ECOPERSPECTIVES

2e trimestre 2025
Juin 2025

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

> « LES EFFETS DE LA GUERRE COMMERCIALE SINO-AMÉRICAINE SUR LES ÉCONOMIES ÉMERGENTES SERONT MULTIPLES. LEURS EXPORTATIONS VONT RALENTIR ET LA CONCURRENCE DES PRODUITS CHINOIS VA S'ACCROÎTRE. CERTAINS PAYS POURRONT AUSSI SAISIR DE NOUVELLES OPPORTUNITÉS, NOTAMMENT POUR ATTIRER DES IDE ET DIVERSIFIER LEURS PARTENAIRES COMMERCIAUX. »

ÉTUDES ECONOMIQUES

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

ÉDITORIAL

3 Choc tarifaire : quels effets sur le commerce mondial, quelles conséquences pour les pays émergents ?

CHINE

5 Premiers effets de la guerre commerciale

INDE

7 Croissance en baisse et marges de manœuvre limitées

THAÏLANDE

9 Croissance menacée par la concurrence chinoise

BRÉSIL

11 Un choc tarifaire tempéré par de nouveaux leviers

MEXIQUE

13 Dans l'œil du cyclone

CHILI

15 L'économie reste dépendante du secteur minier

TURQUIE

17 Le roseau

HONGRIE

19 Le choc tarifaire est gérable

SLOVAQUIE

21 Le revers de la spécialisation

SLOVÉNIE

23 Plus vulnérable au moteur allemand qu'au frein américain

AFRIQUE DU SUD

25 Sur une route cahoteuse

ÉMIRATS ARABES UNIS

27 Une position solide

ÉDITORIAL

CHOC TARIFAIRE : QUELS EFFETS SUR LE COMMERCE MONDIAL, QUELLES CONSÉQUENCES POUR LES PAYS ÉMERGENTS ?

Sous l'effet de la politique tarifaire de l'administration Trump et de l'accélération du découplage sino-américain, la croissance économique mondiale devrait décélérer, le commerce international se reconfigurer et la réorganisation des chaines de valeur se poursuivre. Les effets de ces bouleversements sur les pays émergents seront multiples. Leurs exportations devraient ralentir et la concurrence des produits chinois s'accroître. Certains d'entre eux pourraient néanmoins saisir de nouvelles opportunités pour attirer des IDE et développer leur base de production manufacturière.

HAUSSE DES DROITS DE DOUANE…

La hausse des droits de douane appliqués par les États-Unis et l'incertitude sur leur politique commerciale affectent l'ensemble des pays émergents. Pour la Chine, les tarifs supplémentaires, introduits par l'administration Trump depuis le 20 janvier, s'élèvent à 30%. En tenant compte des spécificités sectorielles (tarifs plus élevés et exemptions), le tarif effectif moyen pesant sur les importations américaines de produits chinois est passé de 11% début 2025 à près de 35%. La trêve actuelle entre Washington et Pékin demeure fragile, mais l'on suppose que les tarifs supplémentaires resteront à leur niveau actuel en 2025. Des ajustements sectoriels sont possibles.

Pour les autres pays émergents, les tarifs supplémentaires s'élèvent aujourd'hui à 10%. Dans notre scénario central, ils seront également maintenus à ce niveau en 2025 (les mesures « réciproques » évoquées par Trump le 2 avril ne seraient pas appliquées). Ils seront accompagnés de tarifs sectoriels, généralement élevés, mais négociés à la baisse par certains pays. Les droits de douane atteignent déjà 25% dans l'automobile et viennent d'être doublés à 50% dans l'acier et l'aluminium. Des taxes jusqu'à 25% pourraient frapper le secteur pharmaceutique, l'électronique, les semiconducteurs et le cuivre – secteurs pour le moment exemptés. Le secteur des hydrocarbures restera protégé.

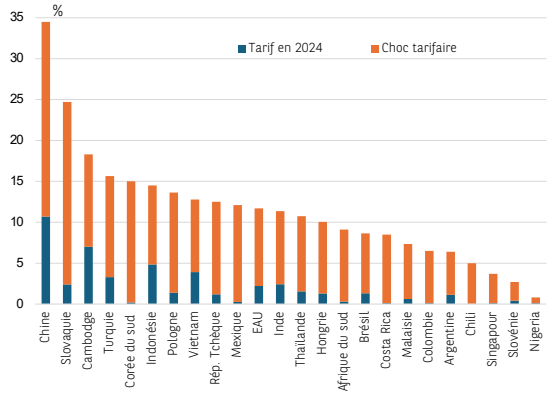
Les tarifs effectifs actuels varient selon les pays, en fonction de la structure de leurs exportations vers les États-Unis. Ils évolueront donc dans les prochaines semaines au gré des politiques sectorielles américaines et des négociations bilatérales. Pour le moment, les tarifs effectifs moyens les plus élevés concernent l'Asie émergente (*graphique 1*). L'Europe centrale est également pénalisée en raison du poids de l'automobile dans ses exportations. À l'inverse, les droits de douane les moins élevés concernent : les pays exportateurs de biens manufacturés encore exemptés (comme Singapour), les pays d'Amérique latine qui exportent principalement des matières premières, et les producteurs d'hydrocarbures.

… ET RALENTISSEMENT DU COMMERCE MONDIAL : UN CHOC NÉGATIF POUR TOUS

Le choc tarifaire pèsera sur la croissance des économies émergentes, d'abord via le ralentissement de la demande américaine et mondiale. La croissance du volume du commerce mondial de marchandises devrait ralentir de 2,9% en 2024 à seulement 1,1% en 2025, selon les Perspectives économiques mondiales (WEO) publiées début avril par le FMI – soit bien en-dessous de la moyenne des dix dernières années (2,5% par an). L'OMC anticipait même, mi-avril, une légère baisse du commerce mondial de biens en 2025 (-0,2%), tirée par une contraction de plus de 10% des échanges en Amérique du Nord.

Les économies les plus vulnérables à ce coup de frein sont le Mexique et les pays asiatiques, compte tenu de leur degré élevé d'ouverture commerciale et de leur dépendance aux États-Unis (*graphique 2*). Les économies d'Europe centrale sont très ouvertes mais leur exposition directe à la demande américaine est faible. Même les taxes douanières sur l'automobile devraient avoir un impact direct limité sur la croissance, sauf en Slovaquie (cf. *page 21*). En revanche, les effets indirects via le ralentissement des exportations vers l'Allemagne sera significatif pour plusieurs pays d'Europe centrale, mais pourraient être par la suite compensés par la reprise attendue de la croissance allemande.

TARIFS EFFECTIFS ÉTATSUNIENS AU 20 JUIN



GRAPHIQUE 1

SOURCES : FITCH, BNP PARIBAS

Les principales économies d'Amérique latine (hors Mexique) sont peu ouvertes, dépendent peu de la demande des États-Unis et se voient imposer des droits de douane relativement modérés. Les effets directs sur leur croissance devraient donc être limités. Certains pays pourraient même profiter d'une hausse du prix de leurs exportations de matières premières (produits agricoles, métaux critiques).

INTENSIFICATION DE LA CONCURRENCE CHINOISE

Les entreprises chinoises vont réorienter leurs exportations vers d'autres marchés pour compenser, en partie, la chute des ventes aux États-Unis (une baisse de 20% en 2025 représenterait environ USD100 mds de biens chinois, soit 0,4% du total des exportations mondiales). Cette tendance était déjà visible au printemps. L'objectif est à la fois de faire transiter les biens via des pays tiers pour contourner les tarifs américains et de trouver de nouveaux débouchés.

La dynamique observée ces dernières années devrait donc se poursuivre. La Chine a continué de gagner des parts du marché mondial (14,7% en 2024 contre 12,8% en 2017) grâce à des prix bas et des produits compétitifs dans de nombreux secteurs. Cette stratégie va perdurer, mais elle devrait être plus difficile à mettre en œuvre. D'une part, les exportateurs chinois auront plus de mal à baisser leurs prix (cf. *page 5*). D'autre part, les pays souffrant de la concurrence chinoise

sur leur marché intérieur continueront d'actionner des mesures pour protéger les secteurs en difficulté. Pékin devra éviter des réactions protectionnistes, à un moment où elle cherche au contraire à renforcer ses liens hors États-Unis. Dans ce contexte, la Commission européenne a instauré, début avril et en accord avec la Chine, un mécanisme de surveillance des importations chinoises.

Pour les pays émergents, le redéploiement chinois ajoute un effet négatif indirect à l'impact direct du choc tarifaire, en renforçant la concurrence des biens chinois à la fois sur leur marché intérieur et sur leurs marchés à l'exportation. Ces dernières années, en Europe centrale, les produits chinois sont venus concurrencer les produits locaux sur leurs marchés à l'exportation, notamment dans l'automobile et autres secteurs de moyenne-haute gamme. En Asie, la concurrence chinoise a fragilisé la production locale dans des secteurs tels que le textile et l'automobile, en particulier en Indonésie et Thaïlande (cf. *p.9*). Cela dit, la Chine a également augmenté ses exportations de biens intermédiaires vers certains pays, alimentant ainsi la montée en gamme de leur industrie.

LA RECONFIGURATION DES CHAÎNES DE VALEUR POURRA ENCORE BÉNÉFICIER À CERTAINS PAYS ÉMERGENTS

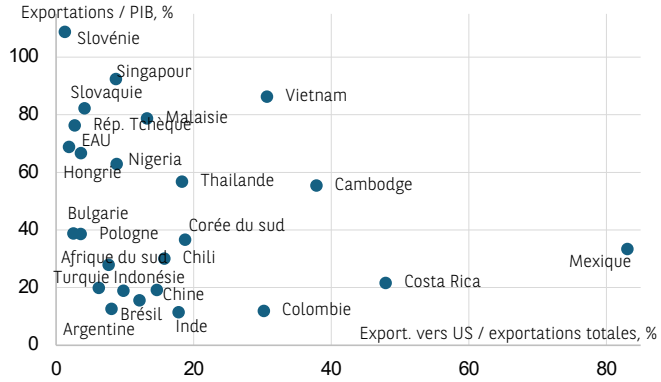
De fait, la stratégie chinoise face au protectionnisme américain peut également générer un effet positif pour certains pays émergents. Entre 2018 et 2024, le Mexique et les pays d'Asie ont ainsi bénéficié des tensions commerciales sino-américaines, et ont accru leurs parts de marché aux États-Unis. Le Mexique et le Vietnam, notamment, ont développé une activité de « connecteurs » : une part croissante des biens en provenance de Chine a transité par ces pays pour être exportés aux États-Unis après création de valeur ajoutée. Cette dynamique s'est accompagnée d'une hausse des IDE et du développement de leur base manufacturière.

En 2025, ces dynamiques devraient s'interrompre avec le durcissement de la politique commerciale américaine. En outre, d'une part, l'administration Trump soutient la relocalisation des usines aux États-Unis et devrait freiner les projets d'IDE des entreprises américaines. D'autre part, elle renforce sa surveillance de l'origine des biens importés. Elle pourrait par exemple conditionner le maintien de droits de douane à 10% à des mesures limitant le *rerouting* des marchandises chinoises. Les pressions américaines devraient donc freiner, au moins à court terme, les projets d'IDE dans les pays connecteurs – en particulier au Mexique (cf. *p.13*).

Mais à moyen terme, les entreprises chinoises et autres multinationales poursuivront la réorganisation et la diversification de leurs chaines de production. Si l'on suppose que les États-Unis maintiennent des droits de douane réciproques homogènes entre marchés émergents (ce qui reste incertain), les IDE iront vers les pays offrant les meilleures conditions aux investisseurs, en termes de main d'œuvre (salaires, qualifications, productivité), de fiscalité, de degré d'ouverture de l'économie, de développement du secteur manufacturier et d'intégration dans les chaînes de valeur, et de qualité des infrastructures et des services logistiques. S'ajoutent des critères de proximité géographique et géopolitique.

En Asie, le Vietnam reste bien positionné sur de nombreux critères (salaires relativement bas, stratégie proactive pour attirer les IDE, intégration dans les chaines de valeur, position géographique, politique étrangère de multi-alignement). Toutefois, il doit investir massivement dans ses infrastructures, et le pays est l'un des plus exposés à de nouvelles hausses des droits de douane américains. La Thaïlande, la Malaisie et l'Inde (cf. *p.7*) ont aussi des atouts (niveau d'éducation, infrastructures, climat des affaires et intégration dans le commerce

DÉPENDANCE AUX EXPORTATIONS ET AU MARCHÉ AMÉRICAIN



GRAPHIQUE 2

SOURCES : FMI, BNP PARIBAS

mondial pour les deux premiers, bas salaires et incitations fiscales à l'investissement manufacturier pour l'Inde). Ces trois pays semblent les mieux positionnés pour bénéficier de nouveaux IDE chinois et gagner des parts de marché, en particulier aux États-Unis.

L'Europe centrale dispose d'atouts pour attirer des IDE d'entreprises souhaitant se rapprocher du marché européen. Depuis 2018, la Hongrie arrive en tête pour l'accueil des IDE chinois (cf. *p.19*). La République Tchèque et la Pologne sont également bien positionnées. Tout en étant intégrés à l'Union européenne, ces pays disposent d'une base manufacturière solide, d'une fiscalité relativement attractive, d'une main d'œuvre qualifiée et de salaires encore compétitifs malgré leur hausse rapide ces dernières années.

QUEL ACCÈS AU MARCHÉ CHINOIS ?

Enfin, l'Amérique latine dispose d'un énorme atout pour attirer des IDE chinois : ses ressources naturelles (cf. *p.15*). Par ailleurs, l'Amérique latine pourrait gagner de nouvelles parts de marché en Chine en se substituant aux États-Unis dans le secteur agro-alimentaire. Le Brésil, dont les principaux produits exportés en Chine sont similaires à ceux des États-Unis (par exemple le soja, la viande, le coton et le pétrole), a augmenté ses exportations vers la Chine ces dernières années et devrait continuer (cf. *p.11*). Les pays d'Amérique latine (hors Mexique), qui sont moins directement exposés au choc tarifaire, pourraient donc aussi profiter de la guerre commerciale sino-américaine en gagnant des parts du marché chinois dans les secteurs minier et agricole.

À l'inverse, il sera plus difficile pour les pays exportateurs de biens manufacturés d'Asie et d'Europe de gagner des parts du marché chinois : même si la Chine parvient à renforcer sa consommation privée, ses importations devraient rester limitées par la stratégie de Pékin visant à renforcer l'autosuffisance du pays dans les secteurs industriels. Ces pays chercheront à diversifier leurs partenaires commerciaux ; certains, comme la Malaisie ou la Thaïlande, ont ainsi relancé des négociations avec l'Union européenne afin de mettre en place rapidement des accords de libre-échange.

Achevé de rédiger le 24 juin 2025

Christine Peltier
christine.peltier@bnpparibas.com

CHINE

PREMIERS EFFETS DE LA GUERRE COMMERCIALE

La très forte hausse des droits de douane appliqués par les États-Unis aux biens importés de Chine constitue un choc négatif important pour les exportations et la croissance chinoises. Cependant, Pékin s'y est préparé et l'impact du choc sera partiellement compensé par les effets de sa stratégie de réponse. À court terme, cette stratégie consiste à rediriger les exportations vers d'autres marchés, poursuivre l'assouplissement monétaire et budgétaire et renforcer la consommation privée. Le redéploiement des exportations a commencé mais pourrait rapidement se heurter à de nouvelles barrières protectionnistes. En interne, le défi sera de redonner confiance aux ménages alors que le marché de l'emploi souffrira du ralentissement du secteur manufacturier.

RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE

La croissance économique chinoise s'est établie à +5,4% en glissement annuel (g.a.) au T1 2025, comme au trimestre précédent. Après un début d'année plus solide qu'attendu, la croissance devrait ralentir au cours des trois prochains trimestres. Dans notre scénario central, elle atteindrait 4,8% sur l'ensemble de 2025. Nous tablons, de fait, sur un repli modéré de la croissance en dépit du choc protectionniste. L'impact de ce choc sur les exportations et le secteur manufacturier sera pourtant important, mais il sera partiellement compensé par les effets positifs de la réponse mise en œuvre par la Chine. Rappelons que la cible de croissance économique fixée par les autorités est de 5% pour 2025. Les risques sur notre projection sont de toute évidence orientés à la baisse.

La déclaration de guerre commerciale de Washington à la Chine depuis la prise de fonction du Président Trump le 20 janvier 2025 est venue interrompre la dynamique de redressement de la croissance observée depuis l'automne dernier. D'un côté, la croissance des exportations de marchandises a ralenti – moins vite que prévu – sur les deux derniers mois. Mesurées en dollars courants, les exportations ont augmenté de +8% en g.a. en avril et de +4,8% en mai (après +5,1% au T1 2025 et +10% au T4 2024). Elles ont été soutenues, d'abord par une intense activité des importateurs américains en anticipation des différentes hausses de droits de douane, puis par un début de réorientation des flux de marchandises chinois vers des marchés tiers (*cf. infra*). Les exportations devraient continuer de ralentir à court terme.

D'un autre côté, la demande intérieure du secteur privé a perdu l'élan qu'elle avait gagné depuis fin septembre 2024. Le renforcement des ventes au détail aux T4 2024 et T1 2025, principalement dû au programme de remplacement de biens de consommation subventionné par le gouvernement, est fragile ; il s'est interrompu en avril pour reprendre en mai. Les ventes de logements, quant à elles, ne sont pas reparties à la hausse en dépit des mesures de relance des autorités ; elles ont continué de se contracter, certes à un rythme plus modéré (-3,2% en g.a. sur les cinq premiers mois de 2025, après -14,1% en 2024). Les ménages restent donc très prudents, dans un contexte de déflation, de perspectives de ralentissement dans le secteur manufacturier et donc de dégradation du marché du travail. Sur les cinq premiers mois de 2025, le taux de chômage s'est légèrement amélioré (5,0% en mai), mais le nombre moyen d'heures travaillées a légèrement reculé – alors que la progression des salaires a déjà fortement ralenti en 2024 (le salaire « urbain » moyen a augmenté de +2,8% en 2024, après +5,8% en 2023).

La croissance de l'investissement total a commencé à décélérer légèrement depuis avril (atteignant +3,7% en g.a. en valeur sur les cinq premiers mois de 2025), en raison du ralentissement de l'investissement manufacturier (+8,5%) et de la baisse continue de l'investissement immobilier (-10,7%). L'investissement dans les infrastructures s'est au contraire renforcé depuis le début de l'année (+5,6%).

PRÉVISIONS					
	2022	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**
PIB réel, variation annuelle, %	3,1	5,4	5,0	4,8	4,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,0	0,2	0,2	0,0	1,0
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-2,7	-3,8	-3,0	-4,0	-3,8
Dette officielle du gouv. général, % du PIB	49,4	54,7	61,0	66,7	71,4
Solde courant, % du PIB	2,4	1,4	2,3	1,8	1,5
Dette externe, % du PIB	13,4	13,4	12,9	12,5	12,0
Réserves de change, mds USD	3 307	3 450	3 456	3 451	3 442
Réserves de change, en mois d'imports	12,6	13,3	12,7	12,7	12,0

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Alors que les effets directs de la hausse des droits de douane états-uniens sur les exportations commencent à apparaître, ses effets de contagion sur les autres composantes de la croissance sont donc déjà perceptibles.

DÉFLATION

Les pressions déflationnistes persistent. Elles sont alimentées par des capacités de production excédentaires, la faiblesse de la demande, la baisse des prix des logements, la moindre progression des salaires et la baisse des prix des matières premières. L'inflation des prix à la consommation (IPC) est restée légèrement négative sur les cinq premiers mois de 2025 (-0,1% en g.a.). L'inflation sous-jacente est restée proche de +0,5% depuis mars, mais les prix alimentaires diminuent depuis décembre (-0,4% en g.a. en mai) et les prix du carburant depuis l'été dernier (-12,9% en mai). Les prix à la production sont, quant à eux, en baisse continue depuis le T4 2022 (-3,3% en mai).

À court terme, la reprise attendue de la consommation privée devrait être modérée, le marché immobilier devrait au mieux se stabiliser, et le ralentissement des exportations de marchandises aggravera les surcapacités de production. Nous prévoyons donc une hausse de l'IPC nulle en 2025 contre +0,2% en 2024. Les pressions déflationnistes pèsent sur la croissance nominale du PIB (qui est restée inférieure à sa croissance réelle en 2023-2024). Elles nuisent à la santé financière des entreprises, compliquent le pilotage de la politique monétaire, et pèsent sur la demande intérieure.

POURSUITE DE L'ASSOUPLISSEMENT MONÉTAIRE ET BUDGÉTAIRE

Les autorités ont accéléré l'assouplissement de leurs politiques budgétaire et monétaire au cours des derniers mois. Et elles se sont préparées à assouplir davantage dans l'année.

Sur le plan monétaire, les dernières décisions datent de début mai[1]. En outre, les grandes banques publiques nationales ont bénéficié d'injections de capital pour renforcer leur capacité à augmenter leurs crédits. Cependant, pour le moment, l'assouplissement de la politique monétaire, et celui du cadre prudentiel pour les prêts hypothécaires et les achats de logements, ont eu des effets très limités. Cela s'explique par la faiblesse de la demande de crédits du secteur privé, par la prudence des banques, et par les problèmes de solvabilité ou de liquidité auxquels les promoteurs immobiliers sont toujours confrontés. En 2025, la croissance des prêts bancaires a continué de ralentir (+7% en g.a. en termes nominaux en mai) et les prêts au logement ont continué de se contracter légèrement. La croissance du total des financements à l'économie a légèrement réaccéléré (+8,7% en mai), tirée par les émissions obligataires du Trésor et des collectivités locales.

Les autorités devront donc abaisser les taux d'intérêt plus largement, et/ou renforcer le soutien budgétaire. De fait, la politique budgétaire a pris une direction franchement accommodante. L'objectif pour le déficit budgétaire officiel a été fixé à 4% du PIB pour 2025, soit le niveau le plus élevé depuis 30 ans. De plus, des mesures ont été mises en œuvre depuis plusieurs mois afin de renforcer les finances des collectivités locales. Celles-ci restent fragiles mais ont néanmoins gagné un peu de marge de manœuvre. En outre, le gouvernement central devrait accroître son rôle dans les plans de soutien. Enfin, l'accélération des émissions obligataires du gouvernement, depuis le début de l'année, témoigne des efforts de relance accrus.

La hausse de l'investissement public, en particulier dans les secteurs stratégiques et les projets d'infrastructure, le soutien aux entreprises exportatrices fragilisées par les droits de douane américains, et le renforcement de la consommation privée sont des objectifs clés de la stratégie budgétaire en 2025. Renforcer la consommation privée durablement suppose que les autorités accélèrent les réformes structurelles visant à améliorer le système de protection sociale et à réduire l'épargne des ménages[2]. À court terme, elles devront multiplier les mesures de soutien pour compenser les effets du ralentissement du secteur manufacturier et relancer le marché immobilier. Des annonces sont attendues pendant l'été. Des mesures ciblant directement les revenus seraient particulièrement bienvenues pour rassurer les ménages.

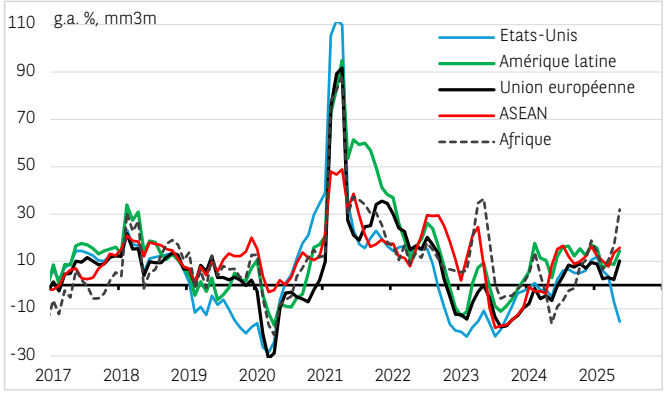
⇆ RAPIDE RÉORIENTATION DES EXPORTATIONS CHINOISES

À la suite des annonces du « Jour de la libération », le 2 avril, l'escalade des tensions entre Washington et Pékin a amené les droits de douane réciproques à des niveaux sans précédent en quelques jours (tarifs étatsuniens sur les biens chinois à 145%, tarifs chinois sur les biens états-uniens à 125%). Un début de négociations a ensuite réduit les nouveaux droits de douane à 10% des deux côtés depuis le 12 mai. Au tarif étatsunien de 10% s'ajoutent les 20% déjà appliqués à la Chine par l'administration Trump (et dont la récente annulation par le Tribunal de commerce international des États-Unis est pour le moment suspendue).

Par conséquent, le taux effectif (moyenne pondérée) appliqué par les États-Unis sur les importations de biens chinois est passé de 10,7% fin 2024 (un droit de douane de 20% était appliqué sur près de 60% des importations venant de Chine) à 34,2% à mi-juin (+23,5 pp). Ce chiffre prend en compte toutes les exemptions et les spécificités sectorielles (50% sur l'acier, exemptions pour les produits pharmaceutiques, l'électronique et les semi-conducteurs).

Les négociations entre Washington et Pékin ont repris mais restent difficiles à prévoir. Le tarif effectif étatsunien pourrait de nouveau grimper en cas de désaccord ou de nouveaux tarifs sectoriels. Il dépasserait 40% en cas de droits de douane de 25% introduits sur les semiconducteurs et produits électroniques (qui constituent environ 20% des exportations chinoises vers les États-Unis). On suppose dans notre scénario central que le tarif effectif restera à son niveau actuel en 2025.

CHINE: CROISSANCE DES EXPORTATIONS PAR DESTINATION



GRAPHIQUE 1 SOURCE : ADM. GÉNÉRALE DES DOUANES, BNP PARIBAS

Les exportations chinoises vers les États-Unis représentaient 14,6% des exportations totales en 2024, soit seulement 2,6% du PIB. En supposant une élasticité-prix des exportations à -1, la perte d'activité due à la hausse des droits de douane est estimée à 0,6 point de PIB. Cet impact direct exclut les effets négatifs indirects liés au ralentissement économique mondial, et les effets positifs de l'assouplissement monétaire et budgétaire et des stratégies de la Chine pour compenser la baisse de ses exportations vers les États-Unis.

La Chine continuera à réorganiser ses chaines de production dans les prochaines années. À court terme, c'est la réorientation des flux de marchandises vers des pays tiers qui aidera à compenser les pertes subies sur le marché américain. Dès le mois d'avril, la baisse des exportations vers les États-Unis (-27,8% en g.a. en moyenne en avril-mai) a été compensée par une forte hausse des ventes vers le reste du monde (Union européenne : +10,2% en g.a. en moyenne en avril-mai ; ASEAN : +17,8% ; Afrique : +29,3% ; Canada : +17,7% ; Amérique latine : +9,8%). Ceci montre la rapidité avec laquelle les entreprises chinoises peuvent rediriger leurs exportations (*cf. graphique*).

Cette réorientation va se poursuivre mais pourrait toutefois être de plus en plus complexe. Elle pourrait être contrainte par les efforts de Pékin pour développer ses relations commerciales avec ses partenaires asiatiques et européens. Parallèlement, les pays où la pression concurrentielle chinoise s'accentue pourraient multiplier les barrières protectionnistes. Ensuite, les exportateurs chinois pourraient avoir de plus en plus de mal à baisser leurs prix pour gagner des parts de marché. L'évolution du yuan sera déterminante. Après l'épisode de dépréciation de début avril, le CNY s'est réapprécié contre le dollar US et est resté à peu près stable ces derniers jours (le taux spot CNY/USD a gagné un peu plus de 1% entre le 1er avril et le 18 juin). Son évolution à court terme dépendra en partie de l'issue des négociations avec Washington. En termes effectifs réels, le yuan s'est déprécié de près de 5% en mars-avril, ce qui a largement aidé la progression des exportations chinoises vers les marchés hors États-Unis.

Achevé de rédiger le 18 juin 2025

Christine Peltier christine.peltier@bnpparibas.com

1 Baisse des ratios de réserves obligatoires (-50 pb à 9% pour les grandes banques) ; baisse de 10 pb des taux directeurs ; hausse de facilités de refinancement des banques pour encourager les crédits à des secteurs ciblés (entreprises agricoles, PME, innovation, soins aux personnes âgées et autres services) ; renforcement du dispositif de soutien aux marchés actions.

2 BNP Paribas EcoWeek du 24 mars 2025 : *La Chine en 2025 : ajustement temporaire ou rééquilibrage structurel des moteurs de croissance ?*

INDE

CROISSANCE EN BAISSE ET MARGES DE MANŒUVRE LIMITÉES

La croissance de l'Inde ralentit. La consommation des ménages est molle, pénalisée par une faible progression des salaires réels et une hausse de la charge de la dette, et les investissements privés sont faibles. Au vu de son faible degré d'ouverture, l'Inde sera peu affectée par la hausse des tarifs douaniers américains, mais ne devrait pas être épargnée. Ses marges pour négocier avec l'administration Trump sont limitées. Toutefois, son marché intérieur est vaste et permet une diversification de la production en Asie. Pour tirer profit de la guerre commerciale sino-américaine, l'Inde devra rapidement palier les contraintes structurelles qui pèsent sur le développement de son industrie. Mais les marges de manœuvre du gouvernement pour faire avancer les réformes à court terme sont très limitées.

DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE EN BAISSE

Selon les prévisions d'avril 2025 du FMI, l'Inde devrait afficher le taux de croissance le plus élevé d'Asie émergente au cours des trois prochaines années (6,3% en moyenne). L'Inde sera l'un des pays d'Asie les moins affectés par la hausse des tarifs douaniers américains compte tenu de sa faible intégration dans le commerce mondial. Cependant, en dépit de prévisions enviables, la croissance de l'Inde a décéléré par rapport à la période 2015-2019 (7,4% en moyenne) et ne suffit pas à accroître sensiblement le niveau de revenu par tête et à créer suffisamment d'emplois pour réduire le taux de chômage des jeunes (15,5% en 2023 selon la Banque mondiale).

L'Inde est confrontée au ralentissement de sa demande intérieure (principal moteur de sa croissance). Alors que la consommation des ménages ruraux a soutenu la croissance au cours des douze derniers mois, la consommation des ménages urbains a ralenti conjointement à la décélération des salaires réels et à la hausse du service de leur dette (qui s'est élevé en moyenne à 7,3% de leur revenu disponible pour l'année budgétaire 2024/2025). Leur dette, estimée à 42,1% du PIB selon la Banque des règlements internationaux, reste toutefois modeste. Bien que les indices de confiance des consommateurs se soient légèrement repris en début d'année, et que la décélération des pressions inflationnistes et l'assouplissement monétaire plaident en faveur d'un rebond de la demande intérieure, les risques baissiers restent importants. Selon les données du *Centre for Monitoring Indian Economy* (CMIE), la hausse des salaires dans les entreprises cotées a continué de décélérer au T1 2025 (+4,8%) pour n'atteindre que 1% en termes réels. En revanche, la consommation des ménages ruraux devrait rester robuste. La mousson devrait être légèrement supérieure à la normale (selon les premières prévisions de l'*India Meteorological Department*).

Les investissements publics, qui avaient soutenu la croissance en 2021/2022 et 2022/2023, ont ralenti en 2023/2024 et 2024/2025 (année budgétaire achevée fin mars 2025). Les investissements privés, déjà faibles (11,3% du PIB pour l'année 2023/2024), n'ont pas accéléré. Pour l'année budgétaire 2025/2026, aucun rebond significatif n'est à attendre car les très fortes incertitudes liées à la politique commerciale américaine et à ses répercussions sur les surcapacités de production chinoises vont inciter les entreprises indiennes à la plus grande prudence.

ASSOUPLISSEMENT MONÉTAIRE

Dans un contexte de désinflation (la hausse des prix a été limitée à +2,8% en g.a. en mai, soit un rythme inférieur à la cible de 4% +/- 1pp pour le quatrième mois consécutif), la Banque centrale indienne (*Reserve Bank of India*, RBI) a débuté son cycle d'assouplissement monétaire en février dernier. En dépit de la volatilité de la roupie (limitée par les importantes interventions de la RBI sur les marchés des changes), deux autres baisses des taux ont eu lieu en avril et juin dernier de respectivement 25pb et 50pb (le taux *repo* a été réduit à 5,5%). Mais cet assouplissement monétaire ne s'est pas encore traduit par une réduction des taux sur les nouveaux prêts lesquels ont, au contraire, fortement augmenté en termes réels (+200pb depuis décembre 2024). Par ailleurs, même si la baisse des taux devrait soutenir la demande intérieure, elle va peu alléger la charge de la dette des ménages les plus fragiles, dont la hausse de la dette a résulté principalement d'une hausse des prêts non garantis à taux fixes.

En dépit de la légère hausse des risques de crédit (mise en exergue par l'augmentation du ratio de défaillance notamment pour les crédits aux ménages non garantis), le secteur bancaire devrait rester solide. Les ratios de créances douteuses ont continué de baisser en 2024 (à 2,5% en décembre 2024), les ratios de solvabilité sont confortables

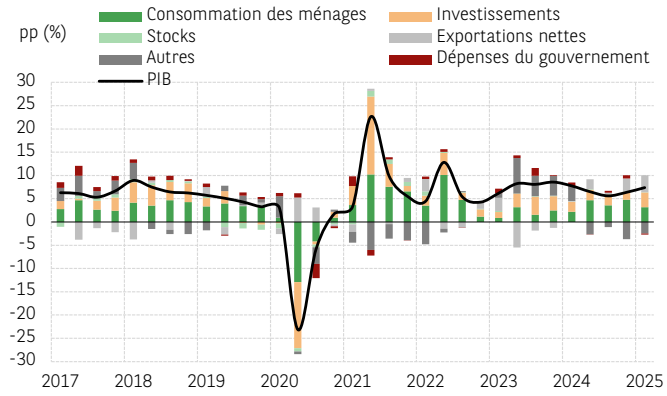
PRÉVISIONS

	2022	2023	2024e	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, % (1)	7,7	9,2	6,5	6,3	6,7
Inflation, IPC, moyenne annuelle, % (1)	6,7	5,4	4,6	4,1	4,4
Solde budgétaire gouv et adm., % du PIB (1)	-9,6	-8,5	-7,9	-7,4	-7,0
Dette gouv. et adm., % du PIB (1)	84,8	82,5	82,3	82,1	81,0
Solde courant, % du PIB (1)	-2,0	-0,7	-0,8	-1,0	-1,3
Dette externe, % du PIB (1)	18,4	18,7	18,6	18,4	18,0
Réserves de change (hors or), mds USD	498	551	552	580	594
Réserves de change, en mois d'imports	6,7	7,5	7,2	7,4	7,5

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

TABLEAU 1 SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

INDE : CROISSANCE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1 SOURCES : CEIC, BNP PARIBAS

(16,4%) et les provisions couvraient 77% des créances douteuses au T3 2024. Les sociétés financières non bancaires sont les organismes de crédit les plus exposés au ralentissement économique et aux risques de défaut des ménages les plus modestes ayant contracté des crédits sans garantie. Bien que leurs capitaux propres soient globalement suffisants pour faire face à une hausse du risque de crédit (le ratio de solvabilité s'élevait à 27,2% au T3-2024), elles ne pourraient pas toutes respecter les ratios réglementaires en cas de choc (même modéré) sur l'économie contrairement aux banques, d'après les derniers stress-tests de la RBI.

⇆ QUELLES MARGES DE NÉGOCIATION AVEC DONALD TRUMP ?

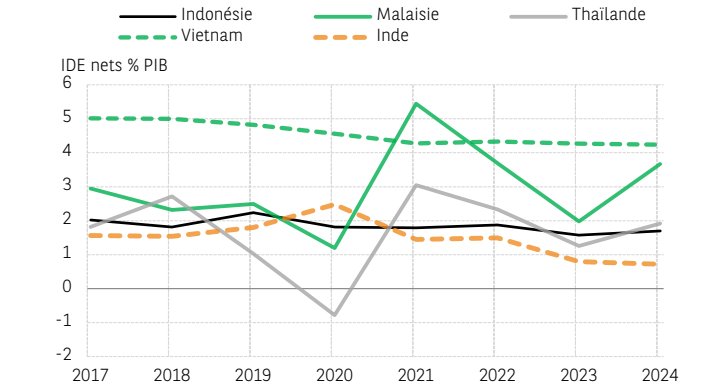
Les États-Unis sont le premier partenaire commercial à l'exportation de l'Inde (18,3% des exportations de biens en 2024). Avant l'annonce par le gouvernement Trump de la hausse des droits de douane américains, le 2 avril dernier, le taux effectif sur les produits indiens était de seulement 2,4%. Si aucun accord n'était signé entre les deux pays d'ici le 9 juillet, le taux effectif pourrait être relevé à 18,8% (en incluant la hausse des tarifs sur l'automobile, l'acier et l'aluminium). La hausse des tarifs pourrait coûter jusqu'à 0,3pp de PIB à l'économie indienne (toutes choses égales par ailleurs), compte tenu de la part de la valeur ajoutée incluse dans les exportations indiennes à destination des États-Unis (85% de la valeur des produits exportés), et en supposant une élasticité des exportations aux tarifs douaniers de 1.

Les marges de manœuvre du gouvernement Modi pour négocier avec l'administration Trump sont limitées mais pas nulles. L'Inde n'est pas un partenaire commercial stratégique pour les États-Unis, contrairement à la Chine : les importations en provenance d'Inde ne représentent que 2,7% des importations de biens des États-Unis et 4,7% de leurs importations de services. Bien que l'Inde soit un gros fournisseur de produits textiles, de fibres végétales (notamment pour le papier) ainsi que de produits de joaillerie, ces produits sont facilement substituables. Ses marges de négociation sur les autres produits exportés sont encore plus limitées. En effet, même si les exportations de produits pharmaceutiques et de téléphones constituent 13,9% et 9,9% de ses exportations totales vers les États-Unis, l'Inde ne fournit que 6% et 7,8% respectivement des produits pharmaceutiques et des téléphones importés par les États-Unis. Mais l'Inde pourrait offrir au gouvernement américain un accès privilégié à son marché intérieur. En 2023, le taux effectif sur les produits américains importés atteignait 9,6%. Les tarifs douaniers étaient particulièrement élevés pour les produits alimentaires (39,3%) et les véhicules automobiles (21,3%). Par ailleurs, selon l'UNCTAD, 74% des importations indiennes étaient concernées par des barrières non tarifaires en 2024. Le gouvernement américain pourrait aussi faire pression sur l'Inde pour que le pétrole américain se substitue au pétrole russe, bien que ce ne soit pas optimal pour l'Inde pour des raisons de coûts (prix du pétrole brut et coûts de transport) et de nature du pétrole importé. Le gouvernement indien avait déjà avancé l'idée, en mars dernier, d'accroître ses achats de gaz américain.

Enfin, la question se pose de savoir dans quelle mesure l'Inde pourrait profiter de la réorganisation des chaînes de valeurs en Asie. Elle présente de nombreux avantages sur les autres pays d'Asie en raison de de sa croissance forte, de son poids démographique élevé, d'une main d'œuvre diplômée nombreuse (119 millions d'Indiens ont fait des études supérieures en 2024 selon l'Organisation internationale du travail) et de ses salaires très compétitifs.

Elle pourrait devenir encore plus attractive si ses droits de douane aux Etats-Unis étaient (effectivement) inférieurs à ceux des autres pays d'Asie. Cependant, d'une part, le gouvernement Trump a formulé des menaces à l'encontre des entreprises américaines qui chercheraient à s'implanter en Inde ; d'autre part, le pays présente aussi de nombreux inconvénients. À ce jour, ses capacités de production dans le secteur

LES FLUX NETS D'IDE RESTENT FAIBLES EN INDE



GRAPHIQUE 2 SOURCES : CEIC, BNP PARIBAS

manufacturier sont trop peu développées pour faire du pays la nouvelle usine du monde. La valeur ajoutée dans l'industrie manufacturière ne s'élève qu'à 12,5% du PIB. Les contraintes structurelles, qui pèsent sur les investissements étrangers et pénalisent le développement de son industrie, restent fortes. En témoigne le faible niveau d'IDE, qui n'a cessé de baisser (en nominal et rapporté au PIB) depuis 2021. Les flux d'IDE reçus par l'Inde ont atteint en 2024 le plus faible niveau enregistré depuis 15 ans (0,7% du PIB), et ce en dépit des multiples incitations fiscales en faveur des entreprises étrangères. À titre de comparaison, les IDE reçus par le Vietnam s'élevaient à 4,2% du PIB en 2024. Même si les flux d'IDE sont faibles, et principalement concentrés dans les services (notamment informatiques), ils ont permis à l'Inde d'accroître ses parts de marché à l'exportation, en particulier sur les téléphones portables.

L'Inde reste trop peu intégrée dans le commerce mondial et en particulier en Asie. La Chine est son principal fournisseur (15,5% de ses importations), mais elle exporte relativement peu vers l'ensemble des pays d'Asie (9,5% vers l'ASEAN-6 et 3,4% vers la Chine). De même, la part des investissements asiatiques en Inde (hors investissements en provenance de Singapour est faible. Mais à défaut de développer ses liens commerciaux et financiers avec les pays d'Asie, l'Inde a accru ses échanges avec les États-Unis. Les montants investis restent modestes mais leur part dans les flux reçus par le pays a sensiblement augmenté au cours des cinq dernières, et atteignent en moyenne 14,9% des flux reçus (contre 6,9% sur la période 2015-2019).

Pour profiter des ajustements à venir du commerce mondial, le gouvernement Modi doit impérativement lever les barrières protectionnistes à l'entrée. Les récents accords de libre échange et de partenariat économique vont dans ce sens ; c'est le cas notamment de celui signé avec le Royaume-Uni en mai dernier, qui pourrait entrer en vigueur dans un an, et de celui en cours de négociation avec l'UE, qui pourrait être conclu en décembre prochain. Mais ils ne seront pas suffisants si les réformes pour libéraliser le pays n'accélèrent pas. Or, la réforme sur le marché du travail, adoptée en 2020, ne devrait pas être appliquée avant 2026 (au mieux) et celle sur l'acquisition des terres n'a toujours pas été votée au Parlement. L'obligation pour N. Modi de négocier avec les petits partis de sa coalition réduisent ses marges de manœuvre pour libéraliser son économie.

Achevé de rédiger le 13 juin 2025

Johanna Melka johanna.melka@bnpparibas.com

THAÏLANDE

CROISSANCE MENACÉE PAR LA CONCURRENCE CHINOISE

La croissance économique de la Thaïlande est restée solide au T1 2025 mais les risques baissiers sont élevés. La Thaïlande est l'un des pays d'Asie à avoir le plus bénéficié des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine mais les effets du nouveau durcissement de la politique commerciale américaine pourraient être plus douloureux. Ses produits pourraient être davantage taxés que ceux de ses concurrents sur le marché américain alors que l'afflux de biens chinois pourrait augmenter sensiblement. Toutefois, elle pourrait aussi bénéficier de nouveaux investissements d'entreprises étrangères souhaitant poursuivre la diversification de leurs chaînes de production. Elle présente de nombreux atouts par rapport à certains pays voisins.

CROISSANCE MODESTE FRAGILISÉE PAR LES SURCAPACITÉS DE PRODUCTION EN CHINE

Quatre ans après la récession induite par la pandémie de Covid-19, le PIB réel de la Thaïlande a enfin dépassé en 2024 le niveau qui prévalait en 2019. Sa croissance reste cependant inférieure à celle enregistrée entre 2015 et 2019 (3,4%) et les perspectives de croissance pour les trois prochaines années restent modestes. Même en supposant que les tarifs douaniers américains resteraient fortement abaissés par rapport aux niveaux annoncés le 2 avril dernier, les difficultés devraient persister dans l'industrie manufacturière. En outre, la Thaïlande subit une concurrence accrue de produits chinois sur son marché intérieur.

En 2024, l'accélération de la croissance économique, de 2% à 2,5%, a principalement résulté d'une hausse des dépenses du gouvernement alors que la consommation privée et les investissements ont ralenti. En mai, le Conseil national de développement économique et social (NESDC) a révisé ses prévisions de croissance pour 2025 à la baisse (-1pp avec une croissance estimée entre 1,3% et 2,3%) en raison du relèvement des droits de douane américains. La Thaïlande, dont le degré d'ouverture commerciale est élevé (ses exportations de biens constituaient 56,4% de son PIB en 2024), va être affectée non seulement par le ralentissement du commerce mondial mais aussi par la concurrence des produits chinois.

Au T1 2025, l'activité économique est restée solide mais les risques baissiers sur la croissance ont fortement augmenté. Le PIB (corrigé des variations saisonnières) a augmenté de 0,7% par rapport au trimestre précédent (+3,1% en g.a.). Les services et l'agriculture ont enregistré une croissance du PIB robuste alors que celle dans le secteur manufacturier est restée faible (+0,6% en g.a.). La croissance devrait décélérer au cours des prochains trimestres. En avril, les indices de confiance des consommateurs ont baissé pour le quatrième mois consécutif, les crédits bancaires aux ménages comme ceux aux entreprises ont encore diminué, le nombre de touristes a reculé en raison notamment, d'une chute des visiteurs chinois (-29,9%). L'activité dans le secteur du tourisme pourrait rester déprimée au second semestre compte tenu du récent tremblement de terre, de l'incertitude économique mondiale et de la faiblesse persistante de la demande de la part des ménages chinois. Par ailleurs, le rebond de la production industrielle en avril (+2,2% en g.a.) devrait être temporaire. Le risque d'afflux de produits chinois sur le marché intérieur pèse sur les décisions d'investissement.

En raison des risques pesant sur la croissance, le gouvernement a décidé en mai dernier de réaffecter les derniers fonds destinés au programme de soutien à la consommation des ménages (« portefeuille numérique ») à des projets d'infrastructure et à des prêts aux petites entreprises d'un montant équivalent à 0,8% du PIB. Le niveau relativement élevé de la dette (63,9% du PIB), proche du plafond légal de 70% du PIB, contraint ses marges de manœuvre, mais un relèvement du plafond n'est pas impossible car la profondeur et la liquidité des marchés financiers domestiques lui permettraient de financer de nouvelles dépenses.

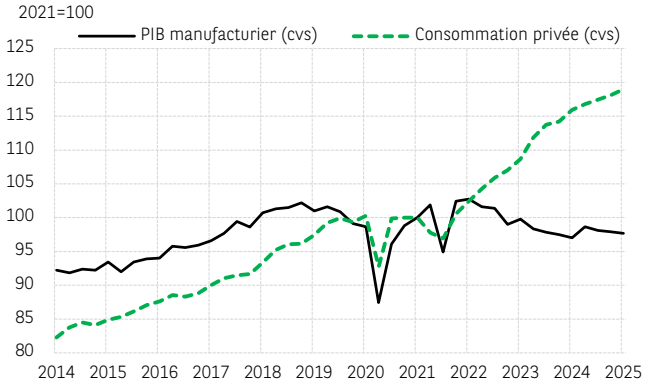
PRÉVISIONS

	2022	2023	2024	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	2,6	2,0	2,5	2,0	2,4
Inflation IPC, moyenne annuelle, %	6,1	1,3	0,4	0,8	1,6
Solde budgétaire, % du PIB (1)	-4,5	-2,0	-2,4	-4,3	-3,8
Dette des adm. publiques, % du PIB (1)	60,5	62,4	63,3	65,7	67,6
Balance courante, % du PIB	-3,2	1,9	2,4	2,0	1,9
Dette externe, % du PIB	42,1	39,1	35,1	34,9	34,7
Réserves de change, mds USD	196	202	211	201	198
Réserves de change, en mois d'imports	7,2	7,4	7,5	7,2	7,2

(1) Année budgétaire du 1er octobre de l'année N-1 au 30 septembre de l'année N
e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1 SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

THAÏLANDE : DÉCORRÉLATION ENTRE PRODUCTION MANUFACTURIÈRE ET CONSOMMATION



GRAPHIQUE 1 SOURCES : BOT, BNP PARIBAS

DÉSINFLATION ET POLITIQUE MONÉTAIRE

Dans ce contexte de ralentissement de la croissance et de baisse des prix (-0,6% en g.a. en mai), la Banque centrale (*Bank of Thailand*, BOT) a réduit ses taux directeurs de 25pb lors des deux derniers comités de politique monétaire (février et avril). Elle a abaissé le taux *repo* à 1,75% et d'autres baisses de taux sont à attendre d'ici la fin de l'année pour soutenir la croissance et réduire l'endettement et la charge de la dette des ménages. La décélération de la croissance pourrait aggraver les difficultés des emprunteurs les plus fragiles, des ménages mais aussi des petites et moyennes entreprises, qui ont déjà enregistré une hausse des créances douteuses depuis un an. La hausse des risques de crédit

ne constitue pas, à ce stade, un risque pour le secteur bancaire dont les capitaux propres (le ratio de solvabilité s'élevait à 20,7% au T1 2025) et les provisions (177,1% des créances douteuses) sont confortables. En matière de politique de change, la BoT devrait poursuivre sa politique de flottement administré afin d'atténuer toute volatilité excessive du baht, les risques étant orientés à la baisse.

⇆ TARIFS DOUANIERS : RISQUES ET OPPORTUNITÉS

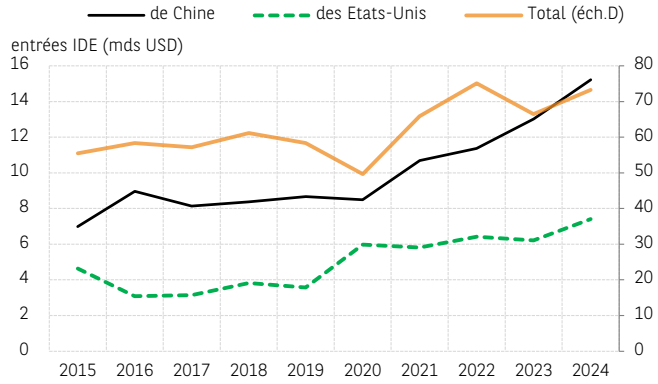
La Thaïlande est l'un des pays d'Asie les plus vulnérables au durcissement commercial américain. Le pays pourrait faire face à une baisse de ses exportations vers les États-Unis (si ses droits de douane étaient effectivement relevés) mais aussi à une hausse de ses importations de biens chinois.

Au sein de l'ASEAN, la Thaïlande est le pays qui a le plus bénéficié des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine depuis 2018, après le Vietnam. Ses parts de marché sur les biens importés par les États-Unis ont augmenté de 0,7pp entre 2017 et 2024 pour atteindre 1,9% des importations américaines (contre +2,2pp pour les biens vietnamiens). Les États-Unis sont devenus son premier partenaire commercial (18,3% de ses exportations totales, soit 10,4% du PIB en 2024), devant la Chine (11,7% de ses exportations).

Toutes choses égales par ailleurs, une hausse des droits de douane américains à 25,1% (le taux effectif qui entrerait en vigueur le 9 juillet si aucun accord n'était conclu avec les États-Unis en intégrant les nouveaux tarifs sur l'automobile, l'aluminium et l'acier), contre un droit de douane effectif de seulement 0,68% au 1er avril, pourrait coûter 1,8 point de PIB à l'économie – en supposant une élasticité des exportations aux droits de douane égale à 1 et sachant que la valeur ajoutée thaïlandaise intégrée dans les exportations directes vers les États-Unis est estimée à 69% du total de ses exportations (soit 7,2% du PIB). Même s'il paraît peu probable que les droits de douane appliqués à partir du mois de juillet soient ceux annoncés le 2 avril dernier, la Thaïlande pourrait être très pénalisée si elle ne parvient pas à négocier des droits de douane inférieurs ou identiques à ceux de ses concurrents. Elle exporte vers les États-Unis des machines et des équipements électriques (31,9% de ses exportations), en particulier des téléphones, des semi-conducteurs et des transformateurs électriques. Pour ces produits, elle est en concurrence avec les autres pays de l'ASEAN (en particulier le Vietnam et, dans une moindre mesure, la Malaisie) mais aussi avec l'Inde et Taïwan. Sur ses exportations de machines et équipements mécaniques (notamment des équipements informatiques), elle est en concurrence avec Taïwan, et avec la Chine sur tous les produits exportés.

Le deuxième risque qui pèse sur l'économie thaïlandaise est le déferlement de produits chinois observé depuis 2017 et qui devrait accélérer sensiblement. Les importations de la Thaïlande en provenance de Chine ont très fortement augmenté depuis 2017 (+81,6%) pour constituer 26,2% de ses importations totales (*vs.* 19,9% en 2017). Même si la Thaïlande importe principalement des biens intermédiaires, la concurrence chinoise sur les biens finaux (20,3% de ses importations en 2024) pèse lourdement sur son industrie. Tous les produits sont concernés (cuivre, aluminium, textile, meubles) mais le secteur le plus affecté serait l'automobile. Les importations de véhicules automobiles en provenance de Chine ont été multipliées par 106 entre 2017 et 2024. Dans le même temps, en Thaïlande comme en Indonésie, les productions domestiques de produits textiles et de véhicules à moteur ont sensiblement baissé. Depuis 2022, les évolutions de la consommation privée et de la production manufacturière sont décorrélées. La BOT a montré que la baisse de la production d'équipements électriques, d'automobiles, de métaux et de produits textiles étaient corrélées à l'augmentation du taux de pénétration des produits chinois.

THAÏLANDE : FLUX BRUTS D'INVESTISSEMENTS PAR ORIGINE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BOT, BNP PARIBAS

Finalement, le dernier risque porte sur les flux d'investissements directs étrangers (IDE). La Thaïlande est parvenue à accroître ses parts de marché aux États-Unis au cours des dernières années parce qu'elle a bénéficié d'une hausse des IDE (comme le Vietnam mais dans des proportions moindres). Les investissements bruts chinois et américains ont été multipliés par respectivement 1,9 et 2,4, entre 2017 et 2024, pour constituer 20,8% et 10,1% des investissements directs étrangers (bruts).

Ces dynamiques pourront-elles se poursuivre ? Quels pays d'Asie présentent des conditions favorables à l'implantation d'entreprises étrangères ? Les conditions en Thaïlande seraient-elles suffisantes pour continuer de profiter d'une réorganisation des chaînes de valeurs et compenser les effets sur ses exportations et sa croissance d'un éventuel relèvement des droits de douane américains sur ses produits ?

Pour répondre à ces questions, plusieurs aspects méritent d'être analysés : 1/ les niveaux de salaire et de qualification, 2/ la fiscalité, 3/ le développement du secteur manufacturier, 4/ les performances logistiques.

Même si le Vietnam concurrence la Thaïlande sur les salaires moyens (1,5 fois inférieurs), ses capacités de production et ses infrastructures sont aujourd'hui saturées. En comparaison avec l'Inde et l'Indonésie (dont les salaires sont en moyenne 2,6 et 1,9 fois inférieurs à ceux de la Thaïlande), la Thaïlande a des atouts non négligeables : son niveau d'éducation est globalement supérieur à celui de l'Inde et de l'Indonésie, ses infrastructures sont plus développées (bien qu'elle ait un besoin urgent de moderniser ses infrastructures portuaires), son industrie est beaucoup plus développée et les taux d'utilisation de ses capacités de production sont relativement bas. Elle offre aussi une fiscalité plus avantageuse que celle de l'Indonésie mais moins favorable que celle de l'Inde. L'Inde a, de fait, mis en place des programmes d'incitation fiscale depuis 2020 pour développer de son industrie, notamment dans certains secteurs (i.e. électronique) qui pourraient venir concurrencer les exportations thaïlandaises.

Achevé de rédiger le 13 juin 2025

Johanna Melka
johanna.melka@bnpparibas.com

BRÉSIL

UN CHOC TARIFAIRE TEMPÉRÉ PAR DE NOUVEAUX LEVIERS

Le durcissement tarifaire américain place le Brésil face à de nombreux défis : choc sur la croissance et les matières premières, défense de ses parts de marché à l'export et pression concurrentielle accrue dans certains secteurs. Mais cette nouvelle donne lui offre aussi des leviers de repositionnement lui permettant de tirer parti de la reconfiguration des flux commerciaux et des chaînes de valeurs mondiales. Cette nouvelle géographie pourrait aussi agir comme un catalyseur pour accélérer son intégration commerciale (Mercosur, UE, Canada, Mexique). À court terme, les défis les plus pressants seront toutefois domestiques. Malgré le maintien d'une politique monétaire très restrictive, les signes de modération de l'économie brésilienne tardent à venir. De plus, les autorités peinent toujours à combler le déficit de crédibilité du nouveau cadre budgétaire.

CROISSANCE RÉSILIENTE, INFLATION RÉSISTANTE

Le tableau macroéconomique brésilien constitue un casse-tête pour les autorités monétaires. Malgré un environnement sous fortes contraintes, l'activité économique résiste bien et l'inflation tarde à se replier vers sa cible (+3%). Bien que, pour la première fois en quatre mois, l'inflation ait légèrement reflué en mai – portée notamment par une détente des prix alimentaires – elle demeure alimentée par la demande. Le marché du travail reste sous tension, le crédit peine à décélérer – notamment du fait de la progression de lignes de crédit subventionnées – et l'économie continue de ressentir les effets de la forte progression des salaires réels (+4,8% g.a. en 2024). Ces facteurs participent à soutenir les dépenses de consommation – principal levier d'activité au T1 – avec une contribution de moitié à l'expansion de 1,4% du PIB (t/t).

À court terme, même si certains éléments devraient freiner l'inflation (modération de l'activité industrielle très contrainte par l'environnement de taux, ralentissement mondial, détente de l'inflation importée sur fond d'appréciation du réal), les tensions inflationnistes pourraient perdurer sous l'effet combiné de facteurs de demande et d'offre. Certaines mesures annoncées par le gouvernement devraient, en effet, soutenir le revenu disponible des ménages : versement de *precatorios* (règlement de créances d'État dues à des particuliers), assouplissement des règles de déblocage des dépôts du fonds de garantie (FGTS), élargissement du programme de logement social *Minha Casa Minha Vida*, aide financière pour l'achat de gaz ménager et progression du nouveau programme de crédits aux travailleurs (*Credito do Trabalhador*) lancé en mars. Du côté de l'offre, des niveaux de précipitations inférieurs à la normale et une escalade des tensions au Moyen-Orient pourraient renchérir les prix de l'électricité et du pétrole.

LES AUTORITÉS MONÉTAIRES ET BUDGÉTAIRES SUR LA CORDE RAIDE

La vigueur de l'activité économique et plus encore la résilience de l'investissement (+3,1% t/t au T1) étonnent au regard de la dégradation généralisée des enquêtes de confiance (cf. graphique 1) et de la politique monétaire très restrictive menée par la Banque centrale (BCB). Le taux directeur SELIC – désormais à 15% – a été relevé de 450 points de base depuis août 2024, atteignant en valeur nominale et réelle des niveaux inédits depuis près de 20 ans. La BCB demeure préoccupée par le désancrage persistant des anticipations d'inflation, largement attribué au déficit de crédibilité du nouveau cadre budgétaire (2023). Celui-ci peine à être comblé (i) faute de réformes touchant la rigidité des dépenses obligatoires et (ii) du fait de l'enchaînement de contraintes auxquelles le gouvernement est confronté (hausse des taux, ralentissement économique, blocages politiques pour accroître les recettes[1]). L'effort budgétaire consenti par le gouvernement central – avec un déficit primaire (hors intérêts) réduit de 2,4% du PIB en janvier 2024 à 0,1% début mai 2025 – a ainsi été en partie neutralisé sur la période par une hausse d'un point de PIB des charges d'intérêts (6,9% du PIB sur 12 mois glissants en mai). Pour atteindre sa cible de déficit primaire nul en 2025, le gouvernement pourrait être contraint de procéder à un nouveau gel budgétaire (après juillet et novembre 2024 et mai 2025). Pour stabiliser le ratio d'endettement public, les autorités auraient besoin de dégager un excédent primaire d'au moins 2,4% du PIB, en supposant une croissance réelle du PIB de 2% et un taux d'intérêt réel implicite proche de 6,5%. En 2025, la dette publique dépassera le seuil de 80% du PIB.

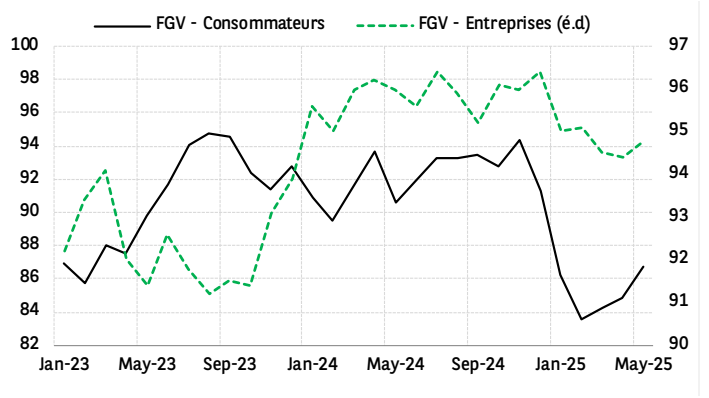
PRÉVISIONS

	2022	2023	2024e	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	3.1	3.2	3.6	2.4	1.3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	9.3	4.6	4.4	5.5	4.8
Solde budgétaire - secteur public, % du PIB	-4.6	-8.8	-8.5	-8.3	-7.5
Dette publique, % du PIB	71.7	73.8	76.5	80.2	84.3
Solde courant, % du PIB	-2.9	-1.3	-2.5	-2.6	-2.4
Dette externe, % du PIB	36	34	36	37	34
Réserves de change, mds USD	324	355	329	334	352
Réserves de change, en mois d'imports	11	12.4	11.2	11.9	12.3

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

BRÉSIL : INDICES DE CONFIANCE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : FGV

1 Illustré par l'opposition parlementaire en juin au décret prévoyant la hausse de l'impôt sur les opérations financières IOF.

UN TOURNANT TARIFAIRE…

Le Brésil n'est pas dans le viseur du programme protectionniste de l'administration Trump malgré (a) le déséquilibre structurel qui existe entre les taux de droits de douane effectifs appliqués par les deux pays sur leurs marchandises respectives (5,8% sur les produits américains contre 1,3% sur les produits brésiliens[2]) et (b) la proportion des importations soumises à des barrières non-tarifaires au Brésil (86%) vs aux États-Unis (77%). C'est finalement l'excédent commercial bilatéral des États-Unis (environ USD 7 mds en 2024 selon Comtrade[3]) depuis 2009 qui a justifié l'inclusion du Brésil dans la liste des pays soumis au taux plancher de droits de douane « réciproques » de 10% dès le 2 avril. À ce taux s'ajoutent des droits spécifiques sur l'acier et l'aluminium, taxés depuis début juin à 50%. Le taux effectif moyen (pondéré) des droits appliqués par les États-Unis sur les importations de produits brésiliens est désormais proche de 9% contre environ 1,3% précédemment.

À ce stade, aucune mesure de rétorsion n'a été annoncée par Brasilia pour contrer la politique commerciale des États-Unis – actuellement 2e fournisseur du pays (~15% des importations) et 3e débouché à l'exportation après la Chine et l'Union européenne (12% des exportations). Le Congrès brésilien a cependant adopté une loi sur la réciprocité, début avril, permettant au pays de répondre aux barrières commerciales imposées par d'autres pays.

… SOURCE DE RISQUES…

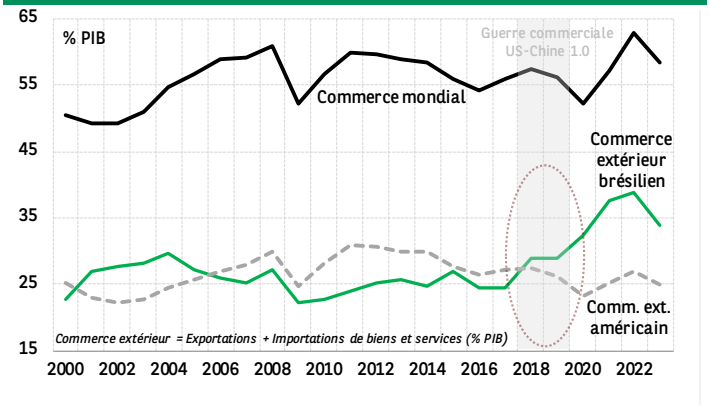
Cette nouvelle donne tarifaire présente plusieurs risques pour le Brésil. D'abord, ses échanges avec les États-Unis risquent de ralentir. Outre l'effet du ralentissement de l'économie américaine à court terme, le durcissement tarifaire devrait pénaliser la sidérurgie du fait de la forte concentration des exportations d'acier et d'aluminium à destination du marché américain (respectivement 60% et 15% des exportations totales d'acier et d'aluminium brésilien en 2024). Le Brésil est en effet le deuxième fournisseur d'acier des États-Unis après le Canada.

Trois facteurs devraient toutefois atténuer le ralentissement des échanges : (i) l'exemption des droits de douane sur le pétrole (1er poste d'achat américain représentant 14,3% des exportations totales vers les États-Unis en 2024), (ii) la plus faible élasticité-prix des produits à forte valeur ajoutée exportés par le Brésil (notamment les machines et équipements ainsi que l'aéronautique) et (iii) un droit de douane appliqué par Washington inférieur à celui imposé à la Chine (les gains de compétitivité relatifs en comparaison aux producteurs asiatiques pourraient aussi s'accroître si les tarifs « réciproques », tels qu'annoncés le 2 avril, étaient introduits en juillet).

L'exposition du Brésil à un afflux de produits étrangers à bas coût (en provenance de Chine ou d'autres grands exportateurs asiatiques) constitue, ensuite, un autre risque même si elle pourrait favoriser, toutes choses égales par ailleurs, un mouvement désinflationniste plutôt salutaire dans le contexte actuel. La réorientation des excédents asiatiques, notamment chinois, vers le marché brésilien pourrait en revanche intensifier la concurrence sur certains segments industriels sensibles, en particulier le textile-habillement, l'électroménager et la sidérurgie[4].

En raison des effets de compensation, de la forte sous-évaluation du real brésilien en termes réels et du poids relativement limité des exportations brésiliennes vers les États-Unis (~2% du PIB contre plus de 25% du PIB dans le cas du Mexique), les pertes d'activité directes liées au choc tarifaire américain devraient rester modérées. Mais il faut compter aussi sur les effets indirects *via* le ralentissement mondial, dont le tassement des cours des matières premières. L'incertitude globale risque également d'accentuer la volatilité du réal et des flux de capitaux. Enfin, la proximité stratégique entre le Brésil et la Chine pourrait attiser de nouvelles tensions à l'avenir avec Washington.

BRÉSIL : UN DES GAGNANTS DE LA PREMIÈRE GUERRE COMMERCIALE SINO-AMÉRICAINE (2018-2020)



GRAPHIQUE 2 SOURCES : BANQUE MONDIALE

… ET D'OPPORTUNITÉS

Ce nouvel ordre commercial est également porteur d'opportunités pour le Brésil. Depuis avril, les changements dans les flux commerciaux profitent au pays. La Chine a déjà reporté une partie de ses achats de soja, de viande, de pétrole et, dans une moindre mesure, de maïs des États-Unis vers le Brésil. Ce dernier assure aujourd'hui plus de 70% des importations chinoises de soja pour combler la demande des éleveurs de porcs et de poulets, et la Chine achète plus de 45% du pétrole brésilien.

Le choc tarifaire américain devrait aussi inciter le Brésil et ses partenaires régionaux à renforcer leur intégration au sein du Mercosur et à accélérer la conclusion de l'accord de libre-échange avec l'UE. Lula s'efforce aussi de faire avancer les négociations avec le Mexique et le Canada.

Le Brésil pourrait également tirer parti de la reconfiguration des chaînes de valeur mondiales à moyen terme, en bénéficiant de relocalisations d'entreprises cherchant à accéder au marché américain à moindre coût. Le pays dispose d'atouts significatifs : un accès direct à des matières premières stratégiques et un *mix* énergétique faiblement carboné. Si cette dynamique se confirmait, elle pourrait favoriser des transferts de technologie et soutenir une montée en gamme progressive de l'appareil productif brésilien.

Achevé de rédiger le 23 juin 2025

Salim Hammad
salim.hammad@bnpparibas.com

2 Selon la base WITS, fin 2022.
3 Le surplus est plus faible de l'ordre USD 250 mn selon les données nationales brésiliennes (MDIC).
4 Pour rappel, en 2023, la Chine, dans le courant de sa crise immobilière, avait dirigé des volumes record d'acier à bas prix vers le reste du monde. Au Brésil, cela s'était soldé par la baisse de la production locale, des pertes d'emplois et des fermetures d'usines – contraignant le gouvernement brésilien à introduire des mesures protectionnistes en avril 2024, au même titre que ses voisins chilien, colombien et argentin.

MEXIQUE

DANS L'ŒIL DU CYCLONE

Les perspectives continuent de se dégrader au Mexique, un des pays les plus exposés à la politique économique américaine. L'économie mexicaine devrait se contracter dans les trimestres à venir, la faiblesse de la demande intérieure ne permettant pas de compenser le ralentissement marqué des exportations. Le ministre de l'Économie mexicain a entamé des discussions avec Washington en vue d'une renégociation plus rapide que prévu du traité de libre-échange USMCA. Elles doivent permettre de réduire l'incertitude à court terme concernant les relations bilatérales entre les deux pays.

LÉGÈRE RÉCESSION EN VUE

L'activité économique a mieux résisté que prévu au premier trimestre 2025. Le PIB a ainsi progressé de 0,8% en glissement annuel au T1 (après 0,4%. au T4). Le détail des composantes du PIB n'est pas encore connu mais les données conjoncturelles suggèrent que la croissance a largement été soutenue par le dynamisme des exportations (+3,6% en g.a.). Cela est dû à l'anticipation des droits de douanes supplémentaires annoncés par l'administration Trump. Les autres indicateurs (consommation privée, production industrielle, emploi) signalent à l'inverse un ralentissement marqué de l'activité. L'indice mensuel d'investissement a aussi très fortement reculé (-7% en g.a.) au T1.

Les perspectives sont clairement dévorables et l'on s'attend à une contraction du PIB de 0,3% en 2025, Ce sera un des seuls pays émergents à enregistrer une récession en 2025. Les exportations devraient ralentir sous l'effet conjugué du ralentissement de l'économie américaine (notre scénario central cible une croissance de 1,7% en 2025) et de l'augmentation des droits de douane américains.

Nous n'attendons pas de rebond de la demande intérieure à court terme. La consommation des ménages restera au mieux atone. Nos prévisions pourraient être revues à la baisse si une nouvelle taxe visant les transferts des travailleurs étrangers (soutien important de la consommation privée, représentant près de 3% du PIB en 2024) était adoptée par le Congrès américain. Initialement proposée à 5%, la taxe devrait finalement représenter 3,5% du montant total des transferts, après les vives protestations du gouvernement mexicain. La taxe concernerait près de 70% des travailleurs mexicains présents sur le sol américain (elle ne vise pas les travailleurs naturalisés). En outre, l'adoption définitive de cette taxe compliquerait encore les relations diplomatiques entre les États-Unis et le Mexique.

Par ailleurs, les nouvelles mesures présentées par la présidente Sheinbaum, destinées à encourager l'investissement privé dans le cadre du « Plan Mexico », devraient avoir des effets limités. Quelques mesures présentées au début du mois d'avril retiennent l'attention, notamment dans le secteur de l'énergie. Le rôle du secteur public restera prédominant (comme annoncé précédemment) mais de nouvelles possibilités d'établir des partenariats avec le secteur privé ont été présentées. L'effet sur l'investissement devrait rester marginal, au moins à court terme. Le climat des affaires est très dégradé. De plus, les effets négatifs de la réforme judiciaire (qui comprend le démantèlement de plusieurs organismes de régulation autonomes) et l'évolution incertaine des relations avec les États-Unis se sont traduits par un attentisme des investisseurs (domestiques et étrangers) qui mettra du temps à se dissiper.

Les marges de manœuvre des autorités pour soutenir l'économie sont limitées : d'une part, le gouvernement s'est engagé à consolider les finances publiques, et il est peu probable que des mesures de soutien soient annoncées, et, d'autre part, le soutien lié à l'assouplissement monétaire est faible, les taux réels restent élevés et le recours au crédit est relativement limité.

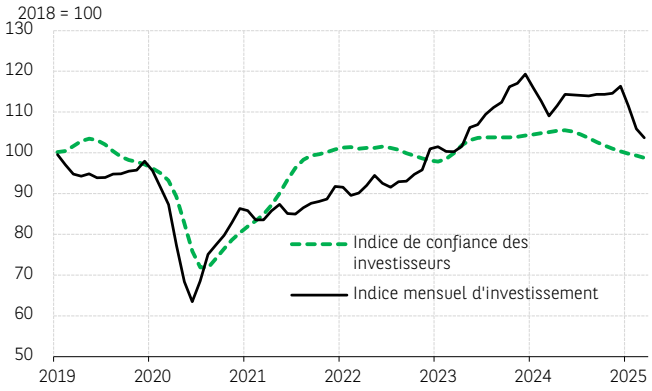
PRÉVISIONS

	2022	2023	2024e	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	3.9	3.2	1.5	-0.3	0.2
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	7.9	5.6	4.2	3.8	3.8
Solde budgétaire, % du PIB	-4.3	-3.3	-5.1	-4.0	-4.0
Dette publique, % du PIB	46.9	46.5	49.1	51.5	53.2
Solde courant, % du PIB	-1.2	-0.3	-0.1	-0.1	-0.3
Dette externe, % du PIB	41.9	33.3	31.0	32.0	33.0
Réserves de change, mds USD	194	207	214	219	226
Réserves de change, en mois d'imports	4.8	4.1	4.3	4.5	4.2

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

MEXIQUE : BAISSE DE LA CONFIANCE DES INVESTISSEURS



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

PRESSIONS INFLATIONNISTES PERSISTANTES

En avril, les indices d'inflation totale et sous-jacente sont ressortis à 3,9% en g.a. (après 3,8% et 3,6% respectivement en mars). Pour la troisième fois consécutive, la Banque centrale a abaissé son principal taux directeur de 50 points de base (à 8,5%) lors de la réunion du 15 mai dernier. Elle a également indiqué que de nouvelles baisses de taux sont envisagées à court terme.

Les prévisions d'inflation à court terme ont pourtant été légèrement revues à la hausse, à 3,6% et 3,1% respectivement pour 2025 et 2026

(contre 3,4% et 3,0% auparavant), principalement en raison d'une augmentation plus forte que prévu de l'inflation des biens de consommation.

Les risques restent élevés, surtout si l'administration Trump adopte une position plus agressive vis-à-vis du Mexique, particulièrement si elle impose des droits de douane plus élevés.

DÉGRADATION DES FINANCES PUBLIQUES

Début avril, lors de la présentation préliminaire du budget 2026, le gouvernement a révisé ses objectifs de consolidation budgétaire. Compte tenu du ralentissement de l'activité, la réduction attendue du déficit est moindre, de 5,1% du PIB en 2024 à environ 4% en 2025 (3,5% auparavant). Bien que la prévision de croissance du gouvernement semble exagérément optimiste (le gouvernement attend une croissance du PIB comprise entre 1,5% et 2,3% pour l'année 2025), cet objectif semble atteignable : les recettes fiscales ont augmenté de 20% au premier trimestre relativement au T4 2024, grâce aux récentes mesures visant à améliorer la collecte (sur le commerce électronique notamment) et, à ce jour, la réduction des dépenses publiques annoncées par la présidente Sheinbaum se poursuit.

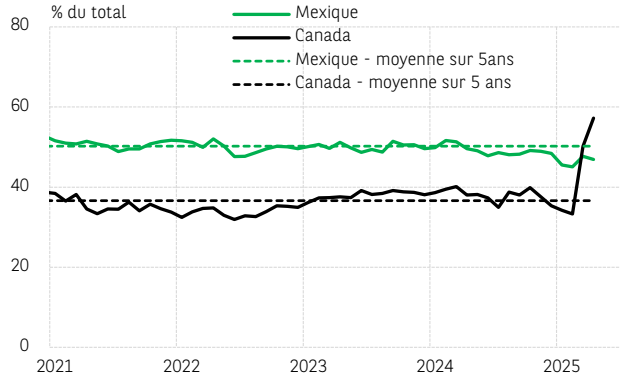
À moyen terme, en revanche, la consolidation budgétaire devrait devenir de plus en plus compliquée. D'une part, parce que les paiements d'intérêts resteront élevés (nous estimons qu'ils atteindront 17% des revenus du gouvernement en 2025 alors qu'ils étaient inférieurs à 12% en 2022), ce qui reflète la hausse prolongée des taux d'intérêt auxquels le gouvernement a se finance. D'autre part, les dépenses sociales et les rigidités budgétaires, problème structurel de l'économie mexicaine, rendront difficile l'application de nouvelles mesures d'austérité. Le nécessaire soutien à l'entreprise pétrolière Pemex et la volonté du gouvernement de ne pas mettre en œuvre de réforme fiscale de grande ampleur constituent aussi des freins importants à la consolidation budgétaire.

LA RENÉGOCIATION DU TRAITÉ USMCA, POINT D'ATTENTION DES PROCHAINS MOIS

Les risques sur la croissance et les finances publiques sont fortement orientés à la baisse, principalement en raison des incertitudes sur la politique commerciale américaine et les relations bilatérales entre le Mexique et les États-Unis. Concernant le Mexique, à ce jour, les mesures tarifaires en vigueur comprennent une exonération des biens conformes aux critères du traité commercial liant les États-Unis, le Mexique et le Canada (USMCA), tandis que des droits de douane de 25% s'appliquent à tous les autres produits. S'ajoutent des droits de douane spécifiques, relevés à 50% au début du mois de juin, pour les biens du secteur acier-aluminium et certains biens du secteur automobile (véhicules légers).

Environ 80% du total des exportations mexicaines, soit 27% du PIB, sont à destination des États-Unis, et plus de 50% du total des exportations à destination des États-Unis ne satisfont pas les critères de l'USMCA et sont donc soumis à des droits de douane. Le taux effectif des droits de douane appliqués par les États Unis sur les importations de biens mexicains est donc actuellement de 12,1% (alors que celui-ci était quasi nul avant le début du deuxième mandat).

MEXIQUE : IMPORTATIONS DES ÉTATS-UNIS DANS LE CADRE DU TRAITÉ USMCA



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CENSUS BUREAU, BNP PARIBAS

Ce taux pourrait baisser si une plus grande quantité de biens exportés était rendue conforme aux critères du traité USMCA (en remplissant les critères de la règle d'origine par exemple, ou en réglant des formalités administratives). La marge semble non négligeable pour les biens canadiens mais plus réduite pour le Mexique : d'après les données du Census Bureau américain, les biens importés par les États-Unis conformes aux critères USMCA représentaient respectivement 48% et 47% du total en mars et avril 2025, après 45% en février (la moyenne des cinq dernières années est proche de 50%). Dans le cas du Canada, en revanche, la proportion de biens conformes a bondi à 50% en mars 2025, puis 57% en avril, après 33% en février (voir graphique) et la moyenne sur cinq ans est proche de 36%. La répartition sectorielle est très hétérogène dans les deux pays, à l'exception du secteur automobile, dans lequel 84% et 90% des biens exportés en 2024 étaient conformes aux critères USMCA au Mexique et au Canada respectivement. À terme, la part de marché du Mexique dans les importations américaines pourrait décroitre.

Afin de réduire les incertitudes relatives à la reconduction du traité USMCA, le ministre de l'Économie Marcello Ebrard a demandé courant mai l'ouverture de négociations, qui devaient avoir lieu mi-2026.

En 2020, lorsque l'USMCA a remplacé le NAFTA, les négociations avaient été fructueuses et avaient renforcé le processus de nearshoring. Le scénario est nettement moins positif cette fois ci pour le Mexique, compte tenu de la préférence affichée par le Président Trump pour la relocalisation de la production aux États-Unis. En outre, les difficultés structurelles et la dégradation du climat des affaires au Mexique continueront d'y limiter fortement l'investissement.

Achevé de rédiger le 13 juin 2025

Hélène Drouot
helene.drouot@bnpparibas.com

CHILI

L'ÉCONOMIE RESTE DÉPENDANTE DU SECTEUR MINIER

La croissance du PIB résiste plutôt bien au Chili, portée par le secteur minier et une demande intérieure solide. Les perspectives sont relativement favorables : l'inflation est contenue, la consolidation budgétaire devrait se poursuivre et le risque politique, à l'approche de l'élection présidentielle en fin d'année, reste modéré. Enfin, en dehors des annonces concernant le secteur du cuivre, les conséquences directes sur l'économie chilienne de la hausse des tarifs douaniers imposés par l'administration Trump sont relativement faibles. Les effets indirects, la volatilité des prix des matières premières et les incertitudes sur le rythme des avancées de la transition bas-carbone mondiale représentent, en revanche, un risque très important pour l'économie chilienne.

LA CROISSANCE RÉSISTE

Portée par le secteur minier, l'activité économique a plutôt bien résisté au Chili au cours des quatre premiers mois de l'année. Le PIB a progressé de 2,3% en glissement annuel au T1 et l'indice mensuel d'activité signale une nouvelle accélération en avril, à 3,3%. Les perspectives restent plutôt favorables pour les mois à venir : nous attendons une croissance du PIB proche de 2,2% en 2025, après 2,4% en 2024.

La demande intérieure devrait rester solide, soutenue par la récente augmentation du salaire minimum et la bonne tenue du marché de l'emploi. Après une croissance de 1,1% en 2024, la consommation des ménages a progressé de 1,5% en g.a. au T1. Néanmoins, le ralentissement attendu de la demande mondiale se traduira par un ralentissement des exportations.

PERSISTANCE DES PRESSIONS INFLATIONNISTES

L'inflation a ralenti en mai dernier pour le deuxième mois consécutif (à 4,4% en g.a., après 4,5% en avril) mais reste au-delà de la cible (3%) fixée par la Banque centrale, comme c'est le cas depuis juillet 2024. L'inflation sous jacente demeure restée stable (à 3,7%). Les pressions inflationnistes restent élevées, et reflètent l'augmentation des prix de certains services publics (électricité). Le taux d'inflation devrait rester supérieur à la cible au cours des prochains mois. Au mois de juin, la Banque centrale a de nouveau laissé son taux directeur à 5% ; il est inchangé depuis décembre 2024.

LA CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE SE POURSUIT

Le déficit budgétaire s'est creusé en 2024 (à 2,9% du PIB, dépassant l'objectif à 2% fixé par le gouvernement), les recettes inférieures aux prévisions (notamment dans le secteur non minier) n'ayant pas été entièrement compensées par les réductions de dépenses mises en œuvre en fin d'année.

Fin avril, le gouvernement a relevé l'objectif de déficit public pour l'année 2025 à 1,4% (contre 1,1% précédemment) et a annoncé des mesures supplémentaires de réduction des dépenses, en plus des mesures prévues dans le budget initial. Nous attendons une baisse du déficit en 2025, mais il devrait être supérieur à l'objectif du gouvernement : l'approche des élections présidentielles (en novembre 2025) rend peu probable la mise en place de mesures strictes de réduction des dépenses.

Par ailleurs, une réforme du système des retraites (en discussion depuis plus de 15 ans) a été adoptée fin janvier 2025. Les principaux objectifs étaient l'amélioration de la couverture (beaucoup de Chiliens sont exclus totalement ou partiellement du système actuel), la gestion peu transparente des fonds de pension privés, mais surtout le taux de remplacement (c'est-à-dire le pourcentage du revenu d'activité perçu par un salarié lorsqu'il fait valoir ses droits à la retraite). Actuellement, le taux de remplacement est d'environ 38% pour un homme et de 35% pour une femme. C'est largement inférieur à la moyenne de 63% pour l'ensemble des pays de l'OCDE.

Après d'importantes concessions de la part du gouvernement, la réforme comprend notamment une nouvelle augmentation (progressive) de 7 points de pourcentage du taux de cotisation totale versée par l'employeur (ce qui, ajouté au taux actuel de 10 % financé par les salariés, rapprocherait progressivement le Chili du taux de cotisation moyen des pays de l'OCDE, qui est de 18%), et une augmentation de la

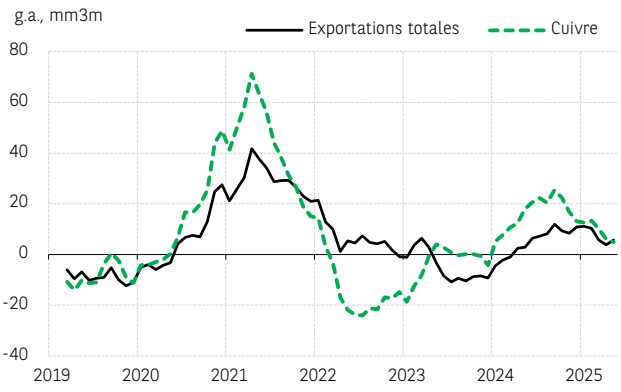
PRÉVISIONS

	2022	2023	2024e	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	2.4	0.2	2.4	2.2	1.8
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	11.6	7.6	3.9	4.5	3.0
Solde budgétaire, % du PIB	1.1	-2.5	-2.9	-1.8	-1.9
Dette publique, % du PIB	38.0	39.4	41.7	42.4	42.6
Solde courant, % du PIB	-8.7	-3.5	-2.5	-2.6	-2.7
Dette externe, % du PIB	76.4	71.1	77.5	76.5	76.6
Réserves de change, mds USD	39.1	46.3	47.8	46.3	47.1
Réserves de change, en mois d'imports	4.9	7.0	7.3	7.5	7.6

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

CHILI : EXPORTATIONS TOTALES ET DE CUIVRE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

pension universelle garantie (PGU), tout en maintenant les principes du modèle chilien de capitalisation individuelle. Un autre objectif, à terme, est de reconstituer l'épargne de retraite. Celle-ci a nettement diminué à la suite des multiples retraits autorisés par le gouvernement au moment de la crise du Covid-19 pour soutenir l'activité. Alors qu'ils représentaient 80% du PIB en 2019, les actifs de l'épargne retraite représentaient 60% du PIB fin 2024.

Selon les estimations du gouvernement, le coût budgétaire total des réformes prévues pourrait atteindre environ 1% du PIB d'ici 2032 et se maintenir à ce niveau par la suite. Nous prévoyons toutefois que le coût net sera légèrement inférieur. En effet, l'augmentation de la PGU devrait être en partie compensée par les gains liés au projet de loi contre l'évasion fiscale.

Au total, l'objectif fixé par le gouvernement d'atteindre l'équilibre structurel d'ici 2029 nous semble difficile à atteindre : le soutien financier à Codelco (entreprise nationale d'exploitation du cuivre) pourrait être important dans les années à venir (sa dette a progressé au cours des cinq dernières années, entre besoin d'investissements massifs pour maintenir les infrastructures et déclin de la production pour des raisons techniques). De plus, les dépenses sociales resteront élevées, quel que soit le gouvernement élu à la fin de l'année, tandis que les recettes générées grâce à la réforme fiscale restent incertaines.

La dette de l'administration centrale a augmenté mais est restée modérée, à 41,7% du PIB en 2024 (contre 28% du PIB en 2019). Cette dynamique devrait se poursuivre, la dette atteignant 42,6% du PIB en 2026.

LE SECTEUR DU CUIVRE DANS L'ATTENTE DES DÉCISIONS DE TRUMP

Comme pour la plupart des pays de la région (hors Mexique), l'administration Trump a imposé des droits de douane « réciproques » de 10% sur les marchandises venant du Chili.

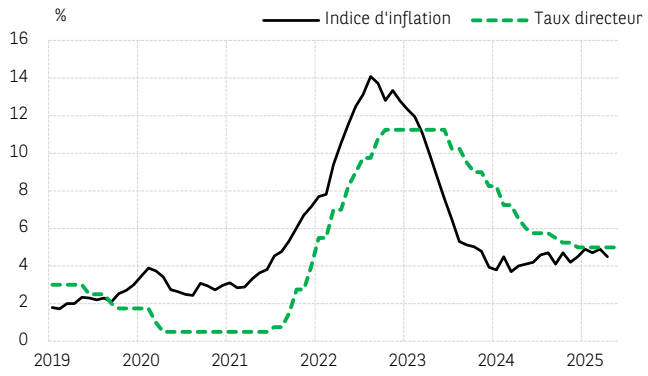
À ce jour, les effets directs sont limités pour l'économie chilienne : d'une part, les exportations à destination des États-Unis ne représentent que 17% du total des exportations chiliennes, soit environ 5% du PIB (contre près de 40% du total vers la Chine, son premier partenaire commercial). D'autre part, le secteur du cuivre n'étant à ce jour pas concerné par les taxes, le taux effectif pour le Chili est de seulement 5%.

Cependant, le Chili est fortement exposé au fluctuations des prix des matières premières : le pays est le premier producteur et exportateur mondial de cuivre et le deuxième producteur mondial de lithium (derrière l'Argentine). Le secteur minier au sens large (auquel le cuivre contribue pour une très large majorité) représente plus de 18% du PIB et un peu plus de 55% du total des exportations.

Le prix du cuivre et les exportations chiliennes ont fortement progressé au cours des premiers mois de l'année (en anticipation des potentielles hausses des tarifs douaniers, annoncées par le gouvernement américain), ce qui a encouragé de nouveaux investissements dans le secteur minier chilien.

D'après les prévisions de l'Agence Internationale de l'Energie, la demande de cuivre devrait rester solide en 2025 et 2026. Même en cas de ralentissement plus marqué qu'attendu de la demande chinoise (50% de la demande mondiale), l'émergence de nouveaux marchés (Inde et Vietnam notamment) devrait permettre de maintenir le dynamisme de la demande mondiale. Côté offre, plusieurs problèmes techniques et besoins de maintenance limiteront la production au Pérou, en Répulique démocratique du Congo et au Panama. Bien que la commission nationale du cuivre ait annoncé augmenter la production chilienne de cuivre de 3% par an en 2025 et 2026 (après plusieurs années de stagnation, également en raison d'opérations de maintenance), cela ne suffira pas à compenser la pénurie au niveau mondial.

CHILI : INFLATION ET TAUX DIRECTEUR



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

Au début du mois de juin, les annonces de l'administration Trump concernant le secteur de l'acier et de l'aliminium ont ravivé la crainte d'une hausse des tarifs sur le cuivre. Dans notre scénario central, ces menaces ne seront pas suivies d'effets : environ 12% des exportations chiliennes de cuivre sont destinées aux États-Unis, tandis que le cuivre chilien représente environ 60% des importations américaines de cuivre. Par conséquent, si des droits de douane supplémentaires étaient imposés spécifiquement sur le cuivre, les États-Unis nuiraient principalement à leurs propres importateurs et utilisateurs tout en restant fortement dépendants du Chili.

Par ailleurs, comme plus de la moitié de la capacité mondiale de raffinage se trouve en Chine (ou, comme c'est le cas au Chili, appartient à des entreprises chinoises), la hausse des droits de douane d'un matériau critique se traduirait probablement par une montée substantielle des tensions géopolitiques. Le gouvernement chilien pourrait être soumis à une forte pression de la part de l'administration Trump pour réduire ses liens économiques avec la Chine, son premier partenaire commercial, et surtout l'acteur principal de l'ensemble de la chaîne de valeur des matériaux critiques, et principalement du cuivre et du lithium.

À moyen terme, le possible ralentissement du rythme des avancées de la transition écologique mondiale (lié notamment à la politique économique de l'administration Trump), synonyme de moindre demande de cuivre, représentent un risque important pour l'économie chilienne. En particulier, les prix du cuivre et du lithium ont une incidence directe sur les recettes fiscales et peuvent avoir des répercussions sur l'activité, y compris dans les secteurs non miniers.

Achevé de rédiger le 20 juin 2025

Hélène Drouot
helene.drouot@bnpparibas.com

TURQUIE

LE ROSEAU

Après avoir réaccéléré à l'automne 2024 et l'hiver 2025, l'économie turque devrait plier. En cause : des tensions financières depuis la mi-mars, l'impact de la hausse des droits de douane étatsuniens sur les exportations et une politique budgétaire plus restrictive. Mais elle ne va pas rompre. Notre scénario reste celui d'une poursuite de la désinflation à petits pas qui autoriserait la reprise du cycle d'assouplissement monétaire. La solvabilité de l'État devrait continuer de se renforcer mais la vulnérabilité extérieure, due à la volatilité des investissements de portefeuille, augmenterait. Pour autant, avec des déficits jumeaux modérés, une dette publique historiquement basse et un secteur bancaire solide, la stabilité financière n'est pas en jeu.

DIFFICILE RÉÉQUILIBRAGE DE LA CROISSANCE

Après un trou d'air au cours des T2 2024 et T3 2024, la croissance est repartie depuis le T4. Le PIB réel a ainsi progressé de 2,7% en cumul au cours des T4 2024 et T1 2025. La croissance a été tirée par la demande intérieure, la contribution du commerce extérieur étant négative en moyenne sur les deux derniers trimestres connus. Le rééquilibrage entre ces deux composantes aux printemps et été de l'année dernière a fait long feu. La consommation privée est restée le moteur principal tandis que les exportations sont stables. L'écart entre les ventes au détail, d'un côté, les exportations et la production industrielle, de l'autre, continue de se creuser. En ce qui concerne l'investissement, seul celui dans la construction progresse, l'activité dans ce secteur ayant d'ailleurs fortement rebondi (+9% en cumul au cours des T4 2024 et T1 2025).

En guise d'indicateurs pour le T2 2025, seules les enquêtes de conjoncture auprès des entreprises et des ménages sont disponibles (jusqu'en mai). La confiance des ménages se maintient malgré une inflation perçue de 60% et un taux de sous-emploi élevé (près de 30%), ce qui relativise la baisse du taux de chômage à un niveau historiquement faible (8,6% en avril)[1], lequel ne baisse plus depuis le T4 2024. En revanche, la confiance des entreprises s'est dégradée par rapport au T1 dans l'industrie et les services, le secteur du commerce étant pour l'instant épargné.

VERS UNE DÉSINFLATION À PETITS PAS

Parallèlement, la désinflation a ralenti. Certes, mesurée sur un an, la hausse des prix à la consommation a très fortement décru passant de +75,6% en juin 2024 à +35,4% en mai 2025. Mais cette évolution est trompeuse. Le pic de la mi-2024 porte, en effet, la trace de deux épisodes d'accélération mensuelle au-delà de 5% (à l'été 2023 puis en janvier et février 2024). Ils sont dus à deux épisodes de stress financier ayant entraîné une forte dépréciation du taux de change. En fait, l'inflation sous-jacente mensuelle reste élevée (+2,4% en moyenne sur les trois derniers mois connus). Au-delà de l'impact du taux de change sur l'indice des prix (le degré de transmission est en moyenne de 0,3), l'inflation est alimentée à la fois par la demande et par les coûts : par la demande car la consommation reste dynamique, même si les ménages ont moins recours au paiement par cartes de crédit depuis le début de l'année ; par les coûts car, jusqu'au T4 2024, les salaires nominaux progressaient bien plus vite que l'inflation (70% sur un an contre 50%).

Comme la productivité a quasiment stagné en 2024, les coûts unitaires de production dans l'ensemble de l'économie ont progressé à la même vitesse que les coûts salariaux. Les anticipations d'inflation (publiées pour le mois de mai mais recueillies en avril), sur un horizon de 12 mois, des professionnels des marchés financiers est, sans surprise, quasiment identique à la prévision de la Banque centrale pour la fin de l'année (25%), mais très en dessous des anticipations des chefs d'entreprises non financières (41%). Notre prévision (30% fin 2025) se situe entre la prévision de la Banque centrale et les anticipations des chefs d'entreprise.

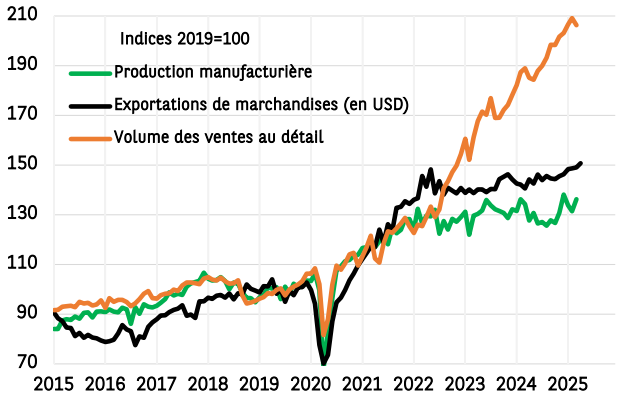
PRÉVISIONS

	2022	2023	2024	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	5,5	5,1	3,2	2,5	3,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	72,3	53,9	58,5	34,8	24,8
Solde budgétaire, % du PIB	-1,0	-5,2	-4,9	-3,3	-2,4
Dette publique, % du PIB	30,8	29,3	25,6	24,3	24,0
Solde courant, % du PIB	-5,1	-3,6	-0,8	-0,9	-1,1
Dette externe, % du PIB	50,2	44,7	38,7	34,8	33,5
Réserves de change, mds USD	82,9	92,8	90,7	80,0	90,0
Réserves de change, en mois d'imports	2,6	2,9	3,0	2,6	2,7

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TURQUIE : UNE CROISSANCE DÉSÉQUILIBRÉE



GRAPHIQUE 1

SOURCE : TUIK

1 Avec la série homogène de l'Institut de la Statistique (TUIK), il faut remonter aux années 2006-2007 pour trouver un niveau de taux de chômage comparable (i.e. compris entre 8,5% et 9%).

RESSERREMENT MONÉTAIRE TEMPORAIRE ET POLITIQUE BUDGÉTAIRE PLUS RESTRICTIVE

La Banque centrale a opéré un nouveau revirement en avril en relevant son taux directeur principal de 42,5% à 46%. Elle a invoqué l'impact des tensions financières et celui des augmentations de droits de douane sur l'inflation. Son communiqué souligne également un dynamisme de la demande supérieur à ses prévisions. Le relèvement des taux directeurs a été complété par une hausse du taux des réserves obligatoires sur les financements de court terme en livre turque, obtenus par les banques sur le marché *offshore*. L'objectif des autorités monétaires étant surtout de ne pas alimenter les opérations de *carry trade*. En guise de compensation, et sur instruction du président Erdogan, le ministre de l'Économie, Mehmet Simsek, a annoncé, fin mai, un nouveau dispositif d'octroi de crédit pour les PME. Ce dispositif est pour l'instant très limité (TRY 30 mds, soit environ USD 800 millions) mais pourrait être décuplé comme ce fut le cas en 2017. Au total, le durcissement monétaire serait peu restrictif et temporaire, notre scénario étant celui d'une poursuite de la désinflation désormais à petits pas, qui autoriserait néanmoins la Banque centrale à reprendre son cycle d'assouplissement sur la deuxième partie de l'année.

La politique budgétaire devrait être plus significativement et plus durablement restrictive. Le déficit du budget du gouvernement central devrait baisser de 4,9% du PIB en 2024 à 3,3% cette année grâce à une amélioration du solde primaire (i.e. hors charge d'intérêts) de 1,5 point. Le budget serait pratiquement à l'équilibre (-0,2% du PIB), la charge d'intérêts restant à peu près stable (3,1% du PIB contre 2,9% en 2024). La baisse du solde primaire serait la conséquence de la baisse des dépenses exceptionnelles liées au tremblement de terre de février 2023 (dépenses qui devraient s'étaler jusqu'en 2026) et d'une augmentation de la pression fiscale.

Dans ce contexte i/ de politique budgétaire plus restrictive qu'en 2024, ii/ de hausse des rendements obligataires depuis la mi-mars (de 26% à 33% début juin), et donc de durcissement des conditions d'emprunt pour les entreprises et les ménages, iii/ de hausse des droits de douane (cf. ci-après), l'activité devrait stagner au printemps et réaccélérer très progressivement au S2 2025. Malgré un acquis de croissance de 2,2% au T1 2025, la croissance faiblirait à 2,5% en 2025 contre 3,2% en 2024. L'hypothèse d'une réaccélération en 2026 suppose une reprise dans la zone euro, une politique commerciale plus conciliante des États-Unis et une décélération continue de l'inflation qui permette à la Banque centrale d'assouplir de nouveau sa politique monétaire.

DÉFICIT COURANT CONTENU MAIS PLUS GRANDE VULNÉRABILITÉ EXTÉRIEURE

Les tensions politiques du mois de mars ont entraîné une diminution des réserves internationales de la Banque centrale mais pas d'hémorragie. Ces dernières ont certes diminué de USD 18 mds, entre mi-mars et fin mai 2025, mais demeurent à un niveau élevé en valeur absolue (USD 153 mds dont USD 69 mds en réserves de change) et restent satisfaisantes en mois d'importations. Elles se sont même redressées depuis mi-mai.

Au T1 2025, le déficit de la balance courante s'est néanmoins creusé (USD 4,5 mds par mois en moyenne contre 3,2 au T1 2024), principalement en raison des importations nettes d'énergie. Hors énergie et or[2], le solde commercial et le solde courant sont restés en excédent. En cumul sur 12 mois, le déficit de la balance courante n'est que de USD 12,6 mds grâce notamment à un excédent de la balance touristique, qui se maintient au-dessus de USD 50 mds. Avant mars 2025, le déficit courant était couvert par les investissements de portefeuille et une grande facilité de renouvellement de la dette des entreprises et des banques. Les investissements de portefeuille des non-résidents, en titres de dette souveraine et en actions, avaient atteint USD 70 mds à la mi-mars, le double par rapport au début 2024. Ils se sont retirés à partir du 19 mars, expliquant à la fois la baisse des réserves de change et la dépréciation de la livre. Cette *hot money* s'élevait encore à USD 50 mds le 25 mai dernier. Le taux de change est également vulnérable à l'évolution de la position de *swaps* de change des investisseurs *offshore* avec les banques domestiques (USD 30 mds) même s'ils ne se traduisent pas par une entrée de devises fortes[3].

La hausse des droits de douane étatsuniens appliqués à la Turquie est substantielle, avec un taux effectif passé de 3,3% à 15,7% (moyenne pondérée par les exportations). Néanmoins, les exportations vers les États-Unis ne représentent que 8% des exportations totales, soit 1,3% du PIB. Même en supposant une élasticité-prix des exportations à destination des États-Unis supérieure à celle de l'ensemble des exportations (-1 versus entre -0,5 et -0,8[4]), l'impact ne serait que de -0,15 point de PIB. Certes, la Turquie est un exportateur important d'acier brut et de produits en acier pour lesquels les droits de douane ont été relevés de 25% à 50%. Mais le marché américain ne représente que 7,5% des exportations de ces produits. La menace est surtout indirecte car les produits turcs entrent en concurrence avec les produits chinois, notamment sur le marché européen qui représente 41% du total des exportations de marchandises du pays. Sur ce marché, les exportateurs turcs n'ont pour l'instant pas perdu de parts de marché (à l'exception des produits textiles). Mais la forte appréciation du taux de change réel (+20% du début 2024 jusqu'en avril 2025), instrument majeur de la désinflation, risque de leur en faire perdre cette année.

Achevé de rédiger le 13 juin 2025

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com

2 Les importations nettes d'or sont structurellement élevées en Turquie.
3 Les swaps de change entre le secteur offshore et les banques permettent à ces dernières d'équilibrer leurs positions nettes en devises entre le passif net en devises structurel de leur bilan et leur position comptant dans les swaps. Ce faisant, elles obtiennent des financements en livre turque pour financer le crédit domestique, majoritairement en monnaie locale. Plus précisément, les banques échangent leurs dollars contre des livres turques avec le secteur offshore, lequel se fournit sur le marché spot pour cela. Le secteur offshore est de ce fait engagé dans une opération de carry trade (emprunt de la devise à taux d'intérêt faible et placement dans la devise à taux d'intérêt élevé).
4 Gül and Kazdal "Time-varying relationship between exports and real exchange rate in Turkey: a recent analysis at sectoral level" - CBRT Working Paper 21/38 - December 2021.

HONGRIE

LE CHOC TARIFAIRE EST GÉRABLE

Le recul inattendu du PIB hongrois au T1 2025 sera probablement suivi d'une croissance modeste au cours des prochains trimestres, avec la consommation comme principal pilier. Toutefois, la Hongrie n'échappera pas aux répercussions du choc tarifaire américain car il s'agit d'une économie très ouverte. Une concurrence plus intense en provenance de Chine, notamment sur des produits de milieu et haut de gamme, est attendue. La Chine n'en demeure pas moins un investisseur important pour le pays, notamment dans le secteur automobile.

RÉSILIENCE DE L'ÉCONOMIE MALGRÉ DES VENTS CONTRAIRES

L'économie hongroise a été marquée par une récession technique aux T2 et T3 2024. Elle a quand même enregistré une croissance modérée du PIB de 0,5% sur l'ensemble de l'année écoulée. Au T1 2025, la croissance a, contre toute attente, reculé de 0,2% t/t (0,0% a/a).

Notre prévision de croissance pour cette année a été revue à la baisse par rapport à janvier dernier (-0,9 point en 2025), principalement à cause du choc tarifaire qui devrait se traduire à court terme par une baisse des exportations et un report de projets d'investissement. Malgré cela, on s'attend à une amélioration modeste de la croissance en 2025 par rapport à 2024. Cette résilience de l'économie reposerait principalement sur la consommation des ménages, grâce à la bonne tenue des salaires et au reflux graduel de l'inflation. Les mesures budgétaires seront sans doute généreuses à l'approche des élections législatives prévues en 2026 et constitueront un soutien à la consommation. Ainsi, le budget pour 2025 prévoit par exemple le maintien du 13e mois pour les retraités, une hausse des salaires des enseignants et du personnel soignant, ou encore une exonération d'impôts sur le revenu pour les mères et des allocations familiales généreuses. Le budget pour 2026 vise à soutenir les familles même si la capacité du gouvernement à augmenter significativement les dépenses est limitée. Le pays fait déjà l'objet d'une procédure pour déficit excessif et doit, par conséquent, ajuster ses comptes publics (délai de quatre ans pour la Hongrie) dans le cadre de ses engagements auprès de l'UE.

La croissance économique hongroise devrait accélérer à partir de 2026, mais elle restera probablement inférieure à sa tendance de long terme (2010-2019 : 2,9%) et à son potentiel de moyen terme (estimé à 2,8% par le FMI). En matière d'exportations, les perspectives concernant la demande en provenance de l'Allemagne devraient être meilleures à cet horizon. Les effets du plan de relance allemand portant sur la défense et les infrastructures (EUR 1 000 mds sur 12 ans) devraient bénéficier aux pays d'Europe centrale et, ce faisant, contribuer à leur montée en gamme dans la chaîne de valeur. Certains secteurs, tels que ceux de l'armement, des machines et des équipements électriques, verront sans doute leur activité croître dans les prochaines années (ils représentaient 29% de la valeur ajoutée du secteur manufacturier hongrois en 2022), tout comme le secteur de la construction. Toutefois, la mise en œuvre du plan de relance prendra du temps et ses effets ne seront probablement visibles qu'à partir de 2027. Les perspectives en matière d'investissement public restent, quant à elles, conditionnées à la levée de la suspension des fonds européens. À l'heure actuelle, les fonds bloqués représentent environ EUR 19 mds (9% du PIB).

REFLUX GRADUEL DE L'INFLATION

L'inflation reste contenue (4,4% a/a en mai), après une remontée passagère entre octobre 2024 et février 2025 (5,6% a/a). Cette détente s'explique notamment par l'introduction temporaire d'un plafond sur les marges des entreprises du secteur agro-alimentaire entre mars et mai 2025. En 2025, l'inflation moyenne devrait être légèrement supérieure à 2024 en raison de chiffres élevés en début d'année. Le retour à la cible d'inflation de 3% est prévue en 2027.

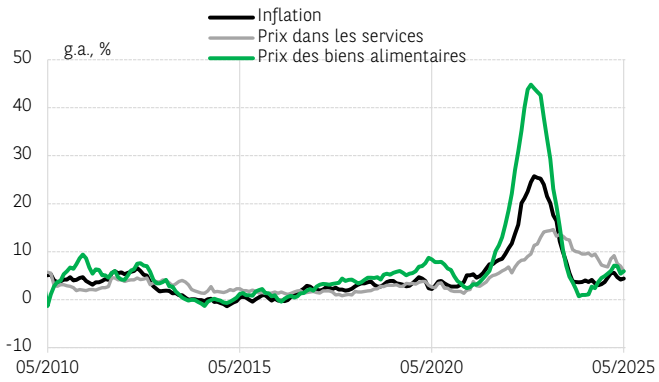
PRÉVISIONS

	2022	2023	2024	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	4.3	-0.7	0.5	0.9	2.2
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	14.5	17.6	3.7	4.3	3.2
Solde budgétaire, % du PIB	-6.2	-6.7	-4.9	-4.5	-4.5
Dette publique, % du PIB	73.9	73.0	73.5	74.3	75.0
Solde courant, % du PIB	-8.5	0.3	2.2	1.4	1.2
Dette externe, % du PIB	92.0	85.8	84.8	82.5	77.6
Réserves de change, mds EUR	38.7	41.4	44.6	47.5	49.8
Réserves de change, en mois d'imports	3.0	3.4	3.9	4.1	4.2

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1 SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

HONGRIE : INFLATION



GRAPHIQUE 1 SOURCES : CENTRAL STATISTICAL OFFICE, BNP PARIBAS

Les anticipations d'une baisse de l'inflation, même graduelle, peuvent ouvrir la voie à un assouplissement monétaire plus tard dans l'année. La Banque centrale devrait rester relativement prudente à court terme. Le risque de volatilité du forint hongrois, en particulier, devrait peser dans la décision des autorités monétaires, même si la devise hongroise s'est appréciée vis-à-vis du dollar et la dépréciation vis-à-vis de l'euro a été contenue depuis les annonces tarifaires. Le taux directeur pourrait ainsi être ramené à 5,75% fin 2025 et 4,50% fin 2026.

TRUMP 2.0 : IMPACT SUR LES FLUX COMMERCIAUX

Les économies d'Europe centrale n'échappent pas à la hausse des droits de douane américains même si leur déficit commercial vis-à-vis des États-Unis est marginal. En Hongrie, le taux effectif moyen des

droits de douane américains est passé de 1,4% fin mars 2025 à 18,8% actuellement. Les exportations de véhicules et de pièces détachées à destination des États-Unis sont assujetties à une taxe de 25% ; celle sur l'acier et l'aluminium est passé à 50% au 4 juin. Le reste des biens exportés est soumis à un taux de 10%. Le taux effectif pourrait encore grimper à 25,8%, si le taux réciproque repasse à 20%. Les secteurs pharmaceutique et électronique sont, par ailleurs, dans le viseur de l'administration de Donald Trump. Ils représentent 16% des exportations hongroises vers les États-Unis.

La Hongrie fait partie des pays d'Europe centrale les plus exposés à un choc commercial, car il s'agit d'une économie très ouverte. Le cumul des exportations et des importations de biens a représenté, en moyenne, 154,8% du PIB entre 2022 et 2024 (77,1% pour les seules exportations). Certes, la part des exportations à destination des États-Unis est faible (4,1% des exportations totales et 2,9% du PIB en 2024), mais en raison de l'importance de son lien commercial avec l'Allemagne (25,1% des exportations en 2024 et 17,5% du PIB), la Hongrie sera affectée indirectement et de façon plus marquée que d'autres pays de la région.

La perte d'activité cumulée liée aux effets négatifs sur les exportations pourrait représenter entre -1,4% et -2,3% du PIB. Selon nos calculs, qui intègrent les taux tarifaires différenciés selon les secteurs, l'impact direct serait de -0,9% des exportations totales et de -0,5% du PIB (avec une élasticité de 1). Par ailleurs, en supposant une baisse de 5-10%[1] des exportations en direction de l'Allemagne, la Hongrie subirait une perte d'environ -0,9% et-1,8% du PIB respectivement.

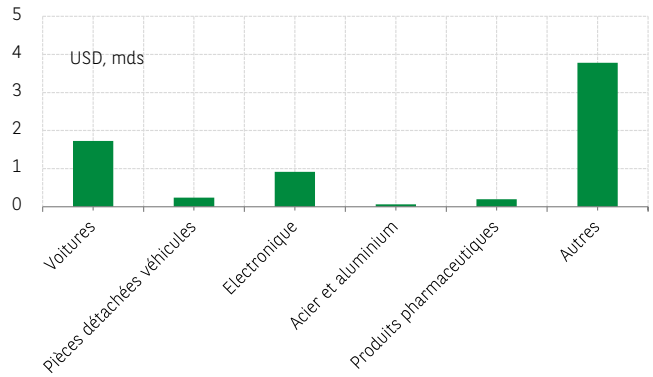
CHINE : À LA FOIS CONCURRENT ET PARTENAIRE

Dans un contexte de ralentissement de la demande mondiale, et où l'ensemble des partenaires commerciaux sont affectés par les mesures douanières américaines, la capacité à trouver de nouveaux débouchés pour les produits d'exportation sera limitée.

Il n'est pas exclu que des produits en provenance d'Asie, notamment de Chine, viennent concurrencer les biens fabriqués localement et destinés à l'exportation, notamment sur le milieu et le haut de gamme. La Hongrie est spécialisée dans la production de machines et d'équipements de transports, qui ont représenté en moyenne 55,5% des exportations totales du pays en 2024. Les gains de parts de marché de la Hongrie en Allemagne sur ce segment depuis les années 2000 (2000 : 3,8% des importations allemandes depuis la Hongrie, 2024 : 4,9%) pourraient quelque peu s'éroder au profit de la Chine, qui possède aussi un avantage comparatif révélé sur ces biens selon l'indicateur de la CNUCED.

En revanche, la Chine s'est aussi positionnée parmi les partenaires clés de la Hongrie en matière d'investissements directs étrangers (IDE). La Hongrie a reçu la plus grosse part d'IDE chinois en Europe centrale, notamment dans le secteur automobile (USD 6,1 mds d'IDE chinois en stock au T12025, 32,6% des investissements chinois). Cela entre dans sa stratégie de devenir un acteur clé de la production de batteries électriques et de véhicules électriques. La stratégie hongroise consistera à encourager les investissements directs étrangers à moyen terme.

EXPORTATIONS DE LA HONGRIE VERS LES ÉTATS-UNIS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CNUCED, BNP PARIBAS

La Hongrie reste une destination attractive pour les IDE et devrait continuer de bénéficier du *nearshoring* à court et moyen terme. Les flux d'IDE entrants ont enregistré un vif rebond en 2021 et 2022 (5,6% et 8,4% du PIB respectivement). Ces flux ont reflué en 2023 et 2024 (2,2% du PIB en 2023 et 2% en 2024) mais restent bien orientés dans la région.

DES FACTEURS DE SOUTIEN

À court terme, l'impact négatif des mesures tarifaires devrait l'emporter. La marge de manœuvre des politiques monétaire et budgétaire pour compenser ces effets est relativement limitée.

Dans le cadre du plan de défense de l'UE, la Hongrie devrait bénéficier d'une certaine flexibilité budgétaire à moyen terme en cas de besoin. Le pays, comme d'autres pays membres, ont activé la clause de sauvegarde, qui permet d'exclure les dépenses en matière de défense des règles budgétaires à hauteur de 1,5% du PIB par an pendant 4 ans. D'ailleurs, une ligne intitulée « réserve pour la défense » est prévue dans le budget pour 2026. Pour l'instant, les autorités hongroises ont prévu de maintenir les dépenses en matière de défense à 2% du PIB en 2026 après 2,1% en 2024.

Achevé de rédiger le 13 juin 2025

Cynthia Kalasopatan Antoine
cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

1 Nous anticipons une baisse de l'ordre de 5-10% des exportations hongroises vers l'Allemagne en 2025. À titre de comparaison, les exportations avaient baissé de 1,3% en moyenne en 2019/2020, de 11,3% en 2015 et de 26,8% en 2009. L'an dernier, celles à destination de l'Allemagne ont reculé de 7,3%.

SLOVAQUIE

LE REVERS DE LA SPÉCIALISATION

Nos perspectives de croissance ont été revues à la baisse en raison du choc tarifaire initié par les États-Unis, et de la spécialisation industrielle du pays. La Slovaquie est le pays d'Europe centrale le plus exposé aux mesures douanières de l'administration Trump. En effet, le poids économique du commerce extérieur et du secteur automobile y est important. L'économie slovaque devrait éviter la récession grâce à l'investissement public et à la consommation. La remontée de l'inflation en début d'année, consécutive à la hausse du taux de TVA, est temporaire et limitée et ne devrait pas peser lourdement sur la consommation. À moyen terme, le plan de relance allemand et les flux d'IDE seront des facteurs de soutien pour l'économie.

RÉSILIENCE DE LA CROISSANCE

Au T1 2025, la croissance du PIB a progressé de seulement 0,2% t/t et la hausse sur un an n'a été que de 1% a/a, mais elle résiste. Pour le reste de l'année, nous anticipons une stagnation ou, au mieux, une progression faible en raison des effets négatifs des mesures douanières américaines et de la politique budgétaire restrictive (EUR 2,7 mds d'économies, soit 2% du PIB, sont prévus dans le budget pour 2025). L'économie devrait cependant éviter la récession.

La Slovaquie est le plus exposé des pays d'Europe centrale à un choc sur les exportations, qui représentent 81,6% du PIB. Les incertitudes générées par le va-et-vient des annonces tarifaires devraient aussi affecter les décisions d'investissement privé à court terme.

Nos prévisions de croissance ont été révisées à la baisse par rapport à janvier (-0,3 point respectivement en 2025 et 2026) mais elles restent supérieures à la moyenne de la zone euro. Les fonds européens continueront de soutenir l'investissement public. De même, la consommation restera un moteur important de la croissance, grâce à la bonne tenue des salaires et au reflux de l'inflation, même si les ménages adopteront probablement un comportement prudent face à un environnement international incertain.

En 2026, la croissance resterait bien orientée grâce au recul de l'inflation et à l'amélioration des perspectives de croissance en Allemagne, le principal partenaire commercial de la Slovaquie. Cependant, les effets positifs attendus du plan d'investissement allemand ne seront pas forcément visibles avant 2027. En attendant, la croissance resterait probablement en dessous de 3,1% (sa moyenne de 2010 et 2019), voire de son potentiel, estimé à 2,1% par le FMI.

RETOUR LENT VERS LA CIBLE D'INFLATION

Le relèvement du taux de TVA de 20% à 23 % depuis le 1er janvier 2025 a exercé des pressions haussières sur les prix à la consommation, surtout au premier trimestre. L'inflation s'est accélérée à 4,2% au T1 2025 après 3,5% au T4 2024. Le net ralentissement de la croissance et l'effet récessif des mesures tarifaires, attendu plus tard dans l'année, contribueront à retrouver le rythme d'inflation de la fin 2024. De même, une appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar à court terme contribuerait à contenir l'inflation importée. La décélération se fera cependant graduellement. En effet, les pressions salariales demeurent élevées même si la progression des salaires s'est quelque peu atténuée comparé à l'an dernier (+5% a/a en moyenne entre novembre et janvier 2025 ; +6,6% en 2024). Le retour vers la cible d'inflation de 2% est attendu pour 2027.

La BCE devrait poursuivre l'assouplissement monétaire à court terme compte tenu des perspectives d'inflation au sein de la zone euro (2,1% en 2025 et 1,9% en 2026 après 2,4% en 2024). Selon nos prévisions, le taux de la facilité de dépôt pourrait atteindre 1,75% fin 2025 (il est actuellement de 2,25%).

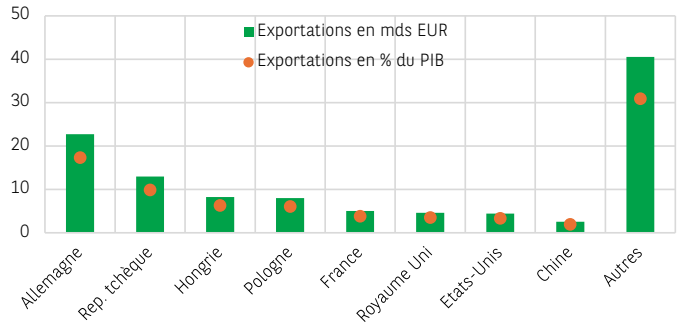
PRÉVISIONS

	2022	2023	2024	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	0.4	2.2	2.1	1.5	1.8
Inflation, IPCH, moyenne annuelle, %	12.1	11.0	3.1	3.9	3.1
Solde budgétaire, % du PIB	-1.7	-5.2	-5.3	-4.9	-4.5
Dette publique, % du PIB	57.7	55.6	59.3	61.1	62.7
Solde courant, % du PIB	-7.3	-0.9	-2.8	-1.9	-0.8
Dette externe, % du PIB	105.5	95.3	98.5	95.6	93.1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1 SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

PRINCIPAUX PARTENAIRES COMMERCIAUX DE LA SLOVAQUIE



GRAPHIQUE 1 SOURCES : STATISTICAL OFFICE OF SLOVAKIA, BNP PARIBAS

IMPORTANCE DU SECTEUR AUTOMOBILE ET TAUX EFFECTIF MOYEN ÉLEVÉ

La Slovaquie est perçue, à juste titre, comme étant le pays d'Europe centrale le plus exposé aux droits de douane américains. Le secteur automobile, qui joue un rôle clé dans l'économie (16,6% de l'emploi et 23,4% de la valeur ajoutée du secteur manufacturier en 2022), est frappé d'un taux de 25%. Les exportations sont aussi concentrées, sans surprise, dans ce secteur. En 2024, les voitures et les pièces détachées ont représenté 33,7% des exportations et 26,6% du PIB.

Les exportations de voitures sont, par ailleurs, principalement destinées au marché européen avec une part de 53,9%, suivi des États-Unis (10,6%), du Royaume Uni (9,5%) et de la Chine (6,9%). Fait marquant, le secteur automobile représente la quasi-totalité des exportations slovaques vers les États-Unis (77,4% en 2024).

Les produits d'acier et d'aluminium, marginaux dans les exportations slovaques, ont été soumis à un taux de droit de douane prohibitif de 50%. L'ensemble des pays de l'UE se sont vus imposés une taxe douanière supplémentaire de 10% sur les biens européens exportés vers les États-Unis. La Slovaquie voit ainsi le taux effectif des tarifs douaniers grimper de 2,4% avant « le jour de la libération » à 24,5% à l'heure actuelle, principalement en raison de la concentration de ses exportations dans le secteur automobile. C'est le taux le plus élevé en Europe centrale. Un échec des négotiations sur les tarifs réciproques, qui les ferait grimper à 20%, pousserait le taux effectif à 26,7%. Les secteurs pharmaceutique et électronique pourraient aussi être concernés par des hausses tarifaires mais ces deux secteurs représentent une part infime dans les exportations slovaques vers les États-Unis.

⇆ EFFETS DES TARIFS DOUANIERS AMÉRICAINS SUR LES FLUX COMMERCIAUX

Nous avons estimé l'impact direct des mesures douanières sur les exportations vers les États-Unis en tenant compte des tarifs différenciés. Toutes choses égales par ailleurs, les exportations pourraient baisser de 0,9%, soit un impact sur le PIB de -0,7 point de pourcentage. À cela s'ajoute aussi l'effet indirect d'une baisse de la demande allemande. Les produits exportés vers l'Allemagne concernent essentiellement les voitures et leurs pièces détachées (52,7% des exportations) et les biens d'équipements (37,6%). Nous anticipons une baisse de 5-10%[1] des exportations slovaques vers l'Allemagne, soit l'équivalent de -0,9% du PIB, à -1,8% du PIB. Au total, l'impact direct et indirect pourrait représenter entre -1,6% et -2,5% du PIB si les exportateurs n'arrivent pas à compenser la baisse des exportations vers les États-Unis et l'Allemagne.

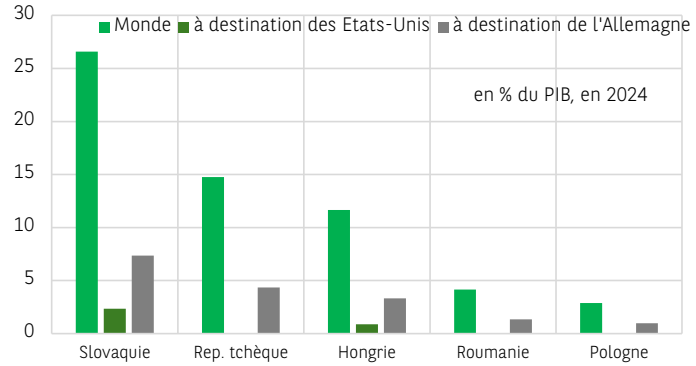
La réorientation des exportations vers d'autres marchés va s'avérer complexe étant donné la spécialisation sectorielle de la Slovaquie. Le secteur automobile est, et sera, plus fortement touché que la plupart des autres branches d'activité. La conjoncture mondiale est particulièrement morose dans ce secteur. Les exportations slovaques de voitures ont reculé de 3,8% en 2024 après le vif rebond en 2022 et 2023. De plus, le marché chinois, important pour les constructeurs présents en Slovaquie, notamment allemands, est très concurrentiel avec une présence forte de constructeurs locaux. La capacité à gagner des parts de marché est donc limitée. Enfin, le marché domestique est en berne également. Les immatriculations ont baissé de 7,9 % sur les quatre premiers mois de l'année par rapport à la même période de 2024 et l'enquête sur les intentions d'achats de biens automobile au cours des 12 prochains mois reste dégradée.

Au total, la production de voitures a diminué de 8,1% l'an dernier, en partie du fait de la réorganisation des chaines de production pour la production de nouveaux modèles. Elle pourrait encore reculer cette année.

QUELS RELAIS ?

À moyen terme, le plan d'investissement allemand d'un montant de EUR 500 mds sur 12 ans, ainsi que le plan de réarmement, profiteraient indirectement à l'ensemble des pays d'Europe centrale en stimulant certains secteurs (construction, machines, équipements électriques). Par ailleurs, la Slovaquie a soumis une demande auprès de l'Union européenne pour activer la clause de défense, ce qui lui permettra d'exclure des comptes publics la hausse des investissements liés à la défense au cours des quatre prochaines années (si la requête est approuvée). Mais l'ampleur sera probablement faible car le pays n'a pas prévu d'augmenter les dépenses militaires dans l'immédiat (EUR 2,8 mds ; 2% du PIB prévu en 2025).

EUROPE CENTRALE: EXPORTATIONS DE VOITURES ET DE PIÈCES DÉTACHÉES



GRAPHIQUE 2 SOURCES : CNUCED, BNP PARIBAS

Les fonds européens constituent un soutien important à l'économie. Entre 2004 et 2024, la Slovaquie a reçu, en paiements net, environ EUR 29 mds. Par ailleurs, le pays reste un bénéficiaire net du budget européen dans plusieurs domaines. Il offre à la Slovaquie une opportunité d'améliorer davantage sa productivité du travail et de monter en gamme dans la chaîne de valeur. La priorité du pays sera l'amélioration de sa capacité d'absorption de ces fonds, qui reste faible comparativement aux autres pays européens.

Les investissements directs étrangers nets ont reflué en moyenne sur les trois dernières années par rapport à la période pré-Covid (2022-2024 : 1,1% du PIB ; 2017-2019 : 2,1%). Toutefois, la Slovaquie reste une destination attractive pour des investissements étrangers, avec une main d'œuvre qualifiée et compétitive en termes de salaires. Par le biais des investissements chinois dans le secteur automobile, la Slovaquie se dotera d'ici 2027, de capacités de production de véhicules électriques. Le pays a également conclu un partenariat avec l'entreprise chinoise Gotion pour la construction d'une usine de batteries électriques. Le secteur automobile reste très concentré sur le moteur thermique et la transition vers le segment électrique reste marginale (0,3% du parc automobile, UE : 1,8% en 2023 selon l'ACEA).

Achevé de rédiger le 13 juin 2025

Cynthia Kalasopatan Antoine

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

1 On anticipe une baisse des exportations vers l'Allemagne de l'ordre de 5-10% en 2025. À titre de comparaison, les exportations avaient baissé de 2,6% en moyenne en 2019/2020, de 10,8% en 2015 et de 21% en 2009. L'an dernier, les exportations à destination de l'Allemagne ont progressé de +0,1%.

SLOVÉNIE

PLUS VULNÉRABLE AU MOTEUR ALLEMAND QU'AU FREIN AMÉRICAIN

L'économie slovène est très ouverte, ce qui la rend très sensible à la conjoncture de ses principaux partenaires et à l'évolution du commerce mondial. Le trou d'air enregistré en ce début d'année découle des perturbations du commerce mondial. La consommation des ménages et l'investissement public devraient continuer de soutenir l'activité. L'inflation repart légèrement à la hausse sur fond de pressions salariales et d'une possible hausse des prix de l'énergie. La reprise des dépenses du gouvernement devrait entraîner une hausse du déficit budgétaire, mais sans provoquer de dérapage et en gardant sous contrôle l'évolution de la dette. Les effets de la politique commerciale étatsunienne devraient rester modérés. La conjoncture allemande reste toutefois l'élément déterminant des performances extérieures slovènes.

RALENTISSEMENT DE L'ACTIVITÉ

L'activité économique a connu un trou d'air au T1 2025 (-0,8% y/y), alors que le reste de la zone euro résistait encore (+1,5% y/y). La contribution négative du commerce extérieur en est le principal facteur en raison du repli des exportations (-0,2%), en dépit du ralentissement des importations, reflet de la modération de la consommation des ménages. Selon la Banque centrale, cette contre-performance serait à mettre en lien avec le durcissement attendu du commerce international. Le rebond de l'activité économique au T1 (+0,4% t/t et 0% a/a) en Allemagne, premier partenaire commercial de la Slovénie, n'a pour l'heure pas produit d'effet tangible sur l'économie slovène. Par ailleurs, la dynamique de l'investissement reste orientée négativement (-5,1% y/y) pour le quatrième trimestre consécutif, en lien avec la forte baisse d'activité dans la construction (-6,0%). La consommation des ménages, bien qu'en modeste progression (+0,4%), est poussive. Malgré la progression des salaires en termes réels et la stabilité de l'emploi, l'indicateur de confiance des consommateurs reste déprimé. Comme au cours de l'année 2024, c'est donc la dépense publique qui reste le principal moteur de l'activité (+2,6% y/y) grâce notamment aux dépenses de reconstruction consécutives aux inondations de mi-2023.

Le taux de chômage reste proche de ses plus bas niveaux (4,9% en février). Le marché du travail reste tendu et le recours à de la main d'œuvre étrangère croît. En effet, le vieillissement de la population implique que la croissance de l'emploi est essentiellement due aux non-nationaux, principalement dans les secteurs intensifs en travail.

À court terme, les incertitudes liées à l'évolution du commerce international représentent le principal frein à l'activité économique. En effet, la poursuite de la hausse des salaires réels, le dynamisme du marché du travail et la baisse des taux d'intérêt dans la zone euro devraient être favorables à la consommation des ménages. Sur l'ensemble de l'année 2025, la croissance slovène devrait égaler celle de la moyenne de la zone euro (1,2%).

À moyen terme, la consommation gouvernementale devrait bénéficier de l'effort européen de réarmement dans le cadre du programme *ReArm Europe/Readiness* 2030 qui inclut notamment une augmentation des dépenses militaires des pays membres et des financements dédiés au soutien du secteur. Les dépenses d'armement de la Slovénie sont estimées à 1,35% du PIB en 2024 et le gouvernement s'est engagé à atteindre 2% d'ici 2030. L'effort de défense devrait contribuer à porter l'activité du secteur. Selon la Banque centrale, même si le secteur de la défense n'occupe que 1% de la main d'œuvre slovène et ne contribue qu'à 1% de la valeur ajoutée du pays, environ 70% de ses entreprises sont orientées vers l'exportation.

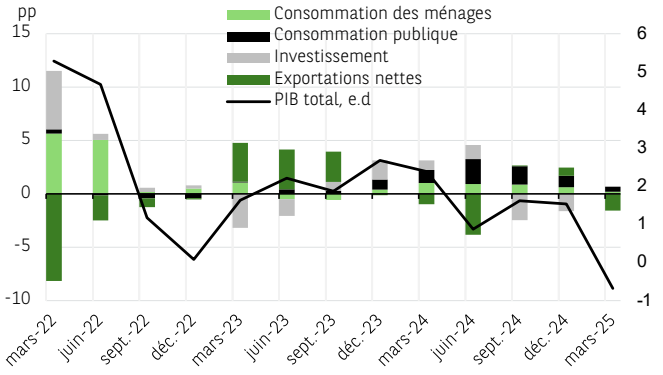
PRÉVISIONS

	2022	2023	2024	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	2.7	2.1	1.6	1.2	2.4
Inflation, IPC, var. annuelle, %	9.3	7.3	2.0	2.8	2.0
Solde budgétaire, % du PIB	-3.0	-2.6	-1.0	-1.5	-2.0
Dette du gov. central, % du PIB	73.0	68.0	67.0	66.0	65.0
Balance courante, % du PIB	-1.1	4.5	2.7	2.3	2.2
Dette externe, % du PIB	91.0	92.0	87.0	84.0	80.0

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

SLOVÉNIE : CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE DU PIB RÉEL



GRAPHIQUE 1

SOURCES : IMAD, BNP PARIBAS

PERSISTANCE DE L'INFLATION

L'inflation des prix à la consommation est repartie en hausse depuis fin 2024. Elle devrait atteindre 2,8% en moyenne sur l'ensemble de l'année 2025. Depuis le début de l'année, la hausse des prix a été notamment tirée par les prix des produits alimentaires (+3,6% y/y en moyenne). Au cours de l'année 2025, la hausse des prix du pétrole (en raison des tensions géopolitiques) et celle des coûts salariaux continueront

d'alimenter l'inflation. De plus, l'assouplissement monétaire en cours de la BCE ne favorise pas la modération de la demande de crédit. En avril, le crédit aux ménages progressait de 6,5% en g.a. et celui à la consommation de 12,3%. A contrario, l'appréciation de l'euro sur les marché internationaux devrait limiter l'inflation importée.

Une escalade des tensions géopolitiques au Moyen-Orient pourrait fortement perturber les marchés des hydrocarbures et accélérer le rythme d'inflation. On estime, en effet, qu'au niveau de la zone euro, une hausse de 10% des prix du pétrole et du gaz ajouterait environ 17,5 pb à l'inflation. La Slovénie est sensible aux variations du prix du pétrole (35% de son mix énergétique), moins à celles de gaz naturel (11%). Par ailleurs, en 2026, la réduction progressive de la pression salariale sur les coûts de production devrait contribuer à réduire les pressions inflationnistes (+2% en moyenne).

Dans un contexte de baisse de l'inflation en 2025 en zone euro, la réduction des principaux taux d'intérêt de la BCE, initiée en juin 2024, devrait se poursuivre jusqu'en septembre prochain. Pour le moment, la hausse des tensions géopolitiques ne remet pas en cause ces perspectives. Néanmoins, un blocage du transport des hydrocarbures au Moyen-Orient, qui pousserait les prix du pétrole à des niveaux très élevés, pourrait remettre en cause la trajectoire déflationiste européenne et la poursuite de la baisse des taux.

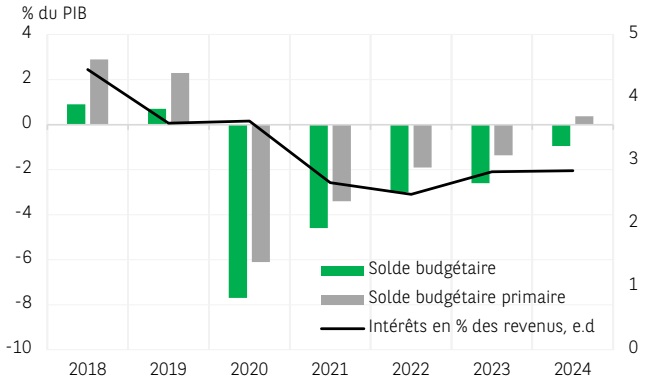
DÉFICIT BUDGÉTAIRE EN HAUSSE MAIS SOUS CONTRÔLE

Les comptes publics devraient modérément se détériorer en 2025 et 2026 après un remarquable effort de consolidation budgétaire. Il a permis d'enregistrer un déficit inférieur à 1% du PIB en 2024 alors que le gouvernement prévoyait 2,9%. Le déficit atteindrait 1,5% du PIB en 2025 et 2% en 2026. Le ralentissement attendu de la croissance en 2025 devrait cependant peser sur les recettes fiscales. Parallèlement, les dépenses d'investissement, qui ont fortement baissé en 2024, devraient reprendre et l'effort de reconstruction consécutif aux inondations de 2023 se poursuivrait. Par ailleurs, les taux longs de la dette publique devraient être orientés à la hausse dans les trimestres à venir. En effet, nous anticipons une hausse d'environ 80 pb du taux de référence allemand à 10 ans. Néanmoins, la hausse de la charge d'intérêt resterait modérée et atteindrait 1,35% du PIB en 2026 (1,24% en 2023). La baisse du ratio de dette du gouvernement devrait se poursuivre. Elle devrait être équivalente à 63% du PIB en 2028 (67% en 2024).

COMMERCE EXTÉRIEUR : EFFETS MODÉRÉS DE LA GUERRE COMMERCIALE AVEC LES ÉTATS-UNIS

Le taux d'ouverture de l'économie slovène est très élevé (le ratio importations + exportations en pourcentage du PIB dépasse les 170%), mais son exposition directe au marché américain est limitée (environ 2,5% des exportations totales de biens). D'une manière générale, la Slovénie dégage un excédent commercial avec les États-Unis, mais son montant est très faible (EUR 0,5 md en 2023). En application du taux réciproque, les exportations slovènes à destination des États-Unis sont actuellement taxées à 10%. Selon les données nationales pour 2024, environ 18% des exportations sont soumises à un régime spécifique (acier, aluminium et automobiles), tandis que 2% sont exemptées du taux réciproque (produits pharmaceutiques).

SLOVÉNIE : SOLDE BUDGÉTAIRE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

Selon nos estimations, le recul des exportations qui en découlerait affecterait négativement le PIB de moins de 0,2%, toutes choses égales par ailleurs. À cet effet direct s'ajoutent des effets indirects sectoriels. Selon les données de l'OCDE de 2020, la prise en compte de l'exposition indirecte pourrait en doubler l'impact. Plus généralement, le taux d'ouverture élevé de l'économie rend celle-ci vulnérable aux effets du ralentissement du commerce mondial (+1,7% attendu en 2025 contre +3,8% en 2024 selon le FMI).

Au total, même si elles sont assez faiblement exposées au marché américain, les exportations slovènes de biens devraient rester contraintes en 2025. En effet, les perspectives d'activité en l'Allemagne, principal débouché des exportations slovènes (environ 17% du total), sont mitigées. En 2024, la récession en Allemagne a été la principale cause du faible dynamisme des exportations slovènes. En 2025, la croissance allemande atteindrait selon nos prévisions 0,4% avant de se redresser encore à 1,0% en 2026. La crise profonde du secteur automobile allemand affecte particulièrement les exportations slovènes (le secteur automobile représente 1/5e des exportations). Néanmoins, à moyen terme, les objectifs d'investissements allemands devraient profiter aux exportations de biens d'équipement slovènes vers ce pays (environ 30% des exportations).

Achevé de rédiger le 16 juin 2025

Pascal Devaux
pascal.devaux@bnpparibas.com

AFRIQUE DU SUD

SUR UNE ROUTE CAHOTEUSE

En Afrique du Sud, le gouvernement de coalition, formé en juin 2024, résiste bon gré mal gré aux fortes divisions internes. Après trois mois de négociations houleuses, la version finale du budget 2025/2026, présentée au Parlement fin mai, vient d'être approuvée par tous les partis de la coalition. C'est une condition nécessaire pour regagner la confiance des investisseurs mais elle n'est pas suffisante. Le gouvernement devra également apaiser les tensions diplomatiques avec les États-Unis. Sans rebond significatif de l'investissement, la croissance économique devrait rester faible sur les trois prochaines années, ce qui alimentera la fragilité des finances publiques.

CROISSANCE ÉCONOMIQUE : PLUS D'OBSTACLES QUE D'AVANCÉES ?

Au T1 2025, la croissance économique mesurée sur quatre trimestres a stagné à 0,6%. Malgré la fin des délestages électriques quotidiens qui perturbaient l'ensemble du pays depuis mars 2024, l'activité n'a pas rebondi en raison, notamment, de la persistance des goulets d'étranglement logistiques. Du côté de la demande, la croissance du PIB réel a été tirée vers le bas par une nouvelle contraction de la formation brute de capital fixe (-3,9%), après deux années de timides rebonds. L'incertitude, causée par la période électorale puis par la formation d'un gouvernement de coalition, a incité les investisseurs à adopter une approche attentiste. À seulement 14% du PIB en moyenne sur les cinq dernières années, le taux d'investissement est structurellement faible. Il faudra de nombreuses années pour qu'il rebondisse à un niveau suffisant pour répondre au déficit d'infrastructures et redresser le potentiel de croissance économique de moyen terme.

La croissance économique ne devrait donc pas dépasser 2% par an entre 2025 et 2027. Les perspectives sont particulièrement moroses pour 2025, avec un taux de croissance attendu à 1%. Il sera principalement porté par la croissance de la consommation des ménages (1% en 2024). Les pressions inflationnistes se sont atténuées : en avril 2025, la hausse sur un an de l'indice des prix à la consommation était de 2,8%, sous la borne inférieure de la cible d'inflation de la Banque centrale (SARB). Après avoir opté pour une pause dans son cycle d'assouplissement monétaire en mars 2025, la SARB a procédé à une nouvelle baisse de son taux directeur le 29 mai : il est redescendu à 7,25%. En revanche, le commerce extérieur contribuera négativement à la croissance. En effet, les exportations devraient pâtir des tarifs douaniers étasuniens, notamment de la fin de la loi AGOA qui offrait à de nombreux biens sud-africains un accès préférentiel au marché étasunien. L'investissement total devrait rebondir légèrement, soutenu par les dynamiques politiques locales mais tiré vers le bas par l'environnement international très incertain.

Les obstacles conjoncturels ne doivent toutefois pas masquer les résultats positifs des réformes structurelles menées par le gouvernement depuis octobre 2020 sous le nom d'« Opération Vulindlela » (OV). Outre la fin des délestages électriques quotidiens, la participation accrue du secteur privé à la gestion des infrastructures portuaires et ferroviaires a permis d'enrayer le déclin opérationnel de ces secteurs. En mai 2025, le gouvernement a lancé la deuxième phase de l'OV, qui s'étendra jusqu'en 2029. Elle vise à remédier au sous-investissement chronique des municipalités dans les services publics essentiels. La participation croissante du secteur privé dans ces domaines sera clé pour lancer la dynamique d'investissement tant attendue.

FINANCES PUBLIQUES : LE GNU RÉSISTE À L'ÉPREUVE BUDGÉTAIRE

La situation des finances publiques est en demi-teinte. Sur l'année budgétaire qui s'est achevée au 31 mars 2025, le gouvernement a dégagé pour la deuxième année consécutive un surplus budgétaire primaire (0,7% du PIB, soit +0,3pp comparé à l'année précédente). Cependant, et malgré la baisse du taux directeur de la SARB sur la période, le paiement des intérêts sur la dette publique a continué d'augmenter pour atteindre 5,2% du PIB, soit 21% des revenus du gouvernement. La prime de risque sur les obligations du Trésor a notamment pâti des fortes incertitudes sur la scène politique. Depuis juin 2024, l'ANC, qui a perdu sa majorité absolue au Parlement, a dû partager le pouvoir en formant un gouvernement de coalition composé de dix partis hétéroclites. Les divergences idéologiques entre l'ANC et les autres partis sur des sujets tels que l'éducation, la loi d'expropriation ou encore le « *black empowerment* » ont à plusieurs reprises menacé la stabilité de la coalition.

Les désaccords ont culminé en avril 2025 avec les négociations autour du Budget 2025/2026. D'ordinaire, le budget est approuvé sans débat

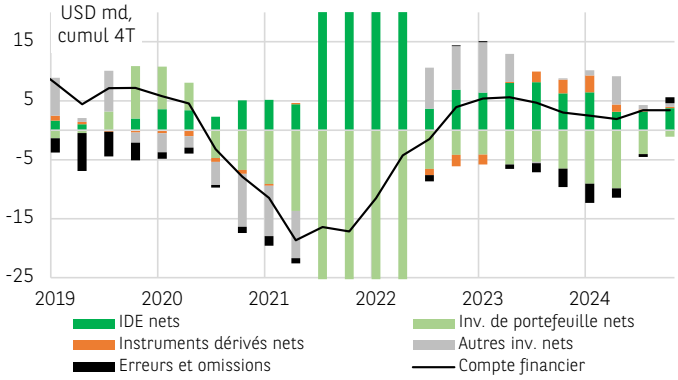
PRÉVISIONS

	2022	2023	2024	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	1,9	0,7	0,6	1,0	1,8
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	6,9	5,9	4,4	3,2	3,7
Solde budgétaire, % du PIB (1)	-4,6	-4,6	-4,5	-4,9	-4,5
Dette publique, % du PIB (1)	70,5	74,1	77,0	79,2	79,6
Solde courant, % du PIB	-0,4	-1,6	-0,6	-1,4	-2,4
Dette externe, % du PIB	41,4	41,1	41,0	40,9	40,7
Réserves de change, mds USD	59,7	61,7	64,8	66,3	68,2
Réserves de change, en mois d'imports	5,6	6,0	6,5	6,4	6,4

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

TABLEAU 1 SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

AFRIQUE DU SUD: COMPTE FINANCIER



GRAPHIQUE 1 SOURCES : FMI

grâce à la majorité absolue de l'ANC au Parlement. Cette fois-ci, il aura fallu trois mois et trois versions différentes du Budget pour que les dix partis du GNU trouvent un accord. L'ANC souhaitait notamment augmenter le taux de TVA de 15% à 17% afin de financer de nouvelles dépenses, mais de nombreux partis s'y sont opposés. L'ANC a finalement dû céder. Ainsi, dans la dernière version du Budget présentée le 21 mai au Parlement, le taux de TVA reste inchangé et les dépenses sont revues à la baisse.

La consolidation budgétaire devrait a priori se poursuivre. Le passage de l'épreuve budgétaire est un gage de stabilité important pour la coalition au pouvoir, et pourrait permettre de réduire la prime de risque sur les obligations souveraines dans les prochains mois. Le budget 2025/2026 prévoit une baisse du déficit de 4,6% du PIB pour l'année en cours (commencée au 1er avril) à 3,7% du PIB sur l'année suivante et 3,2% sur 2027/2028. Toutefois, le risque de dérapage budgétaire persiste. Le gouvernement n'a pas fait de provisions financières dans le cas où l'allocation *Social Relief of Distress* serait reconduite au-delà de mars 2026. Or, cette allocation, créée pendant la pandémie, a été renouvelée chaque année. Avec un taux de chômage officiel toujours très élevé (32,9% au T1 2025), le gouvernement peut difficilement se passer de cette allocation, qui coûte aux finances publiques près de 0,4% du PIB chaque année.

Malgré les efforts de consolidation budgétaire, la dette publique devrait continuer de croître pour s'approcher de 80% du PIB en 2026/2027. À moyen terme, pour espérer stabiliser le ratio de dette sur PIB, il sera crucial de faire décoller la croissance économique au-delà de 2% par an.

COMPTES EXTÉRIEURS : LES RISQUES À SURVEILLER

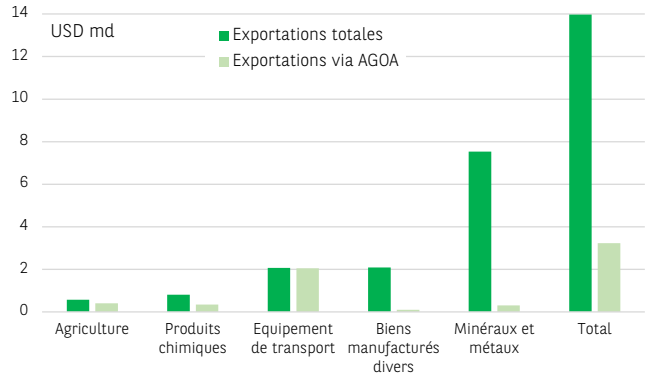
En 2025, le déficit de compte courant devrait se creuser modérément pour atteindre 1,4% du PIB. Le volume des importations devrait accélérer légèrement avec l'activité économique, tandis que les contraintes logistiques domestiques et la hausse des tarifs douaniers étasuniens vont peser sur les exportations. Point positif, l'évolution des termes de l'échange devrait être favorable : ils seront soutenus par la baisse du prix du pétrole à l'importation et par la hausse notable du cours de l'or à l'exportation (entre le 2 janvier 2025 et le 27 mai, le prix d'une once d'or en USD a augmenté de 27%). Cependant, des risques de dégradation du compte financier persistent. En 2024, les investissements directs étrangers ont chuté à 0,9% du PIB (contre 1,6% en 2023). Compte tenu du haut niveau d'incertitude mondiale, les investisseurs étrangers sont susceptibles de conserver une attitude attentiste cette année encore. Sur une note positive, la résolution de l'impasse budgétaire fin mai et la stabilisation du GNU pourraient permettre un regain de confiance dans l'environnement domestique, et les flux nets d'investissement de portefeuille pourraient rebasculer en territoire positif pour la première fois depuis le T2 2020 (*Graph 1*). Toutefois, ils resteront très vulnérables aux fortes tensions diplomatiques avec les États-Unis.

DROITS DE DOUANE US : COMMENT ÉVITER LE PIRE ?

Le retour de Donald Trump à la Maison Blanche a ravivé les tensions diplomatiques de longue date entre l'Afrique du Sud et les États-Unis. Le tarif douanier moyen sur les importations sud-africaines est passé de seulement 0,3% en 2024 à 8,8% actuellement. Ce taux pourrait monter à 18,4% si les États-Unis décidaient finalement d'appliquer le tarif de 30% comme annoncé le 2 avril lors du *Liberation day* (le taux est pour l'instant de 10% sur une période de 90 jours à compter du 9 avril). Outre des sanctions économiques, certains membres du gouvernement pourraient recevoir des sanctions diplomatiques individuelles pour leurs relations avec la Russie, l'Iran ou encore le Hamas.

Le gouvernement sud-africain a pris au sérieux la menace de sanctions des États-Unis et y a répondu de manière proactive. Le 21 mai, le président Ramaphosa a rencontré son homologue étasunien à la Maison Blanche pour réaffirmer l'importance de la relation bilatérale. La rencontre a été l'occasion de présenter une première version d'un accord bilatéral sur le commerce et l'investissement. L'administration étasunienne a reçu très positivement plusieurs des propositions, notamment celles d'importer du GNL et de favoriser les investissements d'entreprises étasuniennes dans l'exploration minière. L'Afrique du Sud exporte vers les États-Unis douze types de minerais qualifiés de « critiques » par l'administration étasunienne, et pour neuf d'entre eux, elle en est le principal fournisseur.

AFRIQUE DU SUD : EXPORTATIONS VERS LES ÉTATS-UNIS PAR SECTEUR, 2023



GRAPHIQUE 2 SOURCES : AGOA.INFO

Toutefois, un accord commercial ne suffira pas à mettre fin à toutes les tensions, qui découlent pour une bonne partie du non-alignement politique du pays. Les principales pierres d'achoppement avec les États-Unis risquent donc de perdurer (plainte de l'Afrique du Sud contre Israël auprès de la Cour pénale internationale, exercices militaires conjoints avec la Russie et la Chine, rumeur d'expropriation des Afrikaners). En effet, même au sein d'un gouvernement de coalition, il est peu probable que l'ANC renonce à ses relations historiques avec les pays du Sud pour satisfaire les États-Unis. D'autres épisodes de tensions sont donc à prévoir dans les prochains mois. Pour l'heure, l'impact des droits de douane sur les exportations sud-africaines devrait être limité. Les exportations totales vers les États-Unis s'élevaient à 3,6% du PIB en 2024, mais les minerais (exemptés de droits de douane) comptaient pour près de la moitié de ce montant. Par ailleurs, les exportations agricoles, bénéficiaires notables de l'AGOA, pourraient être redirigées vers l'Afrique australe, qui fait régulièrement face à des sécheresses et des pénuries alimentaires. En revanche, le secteur automobile (4% du PIB) apparait fortement vulnérable (*Graph 2*). Il pourrait toutefois bénéficier de l'ouverture potentielle du marché chinois : la Chine a annoncé aujourd'hui qu'elle prévoyait la levée des tarifs douaniers sur toutes les importations africaines. En outre, à moyen et long terme, le secteur pourrait tirer parti de la zone de libre-échange continentale africaine (Zlecaf). Celle-ci, malgré la lenteur de son déploiement, pourrait devenir un vecteur de diversification des liens commerciaux du pays : l'Afrique du Sud, première puissance industrielle du continent, aurait un avantage comparatif à faire valoir.

Achevé de rédiger le 13 juin 2025

Lucas Plé
lucas.ple@bnpparibas.com

ÉMIRATS ARABES UNIS

UNE POSITION SOLIDE

Les perspectives restent bien orientées malgré les turbulences internationales. Peu touchés directement par le durcissement de la politique douanière américaine, les Émirats arabes unis (EAU) bénéficient de marges de manœuvre pour faire face à la chute des cours du pétrole et au ralentissement du commerce mondial. Leur économie est plus diversifiée que celle des autres pays du Golfe. Elle est aussi portée par sa forte attractivité pour les investissements étrangers et le soutien de la puissance publique. À plus long terme, les EAU pourraient également tirer profit d'une potentielle reconfiguration des flux commerciaux et activer ses leviers pour maintenir sa relation stratégique avec les États-Unis.

TURBULENCES MONDIALES : DES CANAUX DIFFUS

À l'instar des autres pays du Golfe, les Émirats arabes unis (EAU) sont globalement épargnés par la politique commerciale de D. Trump avec le tarif minimum de 10%. Le taux effectif moyen est supérieur, à 11,7%, si l'on tient compte des dernières annonces de la hausse à 50% des droits de douane sur les importations d'aluminium et d'acier. Mais les montants sont marginaux, inférieurs à 1% des exportations totales des EAU, et la mesure concerne des secteurs où les Émirats arabes unis sont très compétitifs. En revanche, avec des exportations de biens et services supérieures à 110% du PIB, l'économie des EAU est de loin la plus sensible de la région au ralentissement du commerce mondial. Malgré une économie relativement diversifiée par rapport aux autres pays du Golfe, elle demeure également vulnérable au retournement des cours mondiaux du pétrole. Le Brent était attendu à 65 dollars (USD) en moyenne en 2025-2026 contre 80 USD en 2024 avant le regain de tensions au Moyen-Orient. Le risque est désormais haussier. Mais l'impact sur les cours du Brent est modéré jusqu'à présent, et les fondamentaux du marché mondial du pétrole sont fragiles. La volatilité du dollar ou l'orientation de la politique monétaire américaine sont d'autres facteurs susceptibles d'affecter les EAU. Mais, dans l'ensemble, l'économie est en bonne position pour faire face à ces vents contraires.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE TOUJOURS SOLIDES

Les EAU sont l'économie la plus dynamique de la région. Malgré la politique restrictive de l'OPEP+ en 2023-2024, la croissance est restée solide, à 3,7%, soit 3 points de plus que la moyenne des autres pays du Golfe. Sur la même période, la progression du PIB hors hydrocarbures a atteint 5,5%, un écart également substantiel par rapport au reste de la région mais aussi par rapport aux performances pré-pandémie des EAU (graphique 1). Or, rien n'indique une inflexion majeure de cette dynamique à ce stade.

La plupart des indicateurs conjoncturels restent bien orientés : le nombre d'arrivées de touristes à Dubaï progresse (+ 7% en g.a. sur les quatre premiers mois de l'année) et l'indice PMI S&P pour le secteur privé hors pétrolier des EAU reste au-dessus de 50 (53,3 au mois de mai), valeur séparant la zone de progression de l'activité de celle de contraction. De fait, les ressorts de la croissance sont multiples et solides, à commencer par la forte attractivité de Dubaï pour les investisseurs étrangers, en particulier en période de turbulence mondiale. L'afflux d'expatriés qui en résulte est un élément clés du développement du secteur immobilier résidentiel dont le rythme de construction demeure soutenu. Engagé dans un plan massif de diversification économique, Abu Dhabi tire également la croissance des EAU vers le haut. Cet émirat compte pour 60% du PIB de la fédération et assure l'essentiel de sa richesse de l'exploitation de son sous-sol. Depuis quatre ans, la croissance hors hydrocarbures y est extrêmement forte, proche des 8% en moyenne, soutenue par les secteurs de la construction, des transports et de la finance. Une grande partie de ces projets sont portés par la puissance publique et sont donc vulnérables à la baisse des recettes pétrolières. Mais les autorités disposent des marges de manœuvre suffisantes pour amortir le choc sans avoir à ajuster sa politique d'investissement.

Dans ce contexte, la croissance hors hydrocarbures devrait rester robuste, autour de 4,5% en 2025-2026. Si les turbulences mondiales et régionales pèseront sans doute sur des secteurs clés (logistiques, transports, tourisme), la solidité de la demande domestique et le statut de « *safe haven* » en limiteront l'impact. L'économie bénéficiera par ailleurs de la hausse de la production pétrolière même si l'ampleur reste encore incertaine. Engagés au départ dans une politique

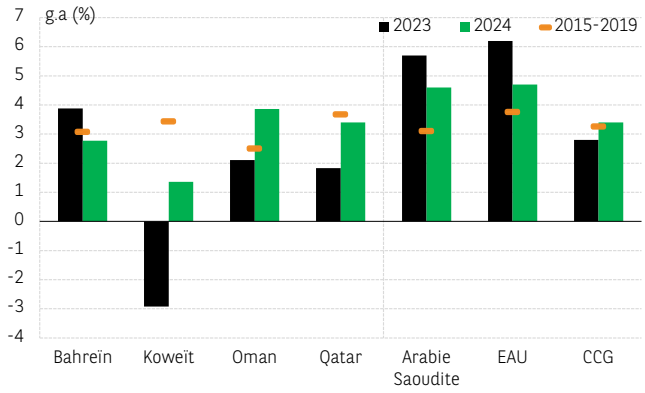
PRÉVISIONS

	2022	2023	2024	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	7,5	3,6	3,7	4,0	4,6
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	4,8	1,6	1,6	1,8	2,0
Solde budgétaire, % du PIB	10,0	5,0	4,8	3,0	1,9
Dette publique, % du PIB	32,1	32,4	32,0	32,6	32,3
Solde courant, % du PIB	13,2	10,6	8,2	6,3	5,7
Dette externe, % du PIB	81,9	85,9	87,5	87,4	86,1
Réserves de change, mds USD	134,1	184,6	222,5	234,1	239,6
Réserves de change, en mois d'imports	4,1	5,0	5,6	5,6	5,4

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

EAU : CROISSANCE DES ACTIVITÉS HORS HYDROCARBURES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : FMI, INSTITUTS NATIONAUX, BNP PARIBAS

graduelle de réduction des coupes volontaires de production, plusieurs pays de l'alliance OPEP+ (dont les UAE) ont décidé d'accélérer le mouvement depuis avril afin notamment de regagner des parts de marché mondiales. Cette stratégie étant risquée, nous tablons toujours sur une croissance modérée du PIB pétrolier en 2025 (+2,5%) avant un rebond plus marqué en 2026 (+5%). Cela porterait la croissance économique globale des EAU à 4% cette année et 4,6% en 2026. Néanmoins, l'impulsion pourrait être plus forte.

INFLATION CONTENUE MAIS SENSIBLE AUX ALÉAS EXTÉRIEURS

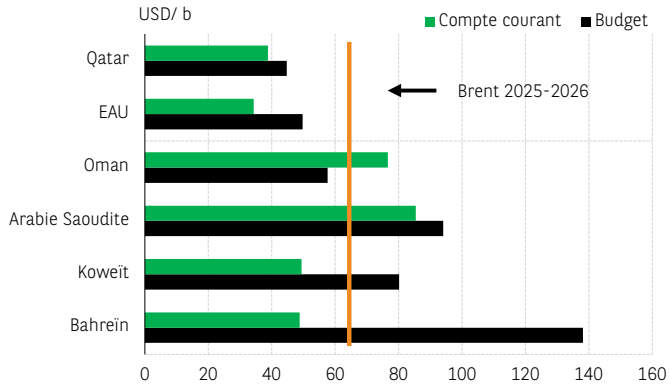
Le maintien d'un environnement monétaire restrictif ne devrait pas trop peser sur l'activité économique. Malgré une inflation contenue à moins de 2% en 2024, la Banque centrale doit conserver son taux directeur élevé en lien avec les décisions de la Réserve fédérale américaine, dont la monnaie sert de point ancrage au dirham émirati. Si le taux d'intérêt réel a commencé à baisser à partir de septembre 2024, il avoisine encore les 3%. Dans le même temps, la progression du crédit bancaire est restée forte, en particulier pour le secteur privé (+8,3% en février 2025), et devrait le demeurer au regard des perspectives solides de la croissance hors hydrocarbures. Au final, la principale menace conjoncturelle, induite par la politique économique américaine, pourrait être l'impact inflationniste d'une dépréciation du dollar. Mais le risque apparait également limité. D'un côté, l'inflation globale des EAU masque des dynamiques divergentes entre émirats, qui pourraient être exacerbées en cas de renchérissement des prix des importations. En particulier, Dubaï doit faire face à des tensions latentes en raison de la forte progression des prix des loyers. D'un autre côté, les EAU étant les seuls pays du Golfe où les prix de l'essence sont déterminés par les conditions de marché, le retournement des cours du pétrole (même après le pic récent de tensions) permet de limiter la pression sur les prix. Par ailleurs, un affaiblissement significatif du dollar n'aurait pas que des conséquences négatives pour une économie qui cherche à se diversifier, et dont le taux de change effectif nominal s'est apprécié de plus de 50% depuis 2010.

MAINTIEN DES EXCÉDENTS BUDGÉTAIRES ET EXTÉRIEURS

La solidité des finances publiques et externes rassurent également. Il faudrait en effet que le prix du baril de pétrole passe sous 50 USD pour que les finances publiques des émirats dans leur ensemble basculent dans le rouge. Dans le scénario actuel, les excédents budgétaires resteront donc confortables (entre 2% et 3% du PIB), ce qui s'explique en grande partie par le poids relativement important des recettes hors hydrocarbures : 48% aux EAU en 2024 contre 72% en moyenne pour les autres pays du Golfe. L'assainissement des finances publiques de Dubaï contribue également à la solidité de l'ensemble. De 78% du PIB en 2020, la dette du gouvernement de cet émirat est tombée à 34% en 2024 grâce aux excédents dégagés et à la monétisation de ses avoirs publics. Pour l'ensemble des Émirats arabes unis, le mouvement de désendettement est moins marqué en raison de leur volonté de développer le marché des capitaux. La dette consolidée reste modérée (32% du PIB) et sa dynamique est sous contrôle. En outre, la dette contingente des entreprises publiques ne représente plus un risque de nature systémique même si elle demeure encore élevée (36% du PIB de Dubaï et 20% du PIB d'Abu Dhabi).

Avec un cours du pétrole de seulement 34 USD par baril (USD/b) pour équilibrer sa balance des transactions courantes et des flux de capitaux robustes (essentiellement des investissements directs étrangers), la position extérieure des EAU est encore plus confortable. Malgré le tassement des exportations pétrolières, les réserves de change devraient donc continuer de s'étoffer. Surtout, les EAU vont pouvoir maintenir leur

EAU : PRIX DU PÉTROLE QUI ÉQUILIBRE LES FINANCES PUBLIQUES ET EXTÉRIEURES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : FMI, BNP PARIBAS

stratégie d'acquisition d'actifs à l'étranger et consolider ainsi une position déjà très solide (les actifs des fonds souverains dépassent 200% du PIB contre une dette extérieure de 87% du PIB).

RÉORGANISATION DES FLUX COMMERCIAUX : UN POTENTIEL À AMPLIFIER

Au-delà des conséquences de court terme, le changement de politique économique aux États-Unis devrait entraîner un profond bouleversement du commerce international. Les EAU sont bien positionnés pour en tirer parti.

Depuis 2022, les EAU multiplient les accords de partenariats économiques afin de renforcer leur positionnement en tant que plate-forme commerciale et d'attirer des investissements étrangers pour accélérer la transition vers une économie moins dépendante au pétrole. Certes, les résultats plutôt probants jusqu'à présent demandent à être confirmés dans la durée. L'annonce du lancement de négociations avec l'Union européenne pourrait permettre aux EAU, dont les exportations restent majoritairement tournées vers l'Asie, de franchir un nouveau palier. Des discussions sont également en cours avec le Japon. Elles pourraient aboutir d'ici la fin de l'année après celles déjà conclues avec l'Inde (premier pays signataire en 2022) ou encore l'Australie et la Nouvelle-Zélande. Enfin, la récente visite de Donald Trump dans le Golfe a confirmé que les EAU conservaient également une relation solide avec les États-Unis. De prime abord, les engagements apparaissent plutôt en faveur de l'économie américaine. Cependant, les projets d'investissements conjoints aux EAU dans le secteur de l'IA répondent à des besoins stratégiques dont le développement était jusqu'à peu entravé par le contexte de défiance vis-à-vis de la Chine.

En projetant leur puissance financière à l'extérieur et en multipliant les partenariats économiques, les EAU semblent ainsi se prémunir contre le risque de fragmentation géo-économique. Ils pourraient aussi saisir des opportunités, notamment en cas de renforcement des relations entre l'Europe et l'Inde.

Achevé de rédiger le 16 juin 2025

Stéphane Alby
stephane.alby@bnpparibas.com

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, Europe du Sud	+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, Royaume-Uni – 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 – Türkiye	+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, Russie, Kazakhstan	+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, Allemagne, Pays-Bas	+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

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOINSIGHT
Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOPERSPECTIVES
Analyses et prévisions des principales économies, développées et émergentes

ECOFLASH
Un indicateur, un évènement 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'évènement du mois ?
La réponse dans vos quatre minutes d'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE
Le podcast de l'actualité économique

Bulletin publié par les Études Economiques – 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 : Ashwin

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

© BNP Paribas (2025). Tous droits réservés.

Pour vous abonner à nos publications :
ÉTUDES ECONOMIQUES

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change