisation du marché de l'électricité pourrait être revue.

Cela étant, l'activité devrait rebondir et permettre une croissance du PIB réel de 1,5% en 2026, ce qui correspond à la croissance potentielle estimée par le FMI. La consommation privée sera soutenue par une politique budgétaire moins restrictive qu'en 2025 (à l'approche des élections de mi-mandat prévues en juin 2027) et la hausse du salaire minimum de 13% (effective depuis le 1^{er} janvier). Cette augmentation s'inscrit dans le cadre de la politique de « rattrapage du pouvoir d'achat », initiée par le précédent gouvernement en 2018 et reprise par la présidente Sheinbaum. Depuis cette date, le salaire minimum a augmenté de près de 150%.

Les risques sur la croissance restent cependant orientés à la baisse. Le renouvellement du traité commercial avec les États-Unis et le Canada, l'USMCA, est prévu pour le mois de juillet. Les négociations ont débuté et le gouvernement mexicain multiplie les signes d'apaisement avec les États-Unis. Il a ainsi annoncé des mesures protectionnistes commerciales (imposition de droits de douane sur les importations en provenance de pays avec qui le Mexique n'a pas d'accord commercial, dont la Chine) et non commerciales (intensification de la lutte contre le narcotrafic). Notre scénario central est celui d'un renouvellement de l'accord USMCA, mais les négociations s'avèreront sans doute difficiles. Les dispositions relatives à la règle d'origine (une part minimale de valeur d'un bien doit être produite dans l'un des trois pays pour qu'il soit exempté de droits de douane) et les exigences salariales¹ pourraient être renforcées. Les liens commerciaux et d'investissement entre la Chine et le Mexique pourraient être réexaminés, réduits et soumis à une surveillance rigoureuse.

¹ Dans le secteur automobile surtout, pour qu'un véhicule soit exempté de tarifs douaniers, 40 à 45% de sa valeur doit être produite par des travailleurs payés au moins 16 USD par heure.

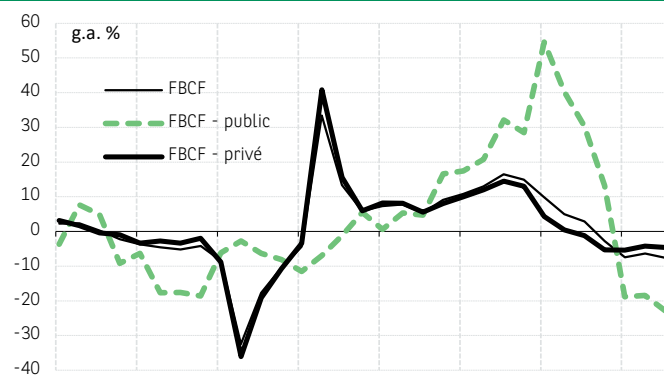
PRÉVISIONS

	2023	2024	2025e	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	3,2	1,5	0,5	1,5	1,8
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	5,6	4,2	3,8	4,0	3,6
Solde budgétaire, % du PIB	-3,3	-5,1	-3,9	-3,8	-3,5
Dette publique, % du PIB	46,5	49,1	51,5	53,1	54,0
Solde courant, % du PIB	-0,3	-0,9	-0,4	-0,5	-0,5
Dette externe, % du PIB	33,3	31,0	32,0	33,0	33,1
Réserves de change, mds USD	207	221	239	245	258
Réserves de change, en mois d'imports	4,1	4,3	4,5	4,2	4,1

TABLEAU 1

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

MEXIQUE : CONTRACTION DE L'INVESTISSEMENT PRIVÉ ET PUBLIC



GRAPHIQUE 1

SOURCES : INEGI, BNP PARIBAS

PAUSE DANS LE CYCLE D'ASSOUPLISSEMENT MONÉTAIRE

Après une pause en décembre, l'inflation a réaccélééré en janvier à 3,8% (après 3,7% en g.a.). L'inflation sous-jacente a également augmenté à 4,5% en g.a. (après 4,3% en décembre), s'éloignant de la cible de 4% fixée par la Banque centrale.

Les pressions inflationnistes restent modérées et ciblées ; elles sont dues à de nouvelles taxes d'accise (boissons sucrées et cigarettes), ainsi qu'à l'entrée en vigueur des nouveaux droits douane américains et à l'augmentation du salaire minimum.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Dans ce contexte, la Banque centrale a laissé son taux directeur inchangé (7%) lors de son comité de février, marquant une pause après 11 baisses consécutives. Les tensions géopolitiques, la « potentielle escalade » des tensions commerciales et les pressions inflationnistes persistantes ont été ses principaux arguments. La Banque centrale a également révisé ses prévisions d'inflation à la hausse (3,7% et 3,8% respectivement pour les indices total et sous-jacent, contre 3,2% et 3,3% auparavant). L'objectif de convergence vers la cible d'inflation (à 3%) a été repoussé du T3 2026 au T2 2027. Ainsi, bien que la Banque centrale n'ait pas signalé son intention de mettre un terme à son cycle d'assouplissement, une pause prolongée semble probable.

COMPTES EXTERNES : VULNÉRABILITÉ ACCRUE À LA RELATION AVEC LES ÉTATS-UNIS

Les exportations totales ont progressé de près de 8% en valeur en 2025, après 3,5% en 2024, en partie grâce aux achats anticipés des entreprises américaines (en raison des inquiétudes liées à une éventuelle escalade des droits de douane américains et à l'avenir de l'USMCA). En outre, les exemptions de droits de douane dans le cadre de l'USMCA ont également permis aux exportations mexicaines de bénéficier de tarifs plus favorables que d'autres partenaires commerciaux des États-Unis, dont la Chine. La bonne tenue des exportations a permis la réduction du déficit courant, à -0,4% du PIB (après -0,9% en 2024).

Les flux de capitaux sont plus sensibles aux pressions politiques et géopolitiques. Les IDE se sont établis à 2,5% du PIB, un niveau proche de celui de 2024 mais en hausse par rapport à 1,7% du PIB en 2023. Les IDE nets se sont légèrement raffermis entre janvier et septembre 2025, mais les investissements dans des projets entièrement nouveaux (« greenfield ») restent décevants. Les perspectives sont compromises par la stratégie gouvernementale qui consiste à donner la priorité aux investissements domestiques, en particulier dans les secteurs du pétrole et du gaz, de l'électricité et des mines.

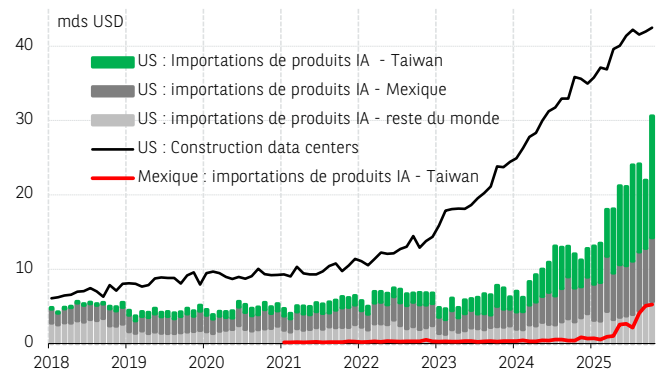
IA : DU POTENTIEL, MAIS DE NOMBREUX OBSTACLES

Le degré d'adoption de l'IA est encore très faible en Amérique latine et le Mexique ne fait pas exception. D'après les estimations de l'*Economic Commission for Latin America and the Caribbean* (ECLAC), les dépenses publiques consacrées à l'IA au Mexique ne représentaient que 0,04% du PIB en 2023 (les pays en tête, le Brésil et le Chili, dépensaient 0,05% du PIB). Ce chiffre sous-estime les montants réellement engagés dans le secteur technologique (seules les dépenses directement identifiées comme IA² sont comptabilisées, pas l'ensemble de la transformation numérique ou des investissements IT). Il reste faible cependant et illustre à la fois le manque d'investissements structurels dans l'économie mexicaine et le retard technologique de la région dans son ensemble.

Du point de vue du commerce extérieur, la perspective est tout autre. Les exportations mexicaines ne représentaient que 3,3% du total des exportations mondiales liées à l'intelligence artificielle en 2024 (estimations de Oxford Economics). Mais les exportations de produits mexicains liés à l'IA à destination des États-Unis ont triplé depuis le début 2024. D'après les données US-ITC, ces produits représentent désormais environ 15% du total des importations américaines en provenance du Mexique (environ 5% début 2024). Fin 2025, le niveau était proche de celui des pièces automobiles, parmi les principaux produits importés par les États-Unis depuis le Mexique.

L'essor des importations américaines des produits liés à l'IA coïncide avec l'augmentation de la construction de centres de données aux États-Unis (graphique 2). Les perspectives paraissent favorables, mais une nuance doit être apportée.

IA : UN SECTEUR D'ASSEMBLAGE POUR LE MEXIQUE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : US-ITC, INEGI, BNP PARIBAS

Le Mexique est le deuxième fournisseur de produits d'IA des États-Unis derrière Taiwan, mais il était le premier jusqu'à début 2024. Sur la même période, les importations mexicaines en provenance de Taiwan ont fortement augmenté.

Cet exemple illustre parfaitement la faiblesse structurelle de l'industrie mexicaine (applicable à d'autres secteurs) : en partie à cause du manque d'investissement et d'innovation, le Mexique se situe plutôt en bas de la chaîne de valeur ajoutée. L'IA et les serveurs associés dépendent de semi-conducteurs sophistiqués, fabriqués notamment à Taiwan, alors que le Mexique reste une plateforme d'assemblage. La valeur ajoutée du secteur de l'IA dans l'économie mexicaine n'a pas augmenté autant que le laissent supposer les chiffres des exportations récentes.

La montée en gamme du segment des semi-conducteurs, à plus forte valeur ajoutée, est prioritaire pour le gouvernement mexicain. Mais là encore, plusieurs obstacles sont à prendre en compte, notamment l'accès à l'électricité, à l'eau et à une main-d'œuvre qualifiée. En outre, si les produits d'IA sont exemptés de droits de douane américains (car automatiquement considérés comme conformes dans le cadre de l'USMCA et couverts par les exemptions générales pour les importations de produits électroniques), la menace de nouvelles barrières tarifaires persiste. Ce sujet fera partie des négociations pour le renouvellement de l'USMCA. À ce jour, celui-ci ne contient pas de clause IA spécifique. La révision prévue cette année offre une opportunité de le faire, notamment en abordant la facilitation des flux transfrontaliers, la modernisation du cadre des services numériques et la coordination réglementaire.

Achevé de rédiger le 27 février 2026

Hélène Drouot

helene.drouot@bnpparibas.com

² Les dépenses IA incluses dans l'étude sont : les investissements dans les serveurs qui hébergent des modèles, des applications et des plateformes d'IA, les paiements pour l'acquisition d'outils d'IA auprès de fournisseurs de services informatiques et « autres outils logiciels ».



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

AFRIQUE DU SUD

31

RÉSILIENCE FACE AUX TARIFS DOUANIERS ÉTATSUNIENS

Face aux chocs qui ont marqué 2025, l'économie sud-africaine fait preuve de résilience. Malgré les mesures protectionnistes sévères des États-Unis, la détérioration des comptes extérieurs est jusqu'ici modérée grâce à la bonne performance des exportations de matières premières. D'un point bas en 2024, la croissance économique a rebondi en 2025 et devrait accélérer progressivement sur les deux prochaines années. Les perspectives sont donc encourageantes, même si la croissance potentielle reste trop faible pour améliorer le PIB par habitant. De plus, avec une dette publique élevée et de nombreuses réformes à mettre en œuvre, notamment pour maîtriser le potentiel de l'IA, les vulnérabilités persistent et la prudence est de mise.

📈 CROISSANCE : VERS UN DÉCOLLAGE EN DOUCEUR

La croissance économique devrait atteindre 1,3% en 2025 (vs. 0,5% en 2024), après s'être hissée à 1,2% en glissement annuel (g.a.) sur les trois premiers trimestres. Elle a été tirée par la consommation des ménages (+3,1% en g.a.), tandis que la consommation du gouvernement s'est contractée (-0,7%) compte tenu des efforts de consolidation budgétaire. Les tensions avec les États-Unis et l'incertitude sur le commerce mondial ont nettement pesé sur l'investissement (-2,7%), point faible de longue date de l'économie.

La croissance du PIB devrait continuer d'accélérer en 2026. Elle sera notamment soutenue par la poursuite de l'assouplissement monétaire. En 2025, la banque centrale (SARB) a procédé à quatre baisses de taux (-100pb), qui ont porté le taux directeur à 6,75% actuellement. Cette détente a stimulé le crédit au secteur privé dont la croissance a rebondi progressivement, d'un point bas à 3,9% en g.a. en février 2025 jusqu'à atteindre 7,8% en décembre dernier, un record depuis avril 2023. Ce redressement a été tiré par la croissance du crédit aux entreprises (+11,7% en décembre).

L'inflation, à 3,6% en g.a. au T4 2025, devrait, par ailleurs, continuer de reculer dans les prochains mois. Malgré la baisse de la cible d'inflation de la SARB l'été dernier (d'un corridor de 3-6% à 3% +/-1%), la banque centrale dispose encore de marges pour baisser le taux directeur en 2026.

En outre, les réformes visant à relever la croissance potentielle autour de 2% par an devraient se poursuivre sur 2026-2027. Elles viseront en priorité le secteur logistique, où les goulets d'étranglement persistent : malgré le rebond du volume de fret ferroviaire en 2025 (+4,2%), il demeure inférieur de 24% à son niveau de 2015. Les réformes dans le secteur de l'électricité seront également cruciales : bien que les délestages électriques aient cessé depuis mars 2024, le coût de l'électricité, qui devrait encore augmenter de 9% par an sur les deux prochaines années, demeure un frein majeur à la croissance. Les perspectives économiques pourraient cependant pâtir d'une détérioration de l'environnement politique local : les élections municipales de novembre 2026, qui risquent d'accroître les frictions entre les partis du gouvernement de coalition, pourraient provoquer des retards dans le déploiement des réformes à venir.

↔ RECONFIGURATION SOUS-JACENTE DES FLUX COMMERCIAUX

Depuis le 1^{er} août 2025, les États-Unis appliquent un tarif douanier de 30% sur ses importations de marchandises depuis l'Afrique du Sud. De plus, avec l'expiration de l'AGOA d'octobre 2025 à janvier dernier¹, un grand nombre de biens sud-africains ont perdu leur accès préférentiel au marché étatsunien. Pour autant, les exportations vers les États-Unis (deuxième destination d'exportation après la Chine) se portent bien, dans l'ensemble. Sur août-décembre, elles sont en hausse de 10% en

¹ Le 4 février 2026, la loi AGOA a été reconduite jusqu'à fin 2026. Mais les incertitudes sur sa prolongation au-delà et la possible exclusion de l'Afrique du Sud des pays bénéficiaires risquent de peser sur les volumes exportés en 2026.

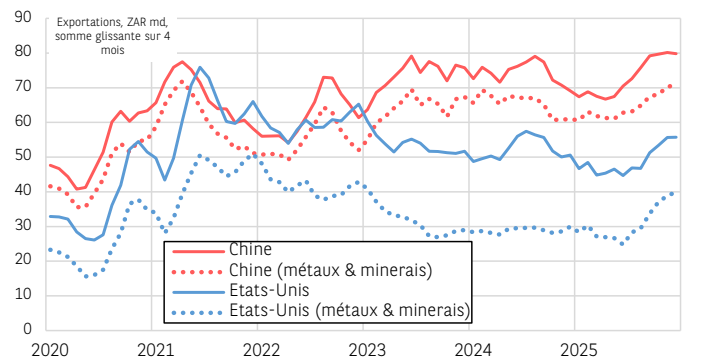
PRÉVISIONS					
	2023	2024	2025e	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	0,7	0,5	1,3	1,7	1,9
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	5,9	4,4	3,2	3,1	3,4
Solde budgétaire, % du PIB	-4,6	-4,5	-4,5	-3,7	-3,3
Dette du gouv. central, % du PIB	73,2	77,1	78,9	77,3	77,0
Solde courant, % du PIB	-1,1	-0,7	-1,2	-1,0	-1,4
Dette externe, % du PIB	40,9	42,2	42,5	41,9	42,1
Réserves de change, mds USD	62,5	65,4	75,9	74,6	75,2
Réserves de change, en mois d'imports	4,6	5,1	5,8	5,7	5,5

TABEAU 1

(1) Année budgétaire du 1er avril de l'année N au 31 mars de l'année N+1
e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

LES EXPORTATIONS VERS LES ÉTATS-UNIS ET LA CHINE SONT TIRÉES PAR LES MÉTAUX & MINÉRAIS



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MINISTÈRE DU COMMERCE & DE L'INDUSTRIE, BNPP

valeur en g.a. La part des États-Unis dans le total des exportations sud-africaines n'a reculé que marginalement à 7,5% (vs. 7,7% en 2024). Derrière cette bonne performance se cache une importante reconfiguration sectorielle. La croissance des exportations vers les États-Unis (en valeur) est fortement tirée par les exportations de métaux et minerais (+35% sur août-décembre en g.a., voir Graphique 1), dont certains bénéficient d'une exemption de droits de douane. Ainsi, les États-Unis ont capté une plus grande part du total des exportations de métaux et minerais de l'Afrique du Sud (10%, vs. 7,9% en 2024). Ils restent toutefois loin derrière la Chine, dont la part dans les exportations de métaux et minerais s'est élevée à 18,5% du total (vs. 17,5% en 2024).

À l'inverse, le reste des exportations vers les États-Unis s'est contracté de 24,8% en valeur sur la même période. Les exportations automobiles (22% des exportations vers les États-Unis en 2024) et les exportations agricoles (7%), les plus vulnérables aux mesures protectionnistes états-unien², se sont notamment contractées de 21% et 36% en g.a. sur août-décembre, respectivement. La baisse des exportations automobiles et agricoles vers les États-Unis a cependant été plus que contrebalancée par la bonne performance des exportations de ces secteurs vers le reste du monde. Les exportations automobiles à destination de six pays européens³ ont notamment progressé de 23%. Elles ont aussi plus que doublé vers la Chine (moins de 1% des exportations automobiles) et pourraient continuer de croître en 2026 avec l'ouverture complète du marché chinois à l'ensemble des importations depuis l'Afrique à partir de mai.

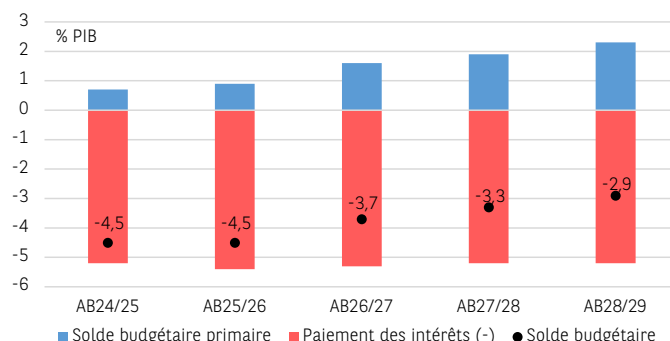
Les perturbations du commerce mondial en 2025 ont donc eu, dans l'ensemble, un effet négatif modéré sur les comptes extérieurs. Le déficit commercial avec la Chine a à peine augmenté comparé à 2024. L'excédent commercial avec les États-Unis s'est réduit de moitié seulement⁴. Sur les trois premiers trimestres, le déficit courant a atteint 1,3% du PIB (vs. 0,7% du PIB en 2024), en raison de la diminution de l'excédent commercial à 2,4% du PIB (-0,5pp). Le rand sud-africain s'est apprécié de 15,1% contre le dollar US entre janvier 2025 et janvier 2026. Le déficit courant devrait se maintenir autour de 1% du PIB au cours des prochains trimestres. Il pourrait toutefois se creuser en cas de retournement à la baisse des prix des matières premières que l'Afrique du Sud exporte⁵. En outre, le financement du déficit courant continue de reposer sur l'endettement. Sur les trois premiers trimestres de 2025, les entrées nettes d'IDE ont chuté à 0,2% du PIB seulement, grevées par les incertitudes sur les perspectives de l'économie sud-africaine et le contexte géopolitique tendu, qui risque de perdurer en 2026.

LA CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE SE CONFIRME

Le budget 2026, présenté le 25 février, entérine la trajectoire de consolidation budgétaire du gouvernement, malgré des déficits budgétaires revus légèrement à la hausse sur les années budgétaires (AB) 2026 à 2028 (Graphique 2). Pour l'année budgétaire en cours (avril 2025-mars 2026), le gouvernement devrait dégager un excédent budgétaire primaire pour la troisième année consécutive (0,9% du PIB). Sur les années budgétaires 2026-2028, la consolidation des finances publiques devrait s'opérer via le contrôle des dépenses primaires (croissance nominale de seulement 3,5% par an en moyenne). Les perspectives de consolidation budgétaire et la baisse du taux directeur ont permis au taux d'intérêt sur les obligations souveraines à dix ans en monnaie locale de baisser continuellement depuis avril 2025, pour atteindre 8,2% mi-février.

Malgré les efforts de consolidation budgétaire, la trajectoire de la dette du gouvernement central demeure un point d'inquiétude : elle a atteint un record à 78,9% du PIB en septembre 2025. Le ministère des Finances prévoit qu'elle ne redescendra que très lentement à 76,5% du PIB en AB28/29, soutenue par l'accélération progressive de la croissance réelle. Le paiement des intérêts sur la dette publique, qui devrait absorber plus de 20% des recettes du gouvernement sur les trois prochaines années, laissera peu de marges de manœuvre budgétaire en cas de choc. L'adoption d'une règle d'ancrage budgétaire, promise par le ministre des Finances, permettrait de limiter les risques de dérapage, mais n'a pas encore été annoncée.

LE GOUVERNEMENT MAINTIEN SES PRÉVISIONS DE CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, BNPP

IA : LES DÉFIS PRÉCÈDENT LES OPPORTUNITÉS

L'Afrique du Sud est peu intégrée aux chaînes de valeur de l'intelligence artificielle (IA). En 2025, le pays a exporté USD 4 mds de biens liés à l'IA⁶, soit 0,1% du total mondial. À l'échelle du pays, cela représentait moins de 4% de ses exportations et moins de 1% de son PIB. Plus de 60% de ses exportations liées à l'IA sont constituées de palladium. Or, celui-ci est davantage utilisé (80-90%) par le secteur automobile, dont la demande devrait graduellement baisser avec l'essor des véhicules 100% électriques. L'Afrique du Sud est donc peu exposée à un risque d'éclatement d'une bulle IA via une chute des cours des matières premières utilisées par le secteur.

D'après le *AI preparedness index* du FMI, l'Afrique du Sud se classe en 68^e position (sur 174 pays) pour sa capacité à adopter l'IA, un peu au-dessus de la moyenne des pays émergents et en tête sur le continent africain.

Cependant, les défis liés à l'adoption de l'IA sont nombreux, notamment en termes d'infrastructures. Son essor, qui impliquerait une hausse importante de la consommation d'électricité et d'eau, nécessiterait des investissements massifs dans ces deux secteurs. Or, ce sont les secteurs ont le plus pâti du sous-investissement chronique du gouvernement au cours de la dernière décennie, auquel s'ajoutent des conditions climatiques adverses. Un rebond significatif et rapide du taux d'investissement, qui stagne à 14% du PIB depuis cinq ans (vs. 32% du PIB en moyenne dans les pays émergents et en développement), est peu probable dans le contexte de consolidation des finances publiques. Enfin, l'adoption de l'IA nécessiterait aussi une refonte du système éducatif. En 2024, 43% des 25-34 ans ne détenaient pas de diplôme de l'enseignement secondaire supérieur (vs. 13% en moyenne dans l'OCDE). Une adoption rapide de l'IA sans la diffusion des connaissances à l'ensemble de la population pourrait provoquer une hausse du taux de chômage. Or, il est déjà structurellement élevé (32% en moyenne sur les deux dernières années).

Achevé de rédiger le 25 février 2026

Lucas Plé
lucas.ple@bnpparibas.com

2 Voir : [Afrique du sud | Sur une route cahoteuse](#)

3 Allemagne, Espagne, France, Italie, Portugal, Royaume-Uni.

4 Il pourrait rebondir en 2026, avec un tarif douanier sur les importations sud-africaines redescendu à 10% à la suite de la récente décision de la Cour Suprême.

5 Les cours de l'or et du platine (18% des exportations en 2025) sont actuellement à des niveaux historiquement élevés.

6 Selon la nomenclature de l'OMC.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ARABIE SAOUDITE

33

MAINTENIR LE CAP DE LA DIVERSIFICATION MALGRÉ LES DÉFICITS JUMEAUX

La croissance économique est forte et les perspectives de court terme sont bien orientées grâce au rebond de la production pétrolière et au secteur privé. Cependant, cela s’accompagne d’une hausse des déficits jumeaux. Les besoins d’investissement liés au programme de transformation « Vision 2030 » pèsent en effet sur les finances publiques et les comptes extérieurs, désormais dans le rouge, ainsi que sur les banques. Les autorités ajustent leur stratégie de diversification, mais la baisse attendue des cours du pétrole continuera à mettre les finances publiques sous pression en 2026. Les marges de manœuvre restent confortables. En outre, les ambitions n’ont pas été revues à la baisse. Au contraire, la priorité est désormais donnée au développement de filières stratégiques, en particulier l’IA.

LA CROISSANCE RÉSISTE

Le PIB réel a progressé de 4,5% en 2025, soit la croissance la plus rapide de l’Arabie Saoudite depuis 2022. Malgré des signes de fragilité, les perspectives sont bien orientées.

Le secteur pétrolier devrait continuer de soutenir la croissance. Après deux années consécutives de contraction, le PIB pétrolier a augmenté de 5,6% en termes réels en 2025. L’Arabie Saoudite a grandement bénéficié de la décision des membres de l’OPEP+ d’accélérer la remise sur le marché du pétrole, qui avait été volontairement retiré entre fin 2022 et fin 2024 pour soutenir les prix. Sa production pétrolière de brut est ainsi passée de 8,9 millions barils/jour (mbj) à un peu plus 10 mbj en l’espace d’une année. Les incertitudes restent fortes pour la suite. Face à un marché mondial frappé de surproduction, l’OPEP+ a décidé de stabiliser sa production au T1 avant de potentiellement réouvrir les vannes. Mais les pressions baissières sur les cours (hors primes de risque géopolitique) pourraient remettre en cause cette stratégie. Pour l’Arabie Saoudite, les conséquences seraient contenues. En stabilisant la production pétrolière au niveau actuel sur l’ensemble de 2026 (10,1 mbj), elle afficherait quand même une progression de 6,7% par rapport à 2025.

Hors pétrole, l’activité devrait rester robuste, même si les signes de ralentissement se multiplient. Confrontées à de fortes pressions financières, les autorités sont en effet contraintes d’ajuster leur programme Vision 2030. Plusieurs grands projets d’infrastructures sont redimensionnés et la politique budgétaire est resserrée. Hors gouvernement, les fondamentaux de l’économie sont solides. À 3,4% au T3 2025, le taux de chômage est à un niveau historiquement faible, grâce à une création toujours soutenue de l’emploi (entre 1,3 et 1,6 million par an depuis 2022, dont plus de 80% proviennent du secteur privé), tandis que l’investissement et la consommation des ménages demeurent dynamiques.

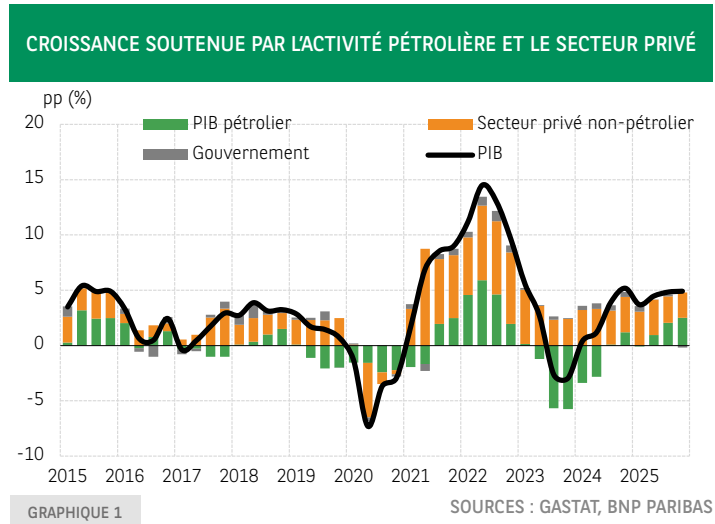
Le niveau bas de l’inflation constitue un autre élément de soutien conjoncturel. Les mesures mises en place en 2025 par les autorités visant à contenir le prix de l’immobilier (principal contributeur de l’inflation ces dernières années) ont commencé à produire leurs effets. De 10,8% fin 2024, la hausse des prix des loyers s’est en effet modérée à 5,3% fin 2025. Au T4, l’indice des prix dans l’immobilier s’est même légèrement contracté de 0,7% en g.a., une première depuis 2019. Cette accalmie devrait se poursuivre et permettre de ramener la progression de l’indice des prix à la consommation à 1,7% en 2026 contre 2% en 2025.

Au final, la vitalité du secteur privé non pétrolier, soutenue par l’émergence de nouveaux secteurs (tourisme) et la vigueur de la demande intérieure, compense en grande partie les impacts négatifs du resserrement budgétaire sur l’économie. La croissance du PIB hors pétrolier est passée de 5,3% en 2024 à 4,1% en 2025, ce qui reste élevé. Elle restera proche de ce rythme sur les deux prochaines années, sauf en cas de nouveaux chocs externes importants. Combinée à la hausse soutenue du PIB pétrolier, cette dynamique devrait porter la croissance du PIB réel à 4,6% en

PRÉVISIONS					
	2023	2024	2025e	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	0,5	2,7	4,5	4,6	3,3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,3	1,7	2,0	1,7	2,0
Solde budgétaire, % du PIB	-1,8	-2,5	-5,3	-5,0	-4,4
Dette publique, % du PIB	23,0	25,9	31,6	35,2	37,3
Solde courant, % du PIB	2,1	-1,3	-3,1	-3,2	-2,9
Dette externe, % du PIB	24,6	29,5	34,3	37,5	39,9
Réserves de change, mds USD	437,1	437,4	460,4	473,0	479,0
Réserves de change, en mois d'imports	17,2	15,5	15,3	14,9	14,4

TABEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



2026. En 2027, la croissance devrait retomber à 3,3% principalement en raison d’un moindre soutien de la production de pétrole.

UNE PRESSION BUDGÉTAIRE FORTE MALGRÉ LES AJUSTEMENTS

Le budget 2026 table sur une baisse des dépenses de 1,7% cette année, après une contraction de 2,8% en 2025. L’essentiel de la réduction est lié aux dépenses en investissement. Après trois années d’envolée des dépenses publiques (2022-2024), les autorités ont commencé à procéder à des ajustements pour contenir la dégradation des comptes publics. De -1,8% du PIB en 2023, le déficit budgétaire s’est en effet creusé à -5,3% en 2025, soit plus du double de la cible initiale. L’objectif

est désormais de ramener le déficit à -3,3% du PIB en 2026. Il ne devrait pas non plus être atteint.

La hausse de 5% des recettes budgétaires attendue par le gouvernement en 2026 suppose un cours moyen du Brent de USD 68-70 le baril. Or, celui-ci devrait s'établir autour de USD 60 cette année, selon nos prévisions. En outre, la marge de manœuvre du gouvernement est limitée. Le programme de transformation de l'économie, bien que redimensionné et essentiellement financé par le fonds souverain (PIF), se poursuit tandis que plusieurs grands événements approchent (Exposition universelle 2030, Coupe du monde de football en 2034). De plus, les charges courantes représentent 86% des dépenses du gouvernement. Dans ce contexte, le déficit budgétaire devrait, au mieux, se stabiliser autour de 5% du PIB en 2026, et continuer de se résorber en 2027.

La dette du gouvernement va donc continuer d'augmenter rapidement. Elle pourrait atteindre 37,3% du PIB en 2027 contre 31,6% en 2025 et seulement 21,3% en 2022. La capacité de l'État saoudien à s'endetter n'est pas un sujet d'inquiétude. Même en hausse, la dette du gouvernement reste modérée et sa structure favorable. Mais le gonflement des besoins de financement s'accompagne d'une sollicitation accrue des marchés financiers internationaux et donc d'une hausse des risques associés. Après avoir atteint le volume historiquement élevé d'émissions de dette euro-obligataire de USD 20 mds en 2025, le gouvernement a annoncé qu'il chercherait à réduire la voilure. Il est prévu de lever un montant de USD 15-18 mds en 2026 via de la dette euro-obligataire, le reste des besoins du gouvernement étant couverts par du financement domestique ou des canaux privés tels que les prêts syndiqués. Au regard du dérapage attendu du déficit budgétaire, il faut cependant s'attendre à ce que le précédent record d'émissions de dette euro-obligataire soit encore battu cette année.

COMPTES EXTÉRIEURS : CHANGEMENT DE PARADIGME

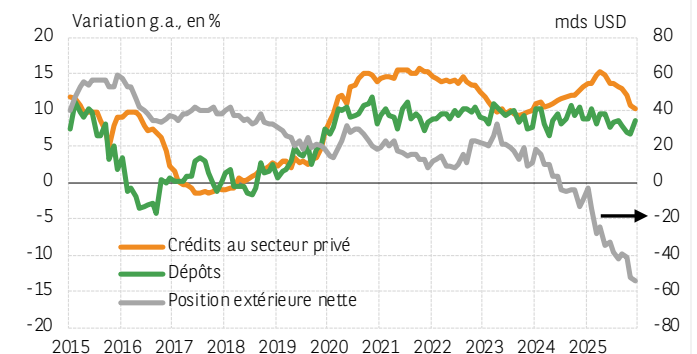
Le basculement dans le rouge de la balance courante depuis le T3 2024 est un autre signe des pressions macroéconomiques auxquelles fait face l'Arabie Saoudite. Sur les neuf premiers mois de 2025, le déficit courant s'est creusé de plus de USD 20 mds par rapport à la même période en 2024. Or, les facteurs de cette dégradation vont persister : baisse des exportations pétrolières (en valeur) et croissance soutenue des importations. De -1,4% du PIB en 2024, le déficit courant est passé à -3,1% en 2025 et devrait atteindre -3,2% en 2026.

Les conséquences sont multiples. Traditionnellement fournisseur net de capitaux au reste du monde, l'Arabie Saoudite est désormais un importateur net dont les besoins ne cessent d'augmenter¹. À USD 109,2 mds, les flux de capitaux entrants au T3 2025 avaient déjà dépassé le total de 2024. Seulement 18% de ces flux ont été des investissements directs étrangers, et la couverture des besoins de financements extérieurs a reposé en très grande partie sur de la dette.

Au-delà du gouvernement central, les banques saoudiennes sont particulièrement actives sur les marchés financiers internationaux. Leur total d'émissions de dette en devises (sukuk inclus) a plus que triplé en 2025, pour atteindre USD 40 mds. Avec des crédits qui continuent de progresser plus vite que les dépôts et un ratio de prêts-sur-dépôts supérieur à 100%, elles vont sans doute devoir continuer à chercher des financements à l'extérieur pour accompagner le développement de l'économie. Cela ne devrait pas poser trop de difficultés au regard de la solidité du système bancaire.

La position extérieure créditrice de l'Arabie Saoudite représentait encore 58% du PIB au T3 2025 mais elle s'érode progressivement (71,6% du PIB fin 2021). Elle s'est même inversée pour les banques (graphique 2).

LES BANQUES SE TOURNENT VERS L'EXTÉRIEUR POUR FINANCER LE CRÉDIT



GRAPHIQUE 2

SOURCES : SAMA, BNP PARIBAS

L'IA : DES AMBITIONS FORTES

L'Arabie Saoudite se trouve à une étape importante de son projet de transformation. Si la résilience de la croissance reflète les progrès déjà réalisés, maintenir le cap de la diversification économique nécessite d'accentuer les efforts de réformes en vue notamment de renforcer l'attractivité du Royaume pour les investissements directs étrangers. Le redimensionnement en cours du programme « Vision 2030 » s'avère également nécessaire pour réduire les déséquilibres macroéconomiques. Plus pragmatique et sélective, la nouvelle approche des autorités rassure. En outre, les ambitions demeurent intactes. La priorité est désormais donnée au développement de secteurs stratégiques, parmi lesquelles l'IA figure en bonne place.

L'Arabie Saoudite représente seulement 0,1% des exportations mondiales de produits liés à l'IA en 2025. Mais les autorités ont l'intention de faire du pays un des principaux leaders mondiaux en moins d'une dizaine d'années, avec comme objectif de développer l'ensemble de la chaîne de valeur de l'IA. Pour y arriver, le pays bénéficie de plusieurs avantages comparatifs : de l'énergie carbonée mais abondante et à faible coût, une position géographique centrale, de l'espace disponible, et une forte capacité d'investissement. Sur ce dernier point, la création de la société Humain en mai 2025 et détenue par le PIF (USD 1187 mds d'actifs sous gestion) a constitué une étape décisive. Le fait que la stratégie soit portée par un acteur public n'est pas un inconvénient. Au contraire, cela devrait permettre de fluidifier les prises de décision au plus haut sommet de l'État et d'assurer ainsi un environnement réglementaire et opérationnel propice au développement de l'IA.

Par ailleurs, l'Arabie Saoudite est également bien positionnée dans les différentes enquêtes sur sa capacité à utiliser l'IA. Selon la Banque mondiale, sa diffusion dans l'économie pourrait ainsi générer un gain annuel de 0,6 point de croissance à moyen terme. Dans le même ordre d'idée, l'IA pourrait représenter jusqu'à 12% du PIB nominal d'ici 2030 (PwC) si les nombreux projets d'investissements déjà annoncés ou à l'étude sont menés à leur terme.

À ce stade, pourtant, l'impact potentiel est très incertain. De plus, le développement de l'IA en Arabie Saoudite pourrait buter sur sa dépendance à la technologie étrangère (puces de haute technologie notamment), dont l'accès pourrait dépendre du contexte géopolitique et des tensions entre les États-Unis et la Chine, même si les bonnes relations entre les dirigeants américains et saoudiens permettent de contourner cet obstacle pour le moment.

Achevé de rédiger le 18 février 2026

Stéphane Alby

stephane.alby@bnpparibas.com

¹ Voir notre Graphique de la semaine du 28 janvier 2026 : [Golfe : le CCG investit massivement à l'étranger malgré un excédent courant en baisse](#).



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

Isabelle Mateos y Lago Cheffe économiste Groupe	+33 1 87 74 01 97	isabelle.mateosylago@bnpparibas.com
Hélène Baudchon Cheffe économiste adjointe, Resp. de la recherche macroéconomique	+33 1 58 16 03 63	helene.baudchon@bnpparibas.com
Stéphane Alby Maghreb, Moyen-Orient	+33 1 42 98 02 04	stephane.alby@bnpparibas.com
Lucie Barette Europe, Allemagne, Italie, Espagne	+33 1 87 74 02 08	lucie.barette@bnpparibas.com
Anis Bensaidani États-Unis, Japon	+33 1 87 74 01 51	anis.bensaidani@bnpparibas.com
Céline Choulet Économie bancaire	+33 1 43 16 95 54	celine.choulet@bnpparibas.com
Stéphane Colliac Responsable de l'équipe Économies Avancées – France	+33 1 42 98 26 77	stephane.colliac@bnpparibas.com
Guillaume Derrien Europe, Zone euro – Commerce international	+33 1 55 77 71 89	guillaume.a.derrien@bnpparibas.com
Pascal Devaux Moyen-Orient, Balkans occidentaux – Énergie	+33 1 43 16 95 51	pascal.devaux@bnpparibas.com
Hélène Drouot Amérique latine	+33 1 42 98 33 00	helene.drouot@bnpparibas.com
François Faure Responsable du Risque pays – Turquie – Argentine	+33 1 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
Salim Hammad Responsable de l'équipe Data et analytique – Brésil	+33 1 42 98 74 26	salim.hammad@bnpparibas.com
Thomas Humblot Économie bancaire	+33 1 40 14 30 77	thomas.humblot@bnpparibas.com
Cynthia Kalasopatan Antoine Europe centrale, Ukraine	+33 1 53 31 59 32	cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com
Johanna Melka Asie	+33 1 58 16 05 84	johanna.melka@bnpparibas.com
Marianne Mueller Europe, Royaume-Uni, Portugal, Grèce	+33 1 40 14 48 11	marianne.mueller@bnpparibas.com
Christine Peltier Responsable de l'équipe Économies émergentes – Asie	+33 1 42 98 56 27	christine.peltier@bnpparibas.com
Lucas Plé Afrique subsaharienne, Colombie, Amérique centrale	+33 1 40 14 50 18	lucas.ple@bnpparibas.com
Jean-Luc Proutat Responsable des Projections économiques	+33 1 58 16 73 32	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
Laurent Quignon Responsable de l'équipe Économie bancaire	+33 1 42 98 56 54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Tarik Rharrab Data scientist	+33 1 43 16 95 56	tarik.rharrab@bnpparibas.com
Mickaëlle Fils Marie-Luce Contact media	+33 1 42 98 48 59	mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOINSIGHT

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principales économies, développées et émergentes

ECOFASH

Un indicateur, un événement économique majeur. Le détail ...

ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...

ECOPULSE

Baromètre mensuel des indicateurs conjoncturels des principales économies de l'OCDE

ECOCHARTS

Panorama mensuel des dynamiques d'inflation au sein des principales économies développées

ECOTV

Quel est l'événement du mois ?
La réponse dans vos quatre minutes d'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT
voir le site des études économiques

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN
voir la page [linkedin](#) des études économiques

OU TWITTER
voir la page [twitter](#) des études économiques



Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

BNP Paribas est constituée en France sous forme de société anonyme, et agréée et supervisée en tant qu'établissement de crédit par la Banque centrale européenne (BCE) et en tant que prestataire de services d'investissement par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009 Paris, France.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>.

Pour les avertissements par pays (États-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document suivant :

https://economic-research.bnpparibas.com/LegalNotice/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2025). Tous droits réservés.

Pour vous abonner à nos publications :

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



Bulletin publié par les Études Économiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre
Directrice de la rédaction : Isabelle Mateos y Lago
Copyright image : Maria Vonotna



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change