

EMERGING MARKETS

“ MALGRÉ LA GUERRE EN IRAN, LA FERMETURE DU DÉTROIT D'ORMUZ ET LA FLAMBÉE TEMPORAIRE DES PRIX DE L'ÉNERGIE, LES ÉCONOMIES ÉMERGENTES ÉVITENT JUSQU'ICI UN SCÉNARIO DE CRISE. ”

ÉTUDES **ECO**NOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

ÉDITORIAL

3 Économies émergentes : pourquoi le choc énergétique ne fait pas dérailler la croissance portée par le boom de l'IA ?

CHOC ÉNERGÉTIQUE

7 Conséquences du choc énergétique

INDICATEURS CLÉS

8 Indicateurs économiques clés des pays émergents

PANORAMAS RÉGIONAUX

9 Perspectives régionales

CHINE

11 Forces et déséquilibres

CORÉE DU SUD

13 Entre choc énergétique et boom de l'IA, la croissance se rééquilibre

INDE

15 Une économie mieux armée qu'en 2022 pour faire face au choc énergétique

INDONÉSIE

17 Croissance robuste mais dégradation de la gouvernance

POLOGNE

19 Croissance solide et sans déséquilibres majeurs en dehors du déficit public

ROUMANIE

21 Fragilisée par les turbulences politiques

TURQUIE

23 L'économie s'adaptera de nouveau aux vents contraires

BRÉSIL

25 Le pari d'une politique budgétaire protectrice

COLOMBIE

27 Un programme de rupture radicale

MEXIQUE

29 Révision de l'USMCA : le casse tête industriel

ARABIE SAOUDITE

31 Le conflit au Moyen-Orient, plus qu'un choc conjoncturel

ÉGYPTE

33 Des signes encourageants de renforcement macroéconomique



ÉDITORIAL

3

ÉCONOMIES ÉMERGENTES : POURQUOI LE CHOC ÉNERGÉTIQUE NE FAIT PAS DÉRAILLER LA CROISSANCE PORTÉE PAR LE BOOM DE L'IA?

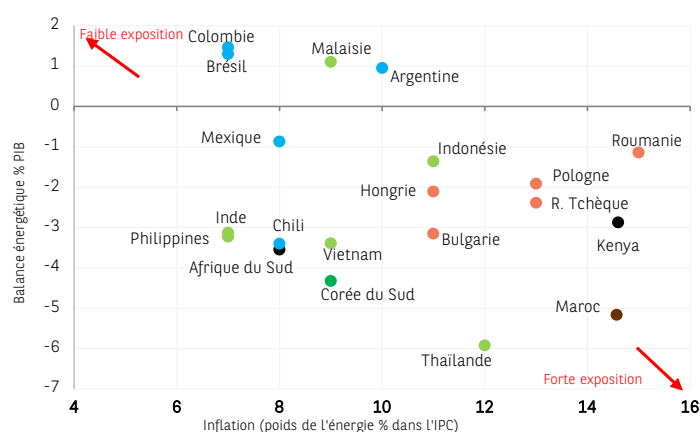
Malgré la guerre en Iran, la fermeture du détroit d'Ormuz et la flambée temporaire des prix de l'énergie, les économies émergentes évitent jusqu'ici un scénario de crise. Leur croissance ralentit à la marge, l'inflation reste contenue dans la plupart des pays et les marchés financiers n'ont pas décroché. Le moteur de croissance le plus puissant vient d'Asie : la demande mondiale de puces, de centres de données et de biens électroniques liés à l'intelligence artificielle compense une partie du choc pétrolier et redessine les équilibres extérieurs de plusieurs pays émergents.

Les économies émergentes ont jusqu'à présent mieux résisté qu'attendu au choc énergétique provoqué par le conflit au Moyen-Orient. La flambée des prix du pétrole, du gaz et des intrants liés à l'énergie a été rapide, mais moins durable et moins inflationniste qu'en 2022. Si les cycles d'assouplissement monétaire ont été interrompus dans de nombreux pays, la majorité des banques centrales ont pu maintenir leurs taux inchangés au cours des quatre derniers mois. Les marchés financiers émergents n'ont pas connu de mouvement de défiance généralisé, tandis que des amortisseurs macroéconomiques, plus solides qu'en 2022, ont aidé à absorber la hausse de la facture énergétique. En Asie, région la plus dépendante des hydrocarbures du Moyen-Orient, les autorités ont limité les risques de pénurie en diversifiant les approvisionnements, en mobilisant les réserves et en ajustant la demande. Surtout, les pays exportateurs de biens technologiques bénéficient fortement du boom de l'intelligence artificielle. Les investissements dans les infrastructures physiques de l'IA et la demande mondiale de puces et autres biens électroniques soutiennent la croissance et les comptes extérieurs de plusieurs économies émergentes, parfois davantage que le choc énergétique ne les pénalise. À court terme, la croissance moyenne des économies émergentes ne devrait donc ralentir que modérément. Les risques restent toutefois élevés : inflation plus persistante, hausse possible des taux de la Fed américaine, tensions géopolitiques, volatilité des prix des matières premières et risque de correction du cycle de la tech.

CROISSANCE ÉMERGENTE : LE CHOC ÉNERGÉTIQUE RALENTIT L'ACTIVITÉ ET ACCÉLÈRE L'INFLATION, SANS PROVOQUER DE CRISE

Les économies émergentes ont dans l'ensemble bien résisté au choc énergétique provoqué par la guerre en Iran. Leur croissance moyenne, solide au premier trimestre 2026 (estimée à +1,0% t/t), ne devrait ralentir que très modérément au second trimestre. Ni les enquêtes de conjoncture, ni les indicateurs d'activité n'ont connu de forte détérioration au cours du printemps. Le PMI manufacturier agrégé pour les pays émergents a reculé en mars avant de rebondir dès avril et de rester quasiment stable ensuite ; en juin, il était en zone d'expansion (à 51,4) et légèrement supérieur à son niveau moyen de janvier-février. À fin juin, seulement quatre des dix-huit principales économies émergentes (Chili, Indonésie, Turquie, Égypte) affichaient un PMI manufacturier inférieur à 50 et plus bas qu'en février. Dans les pays d'Asie industrialisée et importateurs nets d'hydrocarbures, les PMI sont restés bien orientés en dépit du choc énergétique. Au Vietnam, la croissance a accéléré à +8,4% en g.a. au T2, contre +7,9% au T1, soutenue par la solide performance de la production industrielle et des exportations. En Chine, en revanche, la croissance économique a ralenti au T2 (+4,3% en g.a. après +5% au T1), freinée notamment par la hausse des prix de l'énergie, la baisse des dépenses publiques et le ralentissement de la demande intérieure du secteur privé (cf. la note Chine, page 11).

Pays émergents : exposition au choc énergétique



GRAPHIQUE 1

SOURCES : ITC, STATISTIQUES NATIONALES, BNP PARIBAS

Sur le front de l'inflation, le choc s'est avéré moins sévère que prévu : les pressions inflationnistes sont apparues rapidement mais restent modérées. La fermeture du détroit d'Ormuz a eu un impact immédiat et important sur les cours mondiaux de l'énergie (prix du Brent : +57% entre fin février et fin avril – cf. tableau A et Graphique B, page 7, ainsi que sur les prix des engrais et des produits pétrochimiques. Le choc s'est répercuté rapidement aux prix des carburants et aux coûts de transports dans le reste du monde. Cependant, d'une part, les hausses se sont, pour le moment, peu diffusées aux prix agricoles et alimentaires. Ceci a largement limité l'impact du choc énergétique sur l'inflation IPC des pays émergents (l'énergie représente généralement moins de 15% du panier de l'IPC de ces pays, alors que le poids moyen de l'alimentation est de 30%), en particulier en comparaison avec le choc de 2022 lié au début de la guerre en Ukraine. D'autre part, les cours du pétrole ont reflué à partir de fin avril (prix du Brent : -19% en mai puis -21% en juin), aidés par la réduction accélérée des stocks des pays de l'OCDE et la baisse des importations chinoises de pétrole, puis par les perspectives de réouverture du détroit d'Ormuz¹.

Le taux d'inflation IPC médian dans les pays émergents a augmenté modérément, de 3,2% en g.a. en février à 4,3% en juin. L'inflation reste donc contenue dans une majorité de pays (cf. graphique C, page 7).

¹ BNP Paribas, 24 juin 2026 : [Gaz et pétrole : les perspectives de réouverture du détroit d'Ormuz réduisent les tensions sur le marché des hydrocarbures, mais le niveau des cours reste élevé](#)



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Dans les pays plus durement touchés (notamment les Philippines et la Thaïlande, suivies du Kenya, de l'Afrique du Sud ou de la Bulgarie), le choc inflationniste s'explique par une plus forte exposition directe au choc sur les prix de l'énergie (cf. graphique 1, page 3) et, dans certains cas, par la dépréciation de leur monnaie. À l'inverse, les pressions inflationnistes ont été les moins fortes dans les pays ayant recours à des subventions ou des contrôles sur les prix des carburants (par exemple l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie ou les pays du Golfe). En Chine, la hausse des prix de l'énergie a contribué à réduire les pressions déflationnistes (sans toutefois en changer les causes structurelles) : les prix à la production augmentent depuis mars, après plus de trois ans de baisse, et l'inflation IPC a accéléré légèrement, à +1,1% en g.a. au T2 2026 contre 0,8% au T1.

Les cycles d'assouplissement monétaire, en cours dans de nombreux pays en début d'année, ont généralement été interrompus. Mais les hausses de taux ont été peu nombreuses et d'ampleur limitée (cf. graphique D, page 7). Depuis le début de la guerre en Iran, seules quelques banques centrales du monde émergent ont fortement relevé leurs taux directeurs, mais pas nécessairement en réponse au choc énergétique. Il s'agit, notamment, de l'Indonésie et de la Colombie : alors que l'exposition directe de ces deux pays au choc sur les prix de l'énergie est limitée (cf. graphique 1, page 3), les autorités monétaires ont réagi, dans le premier cas, face à la nervosité des investisseurs étrangers et à la dépréciation de la roupie et, dans le second, face à la dérive expansionniste de la politique budgétaire et ses effets sur l'inflation (cf. Indonésie et Colombie, pages 17 et 27). La politique monétaire a également été resserrée aux Philippines et, dans une moindre mesure, en Afrique du Sud et en République tchèque, les banques centrales ayant agi rapidement quand l'inflation s'est éloignée de la cible (de 3%±1 pour les Philippines et l'Afrique du Sud, 2%±1 pour la République tchèque). La banque centrale coréenne est la dernière à avoir relevé ses taux directeurs, le 16 juillet (+25 pb), en raison de pressions inflationnistes dans un contexte de croissance solide (cf. Corée du Sud, page 13).

Un grand nombre de banques centrales ont maintenu les taux directeurs inchangés, y compris en Asie. Le *statu quo* monétaire pourrait être maintenu en Thaïlande (qui sort d'une année de déflation), au Vietnam (dont la banque centrale a pour objectifs de stabiliser les prix mais aussi de soutenir la demande) et en Chine (qui cherche à stimuler le crédit et à combattre les pressions déflationnistes). Le Brésil et la Hongrie constituent deux exceptions puisqu'ils ont entamé, comme prévu avant la guerre, leur cycle d'assouplissement monétaire (depuis février, les taux directeurs ont été réduits de 75 pb au Brésil et 50 pb en Hongrie).

POURQUOI LES PAYS ÉMERGENTS RÉSISTENT MIEUX QU'EN 2022 AU CHOC ÉNERGÉTIQUE ?

La résilience macroéconomique. Les fondamentaux macroéconomiques des pays émergents et leur position dans le cycle ont contribué à amortir l'impact du choc externe. En début d'année, ces pays connaissaient, dans leur ensemble, une dynamique de croissance solide, de désinflation et de correction des déséquilibres des comptes publics et extérieurs. En Inde, par exemple, les autorités ont plus de marge de manœuvre pour soutenir l'économie grâce à un déséquilibre budgétaire, un déficit courant et une inflation plus modérés qu'en 2022 (cf. Inde, page 15). En Égypte, l'ajustement des politiques économiques au cours des derniers trimestres (réformes budgétaires, flexibilité accrue du taux de change) et le soutien des créanciers internationaux contribuent à limiter l'effet déstabilisateur de la hausse des prix de l'énergie sur l'éco-

nomie (cf. Égypte, page 33). En Pologne et plus généralement en Europe centrale, l'inflation est beaucoup plus modérée qu'en 2022, et les anticipations d'inflation sont mieux ancrées (cf. Pologne, page 19).

La résilience énergétique. Le choc d'offre a été moins sévère que ce qui était craint au moment des premières attaques militaires fin février. Les pénuries d'hydrocarbures et leurs effets directs sur l'activité ont été plus limités. Les pays d'Asie – pourtant les plus exposés au risque de rupture d'approvisionnement en raison de leur dépendance aux importations d'hydrocarbures en provenance du Moyen-Orient – ont fait preuve d'une bonne capacité d'adaptation. Ils ont mis en œuvre des solutions, dès le début du conflit, pour réduire le risque de pénurie : mesures pour contenir la demande, recherche de sources d'approvisionnement alternatives (par exemple de la Russie, des stocks flottants disponibles, etc.), utilisation des réserves, substitution par du charbon et des énergies renouvelables. Les pays d'Europe centrale² et d'Amérique latine³ sont, quant à eux, moins ou peu dépendants des hydrocarbures en provenance du Moyen-Orient.

L'absence de choc financier. Les marchés financiers émergents n'ont pas connu de stress généralisé depuis le début de la guerre en Iran. Les flux d'investissements ont été très volatils, dans un contexte international marqué par la hausse des risques géopolitiques et les bouleversements liés au boom de l'IA. Toutefois, dans l'ensemble, les marchés émergents n'ont pas connu de mouvement de défiance de la part des investisseurs étrangers. Les conditions financières ne se sont resserrées que légèrement pour les emprunteurs souverains et privés des pays émergents. Les tensions sur les primes de CDS et sur les taux obligataires domestiques sont restées contenues et moins importantes qu'en 2022, et les devises ont généralement bien résisté (cf. graphique E, page 7). Entre le 27 février et le 18 juin 2026 (annonce du protocole d'accord entre les États-Unis et l'Iran), les dépréciations les plus importantes ont concerné soit les pays les plus directement exposés au choc énergétique comme la Thaïlande (-5,3% contre USD), la Corée du Sud (-6,2%) ou les Philippines (-4,5%), soit ceux présentant des vulnérabilités macroéconomiques particulières, comme l'Indonésie (-5,7% contre USD), la Roumanie (-5,4%) et la Turquie (-5,4%) – voir les pages 17, 21, 23. Les devises émergentes se sont réappréciées entre la signature du protocole d'accord et la reprise des attaques militaires à la mi-juillet.

Autre facteur de la résistance générale du monde émergent face au choc énergétique : le boom de l'IA et de la demande mondiale de biens nécessaires aux infrastructures de l'IA.

L'ESSOR DES INFRASTRUCTURES DE L'IA SOUTIENT L'ACTIVITÉ EN ASIE

Dans les pays émergents dans leur ensemble, l'essor de l'IA constitue un choc de croissance positif qui compense l'effet négatif du choc énergétique. Jusqu'à présent, l'impact de l'expansion de l'IA sur les économies émergentes passe principalement par les effets d'entraînement des investissements dans les infrastructures physiques de l'IA *via* les chaînes d'approvisionnement⁴ et le commerce mondial⁵. Les pays producteurs des biens nécessaires à la construction des centres de données et autres infrastructures (métaux critiques et, surtout, puces et autres biens électroniques) disposent, en effet, d'un atout stratégique dans leurs relations internationales, d'une solide base d'exportations et d'un moteur de croissance. **Dans certains de ces pays, le boom de la demande mondiale de biens liés à l'IA redéfinit aussi les dynamiques de comptes extérieurs.**

² BNP Paribas, 27 avril 2026 : [Choc énergétique : les 4 clés de la bonne résilience de l'Europe centrale](#)

³ BNP Paribas, 15 avril 2026 : [Amérique latine : plus exposée aux pressions inflationnistes qu'aux ruptures d'approvisionnement en hydrocarbures](#)

⁴ BNP Paribas, 6 mars 2026 : [L'essor de l'intelligence artificielle : des opportunités stratégiques pour les pays émergents](#)

⁵ La croissance en volume des exportations mondiales de marchandises a accéléré de 2,8% en 2024 (1,8% en valeur) à 4,4% en 2025 (6,8% en valeur) et 6,7% en g.a. sur les quatre premiers mois de 2026 (données CPB), largement tirée par la demande de biens liés à l'IA.



Les pays producteurs de minerais critiques occupent une position particulièrement stratégique, mais les gains de croissance directement liés au boom de l'IA sont modestes à court terme. Ils exportent ces minerais en grande partie à l'état brut, sans grande valeur ajoutée, et les quantités utilisées sont réduites. Alors que l'ensemble des biens liés à l'IA représente environ 15% de la valeur totale des exportations mondiales (selon les données d'Oxford Economics), les matières premières représentent moins de 3%. En revanche, la hausse des prix des métaux critiques a soutenu les termes de l'échange des pays exportateurs (le prix du cuivre a par exemple augmenté de 42% depuis un an et de 8% depuis le début de 2026). Cela a permis, en particulier à certains pays d'Amérique latine, de compenser l'effet de la hausse des prix des hydrocarbures importés depuis le début du conflit au Moyen Orient.

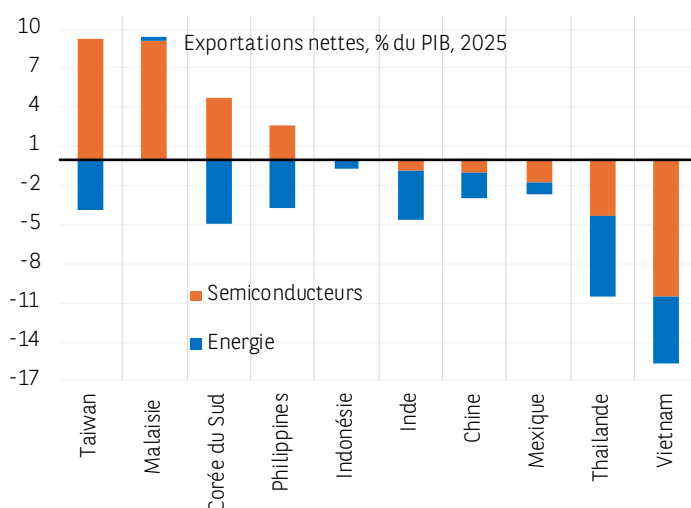
Les pays producteurs de puces et autres biens électroniques ont au contraire bénéficié d'un puissant soutien à l'activité et aux exportations au cours des derniers trimestres. Il s'agit essentiellement des pays d'Asie, qui fournissent 65% des exportations mondiales de biens liés à l'IA et 85% des exportations de semiconducteurs (données 2025). Taiwan, ainsi que la Corée du Sud, la Chine, le Vietnam, la Malaisie et la Thaïlande sont les principaux bénéficiaires de la hausse de la demande mondiale des biens liés à l'IA en termes d'impact sur l'activité⁶. **En revanche, les répercussions sur les soldes des comptes courants sont très variables et dépendent de la position du pays producteur dans les chaînes de valeur.**

En amont de la chaîne, Taiwan et la Corée du Sud produisent les puces les plus sophistiquées et indispensables à l'IA, et l'essor de l'IA soutient l'activité et les excédents courants. Leurs exportations de marchandises ont affiché des taux de croissance très élevés (+47% en g.a. en valeur en Corée comme à Taiwan au S1 2026), tirées par une forte hausse des volumes (estimée à plus de 20% en g.a. au S1) et des prix (cf. graphique F page 7). Ceux-ci sont soutenus par l'augmentation rapide de la demande et la montée en gamme (en Corée du Sud, le prix moyen des semiconducteurs exportés a plus que doublé en un an). La progression des volumes s'est essouffée récemment, l'activité du secteur manufacturier étant contrainte, d'une part, par la hausse des coûts de l'énergie et des matières premières et, d'autre part, par les taux d'utilisation élevés des capacités de production.

Dopées par la production et les exportations de biens liés à l'IA, la croissance économique taiwanaise a atteint 14,5% en g.a. au T1 2026 (avec une contribution des exportations nettes de 10 points de pourcentage) et la croissance coréenne a accéléré à 3,8% en g.a. (avec une contribution des exportations nettes de 1,5pp). Du côté des comptes extérieurs, l'expansion des exportations de puces et l'amélioration des termes de l'échange ont un impact positif direct et important sur les balances commerciale et courante (cf. graphique 2). Les excédents atteignent des records historiques en dépit de la hausse de la facture énergétique. Au T1 2026, l'excédent courant dégagé par Taiwan est estimé à près de 25% du PIB (contre 15% en moyenne sur les cinq dernières années) et celui de la Corée du Sud à près de 15% du PIB, contre 4% sur les cinq dernières années (cf. Corée du Sud, page 13).

La Chine exporte une gamme de biens liés à l'IA plus large, mais dont la production nécessite d'importer des microprocesseurs et autres composants à haute valeur ajoutée, notamment de Corée du Sud et de Taiwan. Le boom de la demande mondiale liée à l'IA dope l'activité exportatrice, et le secteur de l'IA en Chine devient un moteur essentiel de la croissance du secteur industriel et des services.

Comptes extérieurs des pays émergents : inégaux face au choc énergétique et au boom de l'IA



GRAPHIQUE 2

SOURCES : ITC, FMI, BNP PARIBAS

En revanche, le solde des échanges de biens liés à l'IA étant proche de l'équilibre, les importations augmentent en parallèle des exportations, et le boom du commerce de biens liés à l'IA n'accroît pas l'excédent commercial chinois (cf. Chine page 11).

Les autres pays exportateurs de semiconducteurs et d'autres biens technologiques sont davantage spécialisés dans l'assemblage, le test et le packaging des puces pour former les composants électroniques à différents stades des chaînes de valeur. Ils profitent tous d'un solide soutien à la croissance et aux recettes d'exportations. En revanche, tous n'ont pas un positionnement qui leur permette d'accroître leurs excédents commerciaux grâce à l'essor de la demande mondiale de biens liés à l'IA (cf. graphique 2). La Malaisie bénéficie actuellement de son statut d'exportateur net d'hydrocarbures et de semiconducteurs.

À l'autre bout du spectre, la Thaïlande, le Vietnam et, dans une bien moindre mesure, le Mexique produisent des biens à faible valeur ajoutée. Ils subissent de plein fouet la hausse de la facture énergétique et celle des coûts des intrants électroniques qu'ils doivent importer pour faire fonctionner leurs usines (cf. Mexique page 29). En Thaïlande comme au Vietnam, le solde de la balance commerciale est passé d'un excédent au S1 2025 à un déficit sur la même période en 2026. Le boom de l'IA tend donc à exacerber leur vulnérabilité externe. Alors que la Thaïlande dispose de réserves de change assez confortables pour absorber les chocs sur sa balance des paiements, le Vietnam a des réserves insuffisantes, ce qui pourrait alimenter des pressions sur sa monnaie dans les mois à venir.

⁶ Selon les estimations d'Oxford Economics, Taiwan bénéficie de l'impact positif le plus important sur son PIB et ses exportations nettes d'une hausse de USD100 des importations étatsuniennes de biens liés à l'IA. Viennent ensuite le Vietnam, la Malaisie, la Corée du sud, la Thaïlande et la Chine. Cf. Oxford Economics, 21 May 2026: *How AI is shaping regional supply chains – and fuelling a new savings glut*.



PRÉVISIONS 2026 : CROISSANCE PROCHE DE 4%, MAIS TROIS RISQUES MAJEURS DE TURBULENCES

La croissance moyenne des économies émergentes ne devrait donc ralentir que modérément à court terme. Dans notre scénario central, nous prévoyons une croissance moyenne légèrement en dessous de 4% sur l'ensemble de 2026, après 4,5% en 2025. Le ralentissement est, sans surprise, le plus marqué dans les pays du Golfe et du Moyen-Orient⁷. Il est généralisé mais relativement modéré dans les pays d'Asie, les effets du boom de l'IA aidant à compenser les conséquences du choc énergétique dans les économies les plus industrialisées. La croissance moyenne de l'Asie restera la plus forte des régions émergentes. Le ralentissement est en revanche beaucoup moins marqué en Amérique latine, en particulier grâce au rebond attendu au Mexique et à la bonne tenue de la croissance brésilienne (cf. Mexique et Brésil, pages 29 et 25), et en Europe centrale, où l'activité est notamment soutenue par l'investissement public (cf. Panoramas régionaux, page 9).

Le premier risque baissier sur ce scénario central est le risque inflationniste. Les pressions inflationnistes devraient persister, alimentées par des prix des hydrocarbures et des autres matières premières durablement plus élevés. Elles pourraient conduire à un resserrement plus général des politiques monétaires. Après la signature, fin juin, du protocole d'accord entre les États-Unis et l'Iran, les cours mondiaux du pétrole étaient revenus à leur niveau d'avant-guerre, mais ils sont repartis à la hausse depuis la reprise des attaques militaires. Ils devraient rester volatiles et élevés à court terme. Les prix des minerais devraient également rester soutenus, en particulier en raison de la vague d'investissements dans l'IA et l'électrification des usages. Et les prix des matières premières agricoles pourraient augmenter plus rapidement que prévu sous l'effet combiné de la hausse des prix des engrais et de phénomènes météorologiques (El Nino, pics de chaleur, mousson défavorable en Inde, etc.). Le FMI attend une hausse de 18,6% du prix moyen des matières premières hors hydrocarbures en 2026, après déjà +10% en 2025.

Le second risque qui pèse sur nos prévisions est le risque de durcissement des conditions de financement internationales pour les emprunteurs émergents, qui d'une part résultera de la hausse attendue des taux de la Fed américaine, et d'autre part pourrait s'accroître en cas de mouvement de défiance des investisseurs étrangers. Des dépréciations importantes des monnaies émergentes viendraient alors aussi augmenter les pressions inflationnistes. Dans un contexte mondial marqué par les tensions géopolitiques et les bouleversements entraînés par le boom de l'IA, les risques de turbulences financières sont importants.

Le troisième risque est celui d'un retournement du cycle technologique. Un ralentissement brutal des investissements dans les centres de données et les infrastructures numériques pèserait directement sur les économies les plus exposées aux chaînes de valeur des semiconducteurs. Compte tenu de la concentration actuelle de la croissance mondiale autour de la tech, un tel retournement ne se limiterait pas aux marchés financiers : il toucherait aussi l'économie réelle, en particulier les économies industrialisées d'Asie et les pays dépendants de la demande américaine.

Achevé de rédiger le 16 juillet 2026

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com

⁷ BNP Paribas, 15 juillet 2026 : [Le conflit au Moyen-Orient : un choc de croissance massif pour le Golfe](#)



CONSÉQUENCES DU CHOC ÉNERGÉTIQUE

7

Cours du pétrole et du gaz (moyennes annuelles)

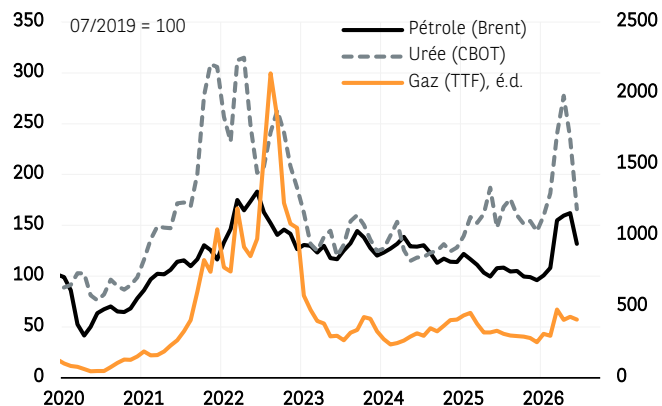
	2025	2026p	2027p
Brent (USD/b)	68,1	81-96	79-110
TTF (€/MWh)	36,3	40-51	35-86

Prévision : **borne basse** = hausse temporaire des tensions mais poursuite des négociations ;
borne haute = ré-escalade des tensions avec blocage d'Ormuz pour une durée indéterminée.

TABLEAU A

SOURCES : BNP PARIBAS

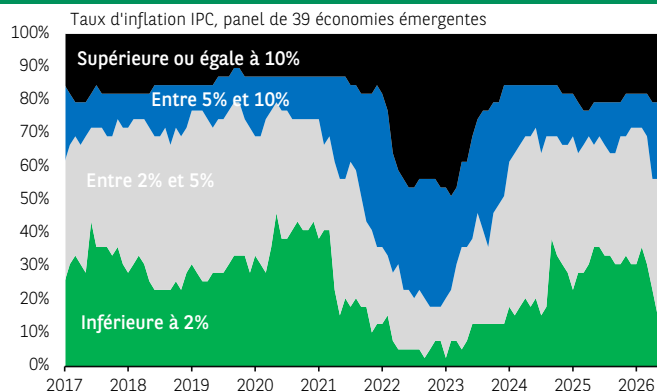
Cours du pétrole, du gaz et des engrais



GRAPHIQUE B

SOURCES : BLOOMBERG

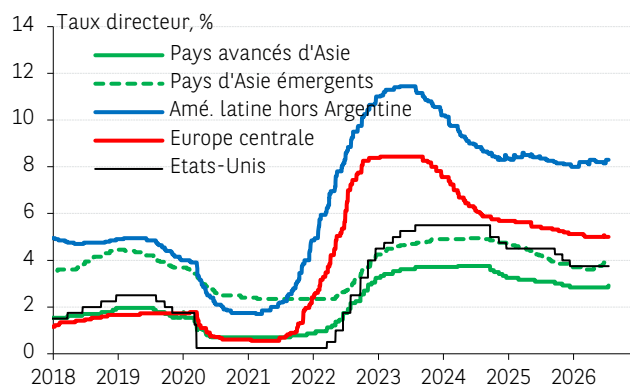
Hausse modérée des pressions inflationnistes



GRAPHIQUE C

SOURCES : BANQUES CENTRALES, MACROBOND, BNP PARIBAS

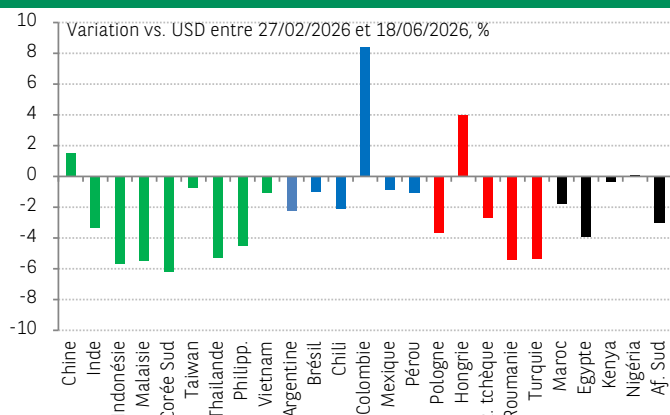
Le durcissement monétaire n'est pas généralisé



GRAPHIQUE D

SOURCES : BANQUES CENTRALES, MACROBOND, BNP PARIBAS

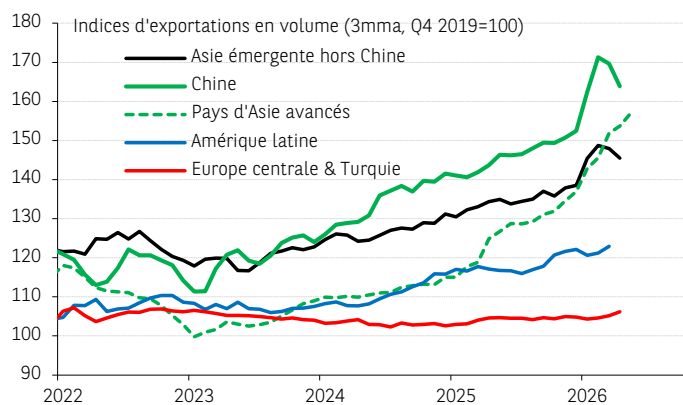
Dépréciations modérées des devises émergentes



GRAPHIQUE E

SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS

Les pays producteurs de puces bénéficient des exportations les plus dynamiques



GRAPHIQUE F

SOURCES : CPB, MACROBOND, BNP PARIBAS

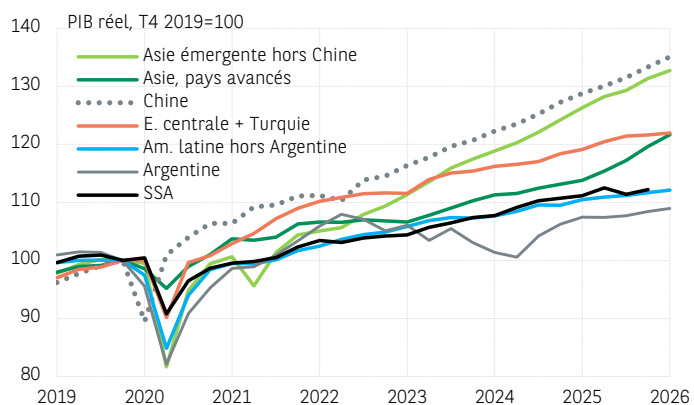

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

INDICATEURS CLÉS

8

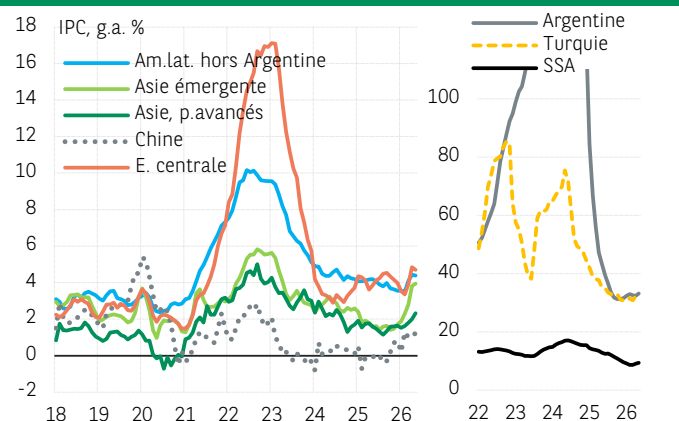
PIB réel



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS

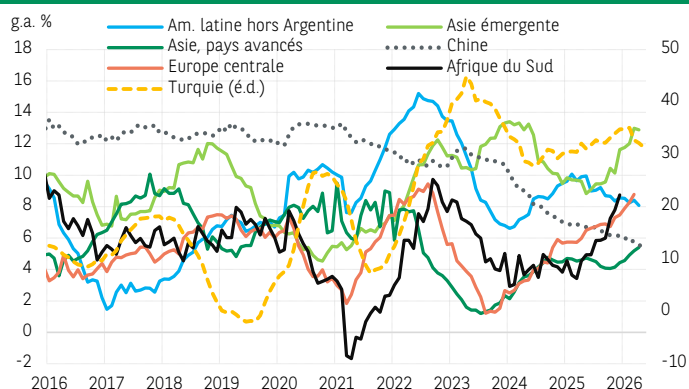
Inflation



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS

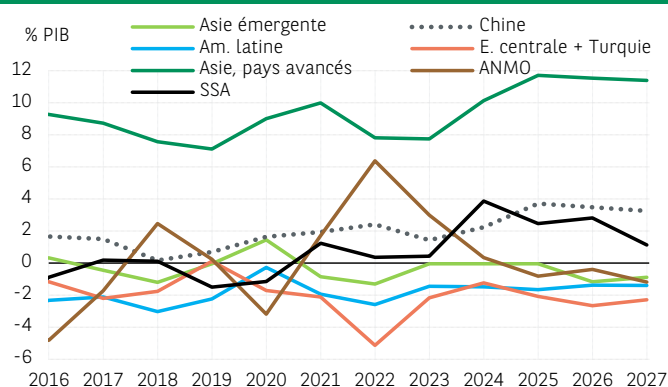
Crédit bancaire intérieur



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BANQUES CENTRALES, BNP PARIBAS

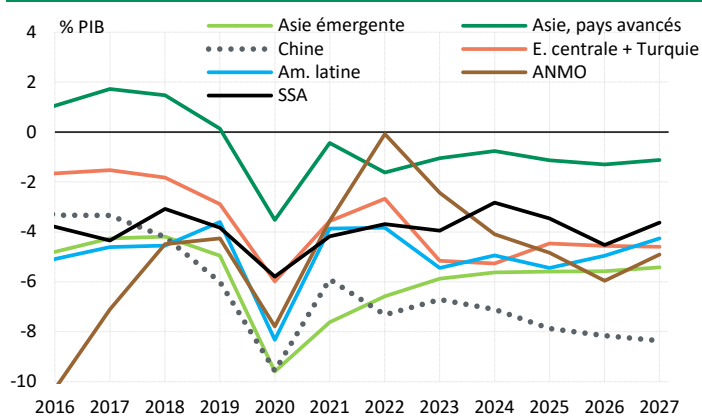
Solde courant



GRAPHIQUE 4

SOURCES : FMI (WEO), BNP PARIBAS

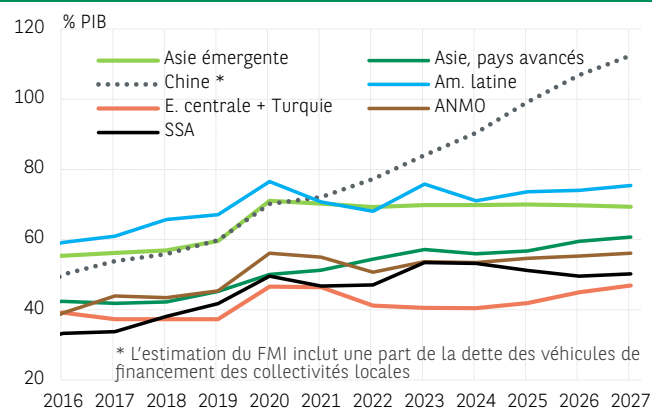
Solde budgétaire du gouvernement et des administrations publiques



GRAPHIQUE 5

SOURCES : FMI (WEO), BNP PARIBAS

Dettes du gouvernement et des administrations publiques



GRAPHIQUE 6

SOURCES : FMI (WEO), BNP PARIBAS

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PANORAMAS RÉGIONAUX

Achévé de rédiger le 13 juillet 2026

9

AFRIQUE DU NORD/MOYEN-ORIENT : CHOC SÉVÈRE AUX EFFETS VARIABLES

Les conséquences du conflit dans la région sont significatives. La croissance économique moyenne devrait tomber à 0,5% cette année, contre 4% en 2025. Les pays du Conseil de Coopération du Golfe (CCG) supportent l'essentiel de la correction : pour la première fois depuis 2020, une contraction du PIB (de 1% environ) est attendue en 2026 en raison de la forte baisse de la production de gaz et de pétrole durant le conflit. Hors hydrocarbures, l'activité décélère également mais elle ne se contracte ni en Arabie saoudite, ni aux Émirats arabes unis. Pour le Koweït et le Qatar, les économies les moins diversifiées du GCC, et ne disposant pas d'alternative au passage du détroit d'Ormuz, le choc de croissance est beaucoup plus important. Pour ces deux pays, la contraction du PIB réel devrait atteindre 7 à 8% en 2026.

Sous réserve que la situation se stabilise durablement, la croissance du CCG rebondirait à 4,6% en 2027, portée par la reprise de la production pétrolière et gazière et un redressement du secteur hors hydrocarbures. Les incertitudes demeurent très fortes. Néanmoins, plusieurs facteurs contribuent à la résilience de ces pays : maintien de cours mondiaux de l'énergie relativement élevés, ressources financières vastes, endettement modéré. La réaction des marchés financiers reste contenue jusqu'à présent, y compris pour Bahreïn dont les fondamentaux macroéconomiques sont pourtant dégradés. Les subventions et la réorganisation des flux logistiques autour de l'Arabie saoudite ont permis de contenir le risque inflationniste induit par la fermeture du détroit d'Ormuz. Bien qu'en hausse, l'inflation moyenne des pays du Golfe ne devrait pas excéder 2,5% cette année.

Les modèles de développement des pays du Golfe, sans être totalement remis en question, devront être ajustés. Des investissements substantiels seront nécessaires à moyen terme, dans un contexte pétrolier qui pourrait redevenir défavorable. L'Arabie saoudite devra continuer de gérer un équilibre délicat entre stabilité des finances publiques et poursuite du programme « Vision 2030 ».

En Afrique du Nord, le choc énergétique devrait rester gérable, notamment au Maroc grâce à des fondamentaux macroéconomiques robustes. Une plus grande flexibilité du taux de change a permis à l'Égypte d'absorber les conséquences sur la liquidité en devise de la hausse de la facture énergétique et des sorties d'investissements de portefeuille. La reprise de l'activité et la trajectoire désinflationniste ne sont pas remises en cause. En Algérie, l'envolée des cours de l'énergie va aider une économie dont les déficits budgétaire et extérieur se sont dégradés dangereusement ces dernières années. Mais en l'absence de stratégie de consolidation budgétaire clairement établie, le répit sera de courte durée.

stephane.alby@bnpparibas.com

AFRIQUE SUBSAHARIENNE : FRAGILITÉS EXACÉRBEES

En 2026, la croissance économique régionale devrait ralentir à 4,1% (-0,4 pp comparé à 2025), freinée par la hausse des prix de l'énergie et des engrais. Les pays d'Afrique australe et de l'Est, dont près de 50% des importations de pétrole et gaz proviennent du Moyen-Orient, ont été impactés par des pénuries de carburants temporaires. Dans une certaine mesure, ces pays ont toutefois pu diversifier leurs sources d'approvisionnement en pétrole grâce au Nigéria. Ce dernier est mieux positionné qu'en 2022 pour tirer profit de la hausse du cours du pétrole (rebond de la production et capacités de raffinage supplémentaires).

La plupart des pays connaissent un rebond de l'inflation depuis mars-avril, à l'exception de ceux qui ont choisi de subventionner les carburants (zone UEMOA, Angola), mais peu de banques centrales ont resserré leur politique monétaire. En Afrique du Sud, la Banque centrale a remonté son taux directeur de 25 pb en mai, alors que des baisses étaient attendues avant le choc énergétique.

Le choc fragilise les comptes extérieurs et les finances publiques de nombreux pays. À l'exception de l'Angola et du Nigéria, la plupart des pays de la région sont importateurs nets d'énergie et leurs déficits commerciaux énergétiques sont considérables (jusqu'à 8% du PIB en Zambie). Les comptes extérieurs des pays dont les exportations de matières premières sont soutenues par des cours favorables (or, cuivre et autres métaux de la transition bas-carbone) devraient être résilients. Pour les autres, des inquiétudes persistent. Au Kenya, le risque d'une dévaluation soudaine du shilling s'est accentué avec le creusement des déficits jumeaux. Depuis le début du conflit en Iran, le gouvernement a réduit de moitié le taux de TVA sur les carburants, alors que le déficit budgétaire a déjà atteint 5,8% du PIB sur les six premiers mois de l'année budgétaire. Au Sénégal, les subventions à l'énergie devraient provoquer un dérapage budgétaire de l'ordre de 2pp de PIB pour 2026. Au Mozambique, le choc énergétique pourrait être l'élément déclencheur d'une restructuration de la dette euro-obligataire dans les prochains mois.

lucas.ple@bnpparibas.com

AMÉRIQUE LATINE : MOINS EXPOSÉE AU CHOC ÉNERGÉTIQUE

La croissance moyenne des principales économies d'Amérique latine devrait ralentir modérément en 2026 et rester légèrement supérieure à 2% sur l'ensemble de l'année (contre 2,3% en 2025).

Au cours de la période T4 2025-T1 2026, les performances de croissance ont été très inégales. L'Argentine et le Brésil ont enregistré une accélération sensible de l'activité. En revanche, la croissance a décéléré au Pérou et rechuté au T1 2026 au Chili et au Mexique. À l'exception de l'Argentine et du Pérou, les économies de la région sont entrées dans la zone de turbulence créée par le choc pétrolier dans une position moins confortable que celle des économies d'Asie et d'Europe centrale (l'*output gap* restait négatif au T1 au Brésil, en Colombie et au Mexique).

Les économies sud-américaines devraient a priori être moins affectées par le choc pétrolier que les autres zones émergentes. D'une part, le risque de rupture d'approvisionnement est faible. D'autre part, les économies sont, à des degrés divers, exportatrices nettes de matières premières. Or, les prix des hydrocarbures, mais aussi des autres matières premières, seront plus élevés en 2026 qu'en 2025, en particulier ceux de certains métaux bruts ou transformés (cuivre, aluminium). Dans une moindre mesure, les prix de matières premières agricoles se sont redressés depuis la fin 2025 (blé).

Le statut d'exportateur net de matières premières ne prémunit pas les pays contre une accélération de l'inflation. En mai, par rapport à février, le glissement sur un an des prix à la consommation était supérieur de +1,6 point de pourcentage (pp) au Chili et au Pérou, +0,9 pp au Brésil, +0,5 pp en Colombie, seulement 0,1 pp en Argentine et même -0,1 pp au Mexique. Néanmoins, dans l'ensemble, l'impact inflationniste a été modéré jusqu'en mai.

Les déficits courants devraient se réduire avec l'amélioration des termes de l'échange, surtout au Brésil et en Colombie. La hausse des prix de l'énergie va, en revanche, accentuer les pressions sur les finances publiques via la hausse des subventions au Brésil, au Mexique et en Colombie. Ce risque serait toutefois atténué par la hausse attendue des recettes budgétaires tirées du pétrole. Pour l'Argentine, le Chili et le Pérou, l'impact inflationniste pourrait entraîner un resserrement monétaire, qui augmenterait la charge d'intérêts sur la dette publique. Mais les déficits budgétaires modérés de ces pays devraient leur permettre d'absorber ce surcoût. En outre, les gouvernements de la région devraient surmonter sans trop de difficultés un éventuel resserrement des conditions financières internationales.

helene.drouot@bnpparibas.com
francois.faire@bnpparibas.com
lucas.ple@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PANORAMAS RÉGIONAUX

Achévé de rédiger le 13 juillet 2026

10

ASIE : LA RÉGION DISPOSE D'ATOUTS FACE À LA CRISE ÉNERGÉTIQUE

En Asie émergente, région très exposée au choc énergétique, la croissance économique devrait s'établir à 5,0% en moyenne en 2026, contre 5,4% en 2025. Le ralentissement devrait être assez généralisé, mais modéré dans l'ensemble. La croissance atteindrait 4,6% en Chine (contre 5% en 2025), 6,7% en Inde (pour l'année budgétaire 2026/2027 contre 7,7% en 2025/2026) et 4,5% dans l'ASEAN-5 (contre 5% en 2025).

La plupart des pays disposent de fondamentaux suffisamment solides pour faire face aux conséquences du choc énergétique, même si certaines devises (notamment en Indonésie et en Inde) subissent de fortes pressions baissières. En outre, les autorités ont habilement géré les difficultés d'approvisionnement, en particulier en Chine. Surtout, l'activité des pays les plus industrialisés est largement soutenue par le boom de la demande mondiale de biens liés à l'IA, qui gonfle les recettes d'exportations de la région. Cela contribue à des risques haussiers sur nos prévisions, en dépit de l'accélération de l'inflation, de la hausse des taux d'intérêt et de l'incertitude géopolitique.

Les pays d'Asie, à l'exception de la Malaisie, sont de gros importateurs nets de pétrole et de gaz. Leur déficit commercial énergétique atteignait en 2025 entre 1,4% du PIB en Indonésie et 5,9% du PIB en Thaïlande. Les gouvernements disposent cependant de plus de marges de manœuvre qu'en 2022 lors de la crise liée à la guerre en Ukraine : l'inflation est généralement plus faible et les déficits budgétaires sont mieux maîtrisés. De plus, les comptes extérieurs restent solides et les déficits courants sont modestes. Même le Vietnam, dont les réserves représentent moins de trois mois d'importations, a montré une bonne résistance au choc.

Le principal risque à court terme n'est pas le creusement du déficit du compte courant mais l'accélération des sorties de capitaux (déjà marquées en Inde et en Indonésie), surtout si la Fed relève ses taux d'intérêt. Entre le début de la guerre en Iran fin février et fin juin, les devises asiatiques ont subi, dans l'ensemble, les dépréciations les plus importantes parmi les devises émergentes (notamment la roupie indonésienne : -6,4% contre le dollar et le baht thaïlandais : -6,1%). Ces dépréciations pourraient s'accroître dans les pays présentant des risques de dérapage budgétaire, notamment en Inde et en Indonésie où les subventions pèsent sur les finances publiques. Le yuan chinois a, en revanche, continué de s'apprécier légèrement (+1% contre USD).

Les politiques de contrôle des prix de l'énergie ont aidé à limiter l'inflation en Inde, en Indonésie et, dans une moindre mesure, en Malaisie, tandis que les prix ont plus fortement augmenté aux Philippines ou au Vietnam. La Chine est sortie de la déflation grâce à la hausse des prix à la pompe et des prix à la production, mais la demande intérieure reste atone ; le regain d'inflation pourrait ainsi s'avérer temporaire. Dans les autres pays d'Asie, les risques inflationnistes vont persister en raison de la hausse des coûts de production et des prix toujours élevés du pétrole. Si seules les banques centrales d'Indonésie et des Philippines ont relevé leurs taux pour l'instant, un durcissement monétaire plus large est possible d'ici fin 2026.

christine.peltier@bnpparibas.com
johanna.melka@bnpparibas.com

EUROPE CENTRALE : LA RÉGION SE MONTRE SOLIDE

Les économies d'Europe centrale devraient de nouveau bien résister au choc énergétique. Peu dépendants du Moyen-Orient pour leur importations d'hydrocarbures, les pays de la région, à l'exception de la Pologne, sont peu exposés à un risque de rupture d'approvisionnement. Certes, la hausse des prix des carburants affecte l'activité économique. Dans le même temps, cependant, la croissance sera soutenue par les fonds européens pour la reprise et la résilience, dont EUR 43,1 mds (2,1% du PIB régional de 2025) restent à verser. Ces fonds financent notamment l'investissement public.

En 2026, la croissance du PIB régional pourrait atteindre 2,4% (après 2,5% en 2025) mais elle restera inégale. La Pologne, la Hongrie et la République tchèque devraient faire partie des économies les plus performantes de la région, tandis que la Slovaquie et la Roumanie devraient rester à la traîne. Ces deux pays sont engagés dans un processus de consolidation budgétaire. De plus, la Roumanie est actuellement confrontée à une crise politique, ce qui pèse sur l'activité économique.

Les pressions baissières sur les devises et la remontée de l'inflation sont restées modérées et bien moins marquées qu'en 2022. De plus, le récent ralentissement des prix alimentaires, puis celui des prix à la pompe ont contribué au recul de l'inflation dans presque tous les pays, sauf en Roumanie. L'inflation devrait rester proche de la zone cible des banques centrales en 2026 (sauf en Roumanie et en Slovaquie). Toutefois, les incertitudes prolongées, liées à la situation dans le détroit d'Ormuz pourraient modifier ce scénario.

Les autorités monétaires ont réagi différemment (Hongrie : baisse du taux directeur de -25 pb ; Rép. tchèque : +25 pb ; Pologne et Roumanie : *statu quo*). À court terme, les banques centrales devraient se montrer prudentes et maintenir leurs taux inchangés.

L'impact du choc énergétique sur les finances publiques est limité. Avec une marge de manœuvre budgétaire plus réduite qu'en 2022, les mesures de soutien se sont limitées à un plafonnement des prix à la pompe, à une baisse des droits d'accise et du taux de TVA sur les carburants. Par ailleurs, les taxes exceptionnelles imposées temporairement aux compagnies pétrolières (Roumanie, Pologne) atténuent l'effet sur les finances publiques.

Les comptes extérieurs sont solides et devraient absorber le choc sans difficultés majeures. Depuis le début de la guerre en Iran, les pays d'Europe centrale ont accumulé des réserves de change, qui couvrent plus de 7 mois d'importations en moyenne. Par ailleurs, les perspectives en matière d'investissements de portefeuille restent bien orientées avec un différentiel de rendement positif par rapport à l'Allemagne, tandis que les IDE restent dynamiques (EUR 41,7 mds sur les trois premiers mois de l'année, soit +109% sur un an).

Avec un excédent courant, la Hongrie et la Rép. tchèque sont les pays les moins exposés à une dégradation de la balance des paiements. À l'inverse, la Roumanie apparaît comme le plus exposé compte tenu de l'ampleur de son déficit courant. Toutefois, la situation est gérable car le déficit de sa balance commerciale énergétique est relativement faible (et moindre que pour les autres pays de la région) et l'impact du choc sur le compte courant reste limité. La Roumanie produit l'essentiel de sa consommation de gaz, ce qui réduit sa dépendance énergétique.

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

CHINE

11

FORCES ET DÉSÉQUILIBRES

La croissance économique chinoise reste marquée par une très forte divergence entre la solide performance du secteur exportateur et la fragilité des secteurs dépendants de la demande intérieure. Cet écart s'est accru cette année, ce qui nourrit les inquiétudes sur le modèle de croissance de la Chine et ses déséquilibres avec ses partenaires commerciaux. Ces derniers mois, la Chine a démontré, une nouvelle fois, sa bonne résistance aux chocs externes. Les effets de la crise énergétique causée par la guerre en Iran sur l'activité et l'inflation ont été très limités. En outre, les exportations ont bénéficié du boom de la demande mondiale de biens liés à l'IA et aux technologies vertes. Cette dynamique devrait durer à court terme.

LA CHINE ABSORBE LE CHOC ÉNERGÉTIQUE SANS GRANDE DIFFICULTÉ

Le choc énergétique provoqué par la guerre en Iran a eu divers effets sur l'économie chinoise, mais son impact a été très modéré dans l'ensemble. Le pays, qui est un important importateur d'hydrocarbures (72% de ses besoins en pétrole brut), n'a pas connu de difficultés d'approvisionnement. Il a renforcé sa sécurité énergétique au cours des dernières années (diversification des sources d'approvisionnement, augmentation des réserves) et développé les énergies renouvelables (environ 20% du mix énergétique), tout en laissant une place prépondérante au charbon (55% du mix). La Chine a aussi agi rapidement pour amortir le choc : recours à d'autres fournisseurs que ceux du Golfe, compensation (par le charbon, le gaz domestique et les énergies vertes), utilisation des réserves commerciales d'hydrocarbures, interruption temporaire des exportations de produits raffinés et d'engrais et, enfin, réduction des importations de pétrole brut et de la production de produits raffinés pour limiter l'effet de la hausse des prix.

Le choc sur les prix du pétrole et du gaz a, de fait, augmenté les coûts de production et contribué au ralentissement de la production industrielle (+4,6% en g.a. au T2, contre +6,1% au T1), et la hausse des prix à la pompe a sans doute également pesé sur la consommation des ménages. Cependant, l'effet direct du choc sur l'inflation IPC devrait rester limité, notamment grâce au mécanisme de contrôles des prix des carburants en Chine.

Par ailleurs, le conflit en Iran n'a pas freiné les exportations. Il pourrait même améliorer leurs perspectives dans les technologies vertes.

CROISSANCE : LE DÉSÉQUILIBRE PERSISTE

Les exportations augmentent rapidement depuis le début de l'année (+18,7% en g.a. en valeur au S1 2026, contre +5,4% en 2025), tirées par la hausse des volumes (+16% en janvier-avril, contre +8,7% en 2025) et, pour la première fois depuis 2022, par un effet prix positif.

Les exportations ont bénéficié :

i) de la baisse des droits de douane américains depuis le 24 février et du rebond des ventes de biens chinois aux États-Unis (+23% en g.a. en valeur en avril-mai, après douze mois de baisse),

ii) du boom de la demande mondiale de biens liés à l'IA (les exportations dans ce secteur ont augmenté de +44% en g.a. en janvier-mai ; elles représentent 22% du total des exportations chinoises),

iii) de la forte demande de technologies vertes. Celle-ci pourrait durer à court terme, certains pays cherchant à renforcer leur sécurité énergétique en réponse au choc causé par la guerre en Iran.

Les exportations de biens liés à la transition bas-carbone (batteries, véhicules électriques et panneaux solaires en particulier) ont augmenté rapidement (+40% en g.a. en valeur en janvier-mai, selon les données d'Ember), notamment à destination de l'Asie et de l'Europe. Elles représentent 7% des exportations totales de la Chine. Les perspectives d'exportations restent très bonnes à court terme, en dépit du risque de correction dans le secteur de la tech.

Prévisions économiques

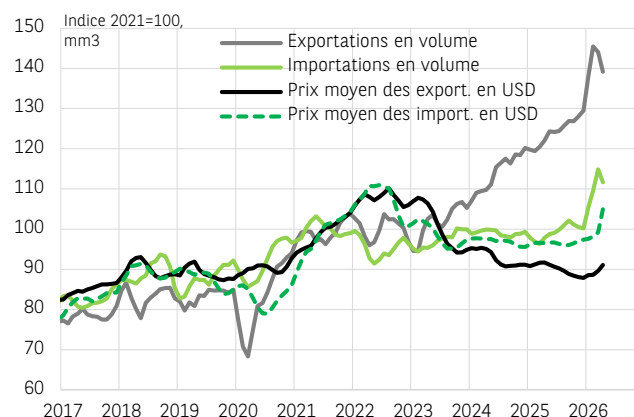
	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	3,1	5,4	5,0	5,0	4,6	4,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,0	0,2	0,2	0,0	1,3	1,6
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-2,7	-3,8	-3,0	-4,0	-4,0	-4,0
Dette officielle du gouv. gén., % du PIB	49,4	54,7	60,9	68,5	74,6	77,5
Solde courant, % du PIB	2,2	1,4	2,5	3,8	3,5	3,4
Dette externe, % du PIB	13,4	13,4	12,5	11,9	11,7	11,4
Réserves de change, mds USD	3 307	3 450	3 456	3 744	3 844	3 924
Réserves de change, en mois d'imports	12,5	13,0	12,5	13,6	13,4	13,2

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Commerce extérieur : choc énergétique et boom de l'IA



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CPB, BNP PARIBAS

La demande intérieure est restée atone. Elle avait rebondi en janvier-février, mais s'est ensuite nettement affaiblie. Au S1 2026, les ventes au détail ont progressé de seulement 1,3% en g.a. en valeur (après +3,7% en 2025). L'investissement a diminué (-5,7% en g.a. en valeur au S1 2026), sous l'effet d'une contraction dans l'immobilier, l'industrie manufacturière et les infrastructures. La crise du secteur immobilier se poursuit et la confiance des ménages reste faible. La croissance de la production dans les services a ralenti à +4,5% en g.a. au T2 2026, après +5,1% au T1.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

INFLATION : L'ACCÉLÉRATION N'EST PAS ANCRÉE

L'inflation des prix à la consommation a accéléré légèrement en raison du choc énergétique, passant de +0,8% en g.a. en janvier-février à +1,2% en avril-mai. Puis elle a fléchi à +1% en juin (elle n'avait pas dépassé +1% depuis début 2023). Au T2, en moyenne, les prix des carburants pour véhicules ont augmenté de 17,9% en g.a. après six trimestres de baisse, alors que les prix alimentaires ont diminué (-1,6%). Les prix à la production ont augmenté de 3,6% en g.a., après plus de trois ans de baisse.

Ce rebond des prix serait bienvenu s'il aidait la Chine à sortir durablement de la déflation. Le problème est qu'il n'accompagne pas un renforcement de la demande intérieure, bien au contraire, et qu'il s'explique essentiellement par la hausse des prix des matières premières (deux autres facteurs y ont aussi un peu contribué : les mesures anti-involution et la hausse des prix des biens électroniques). L'inflation sous-jacente a d'ailleurs ralenti légèrement au S1 (+1,1% en g.a. en juin). Par conséquent, les pressions inflationnistes ne devraient pas s'intensifier à court terme, sauf si les cours du pétrole repartent à la hausse.

POLITIQUE ÉCONOMIQUE : PLUS DE SOUTIEN BUDGÉTAIRE AU S2

Un redressement de la demande intérieure ne semble possible à court terme que si les autorités multiplient les mesures de soutien. Alors que la mise en œuvre du nouveau plan quinquennal (2026-2030) devrait encourager l'investissement, en particulier dans l'innovation, les technologies et l'IA¹, l'assouplissement des politiques monétaire et budgétaire visant à stimuler la consommation privée restera prudent.

Du côté de la politique monétaire, l'orientation modérément accommodante des derniers mois sera maintenue en 2026. Des réductions des taux directeurs ne sont plus attendues (la dernière baisse du taux reverse repo à 7 jours, de 1,5% à 1,4%, date de mai 2025), mais les taux d'intérêt réels sur les prêts sont en légère baisse. Par ailleurs, les autorités encouragent les banques à renforcer leur offre de prêts. Le ralentissement du crédit, observé depuis 2023, sera toutefois difficile à inverser sans redressement du marché immobilier. La croissance de l'encours total des financements à l'économie a atteint un point bas de +7,7% en g.a. en mai (contre +9,8% fin 2023), largement freinée par la baisse des prêts immobiliers (-3,4% en mars).

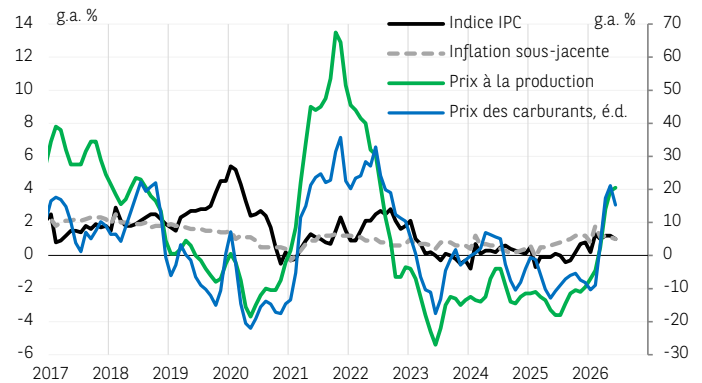
Du côté de la politique budgétaire, l'orientation est devenue restrictive au T2 2026, notamment parce que les collectivités locales ont réduit leurs dépenses², contraintes par la contraction de leurs revenus fonciers et le durcissement des règles de gestion. Cependant, en application du budget annoncé en mars dernier pour l'ensemble de l'année, les dépenses publiques devraient augmenter au S2 (le budget prévoit une hausse des dépenses totales du gouvernement général de +4,4% en 2026 ; donc, après la baisse de 1% en g.a. en janvier-mai, les dépenses devraient augmenter de 6% en juin-décembre). Les ménages pourraient donc bénéficier d'un peu plus de soutien budgétaire dans les prochains mois.

EXCÉDENT COMMERCIAL EN LÉGER RECUL, EXPORTATIONS EN FORTE HAUSSE

L'excédent commercial s'est très légèrement réduit depuis le début de l'année. Les importations se sont redressées encore plus fortement que les exportations (+26,2% en g.a. en valeur au S1, après une quasi-stagnation en 2025). Cette dynamique pourrait se poursuivre et contribuer à une légère baisse de l'excédent courant cette année (attendu à 3,5% du PIB).

Du côté des flux de capitaux, la Chine restera un important créancier net vis-à-vis de l'extérieur. Les réserves de change ont peu varié

Chine : Un peu plus d'inflation



GRAPHIQUE 2

SOURCES : NBS, CEIC, BNP PARIBAS

au S1 2026 (USD3786 mds en juin) et l'excédent courant a continué d'être recyclé principalement *via* des investissements des résidents à l'étranger (le total des sorties de capitaux résidents a diminué au T1, à USD144 mds, en ligne avec la baisse de l'excédent courant et les incertitudes géopolitiques).

Dans le même temps, la Chine a vu sa base d'exportations se renforcer, entretenant des déséquilibres croissants avec certains de ses partenaires commerciaux. Les exportations ont été soutenues par la demande mondiale dynamique et par la compétitivité toujours solide des biens chinois. Le yuan s'est, certes, apprécié au S1 (de 3% contre le dollar et 2% en termes effectifs réels), mais il reste près de 10% en dessous de son niveau de fin 2022 en termes effectifs réels. Cela continuera de soutenir les exportations à court terme.

L'excédent commercial s'est établi à USD577 mds au S1 2026, contre USD583 mds au S1 2025. Premièrement, la balance commerciale énergétique (pétrole et gaz) est déficitaire (-1,8% du PIB en 2025), et le choc provoqué par la guerre en Iran a eu un impact négatif, mais limité par la réduction des importations de pétrole.

Deuxièmement, le boom du commerce de biens liés à l'IA n'a pas accru l'excédent commercial. Le solde des échanges de biens dans ce secteur est en effet proche de l'équilibre : la Chine exporte une large gamme de biens, mais leur production nécessite d'importer des microprocesseurs et autres composants à haute valeur ajoutée (notamment de Corée du Sud et de Taïwan). Les importations ont donc augmenté en parallèle des exportations, en volume et en prix (sur les cinq premiers mois de 2026, importations et exportations de biens liés à l'IA étaient estimées à environ USD380 mds).

En revanche, dans les secteurs liés à la transition bas-carbone, la Chine contrôle souvent l'entièreté des chaînes de valeur. La forte croissance des exportations a donc un impact positif sur son solde commercial. Une accélération de la transition bas-carbone dans certains pays d'Europe et d'Asie pourrait donc accroître leurs déséquilibres commerciaux. Ainsi, sur la période janvier-avril, l'excédent commercial de la Chine avec la zone euro s'est accru de près de 10% en g.a., tiré notamment par ses exportations de technologies vertes.

Achévé de rédiger le 16 juillet 2026

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com

¹ BNP Paribas, 6 mars 2026 : [Chine : L'innovation et l'IA moteurs de développement économique](#)

² Les collectivités sont responsables de plus de 80% des dépenses dans le budget du gouvernement général. Cf. BNP Paribas, septembre 2021 : [Chine : le maquis des finances publiques](#)



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

CORÉE DU SUD

13

ENTRE CHOC ÉNERGÉTIQUE ET BOOM DE L'IA, LA CROISSANCE SE RÉÉQUILIBRE

La Corée du Sud est l'un des pays les plus exposés au choc énergétique mondial, mais aussi l'un de ceux qui bénéficient le plus de la demande exponentielle de produits liés à l'intelligence artificielle. Malgré la dépendance du pays aux importations d'hydrocarbures, dont une très grande majorité transite par le détroit d'Ormuz, les prévisions de croissance sont très favorables à court terme, tirées par la vigueur du secteur exportateur. Les pressions inflationnistes, la dépréciation du won et l'endettement des ménages justifient un resserrement monétaire. À plus longue échéance, le gouvernement mise sur un écosystème IA intégré (centres de données, robotique, matériaux avancés) pour renforcer sa position clé dans les chaînes de valeur mondiales.

TRÈS EXPOSÉ AU CHOC ÉNERGÉTIQUE, LE PAYS A AGI RAPIDEMENT

Depuis le début de l'année, l'économie coréenne doit simultanément faire face au choc énergétique provoqué par la guerre en Iran et à une demande mondiale de semi-conducteurs en très forte accélération.

La Corée importe la quasi-totalité de son énergie. Plus de 70% de ses importations de pétrole brut et plus de 20% de celles de gaz naturel liquéfié transitent par le détroit d'Ormuz. Toutefois, dès le début du conflit, les autorités ont annoncé que d'importants approvisionnements en pétrole brut avaient été sécurisés, garantis par divers partenariats pour le reste de l'année 2026, dont l'Arabie saoudite, et via des voies alternatives au détroit d'Ormuz. Le pays disposait également d'importantes réserves stratégiques et commerciales de pétrole, suffisantes pour couvrir plus de 200 jours d'importations nettes.

L'ENSEMBLE DE L'ÉCONOMIE PROFITE DU CYCLE DE L'IA

Dans un contexte marqué par la hausse des prix de l'énergie, les déséquilibres structurels de la croissance coréenne (polarisation de la croissance entre les exportations et le marché intérieur, ainsi qu'entre les secteurs technologiques et non technologiques) incitent à la prudence quant aux prévisions à court et moyen terme.

Les chiffres du premier trimestre ont pourtant largement dépassé les attentes. La croissance du PIB réel a atteint 3,8% en g.a. (après 1,6% au T4 2025), portée par des exportations plus dynamiques qu'anticipé (11,6% en g.a. en volume), tandis que la consommation des ménages et l'investissement privés ont connu un rebond notable, affaiblissant l'hypothèse d'une croissance en « K ».

Les données du deuxième trimestre ont confirmé cette impression : les exportations totales en valeur ont progressé continuellement pour atteindre 70% en g.a. en juin (après 53% en mai), tirées par les semi-conducteurs. Les exportations de semi-conducteurs ont plus que triplé sur un an, soutenues par la hausse des prix des puces destinées aux infrastructures de l'intelligence artificielle (IA). Cette performance a soutenu l'activité industrielle : l'indice de production du secteur a progressé à un rythme proche de celui des exportations en volume.

Les premiers signes de diffusion des gains du secteur technologique vers le reste de l'économie commencent à apparaître. Malgré les tensions inflationnistes, la demande intérieure poursuit son redressement. Elle est soutenue par les mesures annoncées par le gouvernement dès le début du conflit (pour un montant proche de 1,5% du PIB), combinant plafonnement des prix, allègements fiscaux, aides budgétaires et accélération de la transition énergétique. Les ventes au détail (près de 4% en g.a. en mai après une année 2025 atone) se redressent progressivement, tandis que les indicateurs de confiance des ménages et des investisseurs restent bien orientés.

VERS UNE NOUVELLE STRATÉGIE INDUSTRIELLE

À court terme, une éventuelle stabilisation des tensions au Moyen-Orient devrait continuer de soutenir l'activité malgré l'incertitude per-

Prévisions économiques

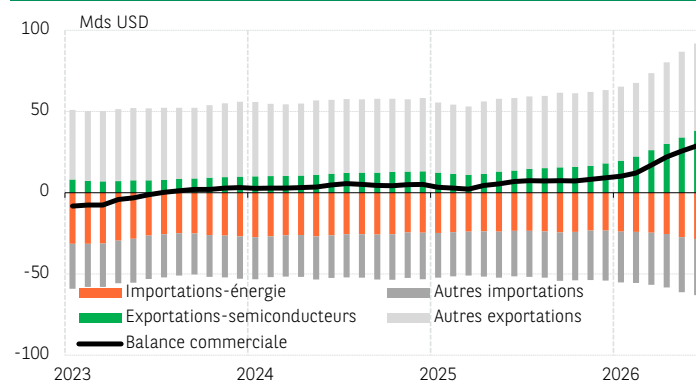
	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	2,6	1,4	2,0	1,0	3,1	2,2
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	5,1	3,6	2,3	2,0	2,6	2,3
Solde budgétaire, % du PIB	-5,0	-3,6	-4,1	-4,5	-4,8	-4,5
Dette publique, % du PIB	46,2	48,8	50,6	52,5	54,2	56,1
Solde courant, % du PIB	1,4	1,8	5,3	6,6	8,2	7,4
Dette externe, % du PIB	38,6	39,5	37,5	40,5	37,4	34,0
Réserves de change, mds USD	418,3	415,3	410,8	423,0	412,7	418,0
Réserves de change, en mois d'imports	7,8	6,2	6,6	6,5	6,7	6,2

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABLEAU 1

La hausse des exportations compense celle des importations d'énergie



GRAPHIQUE 1

SOURCE : DOUANES

sistante, l'ampleur de la politique expansionniste du gouvernement et la poursuite du cycle de l'IA.

Malgré la hausse des importations d'énergie, l'excédent courant a été exceptionnellement élevé au T1 (près de 15% du PIB en rythme annuel, après 8% au T4 2025), soit l'excédent trimestriel le plus important jamais enregistré. Au total, pour l'année 2026, les exportations de biens (dont celles de semi-conducteurs) devraient largement compenser la hausse des importations (liée à l'augmentation des prix de l'énergie, mais aussi des investissements en équipements). De même, l'augmentation des recettes du tourisme devrait permettre une réduction rapide du déficit de la balance des services. On s'attend à un excédent courant de plus de 8% du PIB en 2026.


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

À plus long terme, le vaste plan d'investissements publics et privés annoncés fin juin par le gouvernement pourrait marquer un tournant dans la politique industrielle coréenne. Alors que la stratégie économique visait jusqu'à présent principalement à consolider les secteurs dans lesquels le pays disposait déjà d'un avantage comparatif, le gouvernement entend désormais structurer un véritable écosystème de l'intelligence artificielle, allant de la production de semi-conducteurs aux infrastructures physiques (via la construction de centres de données dédiés), en passant par le packaging avancé, les matériaux, l'infrastructure et la robotique. L'objectif n'est pas de développer des modèles d'IA nationaux, mais de faire de la Corée un fournisseur incontournable de composants indispensables au fonctionnement de ces modèles.

Si les modalités de mise en œuvre restent encore à préciser, cette stratégie témoigne d'une volonté de renforcer le positionnement de la Corée sur les segments les plus stratégiques de la chaîne de valeur mondiale de l'IA. Les investissements, qui devraient atteindre un montant proche de 20% du PIB, et qui s'étalent sur plusieurs décennies, devraient également s'accompagner d'une montée en capacité de l'appareil productif et d'un rééquilibrage géographique de l'activité industrielle (aujourd'hui largement concentrée dans l'agglomération de Séoul), afin de mieux répartir l'activité économique. Cela vise également à atténuer les tensions sur le marché immobilier à Séoul.

PREMIÈRE HAUSSE DU TAUX DIRECTEUR

En juin, l'inflation a atteint 3,2% en g.a., son niveau le plus élevé depuis dix-huit mois, portée par la flambée des prix des transports (+11% en g.a.) et la dépréciation du won de plus de 8% contre le dollar US entre mars et fin juin. Cette pression inflationniste s'étend désormais au-delà des coûts énergétiques, comme le confirme la hausse des prix des services (+3,4% en g.a.), qui dépasse le seuil des 3% pour le cinquième mois consécutif.

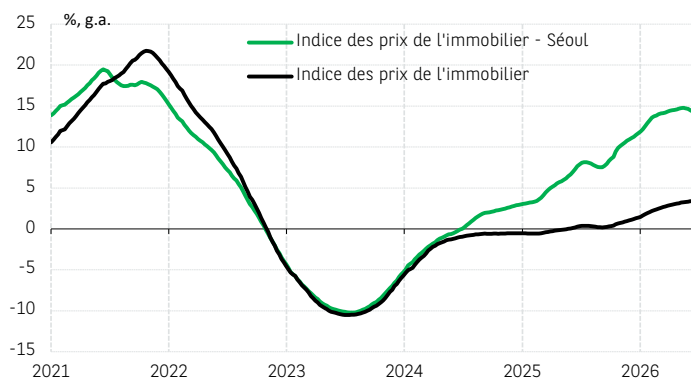
Bien que le cours du Brent se soit stabilisé depuis mai, s'établissant bien en dessous de la projection de la Banque de Corée (95 USD/baril) pour le second semestre 2026, des incertitudes persistent, notamment en raison des tensions potentielles sur les salaires. Par ailleurs, l'indice de diffusion des prix calculé par la Banque centrale, indicateur clé de la demande intérieure, a atteint son plus haut niveau depuis 2010 (hors période pandémique). Dans ce contexte marqué par une croissance économique soutenue, des pressions inflationnistes persistantes et des pressions sur le taux de change, la Banque centrale a commencé à durcir sa politique monétaire lors de sa réunion du 16 juillet. Une première hausse de 25 pb, a porté le taux à 2,75%. D'après le communiqué publié par la Banque centrale, l'économie est jugée suffisamment robuste pour absorber un resserrement monétaire malgré le choc énergétique.

Le won devrait rester sous pression à court terme en raison des sorties de capitaux, des risques géopolitiques et de la demande soutenue de dollars liée aux opérations de couverture des investisseurs étrangers.

Enfin, le niveau élevé de la dette des ménages (87% du PIB au T1) continue de nécessiter une surveillance renforcée. D'après la Banque centrale, deux dynamiques sont particulièrement préoccupantes : i) l'accélération des prix immobiliers dans le Grand Séoul (plus de 14% en g.a. en juin, portées par un report de la demande du *jeonse*¹ vers l'achat) alors que l'indice national des prix immobiliers progresse plus modérément (+3,5%), ce qui risque d'entraîner une nouvelle vague de prêts hypothécaires (malgré le durcissement des conditions de crédit et les mesures macroprudentielles récemment annoncées par les autorités), et ii) la progression des « autres prêts » (notamment ceux liés aux investissements boursiers), qui alimente une augmentation des risques de crédit dans un contexte de marchés financiers volatils.

¹ Le *jeonse* est un système locatif dans lequel le locataire verse au propriétaire un dépôt de garantie très élevé (généralement entre 50% et 80% de la valeur du logement) en lieu et place d'un loyer mensuel. Le dépôt est intégralement restitué à la fin du bail.

Le marché immobilier reste sous tension à Séoul



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BANQUE DE CORÉE

UNE POLITIQUE BUDGÉTAIRE EXPANSIONNISTE ET PROCYCLIQUE, MAIS LES FINANCES PUBLIQUES RESTENT SOLIDES

Les finances publiques conservent une remarquable solidité. Compte tenu de l'ampleur des mesures annoncées par le gouvernement (d'un montant proche de 1,5% du PIB), la politique budgétaire adopte une orientation plus expansionniste en 2026, malgré une conjoncture déjà soutenue par le secteur exportateur. Cette stratégie vise principalement à amortir les effets du choc énergétique sur les ménages et les entreprises, tout en accélérant les investissements dans les secteurs jugés stratégiques. En conséquence, on s'attend à une légère augmentation du déficit public en 2026, à 4,8% du PIB (après 4,5% en 2025). Le dérapage du déficit devrait être limité par l'augmentation des recettes liées au secteur des semi-conducteurs et la mise en place d'une vaste réforme fiscale visant à élargir l'assiette des recettes, comprenant entre autres une augmentation du taux d'imposition des sociétés à 25% (contre 24% actuellement) et l'introduction prévue en 2027 d'un impôt de 20% sur les plus-values des actifs numériques. Néanmoins, le déficit augmentera pour la troisième année consécutive.

La dette publique devrait également continuer d'augmenter, pour atteindre 54% du PIB à la fin de l'année 2026. Son profil demeure très favorable : Les échéances sont longues (plus de 10 ans) et la base d'investisseurs est diversifiée. Enfin, bien que les détentions étrangères d'obligations souveraines coréennes aient progressé de façon continue des dernières années, elles restent inférieures à 25% de l'encours total.

Achévé de rédiger le 10 juillet 2026

Hélène Drouot

helene.drouot@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

UNE ÉCONOMIE MIEUX ARMÉE QU'EN 2022 POUR FAIRE FACE AU CHOC ÉNERGÉTIQUE

L'Inde est plus solide aujourd'hui qu'elle ne l'était en 2022 pour faire face au nouveau choc énergétique. Les marges de manœuvre budgétaires pour soutenir l'économie sont plus importantes et l'inflation est plus contenue. Bien qu'attendue en recul (de 7,7% pour l'année budgétaire 2025/2026 à 6,7% pour l'année en cours), la croissance économique devrait rester forte. Toutefois, la politique de subventions du gouvernement devrait retarder la consolidation des finances publiques. En dépit du recul attendu des subventions énergétiques, favorisé par la baisse des prix du pétrole, les subventions alimentaires pourraient augmenter en raison d'une mauvaise mousson.

CROISSANCE REVUE À LA BAISSSE POUR 2026/2027

La croissance économique indienne a atteint 7,7% sur l'ensemble de l'année budgétaire 2025/2026 (contre 7,1% l'année précédente), l'un des rythmes les plus dynamiques d'Asie. Pour l'année en cours, et en dépit d'une croissance supérieure aux attentes au dernier trimestre de l'année 2025/2026 (+7,8% en g.a.), la Banque centrale a revu à la baisse sa prévision de croissance (-0,3pp) à 6,6% en raison de la forte hausse des prix énergétiques et des risques d'une mousson défavorable qui pèseront sur les revenus des ménages ruraux. La consommation des ménages explique encore 55,7% de la croissance indienne (les investissements 34,3% et les dépenses du gouvernement 7,1%).

L'Inde a été particulièrement exposée au choc énergétique et à la fermeture du détroit d'Ormuz. En effet, elle importe près de 88% de son pétrole (dont environ 50% du Moyen-Orient), 62% de son gaz de pétrole liquéfié (GPL ; 90% du Moyen-Orient) et 50% de son gaz naturel liquéfié (GNL ; 55% du Moyen-Orient). Le GPL est utilisé à 87% par les ménages alors que le GNL est surtout utilisé par l'industrie (notamment pour la production d'électricité) et pour la production d'engrais. L'Inde est très dépendante des engrais car 41,5% de la population travaille dans l'agriculture.

RISQUES INFLATIONNISTES EN HAUSSE

En juin 2026, la hausse des prix à la consommation restait encore contenue à +4,4% en g.a., un niveau inférieur à la cible de 4% +/- 2pp fixée par les autorités monétaires (graphique 1). Les risques inflationnistes ont toutefois augmenté avec la hausse des prix domestiques de l'énergie (les prix de l'essence ont été relevés de 7,9% en mai), celle des prix à la production des entreprises (+9,9% en g.a. en juin), et la dépréciation de la roupie face au dollar. En outre, même si la hausse des prix alimentaires reste limitée (+5,3% en g.a.), les risques sont orientés à la hausse car la mousson devrait être inférieure à la normale, d'après les prévisions de l'*Indian Meteorological Department* (IMD).

La Banque centrale (RBI, Reserve Bank of India) a relevé sa prévision d'inflation pour l'année budgétaire en cours à 5,1% (contre 2,1% pour 2025/2026). Depuis fin février, elle maintient ses taux directeurs inchangés à 5,25%. La récente baisse des prix de l'énergie et les moindres pressions baissières sur la roupie ont réduit le risque d'une hausse des taux directeurs lors du prochain comité de politique monétaire (en août).

COMPTES EXTÉRIEURS SOUS PRESSION

Les comptes extérieurs de l'Inde ont été affectés par le conflit au Moyen-Orient via deux canaux : i) la hausse des prix des matières premières (pétrole, gaz) et ii) les sorties de capitaux.

Le déficit commercial énergétique de l'Inde (pétrole et gaz) est relativement élevé (2,8% du PIB en 2025).

En supposant que les prix du pétrole se stabiliseront autour de USD80 le baril sur le reste de l'année¹, le déficit du compte courant pourrait atteindre 1,9% du PIB pour l'année 2026/2027 (contre 0,7% du PIB pour

Prévisions économiques

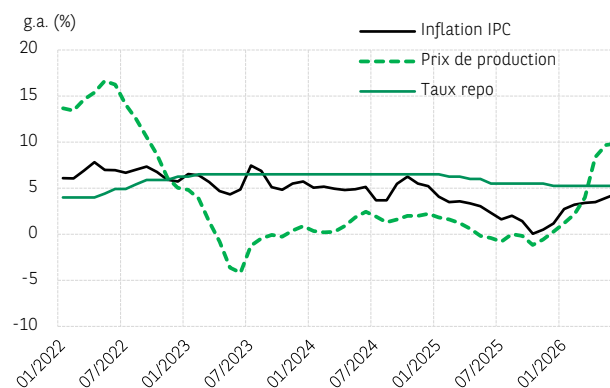
	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, % (1)	7,6	7,2	7,1	7,7	6,7	6,8
Inflation, IPC, moyenne annuelle, % (1)	6,7	5,4	4,6	2,1	5,1	4,3
Solde budg. gouv et adm., % du PIB (1)	-9,1	-8,3	-8,1	-7,4	-7,6	-7,5
Dette gouv. et adm., % du PIB (1)	85,3	85,4	84,3	84,4	83,3	82,6
Solde courant, % du PIB (1)	-2,0	-0,7	-0,6	-0,7	-1,9	-1,6
Dette externe, % du PIB (1)	18,6	16,8	19,8	20,1	20,0	19,8
Réserves de change (hors or) mds USD	498	551,6	551,9	559,6	536,0	545,0
Réserves de change, en mois d'imports	6,7	7,5	6,8	6,7	6,2	6,3

TABLEAU 1

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

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

La hausse des prix reste inférieure à celle de 2022



GRAPHIQUE 1

SOURCES : RBI, BNP PARIBAS

l'année 2025/2026). Bien que toujours modeste et légèrement inférieur au niveau atteint lors du précédent choc énergétique, le déficit courant ne sera pas couvert par les investissements directs étrangers (IDE), ce qui accentuera le besoin d'attirer les investissements de portefeuille. Au cours des cinq dernières années, les flux nets d'IDE n'ont atteint en moyenne que 0,5% du PIB par an, alors que le déficit courant s'élevait à 1,2% du PIB. La dépendance du pays aux investissements de portefeuille, pour couvrir ses besoins de financement extérieurs, s'est accrue progressivement.

Or, dans un environnement incertain, l'attractivité des pays émergents est structurellement plus faible. Depuis le début du conflit au Moyen-Orient, les sorties d'investissements de portefeuille en Inde ont enre-

¹ BNP Paribas, 16 juin 2026 : Réouverture du détroit d'Ormuz : le marché du pétrole entre soulagement et inquiétude persistante



gistré des niveaux qui n'avaient pas été atteints depuis la pandémie (l'équivalent de 2,4% du PIB en rythme annualisé entre mars et mai 2026), accentuant les pressions baissières sur la roupie. Les interventions de la Banque centrale pour tenter de contenir la dépréciation de sa monnaie ont entraîné une diminution des réserves de change de USD32mds entre mars et juin 2026 (soit -5,6% du stock de réserves, la plus forte baisse au sein des pays émergents d'Asie).

En outre, cela n'a pas évité à la roupie d'enregistrer l'une des plus mauvaises performances en Asie. Mi-mai, elle a frôlé le seuil de INR97 pour USD1 (contre moins de INR90 au début de l'année) avant de rebondir grâce aux mesures prises par les autorités indiennes et à la baisse des prix du pétrole. Mais les risques de nouvelles pressions baissières restent élevés, comme l'illustrent les mouvements enregistrés mi-juillet. L'évolution de la roupie est conditionnée à l'évolution des prix de l'énergie et à la politique monétaire américaine.

Pour contenir le creusement du déficit courant et favoriser l'afflux d'investissements étrangers, la Banque centrale et le gouvernement ont notamment :

- i) augmenté les taxes sur les importations d'or et d'argent,
- ii) réduit le délai légal de rapatriement des recettes en devises pour les exportateurs indiens,
- iii) supprimé ou allégé certaines taxes pour les investisseurs étrangers détenteurs d'obligations souveraines,
- iv) créé un environnement plus favorable pour attirer les dépôts en devises des Indiens non-résidents (prise en charge de la couverture contre le risque de change).

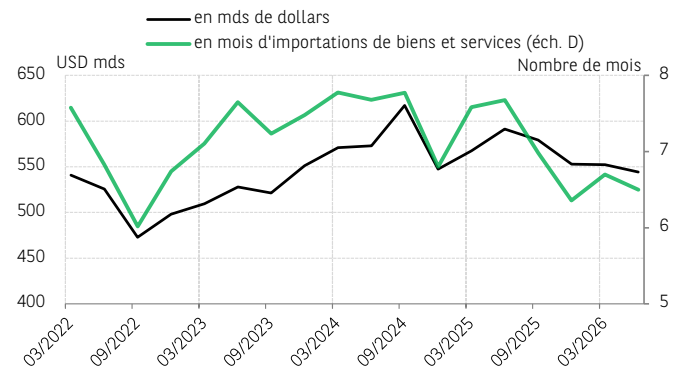
Le risque de refinancement en devises reste contenu. Bien qu'en baisse, les réserves de change couvrent encore 1,5 fois les besoins de financement extérieurs à court terme du pays et 6,3 mois d'importations de biens et services (graphique 2). Fin 2025, la dette extérieure s'élevait à seulement 20,2% du PIB et son service ne représentait que 5,8% des recettes d'exportations de biens et services. En outre, même si la dette du gouvernement est élevée (84,4% du PIB), elle n'est presque pas exposée au risque de change car elle n'est libellée qu'à 4,4% en devises. De même, parce qu'elle est détenue à près de 97% par les résidents, elle est très peu vulnérable au risque de retournement du sentiment des investisseurs étrangers.

RISQUE DE DÉRAPAGE DU DÉFICIT BUDGÉTAIRE

Les finances publiques sont structurellement fragiles en raison d'une base fiscale parmi les plus faibles d'Asie et d'une charge d'intérêts sur la dette parmi les plus lourdes (derrière le Pakistan). Les marges de manœuvre du gouvernement pour contenir l'impact du choc énergétique sur son économie sont donc modestes. Néanmoins, le gouvernement est dans une position plus confortable que lors du choc énergétique de 2022. Les déficits budgétaires ont été réduits. Pour l'exercice 2025/2026 (achevé fin mars 2026), le déficit du gouvernement central a baissé de 0,5pp à 4,4% du PIB (contre 6,7% en 2021/2022) et celui du gouvernement et des administrations publiques est estimé à 7,4% du PIB (contre 9,5% du PIB en 2021/2022).

Pour limiter l'impact du choc sur les ménages, le gouvernement a, dans un premier temps, maintenu les prix de l'essence inchangés. Les entreprises de raffinage ont supporté la perte financière, partiellement allégée par la baisse des droits d'accise sur les produits pétroliers. Ce n'est que mi-mai, une fois les élections régionales passées, que le gouvernement a répercuté, très partiellement, la hausse des prix internationaux sur les prix à la pompe. Par ailleurs, pour réduire le choc de la hausse du prix des engrais pour les agriculteurs, il a augmenté les subventions au secteur.

Les réserves de change toujours confortables



GRAPHIQUE 2

SOURCES : RBI, BNP PARIBAS

Les pertes de recettes budgétaires induites par :

- i) la baisse des droits d'accise,
- ii) la baisse des dividendes perçus sur les entreprises publiques,
- iii) le ralentissement économique, pourraient atteindre 0,5% du PIB. Le coût des subventions sur les engrais pourrait, quant à lui, augmenter de 0,4% du PIB à 0,8% du PIB.

Pour contenir le risque de dérapage budgétaire, le gouvernement a relevé les taxes sur les exportations de fioul et limité l'achat de diesel par les ménages. Il devrait aussi suspendre certaines dépenses. Ces mesures ne suffiront cependant pas pour atteindre l'objectif de réduction du déficit budgétaire de 0,1pp. Le déficit de l'ensemble des administrations est attendu en hausse de 0,2pp à 7,6% du PIB. Avec le risque de dérapage budgétaire, la principale source d'inquiétude porte sur la hausse des rendements obligataires. Bien qu'encore contenue (+45pb entre janvier et mi-juillet pour les rendements à 10 ans), elle pourrait s'intensifier si les pressions inflationnistes ou les pressions baissières sur la roupie contraignaient la Banque centrale à relever ses taux. Cela alourdirait le paiement des intérêts sur la dette (en hausse à 3,6% du PIB en 2025/26, soit 36,7% des recettes budgétaires) et réduirait encore les marges de manœuvre du gouvernement pour accroître ses dépenses d'investissement.

ENTRE DIVERSIFICATION ÉNERGÉTIQUE ET DÉPENDANCE AU GOLFE

Le choc énergétique devrait accélérer les réorientations engagées par l'Inde afin i) d'accélérer le développement du solaire et du nucléaire pour réduire sa dépendance au pétrole ii) d'accroître ses stocks énergétiques de pétrole, notamment en augmentant ses capacités de stockage sur son propre territoire en coopération avec les Émirats arabes unis (EAU). Cependant, malgré la volonté de l'Inde de diversifier ses sources, le Moyen-Orient restera probablement son fournisseur principal de pétrole. Ses importations de Russie, d'Afrique et du Venezuela ne peuvent pas totalement se substituer aux importations en provenance du Moyen-Orient en raison de la proximité géographique, des coûts de transport faibles, des raffineries conçues pour traiter les pétroles du Golfe et du développement des relations stratégiques avec les EAU.

Achévé de rédiger le 10 juillet 2026

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

INDONÉSIE

17

CROISSANCE ROBUSTE MAIS DÉGRADATION DE LA GOUVERNANCE

L'Indonésie fait face à deux chocs extérieurs : la hausse des prix de l'énergie et les sorties de capitaux. La dégradation de la qualité de la gouvernance a, en effet, pesé sur la confiance des investisseurs étrangers. En supposant que le conflit dans le Golfe persique s'apaise, les tensions sur les comptes extérieurs et le coût des subventions énergétiques vont baisser. Toutefois, les prix du pétrole vont rester durablement au-dessus de leur niveau de début d'année, entretenant un risque de dérapage budgétaire. Les investisseurs restent méfiants et la volatilité de la roupie élevée.

CROISSANCE SOLIDE

Au T1 2026, la croissance du PIB réel a fortement accéléré à 5,6% en g.a., un rythme qui n'avait pas été atteint depuis 2012 (hormis pendant le rebond post pandémie). Le principal moteur a été la consommation des ménages, soutenue par la hausse des salaires et la distribution de repas gratuits. L'activité a aussi été soutenue par l'augmentation des dépenses du gouvernement et l'accélération des investissements favorisés par une politique monétaire accommodante.

Les perspectives de croissance pour 2026 restent favorables. La croissance devrait rester solide à 5%, mais ne pas atteindre la cible de 5,4% fixée par le gouvernement en raison, notamment, de la hausse des taux d'intérêt réels qui pèsera sur les décisions d'investissement.

HAUSSE DES PRIX À LA CONSOMMATION ENCORE SOUS CONTRÔLE

Pour contenir l'impact du choc énergétique induit par le conflit au Moyen-Orient sur les ménages, le gouvernement a maintenu les prix de l'essence inchangés pour tous les carburants hors Pertamina (dont le prix a été multiplié par 2 mais qui représente seulement 7% du volume d'essence consommé). La hausse des prix à la consommation est, jusqu'à présent, contenue (+3,3% en g.a. en juin). Cependant, l'augmentation des prix à la production (+6,5% en g.a. en juin) va se répercuter progressivement sur les prix supportés par les consommateurs (graphique 1).

En dépit d'une hausse des prix toujours dans sa cible (+2,5% +/- 1pp), la Banque centrale a relevé ses taux directeurs à deux reprises depuis le début du conflit, principalement pour contenir les pressions baissières sur la roupie (+75pb à 5,75%).

AUGMENTATION DU RISQUE DE DÉRAPAGE BUDGÉTAIRE

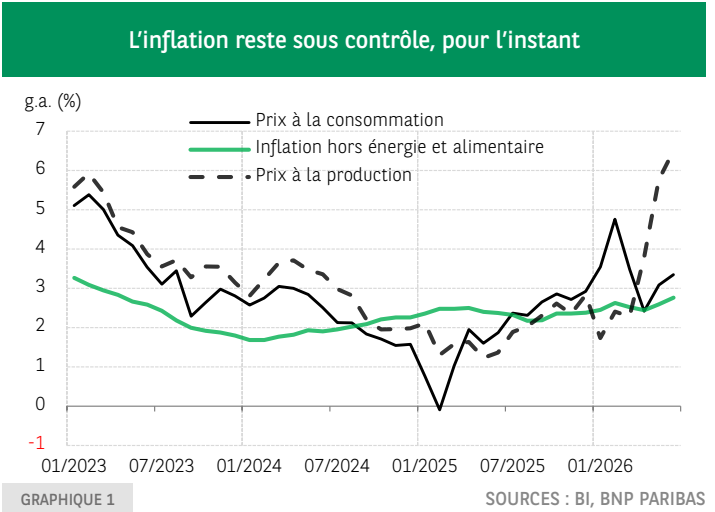
Pendant deux décennies, malgré des recettes budgétaires modestes, l'Indonésie a limité le déficit budgétaire à 3% du PIB (hors période de pandémie) et maintenu sa dette publique à un niveau raisonnable. Cependant, depuis son arrivée au pouvoir en octobre 2024, le gouvernement Prabowo a procédé à de multiples ajustements budgétaires qui ne s'inscrivent pas dans la stratégie conservatrice du gouvernement Widodo. Cette politique soulève des inquiétudes quant au risque de dérapage des finances publiques, déjà fragilisées par la crise pandémique.

En 2025, le déficit budgétaire a augmenté de 0,6pp pour atteindre 2,9% du PIB, un niveau sans précédent (hors pandémie). Au-delà du creusement du déficit, la forte baisse des recettes budgétaires (-1,3pp) inquiète. Elles se sont établies à seulement 11,6% du PIB, le niveau le plus faible au sein des pays de l'ASEAN-6, en raison de dysfonctionnements dans l'adoption d'un système fiscal centralisé et du versement des dividendes des entreprises publiques au fonds souverain Danantara (-0,4% du PIB). La suspension de la hausse de la TVA (de 11% à 12%), initialement prévue par le gouvernement Widodo sur tous les biens de consommation, et finalement appliquée uniquement aux biens de luxe, a aussi privé le gouvernement de recettes potentielles (estimées à 0,3% du PIB). Pour l'année 2026, le risque de dérapage du déficit, au-delà du seuil de 3% du PIB fixé par le Parlement, a augmenté avec la hausse du

Prévisions économiques						
	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	5,3	5,0	5,0	5,1	5,0	5,2
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	4,1	3,7	2,3	1,9	3,5	3,2
Solde budgétaire, % du PIB	-2,4	-1,7	-2,3	-2,9	-3,0	-3,0
Dette des adm. publiques, % du PIB	39,7	39,2	39,4	40,5	40,6	40,9
Balance courante, % du PIB	1,1	-0,2	-0,6	-0,1	-1,2	-0,7
Dette externe, % du PIB	30,1	29,8	29,6	29,9	30,0	30,1
Réserves de change, mds USD	124	133	140	135	123	130
Réserves de change, en mois d'imports	5,5	6,0	6,1	5,6	5,0	5,3

TABLEAU 1

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



coût des subventions énergétiques (encore alourdi par la dépréciation de la roupie).

Sur les cinq premiers mois de 2026, le déficit budgétaire s'est creusé de 0,6% du PIB par rapport à la même période l'année dernière. Les subventions énergétiques ont augmenté conjointement à la hausse des prix du pétrole et atteint 0,8% du PIB, le niveau projeté initialement pour l'ensemble de l'année. La détérioration du déficit budgétaire s'explique aussi par la hausse des salaires des fonctionnaires.

Pour contenir le creusement du déficit, le gouvernement a réduit d'autres dépenses, et notamment le budget alloué au programme de distribution de repas gratuits (qui pourrait être réduit d'un montant équivalent à 0,3% du PIB pour atteindre 1% du PIB). Mais cela pourrait ne pas suffire.

Les prix du pétrole devraient rester durablement au-dessus des niveaux du début d'année. En supposant qu'ils atteignent en moyenne USD81,6 au S2 2026 (vs USD91,8 au S1 2026), les subventions énergétiques de l'ensemble de l'année pourraient atteindre 1,6% du PIB.

Par ailleurs, le paiement des intérêts sur la dette du gouvernement devrait encore augmenter en 2026. Il s'est alourdi progressivement depuis 2023, s'élevant à 2,2% du PIB en 2025, ou 19% des recettes budgétaires (vs 16,1% en Malaisie et 6% en Thaïlande). Jusqu'à maintenant, la hausse encore contenue des taux d'intérêt et la structure favorable de la dette (avec une maturité longue et libellée à près de 97% à taux fixes) ont limité l'augmentation de la charge d'intérêts. Mais les rendements obligataires – en hausse de 114pb entre janvier et mi-juillet 2026 – pourraient continuer d'augmenter et réduire encore les marges de manœuvre du gouvernement.

Le déficit budgétaire pourrait augmenter de 2,3% du PIB en moyenne au cours des cinq dernières années (hors pandémie) à 3% du PIB au cours des cinq prochaines années. La dette du gouvernement (40,5% du PIB fin 2025) pourrait alors dépasser 42% d'ici 2028. Ce niveau reste modéré, mais les risques sont orientés à la hausse. Le ratio de dette sur PIB pourrait augmenter davantage en cas de dépréciation de la roupie (29,5% de la dette est libellée en devises). Surtout, le principal risque est une hausse du coût de refinancement de la dette, alors que l'Indonésie enregistre un important mouvement de défiance de la part des investisseurs étrangers – qui détiennent encore 37,1% de la dette totale du gouvernement.

Indonésie : des comptes extérieurs sous pression

L'Indonésie est l'un des pays d'Asie du Sud-Est les moins exposés au choc énergétique (avec la Malaisie) car son déficit commercial pour le pétrole et le gaz est modeste (1,4% du PIB en 2025 vs 3,6% du PIB aux Philippines et au Vietnam, 5,9% du PIB en Thaïlande). Néanmoins, entre janvier et mi-juillet 2026, la roupie a enregistré l'une de ses plus mauvaises performances face au dollar (-7,3%). Elle a dépassé, début juin, le seuil de IDR18000 pour USD1, un niveau historiquement bas.

Ce mouvement baissier, débuté mi-2025 et accentué par le conflit au Moyen-Orient, s'explique par i) une baisse du surplus commercial (-73,8% en g.a. sur les cinq premiers mois de 2026) ayant entraîné un creusement du déficit courant à 1,1% du PIB au T1 2026 (vs 0,1% en 2025), mais surtout par ii) la défiance accrue des investisseurs étrangers.

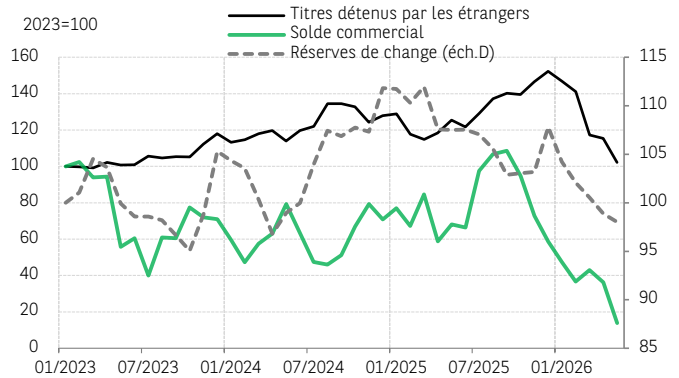
Les investissements directs étrangers (IDE), qui avaient déjà sensiblement baissé en 2025 à seulement 1% du PIB (vs 1,8% au cours des cinq années précédentes), ont continué de diminuer pour n'atteindre que 0,3% du PIB en rythme annualisé au T1 2026. Les IDE ne couvrent plus le déficit courant, rendant le pays dépendant des investissements de portefeuille.

Or, les sorties d'investissements de portefeuille ont accéléré sensiblement. Sur les cinq premiers mois de l'année, l'encours de tous les titres de marchés détenus par les investisseurs étrangers a baissé de 32,9% pour ne plus représenter que 35,6% du total des titres émis, le niveau le plus faible jamais enregistré. L'indice boursier de Jakarta a reculé de plus de 32% entre janvier et début juin, la plus mauvaise performance en Asie du Sud-Est.

Deux facteurs expliquent ce mouvement de défiance à l'égard de l'Indonésie en dépit d'une croissance solide et de fondamentaux macroéconomiques robustes : i) la politique budgétaire moins conservatrice du gouvernement et ii) la détérioration de la qualité de la gouvernance.

À ce jour, le risque de refinancement en devises reste maîtrisé. Les réserves de change, bien qu'en recul depuis début 2026 (USD -12,3 mds), couvrent encore 1,5 fois les besoins de financement extérieurs. Cependant, la dépréciation de la roupie augmente le ratio de dette extérieure sur PIB (qui est modéré, à 29,5%) et expose les entreprises non couvertes contre le risque de change (services, construction).

Comptes extérieurs sous pression



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BI, BNP PARIBAS

Depuis mi-juin, la roupie a bénéficié d'un répit grâce à la hausse des taux d'intérêt domestiques et au repli des prix du pétrole. Mais le risque d'une nouvelle dépréciation reste élevé et la volatilité de la roupie est forte. Par ailleurs, bien que le pays ait été maintenu dans la catégorie « marché émergent » par MSCI en juin 2026, un risque de rétrogradation en « marché frontière », lors de la prochaine revue de novembre, subsiste. Une telle décision pourrait entraîner une accélération marquée des sorties de capitaux et fragiliser durablement la position extérieure du pays.

DÉGRADATION DE LA QUALITÉ DE LA GOUVERNANCE

Depuis l'arrivée au pouvoir de Prabowo Subianto, la qualité de la gouvernance s'est dégradée. Les mécanismes de contrôle, de transparence et de prévention des conflits d'intérêt du fonds souverain Danantara sont jugés insuffisants au regard des standards internationaux. Par ailleurs, le gouvernement a multiplié les interventions dans l'économie, notamment en centralisant les exportations de matières premières stratégiques via Danantara, une orientation protectionniste et imprévisible qui a alimenté les inquiétudes des investisseurs quant à la sécurité juridique et à la cohérence des politiques publiques. Enfin, l'indépendance de la Banque centrale a été remise en question après la nomination du neveu du Président à sa tête, alors même que le pouvoir exécutif renforce la centralisation des décisions économiques.

VERS UN CHANGEMENT DE STRATÉGIE ÉNERGÉTIQUE ?

La crise au Moyen-Orient pourrait inciter le gouvernement à privilégier une autosuffisance énergétique rapide à une transition écologique. Même si l'économie dépend moins du pétrole que d'autres pays de la région (avec moins de 30% de son mix énergétique contre 47% en Thaïlande, par exemple), il reste crucial pour la population. Cela constitue un réel risque social et politique. La priorité pourrait donc être donnée à la réduction des importations de pétrole, grâce au développement du biodiesel (produit à partir de l'huile de palme) et, surtout, au charbon domestique pour produire de l'électricité (notamment pour les véhicules électriques). L'Indonésie dispose, en effet, de ressources de charbon abondantes.

Achévé de rédiger le 10 juillet 2026

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

POLOGNE

19

CROISSANCE SOLIDE ET SANS DÉSÉQUILIBRES MAJEURS EN DEHORS DU DÉFICIT PUBLIC

Malgré le choc énergétique, la croissance économique polonaise devrait rester solide et pourrait même accélérer légèrement en 2026. Elle est portée par la reprise de l'investissement tandis que la consommation, bien que ralentissant, demeurera l'un de ses principaux piliers. L'inflation reste modérée malgré la hausse des prix à la pompe et devrait se maintenir dans la fourchette cible de la Banque centrale. Les comptes externes sont, quant à eux, très solides et permettent d'absorber sans difficulté le renchérissement de la facture énergétique. Toutefois, la trajectoire de la dette publique constitue un point d'attention. C'est d'autant plus vrai que l'absence de majorité qualifiée du gouvernement freine la consolidation budgétaire.

UNE CROISSANCE SOUTENUE PAR LA DEMANDE INTÉRIEURE

Les effets du conflit au Moyen-Orient sont, jusqu'à présent, peu visibles sur l'économie polonaise. Avec une croissance du PIB de 3,5% en g.a. au T1 (+0,6% t/t), la Pologne confirme une nouvelle fois son statut d'économie la plus dynamique de la région.

Cette performance est portée à la fois par la consommation des ménages et celle du gouvernement, la constitution des stocks et, dans une moindre mesure, par l'investissement. La contribution de la demande extérieure a, quant à elle, été marginale, la progression des exportations étant proche de celle des importations. Les derniers indicateurs conjoncturels restent globalement rassurants : ils suggèrent un ralentissement modéré de l'activité. La confiance des ménages, tout comme celle des dirigeants dans l'industrie et dans les services, affiche une détérioration contenue et nettement plus modérée qu'en 2022. Les ventes au détail et la production industrielle ont tenu bon malgré la hausse des coûts de l'énergie (graphique 1). L'activité dans l'industrie s'est même améliorée au cours des trois derniers mois (+4,0% en g.a. en moyenne de mars à mai ; +2,1% en g.a. de décembre à février).

L'investissement devrait accélérer dans les prochains trimestres, stimulé par le déploiement des fonds européens. En effet, une part substantielle reste encore à déboursier d'ici fin 2026. Sur les EUR54,7mds alloués à la Pologne au titre des fonds pour la reprise et la résilience, la somme de EUR20,6mds (2,2% du PIB) n'a pas encore été versée cette année. La consommation privée - soutenue par la bonne tenue des salaires (même s'ils progressent plus lentement que l'an dernier) et un marché du travail toujours résilient - sera un moteur clé, bien que moins dynamique.

Autre facteur positif : le redressement attendu de l'économie allemande en 2026 et 2027 devrait aussi soutenir la croissance polonaise. Nos prévisions tablent pour une croissance solide de 3,7% en 2026. En 2027, la croissance économique devrait légèrement ralentir (3,2% selon nos prévisions) à mesure que les effets des fonds européens se dissipent.

À moyen terme, la croissance potentielle, que le FMI estime à 2,7% sur 2026-2031, est inférieure à la croissance des périodes 2010-2019 et de 2021-2025, mais elle reste solide. Le dynamisme de plusieurs secteurs, tels que la défense, la mobilité électrique et l'IA, pourrait permettre un rattrapage plus rapide. D'après une étude récente de la Banque mondiale¹, le PIB pourrait augmenter jusqu'à 12,1% d'ici 2035 dans un scénario où l'adoption de l'IA s'accélérerait par rapport à un autre scénario où le taux d'adoption resterait stable. Par ailleurs, le PIB par tête polonais, à USD 55 793 (en parité de pouvoir d'achat) est désormais proche de celui de l'Espagne et du Japon.

INFLATION SOUS CONTRÔLE

L'impact inflationniste du conflit au Moyen-Orient s'est avéré modeste à ce stade. L'inflation globale a même baissé sensiblement pour le deuxième mois consécutif pour atteindre 2,5% en g.a. en juin (contre 3,1% en mai et 3,2% en avril). L'inflation des prix des biens alimentaires a ralenti.

¹ Navigating the age of AI: Implications for Poland's economy, World Bank 2026.

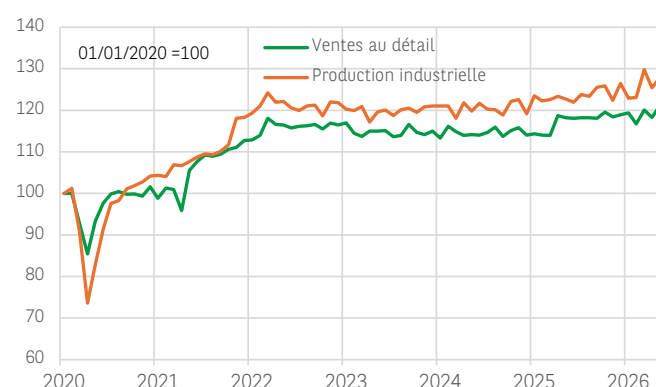
Prévisions économiques

	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	5,6	0,2	3,1	3,6	3,7	3,2
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	14,4	11,4	3,8	3,8	3,0	2,7
Solde budgétaire, % du PIB	-3,4	-5,2	-6,4	-7,3	-6,6	-5,8
Dette publique, % du PIB	48,8	49,5	54,8	59,7	61,6	63,9
Solde courant, % du PIB	-2,3	1,5	0,3	-0,9	-1,6	-1,5
Dette externe, % du PIB	53,3	49,8	51,6	50,2	47,1	44,2
Réserves de change, mds EUR	156,5	175,4	214,2	231,0	262,0	275,0
Réserves de change, en mois d'imports	5,2	6,1	7,3	7,4	8,1	8,1

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Pologne: L'activité économique résiste



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

De même, les prix des composantes « carburants pour le transport » et « électricité, gaz et autres », dont le poids dans le panier des ménages est relativement faible (respectivement de 5,3% et 11,4%), ont aussi progressé plus lentement. Le prix de l'essence a bondi de +24,9% en Pologne pour atteindre un pic de 7,2 zlotys par litre fin mars (5,7 zlotys auparavant). Depuis mi-juin, il a reflué. Outre l'accord préliminaire de paix entre les États-Unis et l'Iran, plusieurs mesures clés y ont contribué : la baisse du taux de TVA à 8% (23% précédemment) et des droits d'accise sur les carburants au niveau minimum autorisé par l'UE, ainsi que l'instauration d'un plafond journalier des prix pour l'essence et le diesel.


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Toutefois, des répercussions différées sur les prix des autres biens de consommation ne sont pas à exclure. Par ailleurs, le gouvernement a interrompu fin juin les mesures temporaires, notamment le plafonnement du prix des carburants. Cette décision pourrait entraîner une augmentation temporaire et modérée des prix à la pompe dans les semaines à venir (PLN6,77 à l'heure actuelle). Quoi qu'il en soit, l'inflation devrait en moyenne rester dans la fourchette cible de 2,5% $\pm$ 1 point de pourcentage de la Banque centrale cette année et l'an prochain.

UNE POLITIQUE MONÉTAIRE PRUDENTE

La Banque centrale polonaise a maintenu son taux directeur inchangé à 3,75% en juillet, pour le quatrième mois consécutif, après une baisse de 25 pb en mars. À court terme, les autorités monétaires bénéficient d'une latitude plus grande grâce au léger repli des prix du pétrole et de l'inflation. Cependant, la Banque centrale devrait rester prudente car le zloty polonais subit de nouveau des pressions baissières. Notre scénario table donc sur le maintien du statu quo monétaire cette année. Toutefois, si l'inflation restait contenue dans les prochains mois, un assouplissement monétaire ne serait pas exclu.

LES COMPTES EXTERNES ABSORBENT LE CHOC

La Pologne est dépendante des importations d'hydrocarbures. Ainsi, sans surprise, la balance commerciale s'est sensiblement détériorée en avril. Les importations ont progressé de 5,6% en g.a. en mars et de 6,1% en avril % (1,7% en g.a. en moyenne sur les trois mois précédents), tirées par un important rebond de la facture énergétique (+121,9% en g.a. en mars, selon les derniers chiffres disponibles). La hausse des importations devrait ralentir à partir de juin du fait de la signature du protocole d'accord par les États-Unis et l'Iran et de la relative détente sur les prix des matières premières.

Sur l'ensemble de l'année, l'impact du choc sur la balance commerciale énergétique devrait être modéré, de l'ordre de -0,4% du PIB selon nos estimations, sous l'hypothèse d'une hausse moyenne de 25% du prix du pétrole en 2026 et de 13,5% pour le gaz.

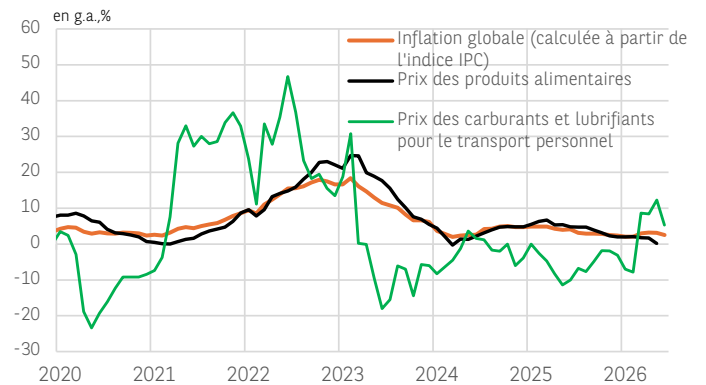
Cette situation reste gérable même si la balance commerciale et le compte courant sont structurellement déficitaires. En effet, le pays bénéficie d'une capacité de financement externe solide. À EUR19,2mds sur les quatre premiers mois, les entrées d'investissements directs étrangers et d'investissements de portefeuille couvrent très largement le déficit courant (de EUR 1,7 md sur la même période). Par ailleurs, les indicateurs de liquidité externe sont solides grâce à des réserves en devises très confortables, en hausse continue depuis plusieurs années.

UNE MARGE DE MANŒUVRE BUDGÉTAIRE LIMITÉE

La flexibilité budgétaire étant très réduite, les mesures de soutien du gouvernement se sont limitées à un plafonnement temporaire des prix des carburants, ainsi qu'à une baisse du taux de TVA et des droits d'accise applicables aux carburants. Ces mesures ont d'ailleurs été levées fin juin. Ainsi, le coût des mesures gouvernementales reste modeste (estimé à PLN1,6md par mois, soit environ 6,4 mds [0,2 % du PIB] sur les quatre mois de mise en œuvre des mesures). Par ailleurs, une taxe exceptionnelle sur les profits des entreprises énergétiques rapporterait PLN3,8mds à l'État et compenserait partiellement la hausse des dépenses.

Toutefois, le déficit budgétaire ne devrait pas diminuer sensiblement cette année. Il est prévu à 6,6% en 2026, après 7,3% du PIB en 2025. En conséquence, le ratio de dette publique rapporté au PIB augmentera à court terme et devrait dépasser la barre des 60% en 2026. Pour stabiliser le ratio de la dette, le déficit budgétaire devrait théoriquement redescendre en dessous de 3,7% du PIB, un objectif difficile à atteindre à court terme. Sous procédure de déficit excessif depuis 2024, la Pologne peine à consolider les comptes publics.

Pologne: l'inflation est contenue



GRAPHIQUE 2

SOURCES : STATISTICS POLAND, BNP PARIBAS

L'impasse politique, due à l'absence de majorité constitutionnelle au Parlement, limite la capacité du gouvernement à consolider ses finances publiques et entrave les réformes structurelles. Les élections législatives prévues en 2027 rendent encore plus improbable une consolidation budgétaire ambitieuse.

Pour le moment, le financement du déficit budgétaire ne pose pas de problème majeur. Le pays est parvenu à se financer sur les marchés internationaux depuis le début de l'année (en euros, yens et dollars), y compris avec une émission en dollars de USD6mds en avril dernier, dans un climat de forte volatilité. À fin mai, le gouvernement polonais avait déjà couvert 56% de ses besoins de financement pour l'année.

Le renchérissement du coût de financement depuis fin février (+0,5point pour les rendements sur les obligations d'État à 5 ans) est resté très modeste et d'une plus faible ampleur qu'en 2022 (+4,4 points entre mi-février et mi-juin 2022). En outre, le risque souverain en devises est limité. En effet, la dette libellée en devises étrangères ne représente que 20,3% du stock de dette du gouvernement et la dépréciation du zloty polonais a été limitée depuis le début de l'année.

Les incertitudes liées à la réouverture du détroit d'Ormuz font craindre des difficultés d'approvisionnement énergétique. Il n'est pas négligeable pour la Pologne, qui importe environ 50% de son pétrole brut depuis l'Arabie Saoudite et 10% de son gaz du Qatar. Toutefois, la situation est restée gérable jusqu'à présent.

Achevé de rédiger le 10 juillet 2026

Cynthia Kalasopatan Antoine

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

FRAGILISÉE PAR LES TURBULENCES POLITIQUES

Les récentes tensions politiques attirent l'attention une nouvelle fois sur la Roumanie. La priorité du prochain gouvernement consistera à assainir davantage les finances publiques, faute de quoi le ratio de dette publique rapporté au PIB continuera de se détériorer. Par ailleurs, la Roumanie apparaît comme le pays d'Europe centrale le plus fragilisé par le choc énergétique mais la situation reste gérable. La croissance économique demeure atone depuis 2024 et ne devrait pas s'améliorer en 2026. L'inflation dépasse désormais les 10%, toutefois elle devrait refluer à partir de septembre, à mesure que les effets de la hausse du taux de TVA s'estomperont. Les autorités monétaires vont probablement privilégier la prudence à court terme. À l'horizon 2027, le projet gazier de Neptun Deep en mer Noire constitue un atout majeur qui devrait contribuer à réduire les déficits des comptes publics et externes.

CROISSANCE MOROSE

Depuis 2024, la croissance roumaine est inférieure à 1%, freinée par les incertitudes politiques et, depuis l'été dernier, par les mesures d'austérité budgétaire.

Au T1 2026, le PIB roumain a reculé de 1,1% en g.a. (0% t/t) après -1,4% au T4 2025 (-1,9% t/t). La consommation, l'un des piliers de l'économie, s'est même contractée pour la première fois depuis 2021. Le rebond de l'investissement n'a pas suffi à compenser ce recul.

En matière de commerce extérieur, les exportations et les importations ont progressé au même rythme mais leur croissance s'est affaiblie. Les indicateurs conjoncturels ne laissent entrevoir aucune amélioration au T2. Les ventes au détail et la confiance des ménages continuent de se dégrader. De même, la confiance dans l'industrie et dans le secteur des services reste en berne.

Pour le reste de l'année 2026, les perspectives s'assombrissent sous l'effet conjugué des tensions politiques dans le pays et du conflit au Moyen-Orient. Un rebond de la consommation est peu probable car l'inflation progresse plus vite que les salaires, ce qui pèse sur le pouvoir d'achat des ménages.

Point positif, les perspectives d'investissement sont plus favorables grâce aux fonds de l'Union européenne. En particulier, les fonds pour la reprise et la résilience, dont une grande partie n'a pas encore été transférée (EUR 8,4 mds, soit 2,2% du PIB), serviront à financer certains projets d'investissement publics. Toutefois, ce n'est qu'en 2027 que l'économie devrait regagner de l'élan à mesure que la consommation reprendra des couleurs et que la demande mondiale se raffermira.

INFLATION À DEUX CHIFFRES

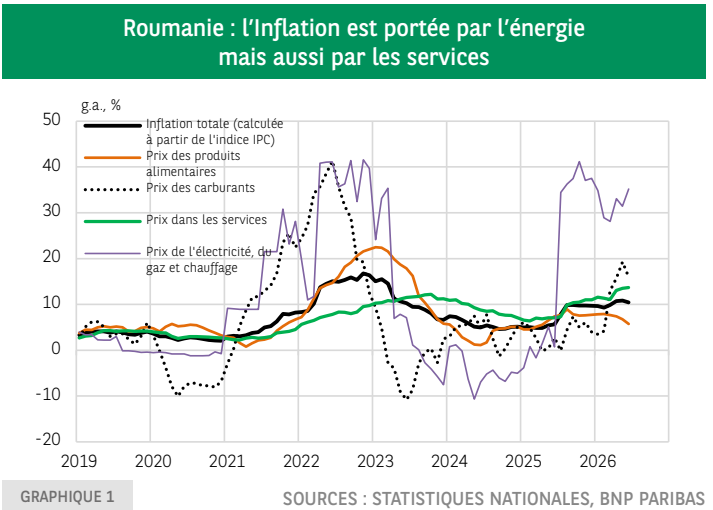
La Roumanie affiche actuellement l'inflation la plus élevée d'Europe centrale. Cela s'explique, notamment, par l'augmentation du taux de TVA de 2 points (à 21%) en août dernier dans le cadre du plan d'austérité budgétaire du gouvernement roumain.

Par ailleurs, l'envolée des prix des carburants au T2, liée au conflit au Moyen-Orient, vient accentuer les pressions inflationnistes. Le prix du gasoil a même légèrement dépassé le niveau de 2022 pour atteindre 1,84 euro/litre en juin (en 2022, le point haut s'était établi à 1,72 euro/litre). Mesurée par l'indice IPC, l'inflation dépasse déjà les deux chiffres : elle s'est établie à 10,4% en g.a. en juin. Elle est portée par la hausse des prix du segment « énergie » et des services. Toutefois, la remontée de l'inflation reste inférieure à celle de 2022 (voir graphique 1).

À court terme, les perspectives d'un accord de paix entre les États-Unis et l'Iran offrent un répit aux prix du pétrole et donc à l'inflation même si, selon notre scénario, les prix du pétrole devraient se maintenir autour de USD 80/85 le baril à court terme avant de redescendre progressivement. Toutefois, un rebond de l'inflation n'est pas à exclure à court terme. En effet, la hausse des coûts de transport et celle du prix de

Prévisions économiques						
	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	4,2	2,3	0,9	0,7	0,1	2,6
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	13,7	10,5	5,6	7,3	7,9	4,6
Solde budgétaire, % du PIB	-6,5	-6,6	-9,3	-7,9	-6,5	-5,7
Dette publique, % du PIB	48,1	49,3	54,8	59,3	61,5	63,0
Solde courant, % du PIB	-9,6	-6,7	-8,2	-7,9	-8,0	-7,5
Dette externe, % du PIB	54,7	56,9	57,5	60,2	62,1	64,9
Réserves de change, mds EUR	52,3	66,0	70,5	77,0	85,0	92,0
Réserves de change, en mois d'imports	5,3	6,9	7,1	7,5	8,0	8,2

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



certaines matières premières pourraient se répercuter sur l'ensemble des biens dans un second temps.

Par ailleurs, les effets de la hausse du taux de TVA devraient se dissiper à partir de septembre. L'an prochain, d'après nos prévisions, l'inflation redescendrait à 4,6% en moyenne. Le retour à la cible de 2,5% ±1 point de pourcentage de la Banque centrale ne devrait pas avoir lieu avant 2029.

La politique monétaire est prudente. La Banque centrale a laissé son taux directeur inchangé à 6,5% depuis août 2024 (après deux baisses de taux la même année). À court terme, le maintien du statu quo est probable. Si le risque inflationniste et les pressions baissières sur la

devise roumaine plaident pour un resserrement, le ralentissement de l'activité économique, en revanche, appelle à une certaine prudence.

CORRECTION LIMITÉE DES MARCHÉS FINANCIERS MALGRÉ LA CRISE POLITIQUE

Le contexte politique s'est détérioré en mai avec la chute du gouvernement formé moins d'un an auparavant. Les tensions au sein de la coalition gouvernementale ont fini par entraîner le départ de l'un des quatre partis qui la composaient, donnant lieu à un vote de non-confiance le 5 mai dernier. Le gouvernement avait pourtant survécu à plusieurs votes de confiance depuis son arrivée au pouvoir. Dans l'attente d'un nouveau gouvernement, l'intérim est assuré par les partis restants. À court terme, le défi consiste à constituer et faire approuver rapidement un nouveau gouvernement, sans quoi le pays sera contraint d'organiser des élections anticipées.

Au début du conflit au Moyen-Orient, la devise roumaine (leu), qui évolue dans le cadre d'un flottement géré vis-à-vis de l'euro, a peu fluctué contrairement aux autres monnaies de la région, en raison de plusieurs interventions de la Banque centrale. Cependant les pressions baissières ont augmenté fin avril face à l'émergence d'une crise politique dans le pays, puis elles se sont accentuées début mai avec la chute du gouvernement. Le leu a atteint un point haut de 5,27 contre l'euro début mai, puis s'est stabilisé légèrement en dessous (5,25 leu pour 1 euro, contre 5,1 avant la crise politique). Entre le 29 avril et le 10 juillet, la devise s'est dépréciée de 2,8% contre l'euro et de 5,3% contre le dollar. La crise politique a eu pour l'instant des effets très limités sur le taux obligataire à 5 ans, qui a augmenté de seulement 0,7 point depuis fin avril. De même, l'impact induit par les tensions géopolitiques a été minime. Le marché des actions a continué, quant à lui, sur sa tendance haussière (+15,6% depuis le début du conflit).

Les conséquences sur les marchés financiers ont été limitées jusqu'à présent. Cependant, les incertitudes politiques pèsent à la fois sur la confiance des ménages et celle des dirigeants d'entreprise. Plus la sortie de crise sera retardée, plus l'activité économique tardera à redémarrer.

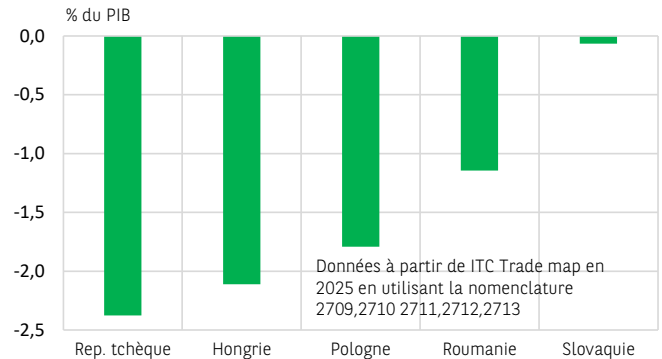
DES FINANCES PUBLIQUES À SURVEILLER

En 2025, les mesures d'austérité déployées par le gouvernement ont permis de contenir le déficit budgétaire à 7,9% du PIB et d'éviter une dégradation de la notation souveraine par les agences externes, ainsi qu'un gel des fonds européens. Cependant, d'autres mesures d'ajustement demeurent nécessaires à court terme sans quoi la dette du gouvernement (en pourcentage du PIB) continuera d'augmenter. Selon nos prévisions, ce ratio devrait franchir le seuil de 60% du PIB en 2026. L'objectif fixé l'an dernier vise à ramener le déficit à 6% du PIB en 2026, mais il sera difficile à tenir compte tenu de la crise politique et de l'atonie de la croissance. Des incertitudes demeurent à court terme sur la politique qui sera menée par le futur gouvernement. Le processus de consolidation budgétaire ne devrait pas être remis en cause mais les mesures d'austérité pourraient être quelque peu assouplies.

Face au choc énergétique, le gouvernement a privilégié quelques mesures ciblées prises par décret, choisies pour ne pas alourdir les dépenses publiques. Parmi ces mesures figurent un plafonnement des marges commerciales des chaînes de distribution de carburant, une baisse des droits d'accise sur le diesel pour une durée de trois mois et une taxe dite « solidaire » sur les profits exceptionnels des entreprises du secteur pétrolier. Les autorités ont récemment annoncé la fin de la réduction des droits d'accises sur le diesel.

Les besoins de financement du gouvernement sont élevés (13,5% du PIB en 2026), mais ils sont couverts sans difficultés majeures. Les adjudications ratées de mars dernier s'expliquent avant tout par le climat

Roumanie : Une balance commerciale énergétique mesurée



GRAPHIQUE 2

SOURCES : ITC, BNP PARIBAS

d'incertitude induit par le conflit au Moyen-Orient. Début juin, 43% des besoins pour 2026 étaient déjà couverts. Le renchérissement du coût de financement sur les marchés obligataires reste modéré. Toutefois, le service de la dette a augmenté depuis 2020 en raison de la hausse de l'endettement, et parce que le taux obligataire est le plus élevé de la région (6,75% fin juin). La charge d'intérêts s'élève désormais à 2,8% du PIB (8,3% des recettes budgétaires).

NEPTUN DEEP, UN ATOUT NOTABLE

La Roumanie apparaît comme le pays le plus exposé de la région au choc énergétique en raison de ses déséquilibres macroéconomiques marqués. L'an dernier, les déficits budgétaire et courant ont tous les deux atteint 7,9% du PIB. Cela suggère a priori une marge de manœuvre budgétaire limitée pour le gouvernement. Par ailleurs, l'alourdissement de la facture énergétique viendrait aggraver le déficit courant. Pourtant, le pays peut résister à ce choc. Sa dépendance énergétique est beaucoup plus modérée que pour les autres pays de la région (voir graphique 2).

En effet, l'essentiel des besoins en gaz de la Roumanie est couvert par sa production domestique. Selon nos estimations, l'impact du choc sur la balance commerciale énergétique serait de -0,3% du PIB, dans un scénario où le prix du baril de pétrole augmenterait de 25% en moyenne en 2026 et celui du gaz de 13,5%. Le déficit courant sera largement couvert par les entrées de capitaux. De plus, les réserves de change sont confortables, à EUR77mds en mai 2026 (soit 8 mois d'importations) et constituent un matelas de sécurité. Elles ont toutefois baissé de EUR2,9mds depuis janvier dernier.

À l'horizon 2027, le projet d'exploitation gazier offshore, Neptun Deep, situé en mer Noire, constitue une manne financière pour la Roumanie. À pleine capacité, la Roumanie devrait produire environ 8 milliards de mètres cube (mmc) par an. Le pays produit déjà du gaz qui couvre actuellement environ 90% de ses besoins (consommation : environ 10 mmc). Le pays est en mesure de devenir un exportateur net de gaz, ce qui lui permettra de renforcer sa position en tant que partenaire clé pour approvisionner l'Europe, ainsi que d'améliorer ses comptes extérieurs. Par ailleurs, les royalties et autres taxes issues de l'exploitation de gaz viendraient consolider les finances publiques.

Achevé de rédiger le 10 juillet 2026

Cynthia Kalasopatan Antoine

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

TURQUIE

23

L'ÉCONOMIE S'ADAPTERA DE NOUVEAU AUX VENTS CONTRAIRES

La croissance turque s'est nettement infléchi depuis le T4 2025. Le choc pétrolier a entraîné une érosion importante des réserves de change, une dépréciation de la livre et des tensions sur les rendements obligataires domestiques. Le risque de rupture d'approvisionnement en hydrocarbures et en engrais est limité. Mais la révision en hausse des prévisions officielles d'inflation, le resserrement monétaire consécutif et l'avertissement du ministre des Finances sur un possible dérapage budgétaire ont refroidi les investisseurs. Ces derniers sont par ailleurs, inquiets de la stratégie de l'AKP qui consiste à évincer tout concurrent potentiel aux élections présidentielles. Les tensions financières en Turquie sont récurrentes. Mais le risque de déstabilisation de l'économie est faible compte tenu de l'endettement modéré de l'État et de la solidité du système bancaire. Le ralentissement est même salutaire : il permettra de contenir le déficit courant et aidera la Banque centrale à infléchir les anticipations d'inflation et reconstituer ses réserves de change.

CROISSANCE : RALENTISSEMENT SALUTAIRE

Le ralentissement de la croissance se confirme. Après une forte décélération au T4 2025, le PIB a pratiquement stagné au T1 2026 (+0,1% t/t) sous l'effet notamment du ralentissement du crédit à la consommation. Les indicateurs disponibles sur avril et mai (production industrielle, exportations, ventes au détail) ou sur l'ensemble du trimestre (indices de confiance des industriels et des ménages) indiquent une légère reprise. Elle reste toutefois à confirmer (activité en berne dans la construction jusqu'en avril).

Un ralentissement de la demande intérieure est nécessaire. En effet, la balance commerciale sous-jacente (i.e. hors pétrole et importations nettes d'or) est redevenue déficitaire depuis fin 2025 et l'inflation est encore trop élevée, ce qui alimente un risque de surévaluation du taux de change et alourdit la charge d'intérêts sur la dette indexée. Au S2 2025, la croissance de la demande intérieure était deux fois plus forte que la croissance potentielle (estimée à 4% selon le FMI) et la dynamique du crédit domestique restait très soutenue.

Les élections présidentielles et générales, qui se tiendront au plus tard au printemps 2028, se rapprochent. La politique budgétaire, sans être forcément expansionniste, ne sera pas un facteur modérateur, d'autant plus que les effets des stabilisateurs automatiques devraient a priori jouer positivement sur la demande intérieure, du moins en 2026. C'est donc à la politique monétaire d'endosser le rôle de modérateur, ce qu'elle fait jusqu'à présent (cf. infra).

LES TENSIONS FINANCIÈRES, REFLETS DE LA VULNÉRABILITÉ AU CHOC PÉTROLIER ET DU RISQUE POLITIQUE

La nervosité des investisseurs non-résidents depuis le mois de mars s'est traduite par une érosion marquée des réserves internationales de change. Ces dernières ont fondu (de USD218mds début février à USD157mds le 21 juin). Pour autant, il n'y a pas péril en la demeure. Les réserves couvrent encore très largement la *hot money*¹. De plus, la dégradation de la balance des paiements courants depuis la fin 2025, reflet possible d'une surévaluation du change, n'est pas suffisante pour dégénérer en crise de la balance de paiements nécessitant un durcissement du contrôle des changes².

Comme souvent, le taux de change et les rendements des obligations domestiques ont subi des pressions bien plus importantes que dans la plupart des autres pays émergents. La livre s'est dépréciée de 5,5% contre le dollar (vs 3,2% en médiane pour les autres devises). Le ren-

1 La *hot money* est constituée des titres de dette obligataire souveraine en monnaie locale et d'actions détenus par les non-résidents. Elle s'élève à environ USD60mds. La couverture par les réserves internationales est donc de 2,5.

2 Corrigé des écarts de conjoncture, le FMI estimait le déficit courant à seulement 1% du PIB fin 2025. Moyennant une élasticité du solde courant au taux de change réel (TCR) de 0,25 (selon le FMI), l'ajustement du TCR nécessaire pour équilibrer ce solde courant n'est donc que de 4%.

3 L'accélération, mesurée par l'augmentation du glissement sur un an des prix à la consommation, a été de 110 points de base entre février et mai pour la Turquie contre 80 pb en médiane pour les principaux pays émergents.

Prévisions économiques

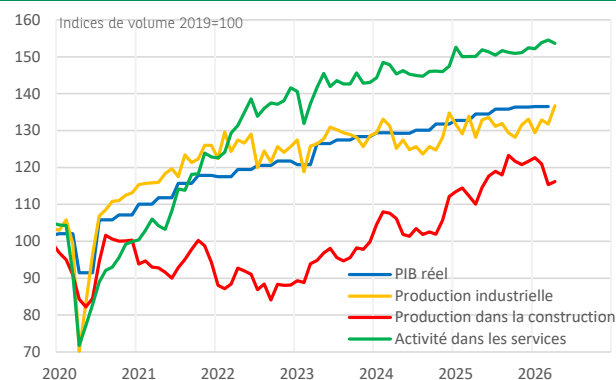
	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	5,4	5,0	3,3	3,6	3,1	3,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	72,3	53,9	58,5	34,9	30,7	23,8
Solde budgétaire, % du PIB	-0,9	-5,1	-4,7	-2,9	-3,8	-3,5
Dette publique, % du PIB	26,3	24,9	20,8	21,7	22,4	23,3
Solde courant, % du PIB	-5,0	-3,7	-1,0	-1,9	-2,2	-2,2
Dette externe, % du PIB	41,9	37,9	33,9	35,7	35,2	35,6
Réserves de change, mds USD	82,9	92,7	90,9	77,0	89,8	98,3
Réserves de change, en mois d'imports	2,6	2,9	3,0	2,3	2,5	2,6

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Indicateurs d'activité



GRAPHIQUE 1

SOURCE : TURKSTAT

dement des obligations d'État à 5 ans en monnaie locale a augmenté de 390 points de base (pb) contre 45 en médiane dans les autres pays émergents et l'accélération de l'inflation n'explique qu'une part infime de cette différence³. Mais, parallèlement, la prime de CDS à 5 ans s'est réduite de 10 pb depuis le 22/07 (à 220 pb) ; les investisseurs n'ont pas réévalué le risque de défaut en devise de l'État.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Le risque de rupture d'approvisionnement en hydrocarbures est très limité car la Russie est le principal fournisseur de la Turquie (46% pour le pétrole et 43% pour le gaz). Pour les engrais, Oman est un fournisseur important (20% du marché domestique) mais, contrairement à ses voisins du golfe, Oman n'est pas affecté par le blocage du détroit d'Ormuz. Cependant, les conséquences du choc pétrolier justifient les tensions sur la livre et les taux d'intérêt domestiques. Selon les estimations conjointes de la Banque centrale et du ministère des Finances, une augmentation du cours du Brent de USD15 par baril à partir d'un niveau de USD65 (soit un jeu d'hypothèses similaires à nos propres hypothèses entre 2025 et 2026) a un impact très sensible sur les principales variables macroéconomiques⁴.

La révision de la prévision d'inflation par la Banque centrale pour tenir compte de l'impact du choc pétrolier, le resserrement consécutif de la politique monétaire, l'avertissement du ministre des Finances sur un possible dérapage budgétaire ont refroidi les investisseurs. La volatilité financière est également entretenue par la stratégie d'éviction de tous les concurrents sérieux de l'AKP aux élections présidentielles.

DURCISSEMENT MONÉTAIRE POUR CONTENIR L'INFLATION

L'inflation d'ensemble a accéléré au mois d'avril mais est retombée en mai. Ainsi, la progression mensuelle moyenne sur mars-mai est inférieure à celle de février (2,6% contre 3%). La raison principale est la taxe sur la consommation flottante appliquée aux produits pétroliers (en fonction du cours du pétrole brut et du taux de change) mise en place pour limiter l'impact de la hausse des cours du brut sur les prix à la pompe⁵. Cela a permis de compenser la très forte accélération des prix des produits frais. Sur un an, la désinflation s'est interrompue mais elle ne s'est pas vraiment inversée (32,6% en mai contre 31,5% en février).

Les tensions sont plus visibles au niveau de l'inflation sous-jacente mais elles sont moindres qu'en 2023 après l'invasion de l'Ukraine (graphique 2). La dépréciation plus modérée du taux de change y est pour beaucoup. Le ralentissement de la consommation privée pourrait avoir joué également.

Dans son dernier rapport sur l'inflation, publié en mai, la Banque centrale de Turquie (CBRT) a réhaussé assez nettement ses prévisions d'inflation pour 2026 et 2027⁶.

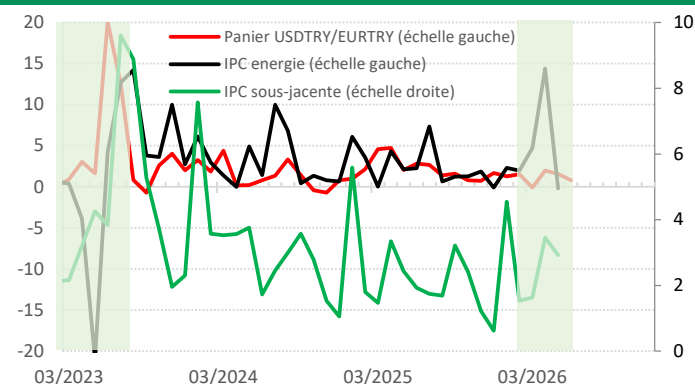
En conséquence, la politique monétaire est devenue plus restrictive ; la CBRT qui avait abaissé son taux directeur de 250 pb entre décembre et février, l'a laissé inchangé à 37% depuis. Ses interventions sur le marché des changes pour soutenir la livre ont réduit la liquidité du marché monétaire en livre turque. Enfin, le refinancement des banques s'est effectué au taux du prêt au jour le jour (40%).

CREUSEMENT DU DÉFICIT BUDGÉTAIRE : RIEN DE BIEN MÉCHANT

En raison du choc pétrolier, le déficit budgétaire va se creuser. Néanmoins, comme pour les comptes extérieurs, la dégradation sera probablement limitée et, en tout état de cause, le déficit restera loin de la côte d'alerte (généralement atteinte à 5% du PIB).

En cumul sur 12 mois, le déficit du gouvernement central, qui avait atteint un point bas à 2,2% du PIB en février, s'est élargi à 3,1% en mai. Mais, hors charge d'intérêts, le solde, qui était passé en excédent en janvier, reste légèrement positif. Il s'est réduit depuis mars en raison d'une baisse des recettes (en % du PIB), et non d'une hausse des dépenses primaires.

Turquie : prix de l'énergie, taux de change et inflation sous-jacente



GRAPHIQUE 2

La charge d'intérêts (3,5% du PIB) s'est alourdie de 0,4 point de PIB en 2025 alors que, dans le même temps, le ratio de dette a continué de se réduire à 22% du PIB. La raison est l'appréciation du taux de change réel (d'environ 15% en moyenne par an depuis 2022) qui, à elle seule, fait fondre le ratio de dette depuis plusieurs années⁷.

Même en supposant un dérapage du déficit budgétaire à 3,8% du PIB cette année (la dernière réévaluation du ministère des Finances est de 3,5%), la dette n'augmenterait que marginalement.

Enfin, le choc pétrolier ne constitue aucunement une menace pour le service de la dette extérieure de l'État central, même sans le soutien des pays du Golfe. Le Trésor a déjà émis pour près de USD10,25mds d'obligations internationales et de lease certificates en dollars US ou en euros depuis le début de l'année. La trésorerie en devises fortes du gouvernement s'élève à USD8mds ; cela ne couvre pas totalement les USD10mds d'intérêts et de principal que le trésor doit rembourser entre juin et décembre. Mais l'écart est faible et le ralentissement de l'économie devrait permettre à la Banque centrale de gonfler ses réserves de change.

Achévé de rédiger le 10 juillet 2026

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com

4 Entre -0,5 et -1,2 point de pourcentage (pp) sur la croissance, entre 2,8pp et 3,5pp supplémentaire d'inflation, entre 0,7 à 1,1 point de PIB d'augmentation du déficit courant et un creusement de 0,4 point de PIB du déficit budgétaire.

5 En revanche, les tarifs administrés de l'électricité et du gaz naturel ont sensiblement augmenté pour les entreprises mais aussi pour les 12%-13% des ménages dont la consommation dépasse de 75% (seuil fixé), leur fermant le droit aux subventions dans ce domaine.

6 En février, la CBRT prévoyait un taux d'inflation de 16% fin 2026, 9% fin 2027 et 8% fin 2028. En mai, ces chiffres ont été révisés à respectivement 26%, 15% et 9%.

7 L'alourdissement de la charge d'intérêts (en % du PIB) résulte d'un taux d'intérêt réel moyen sur la dette domestique libellée en livres qui est redevenu positif en 2025.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LE PARI D'UNE POLITIQUE BUDGÉTAIRE PROTECTRICE

L'économie brésilienne continue de résister à une politique monétaire ultra-restrictive. En cette année électorale, le gouvernement met en œuvre une politique budgétaire plus active pour amortir la contrainte de taux d'intérêt élevés et atténuer les effets du choc pétrolier sur le pouvoir d'achat. La résilience de l'activité est obtenue au prix d'une désinflation plus lente et d'un transfert du coût budgétaire vers les banques publiques. Le policy mix (politique budgétaire protectrice vs politique monétaire restrictive) complique l'ajustement des prix, des comptes publics et des anticipations face à des chocs d'offre plus fréquents. À court terme, le choc pétrolier devrait avoir un impact positif sur les comptes extérieurs et le real. À moyen terme, il pourrait raffermir l'attrait du Brésil comme fournisseur d'énergie mais aussi renforcer les logiques de souveraineté productive.

CROISSANCE : UNE RÉSILIENCE À L'ÉPREUVE DU POLITIQUE

Au S1 2026, la croissance brésilienne a mieux résisté que prévu, tirant parti du choc pétrolier et d'un rebond de la consommation privée. Celle-ci a été soutenue par le marché du travail, une dynamique favorable des revenus réels, et des mesures de soutien budgétaire ciblées vers les ménages. Au T1 2026, le PIB a ainsi progressé de 1,1% par rapport au T4 2025 et de 1,8% en glissement annuel. L'élan s'est poursuivi au T2 malgré des signes d'essoufflement. En effet, après un pic en avril (un plus haut depuis plus d'un an), le PMI composite a faibli en mai, repassant sous la barre des 50. Le retour en zone d'expansion en juin (50,7) confirme la résilience du secteur privé mais souligne une perte de dynamisme avec un contraste croissant entre la vigueur des services et la faiblesse persistante du secteur manufacturier.

Au S2 2026, les exportations et le secteur pétrolier devraient continuer de soutenir l'activité. À cela s'ajoute une stratégie préélectorale de soutien au crédit (à l'industrie, aux ménages et à l'agriculture). La croissance d'ensemble restera contrainte par le surcroît d'inflation lié au choc pétrolier et le maintien de taux réels élevés. L'ambivalence du policy mix constitue un frein à l'investissement, au même titre que la dégradation de l'environnement des affaires due aux tensions entre exécutif et législatif et la multiplication des scandales politiques (Banco Master, Pleno). Dans la course à l'investiture présidentielle, le Président Lula conserve une avance sur Flavio Bolsonaro, mais elle est fragile. D'après des sondages Genial/Quaest les questions de sécurité, de corruption et de relations avec les États-Unis (notamment l'exposition accrue du pays à la rivalité technologique sino-américaine) sont les principaux points pouvant modifier le cadrage de la campagne.

POLITIQUE MONÉTAIRE : UN CYCLE D'ASSOUPLISSEMENT CONTRARIÉ

En mars, la Banque centrale (BCB) a entamé un cycle de baisses très prudent en ramenant le Selic de 15% à 14,25% mi-juin. La BCB doit tenir compte des tensions inflationnistes générées par le choc pétrolier. En effet, après avoir ralenti à 3,81% sur un an en février, l'indice des prix à la consommation (IPCA) est reparti à la hausse, atteignant 4,72% en mai et repassant ainsi au-dessus du plafond de la cible de la Banque centrale (3% +/- 1,5 pt). Les composantes « alimentation », « carburants », « logement » et « électricité » expliquent l'essentiel des pressions.

L'apaisement partiel des tensions sur les prix des carburants, observé après la réouverture du détroit d'Ormuz en juin dernier, ne devrait pas suffire à enrayer la diffusion des pressions sur les prix, qui dépassent le seul canal énergétique. Les mesures sous-jacentes suivies par la BCB progressent encore à un rythme annualisé proche de 5,5% pour l'indice d'ensemble, et de 5,6% pour les services. Dans ces conditions, le risque n'est plus seulement un dépassement ponctuel de la cible, mais une inflation trop élevée trop longtemps pour permettre une détente monétaire marquée. Le phénomène El Niño — en réduisant les récoltes par des sécheresses au nord et des pluies excessives au sud du pays — risque, par ailleurs, d'accentuer l'inflation des produits agricoles et alimentaires en 2026-2027. Par ailleurs, le marché du travail reste trop tendu pour ras-

Prévisions économiques

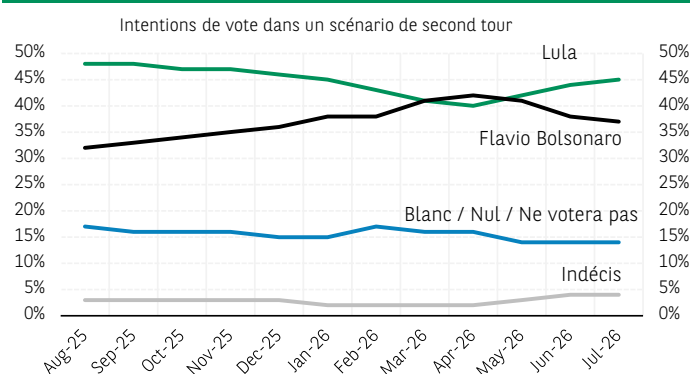
	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	3,1	3,2	3,6	2,3	2,3	1,4
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	9,3	4,6	4,4	5	4,7	5,1
Solde budg. - secteur public, % du PIB	-4,6	-8,8	-8,5	-8,3	-8,8	-8,6
Dette publique, % du PIB	71,7	73,8	76,5	78,6	82,2	85,7
Solde courant, % du PIB	-2,9	-1,2	-3	-2,9	-2,3	-2,5
Dette externe, % du PIB	35	33	33	35	36	33
Réserves de change, mds USD	324	355	329	358	365	362
Réserves de change, en mois d'imports	10,5	12,5	10,5	11	11,3	11,9

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABLEAU 1

Lula creuse son avance sur Flavio Bolsonaro



GRAPHIQUE 1

SOURCES : GENIAL/QUAEST SURVEY (JUILLET 2026), BLOOMBERG

surer la BCB : le taux de chômage est tombé à 5,8% en avril, soit nettement sous la zone de 7%-8% considérée comme non inflationniste.

La BCB fait face à un arbitrage de plus en plus délicat : éviter une dérive des anticipations d'inflation, en maintenant des taux d'intérêts réels très élevés, au risque d'accentuer les pressions financières sur des agents privés déjà fragilisés. La hausse des défauts des ménages et des restructurations d'entreprises témoigne de la dureté de la politique monétaire actuelle. Le Brésil a ainsi enregistré 5 680 procédures de redressement judiciaire en 2025, soit une progression de 24,3% sur un an.

COMPTES EXTERNES : UN EXCÉDENT COMMERCIAL RENFORCÉ PAR LE CHOC PÉTROLIER

Au S1, l'envolée des prix du pétrole et le niveau record de la production nationale d'hydrocarbures (4,1 mn de barils/jour en mai 2026 vs 3,7 mn



en moyenne en 2025), combinés à de bonnes récoltes agricoles, ont dopé les exportations : l'excédent commercial atteignait déjà USD 32,7 mds à fin mai, soit +34% sur un an. L'excédent en 2026 est projeté à USD 90 mds (environ 4% du PIB). Cette performance a été largement portée par les ventes de pétrole vers l'Asie, et plus particulièrement vers la Chine et l'Inde. En revanche, les exportations de produits alimentaires vers les pays du Golfe ont fléchi, traduisant les perturbations logistiques liées au conflit. La solidité des exportations devrait permettre de ramener le déficit de la balance courante à -2,3% du PIB en 2026, contre -2,9% en 2025. Ce déficit demeure largement financé par des investissements directs étrangers robustes (le pays capte environ 5% des flux mondiaux, ce qui le classe au 3e rang mondial en 2025, derrière les États-Unis et la Chine). Le raffermissement de la croissance, des comptes externes solides et des taux réels élevés continuent aussi de favoriser les opérations de carry trade et de soutenir le real (+6% contre le dollar depuis le début de l'année). Mais une dérive budgétaire, une complaisance face à l'inflation et l'accroissement des risques politiques à l'approche des élections fragiliseraient les flux de capitaux, et donc le real.

POLITIQUE BUDGÉTAIRE : DES AMORTISSEURS À COÛT DIFFÉRÉ ?

L'impact du choc énergétique sur le solde budgétaire s'avère globalement nul. En effet, le surplus de recettes exceptionnelles, généré par la remontée du cours du pétrole (via la hausse des dividendes de Petrobras et les taxes temporaires sur les exportations de pétrole), est neutralisé par l'expansion parallèle des dépenses publiques et des allègements fiscaux. Pour contenir l'effet sur les prix domestiques et protéger le pouvoir d'achat des Brésiliens, les autorités ont, en effet, subventionné temporairement le diesel et le GPL, et réduit ou différé certaines taxes sur les carburants. Le gouvernement a aussi mis en place des aides ciblées pour les ménages les plus modestes.

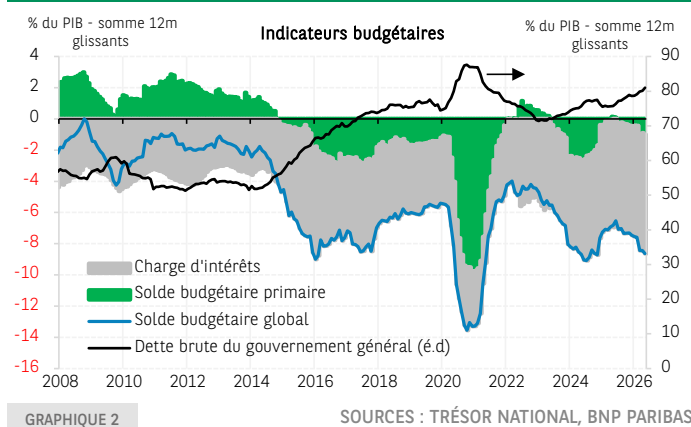
Ainsi, la cible de solde budgétaire primaire de 0,25% du PIB (appelé par la règle budgétaire) demeure techniquement atteignable selon l'Institut fiscal indépendant (IFI). Toutefois, ce respect formel repose sur l'exclusion de certaines dépenses du calcul du résultat primaire et un usage croissant de canaux « hors budget » pour injecter des liquidités via des prêts subventionnés et des garanties implicites. Afin de desserrer l'étau monétaire sur les agents privés, l'État s'appuie davantage sur i) la banque de développement (BNDES) pour soutenir l'industrie (programme Nova Industria lancé en 2024 avec un renforcement récent de BRL 140 mds), ii) Banco do Brasil et Caixa pour soutenir les ménages en défaut, mais aussi les bons payeurs fragilisés par les taux élevés, notamment les travailleurs informels (Novo Desenrola/Desenrola Adimplentes). iii) L'État a aussi démultiplié les crédits dirigés et autres bonifications pour soutenir l'agriculture (Plano Safra 2026/27). Depuis mi-2025, environ BRL 275 mds de dépenses quasi-budgétaires ont ainsi été engagées (~2,1% du PIB). Cette architecture présente un rendement politique élevé car elle permet d'annoncer des volumes élevés de soutien à l'économie tout en limitant, en apparence, la dépense budgétaire directe. Mais elle pourrait transférer les risques vers les bilans bancaires publics.

Avec une dette publique brute autour de 81% du PIB et appelée à progresser encore en 2027, l'ajustement requis ne peut pas reposer uniquement sur des recettes exceptionnelles. La combinaison de taux d'intérêt réels durablement élevés et largement supérieurs à la croissance réelle rend la stabilisation de la dette difficile sans amélioration structurelle du solde primaire, même avec des mesures de soutien hors budget. Ces évolutions signalent une dégradation du risque souverain, qu'il conviendra de surveiller de près compte tenu de la forte charge d'intérêt (~7,6% du PIB) et du cycle électoral — lequel pourrait retarder l'assouplissement monétaire et augmenter les primes de risque souveraines. Dans un contexte où les conditions financières internationales pourraient se durcir, l'État pourrait être confronté à un coût de refinancement de sa dette durablement élevé.

Avec une dette publique brute autour de 81% du PIB et appelée à progresser encore en 2027, l'ajustement requis ne peut pas reposer uniquement

¹ A contrario, les prix de l'essence sont régulés au Brésil et ajustés de manière ponctuelle par Petrobras, qui contrôle environ 70% de la production locale d'essence.

Dette publique : une dynamique haussière difficile à enrayer



sur des recettes exceptionnelles. La combinaison de taux d'intérêt réels durablement élevés et largement supérieurs à la croissance réelle rend la stabilisation de la dette difficile sans amélioration structurelle du solde primaire, même avec des mesures de soutien hors budget. Ces évolutions signalent une dégradation du risque souverain, qu'il conviendra de surveiller de près compte tenu de la forte charge d'intérêt (~7,6% du PIB) et du cycle électoral — lequel pourrait retarder l'assouplissement monétaire et augmenter les primes de risque souveraines. Dans un contexte où les conditions financières internationales pourraient se durcir, l'État pourrait être confronté à un coût de refinancement de sa dette durablement élevé.

LE CHOC ÉNERGÉTIQUE ACCÉLÈRE LES LOGIQUES DE SOUVERAINETÉ PRODUCTIVE

Le Brésil — en bénéficiant d'une position d'exportateur net d'hydrocarbures et d'un mix énergétique fortement décarboné — a transformé le choc majeur dans le détroit d'Ormuz en opportunité. Outre les bénéfices conjoncturels immédiats sur les exportations, les comptes publics et la monnaie, la crise énergétique a renforcé le positionnement stratégique du pays, perçu comme une alternative moins exposée aux risques géopolitiques que la Russie ou les pays du Golfe. Ce nouvel attrait soutient l'ambition du gouvernement d'augmenter sa production de pétrole et de gaz de 36% à l'horizon 2035. L'enjeu structurel majeur réside dans la conversion de la rente pétrolière en investissements productifs. Cette transformation est indispensable pour relever le potentiel de croissance du pays, lequel demeure entravé par une productivité globale des facteurs faible, une ouverture commerciale limitée et des coûts de financement prohibitifs pour les entreprises locales.

Le choc a toutefois mis en évidence certaines fragilités : un déficit de raffinage force le Brésil à importer environ 25% de son diesel. Le diesel étant fortement utilisé dans le transport, la logistique (60% du fret est routier) et l'agriculture, l'économie est plus vulnérable à des fluctuations de son prix¹ et/ou à des risques sociaux (grève des routiers), rendant nécessaires des investissements nouveaux dans les capacités de raffinage nationales. Cette fragilité énergétique est aggravée par une dépendance critique aux engrais importés (85% de la consommation d'engrais dont le Moyen-Orient est un fournisseur majeur). Dans le cadre du programme de soutien à l'industrie (NIB), le gouvernement a récemment qualifié la production d'engrais de priorité stratégique, preuve que le choc a accéléré les logiques de souveraineté productive.

Achevé de rédiger le 15 juillet 2026

Salim Hammad salim.hammad@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

COLOMBIE

27

UN PROGRAMME DE RUPTURE RADICALE

L'élection présidentielle du 21 juin 2026 a été remportée par Abelardo de la Espriella, un outsider qui se distance des figures traditionnelles de la droite colombienne. Son programme, en rupture totale avec celui du gouvernement sortant, s'inspire explicitement de la libéralisation économique prônée par le président argentin, Javier Milei, et des mesures sécuritaires du président salvadorien, Nayib Bukele. Son arrivée au pouvoir, en août prochain, annonce donc de grands revirements en matière économique et budgétaire, mais aussi dans la lutte contre le narcotrafic. La croissance économique colombienne, pourtant peu impactée par la fermeture du détroit d'Ormuz, devrait ralentir en 2026, freinée par des politiques monétaire et budgétaire plus restrictives. Les risques liés à la mise en œuvre du programme socioéconomique du prochain gouvernement ne sont toutefois pas négligeables, en raison notamment de la grande fragmentation du Parlement, où le parti du gouvernement sortant compte de nombreux sièges.

LA CROISSANCE RÉSISTE MAIS DEVRAIT RALENTIR

Au T1 2026, la croissance du PIB réel en glissement annuel (g.a.) est restée relativement soutenue à 2,2%. La consommation des ménages a accéléré, en partie grâce à la forte revalorisation du salaire minimum (+23,7%), entrée en vigueur le 1er janvier dernier.

À court terme, la résilience de la croissance pourrait se maintenir car elle est peu exposée aux répercussions de la fermeture du détroit d'Ormuz. D'une part, la Colombie ne s'approvisionne pas en hydrocarbures auprès des pays du Golfe et n'a donc pas souffert de pénuries de carburants, et d'autre part, les prix domestiques de l'essence et du diesel, administrés par le gouvernement, ont peu augmenté depuis le 1er mars (+5,2% pour l'essence et +2,7% pour le diesel). La principale source de vulnérabilité provient plutôt de la hausse des prix des engrais, mais la part de l'agriculture dans l'économie est modérée (10% du PIB).

Malgré cette exposition limitée, la croissance devrait ralentir. L'ampleur inédite de la revalorisation du salaire minimum a fragilisé le marché du travail. En avril, le taux de chômage (cvs) a atteint 8,7%, contre 8,4% en décembre 2025. De plus, les créations d'emploi depuis janvier sont concentrées dans le secteur de l'administration publique, de la défense, de l'éducation et de la santé (+419 000 depuis décembre dernier).

Sur la même période, les autres secteurs ont, en revanche, enregistré des destructions nettes de 366 000 emplois imputables en grande majorité aux secteurs manufacturier et du commerce. Or, la capacité du secteur public à tirer vers le haut les créations d'emplois ne devrait pas durer. A. de la Espriella a déclaré vouloir supprimer 700 000 emplois publics, soit près de 3% du total des emplois. La hausse du taux de chômage pourrait donc accélérer rapidement dès le deuxième semestre 2026. Associée aux coupes budgétaires drastiques promises par le nouveau président, qui pourraient se concrétiser dès le T3, la consommation, principal moteur de la croissance en 2025, devrait ralentir de façon marquée (graphique 1).

En contrepartie, le programme de libéralisation économique promis par A. de la Espriella pourrait entraîner un rebond de l'investissement privé. On assisterait alors à un rééquilibrage des moteurs de croissance. Cependant, ce rééquilibrage risque d'être bridé par le fort resserrement monétaire de la Banque centrale.

POLITIQUE MONÉTAIRE : APRÈS LES ENTRAVES À L'INDÉPENDANCE, PLACE AU RESSERREMENT

Depuis le début de l'année 2026, l'inflation est repartie à la hausse. Elle est stimulée en grande partie par la forte augmentation du salaire minimum qui alimente l'inflation dans les services. Elle est aussi stimulée par les pressions inflationnistes dues à la fermeture du détroit

1 Depuis le début de l'année, l'inflation en g.a. dans les services dépasse 7% (santé, éducation), voire 9% (restauration et hôtellerie, secteur où les salaires sont les plus bas selon le DANE). En comparaison, l'inflation des produits alimentaires a atteint un pic à 6,8% en juin et l'inflation dans les transports a atteint 5,2% en moyenne sur mars-juin.

Prévisions économiques

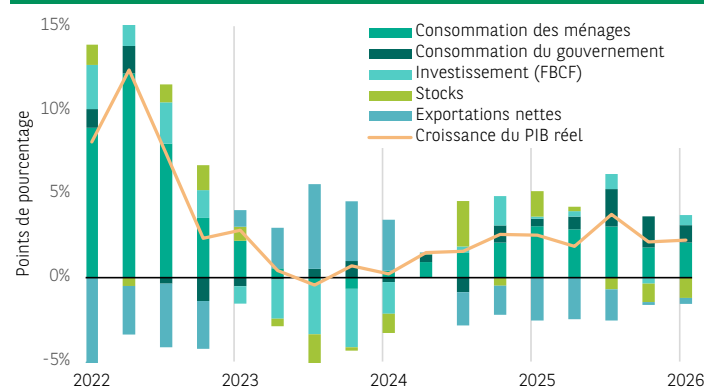
	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	7,3	0,8	1,5	2,6	2,0	2,7
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	10,2	11,8	6,6	5,1	6,2	5,5
Solde du gouv. central, % du PIB	-5,3	-4,2	-6,7	-6,4	-6,5	-5,4
Dette du gouv. central, % du PIB	59,3	54,5	59,7	64,4	66,8	68,4
Solde courant, % du PIB	-6,0	-2,3	-1,7	-2,4	-2,1	-2,3
Dette externe, % du PIB	59,2	59,6	52,6	53,1	54,3	55,6
Réserves de change, mds USD	57,3	59,6	62,5	64,4	66,8	67,2
Réserves de change, en mois d'imports	7,7	9,3	9,5	9,2	9,3	9,3

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

La croissance est tirée par la consommation



GRAPHIQUE 1

SOURCES : DANE, BNP PARIBAS

d'Ormuz, mais dans une moindre mesure¹. En juin, l'inflation a continué d'accélérer jusqu'à atteindre 6,1% en g.a. (contre 5,1% en décembre 2025).

En réaction, la Banque centrale a relevé de 100 pb à deux reprises son taux directeur au T1. Cela a fortement déplu au gouvernement, qui a menacé d'augmenter de nouveau le salaire minimum si la Banque centrale remontait ses taux en avril. Malgré une majorité *hawkish*, le comité de politique monétaire a donc choisi de laisser le taux directeur inchangé jusqu'en mai.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Les menaces sur l'indépendance de la Banque centrale ont reculé depuis. Tout d'abord, le Conseil d'État a suspendu fin mai la règle qui requiert la présence du ministre des Finances au comité de politique monétaire pour en entériner les décisions. De plus, la défaite aux élections présidentielles de I. Cepeda, le candidat du gouvernement sortant, a réduit le risque de prolongation du bras de fer entre l'exécutif et la Banque centrale. Celle-ci a donc repris son cycle de resserrement monétaire le 30 juin avec une hausse de 75 pb qui a porté le taux directeur à 12%. Dans les prochains mois, les effets de second tour de la revalorisation du salaire minimum risquent de persister, et d'autres hausses de taux sont attendues.

COMPTES EXTÉRIEURS : PLUSIEURS FACTEURS DE SOUTIEN EN PERSPECTIVE

L'excédent commercial énergétique de la Colombie est l'un des plus importants d'Amérique latine². Il dépassait 2% du PIB en 2025. Les comptes extérieurs sont donc bien positionnés pour tirer profit de la hausse des prix de l'énergie. Selon nos calculs, une hausse du prix du baril de pétrole à USD85 en moyenne sur 2026 (+25% comparé à 2025) pourrait conduire à un gain de USD1,9 md (0,4% du PIB) pour le solde commercial. Le déficit de compte courant – qui n'était que de 1,2% du PIB au T1 – devrait donc se réduire cette année.

La balance des capitaux pourrait également se renforcer. L'élection d'A. de la Espriella à la présidence a été reçue positivement par les investisseurs étrangers. Depuis le 31 mai dernier, date du premier tour à l'issue duquel il est arrivé en tête, le COP s'est apprécié de 11,3% face au dollar US (graphique 2).

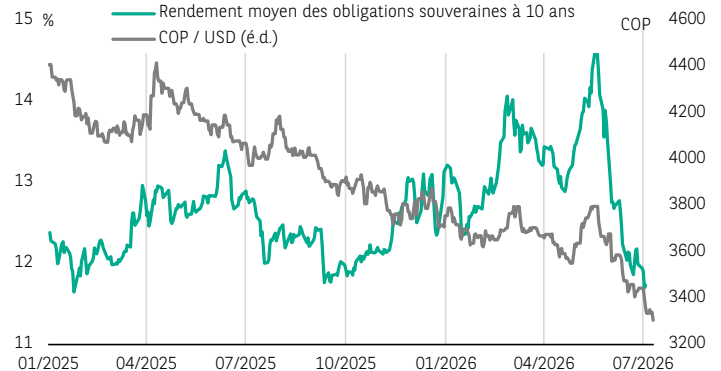
La proximité idéologique du prochain président avec son homologue étatsunien, dont il a reçu le soutien, devrait contribuer à un réchauffement des relations bilatérales après deux années difficiles.

Le regain de confiance des investisseurs étrangers pourrait se traduire à court terme par une hausse marquée des entrées nettes d'investissements de portefeuille (qui représentaient déjà 1,2% du PIB au T1 2026), tandis que le programme de libéralisation économique pourrait dynamiser les entrées nettes d'investissements directs étrangers, qui ont chuté à 1,5% du PIB en 2025, un niveau plancher inédit depuis la pandémie de Covid-19. Un rebond durable des entrées de capitaux n'est toutefois pas garanti. La confiance des investisseurs étrangers pourrait s'éroder si le gouvernement échouait à jeter rapidement les bases de la consolidation budgétaire.

Une détérioration de la situation sécuritaire, déjà fragile, ainsi qu'une recrudescence des mouvements sociaux en réaction au programme socio-économique très controversé du nouveau gouvernement, pourraient aussi alimenter les sorties de capitaux.

À moyen terme, les mesures portées par A. de la Espriella, en rupture totale avec le gouvernement précédent, devraient *a priori* améliorer les comptes extérieurs du pays. Le nouveau président prévoit notamment de lever l'interdiction d'octroyer de nouvelles licences pour l'exploration d'hydrocarbures et celle de la fracturation hydraulique (*fracking*). La production de pétrole brut, qui a reculé de 1,5% depuis 2022, pourrait donc rebondir. Cela soutiendrait les exportations de biens, dont la croissance a été faible ces dernières années (+0,2% par an en termes réels sur 2023-2025). Toutefois, cela se ferait au détriment de la transition énergétique.

Appréciation du peso et baisse des rendements souverains



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANREP, BNPPARIBAS

FINANCES PUBLIQUES : PROGRAMME D'AUSTÉRITÉ

La hausse des cours internationaux de l'énergie depuis mars engendre un risque de dérapage budgétaire, compte tenu des subventions versées par l'État pour compenser le contrôle des prix des carburants³. En moyenne sur 2022-2024, les transferts du gouvernement central au fonds de stabilisation des prix du carburant ont atteint 1,4% du PIB par an. Le risque de dérapage budgétaire est cependant atténué par les recettes publiques tirées du pétrole, qui augmentent elles aussi avec les prix de l'énergie : en moyenne sur 2022-2024, elles ont atteint 2,1% du PIB.

Jusqu'ici, ce risque de dérapage budgétaire ne s'est pas concrétisé. De janvier à avril 2026, le déficit du gouvernement central a atteint 2,2% du PIB de l'année entière. Il est en baisse de 0,6pp comparé au déficit atteint de janvier à avril 2025, mais il reste élevé. A. de la Espriella a promis un programme d'austérité budgétaire drastique. Son élection a ainsi rassuré les investisseurs : depuis le premier tour des élections présidentielles, le 31 mai dernier, les rendements sur les obligations souveraines baissent (graphique 2).

Des coupes budgétaires sont attendues dès 2026. Cependant, la poursuite de la consolidation budgétaire en 2027 rencontre plusieurs obstacles. Le gouvernement du président de la Espriella devra notamment composer avec un Parlement très fragmenté, ce qui pourrait compliquer l'adoption de lois budgétaires et de réformes fiscales⁴. Ces difficultés pourraient entretenir une forte volatilité financière dans les prochains mois.

Achévé de rédiger le 10 juillet 2026

Lucas Plé

lucas.ple@bnpparibas.com

2 Voir : [Amérique latine : plus exposée aux pressions inflationnistes qu'aux ruptures d'approvisionnement en hydrocarbures](#)

3 Voir : [En Amérique latine, l'impact du choc énergétique sur les finances publiques devrait être modéré](#)

4 Voir : [Élections présidentielles en Colombie : un virage à 180 degrés](#)



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RÉVISION DE L'USMCA : LE CASSE TÊTE INDUSTRIEL

Les perspectives économiques mexicaines restent modestes. Elles sont marquées par un ralentissement de la consommation privée et un investissement toujours freiné par l'incertitude et l'absence de nouveaux projets d'infrastructure. Les exportations, principal soutien de l'activité, ont profité de la stratégie américaine de régionalisation mais la révision de l'USMCA introduit de nouvelles contraintes. Les États-Unis durcissent les conditions d'accès à leur marché, menaçant la compétitivité du secteur manufacturier, encore dépendant des intrants asiatiques. Parallèlement, la hausse de la dette publique, le soutien persistant à Pemex et le déclin des recettes pétrolières réduisent drastiquement les marges budgétaires, aggravant les défis économiques du pays.

CROISSANCE TOUJOURS POUSSIVE

Les perspectives ne s'améliorent pas franchement pour l'économie mexicaine. La croissance restera proche de 1%, ce qui est largement inférieur au potentiel (2%). Après un premier trimestre décevant (+0,2% en g.a. au T1 après +1,7% au T4 2025), les données mensuelles d'activité suggèrent une atonie au deuxième trimestre, caractérisé par un ralentissement marqué de la demande intérieure et des performances industrielles globalement décevantes.

En termes réels, l'investissement privé a reculé de 5% en g.a. au T1, enregistrant ainsi sa septième baisse trimestrielle consécutive depuis 2023. Cette contraction reflète la persistance de contraintes structurelles (approvisionnements énergétiques et hydriques peu fiables, instabilité sécuritaire) et un climat d'incertitude renforcé par des réformes institutionnelles récentes, dont celle du système judiciaire. Cette dernière est en train d'être mise en œuvre, mais plusieurs modalités floues suscitent des doutes quant à l'indépendance du système judiciaire.

À cette instabilité institutionnelle s'ajoutent l'incertitude liée au renouvellement de l'USMCA et les tensions géopolitiques mondiales. Tout cela peut justifier l'attentisme des investisseurs. En outre, la transition difficile entre les grands projets d'infrastructure lancés par le gouvernement précédent (le *Tren Maya* et la raffinerie de *Dos Bocas*, désormais achevés) et l'absence de nouveaux chantiers (dans le cadre de la politique de consolidation budgétaire du gouvernement) pèsent sur les dépenses d'investissement public.

Par ailleurs, la consommation privée montre des signes d'essoufflement, dans un contexte de moindre dynamisme du marché du travail. Le taux de chômage reste faible (2,8% en mai) et le taux d'emploi continue de progresser, mais les créations d'emploi se concentrent presque exclusivement dans le secteur informel. La baisse des transferts des travailleurs à l'étranger contribue également à ralentir la consommation privée. Les transferts ont diminué aussi bien en volume, au moment de la mise en œuvre des politiques migratoires restrictives du gouvernement américain, qu'en valeur, en raison de l'appréciation du peso sur toute la deuxième partie de l'année 2025 et les premiers mois 2026. Les transferts en dollars ont légèrement repris au cours des derniers mois. Ils continuent toutefois de baisser en pesos réels, entraînant une baisse significative de pouvoir d'achat des ménages à qui ils sont destinés.

EXPORTATIONS VIGOREUSES, FAUSSE BONNE NOUVELLE

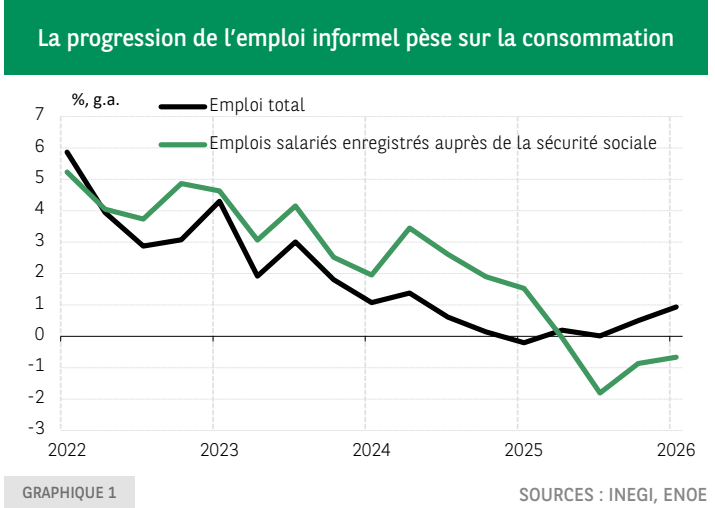
Le secteur exportateur reste le principal soutien de l'économie. Les exportations totales ont progressé chaque mois, depuis le début de l'année, et ont affiché une croissance en valeur de 30% en g.a. en mai. Pour rappel, près de 85% du total des exportations mexicaines sont à destination des États-Unis.

La performance du secteur automobile (25% du total des exportations manufacturières) ressort en demi-teinte. Bien que les véhicules respectant les règles d'origine de l'USMCA continuent de bénéficier d'un

Prévisions économiques						
	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	3,9	3,2	1,5	0,5	1,1	2,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	7,9	5,6	4,2	3,8	4,0	3,7
Solde budgétaire, % du PIB	-4,3	-3,3	-5,1	-3,9	-3,8	-3,8
Dette publique, % du PIB	46,9	46,5	49,1	51,5	53,1	54,0
Solde courant, % du PIB	-1,2	-0,3	-0,9	-0,4	-0,6	-0,5
Dette externe, % du PIB	41,9	33,3	31,0	32,0	33,0	33,1
Réserves de change, mds USD	194	207	221	239	245	258
Réserves de change, en mois d'imports	4,8	4,1	4,3	4,5	4,2	4,1

TABEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



accès préférentiel au marché américain, ils sont désormais soumis à un droit de douane de 25% sur leur contenu non américain. Cette mesure a pesé sur les exportations automobiles depuis la fin 2025 et tout au long du premier trimestre 2026. Les données d'avril et mai font apparaître un léger rebond, qui pourrait ne pas s'avérer durable.

À l'inverse, les exportations manufacturières hors automobiles ont progressé à un rythme soutenu, jusqu'à atteindre 43% en g.a. en mai. En particulier, les exportations de machines et d'équipements électriques et électroniques (classes HS 84 et 85), portées par la forte demande américaine pour ces produits, progressent chaque mois depuis début 2026 (33% en g.a. en mai).

Cette dynamique ne peut pas être interprétée comme le signe d'une véritable montée en gamme de l'industrie manufacturière mexicaine. Les exportations s'accompagnent d'une hausse parallèle des importations de ces mêmes catégories de produits en provenance d'Asie. Les importations en provenance directe de Chine tendent à se stabiliser, mais celles des autres pays asiatiques (dans le cas des machines et équipements électriques et électroniques, la Corée du Sud, la Malaisie, Taïwan et le Vietnam) progressent rapidement depuis le début de 2025. Cette évolution suggère que le Mexique demeure principalement positionné sur les segments d'assemblage des chaînes de valeur, tandis que la production des composants les plus sophistiqués reste largement localisée en Asie. Elle indique également une diversification des fournisseurs asiatiques.

RÉVISION DE L'USMCA : LES ENJEUX DÉPASSENT LE CADRE D'UN ACCORD COMMERCIAL

Le 1^{er} juillet marquait le début officiel de la joint review de l'USMCA. Les États-Unis ont refusé de confirmer la prolongation automatique de l'accord, ouvrant une période de réexamens annuels et de négociations qui pourra se poursuivre jusqu'en 2036. L'accord restera pleinement en vigueur pendant cette période.

Lors des premières réunions officielles de renégociation de l'USMCA, fin mai, qu'a suivi une deuxième série d'échanges mi-juin, les discussions ont principalement porté sur le renforcement des règles d'origine, en particulier dans le secteur automobile. Les États-Unis proposent d'ajouter une exigence de contenu minimal produit sur leur territoire aux 75% actuels produits dans la région. Les négociations incluent également le durcissement des exigences salariales, l'application de droits de douane aux composants extrarégionaux et l'instauration de règles spécifiques pour les secteurs de l'acier et de l'aluminium. Une troisième série de discussions est prévue le 20 juillet.

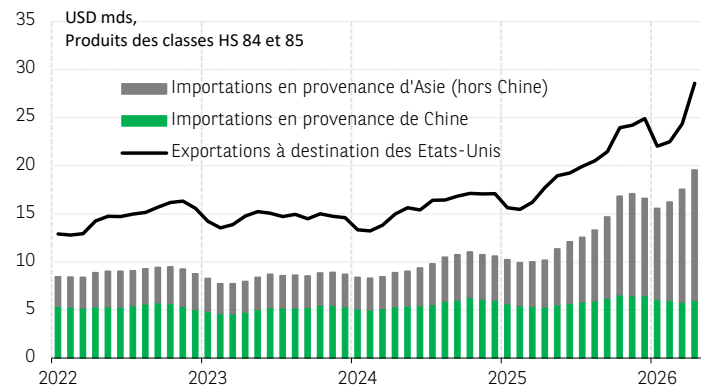
Parallèlement, les minerais critiques pourraient constituer l'un des enjeux majeurs de cette révision. L'objectif serait d'adapter un accord conçu pour favoriser les échanges commerciaux à un environnement désormais marqué par les enjeux de sécurité économique et de transition énergétique. Les discussions portent sur une meilleure coordination des politiques commerciales, un renforcement des règles d'origine sur les produits contenant des minerais critiques (batteries, semi-conducteurs), ainsi que sur des mécanismes communs de sécurisation des approvisionnements.

Dans cette perspective, l'accord entre les États-Unis et le Mexique, signé en février 2026, pour une intégration plus poussée des minerais critiques dans les chaînes d'approvisionnement nord-américaines apparaît comme une étape importante. Si ces dispositions étaient intégrées à l'USMCA, celui-ci dépasserait alors le cadre d'un simple accord commercial, pour se rapprocher d'une véritable politique industrielle commune. À défaut, la multiplication des accords bilatéraux pourrait conduire à une architecture plus fragmentée et moins efficace pour réduire la dépendance de l'Amérique du Nord à l'égard de la Chine.

LE CYCLE D'ASSOUPLISSEMENT EST DÉSORMAIS ACHÉVÉ

En mai, l'inflation totale a ralenti pour le troisième mois consécutif, à 3,9% en g.a. Pour la première fois depuis le début de 2026, le taux d'inflation est inférieur au plafond de 4% fixé par la Banque centrale. Les pressions sur les prix ont continué de s'atténuer pour les produits alimentaires, les boissons et le tabac. L'inflation sous-jacente a également décéléré en mai, à 4,2% en g.a. Les effets de base et les pressions à la hausse liées à la Coupe du monde de football empêchent un ralentissement plus rapide de l'inflation.

Régionalisation des échanges, pas des approvisionnements



GRAPHIQUE 2

SOURCE: COMTRADE

Face aux risques d'effets de second tour liés aux prix de l'énergie et à la possibilité d'un relèvement des taux par la Réserve fédérale américaine, la Banque centrale du Mexique a maintenu son taux de référence à 6,5 % le 25 juin, indiquant qu'il serait approprié de maintenir ce niveau à l'avenir.

FINANCES PUBLIQUES : DIFFICILE CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE

La consolidation budgétaire, priorité de la présidente Sheinbaum depuis son arrivée au pouvoir en 2024, progresse. Le déficit public a atteint 3,9% du PIB en 2025 (après 5,1% en 2024), mais reste élevé. Les hypothèses trop optimistes du gouvernement sur la croissance, les charges d'intérêt élevées (16% du PIB), la rigidité des dépenses courantes et le soutien continu à Pemex (malgré une légère amélioration de ses résultats, l'entreprise reste dépendante du soutien de l'État en raison de son endettement élevé, sa faible rentabilité et ses besoins d'investissement importants) limitent l'amélioration de la situation budgétaire.

En outre, la présidente continue de se montrer réticente à la mise en œuvre d'une réforme fiscale de grande ampleur. Selon le gouvernement, la hausse des prix mondiaux de l'énergie devrait avoir un impact budgétaire globalement neutre, la hausse des recettes pétrolières permettant de compenser les baisses d'impôts visant à stabiliser les prix pour les consommateurs finaux, la baisse de la production et les transferts budgétaires destinés à Pemex. Nous attendons en 2026 un déficit proche de celui de 2025, à 3,8% du PIB. La dette continue donc de progresser, limitant les marges de manœuvre face à d'éventuels nouveaux chocs économiques.

Achévé de rédiger le 10 juillet 2026

Hélène Drouot

helene.drouot@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ARABIE SAOUDITE

31

LE CONFLIT AU MOYEN-ORIENT, PLUS QU'UN CHOC CONJONCTUREL

L'Arabie saoudite n'est pas l'économie du Golfe la plus vulnérable au conflit en Iran, mais elle n'est pas épargnée pour autant. La croissance attendue cette année a été fortement révisée à la baisse en raison de la chute de la production pétrolière. Hors hydrocarbures, cependant, l'activité résiste. Surtout, le pays a pu capter une partie des flux bloqués dans le détroit d'Ormuz grâce à ses infrastructures situées en mer Rouge. À court terme, la hausse des exportations pétrolières va améliorer ses comptes extérieurs. En revanche, le redressement des finances publiques sera moins significatif en raison de l'envolée des dépenses budgétaires. Les marges de manœuvre budgétaires restent toutefois confortables. La dette publique est modérée et le conflit n'a pas altéré la confiance des créanciers. Au-delà des effets de court terme, ce conflit aura des répercussions durables sur l'ensemble de la région. L'Arabie saoudite pourrait en tirer bénéfice.

CROISSANCE : UN FORT RALENTISSEMENT MAIS PAS DE RÉCESSION

Malgré la signature d'un protocole d'accord entre les États-Unis et l'Iran, la situation reste fragile et les dossiers sensibles sont nombreux, à commencer par le rétablissement complet du trafic dans le détroit d'Ormuz.

L'Arabie saoudite n'est pas le pays du Golfe le plus vulnérable aux conséquences de la guerre en Iran. La montée en puissance du port de Yanbu en mer Rouge et l'utilisation du *pipeline* Est-Ouest ont permis d'amortir le choc sur les exportations d'hydrocarbures et les comptes externes (cf. infra). Avec cette réorganisation des flux logistiques, le pays dispose également d'un atout pour relancer rapidement sa production pétrolière. À court terme, cependant, le pays ne pourra pas compenser les pertes. De plus de 10 millions de barils/jour (b/j) en février, la production de pétrole brut est tombée à 6,9 millions de b/j en mai, soit une baisse de 31,6%.

Hors hydrocarbures, l'économie a également fait preuve d'une capacité d'adaptation remarquable. Contrairement à la plupart des autres pays de la région, l'Arabie saoudite a pu compter sur ses infrastructures portuaires en dehors du détroit d'Ormuz pour contenir le risque inflationniste lié à un renchérissement des biens importés. En particulier, la hausse des prix des biens alimentaires reste inférieure à 1% en g.a. depuis le début du conflit.

Des pressions inflationnistes sont possibles dans les mois à venir, mais elles devraient être gérables dans l'ensemble, grâce aux subventions qui permettent de stabiliser les prix de l'énergie. Avec une inflation attendue à 2,2% en moyenne cette année, la consommation des ménages continuera de résister.

Par ailleurs, la plupart des indicateurs conjoncturels (indices PMI, enquêtes de confiance) se sont stabilisés au mois d'avril après avoir chuté en mars ; ils restent toutefois assez bas.

Au-delà de la réorganisation des flux logistiques, plusieurs facteurs ont contribué à la résilience de l'économie jusqu'à présent : la profondeur du marché domestique, la solidité du secteur bancaire, et la vigueur du marché du travail. L'Arabie saoudite a par ailleurs été moins touchée par les attaques militaires iraniennes. Le trafic aérien depuis les principaux aéroports saoudiens n'a baissé que de 20% en moyenne depuis le début du conflit, contre 60% pour les autres pays du Golfe. Il est désormais presque revenu à la normale.

Dans ce contexte, la décélération de l'activité hors hydrocarbures devrait être modérée, avec une croissance de 3% cette année contre 4,1% en 2025. Malgré la baisse de 6% de la valeur ajoutée du secteur des hydrocarbures (20% du PIB), l'économie de l'Arabie saoudite pourrait ainsi être l'une des rares du Golfe à ne pas se contracter cette année. Néanmoins, le choc sur la croissance sera significatif. Les prévisions initiales tablaient sur une croissance de 4,6% en 2026, or elle ne devrait atteindre que 0,8%.

Prévisions économiques

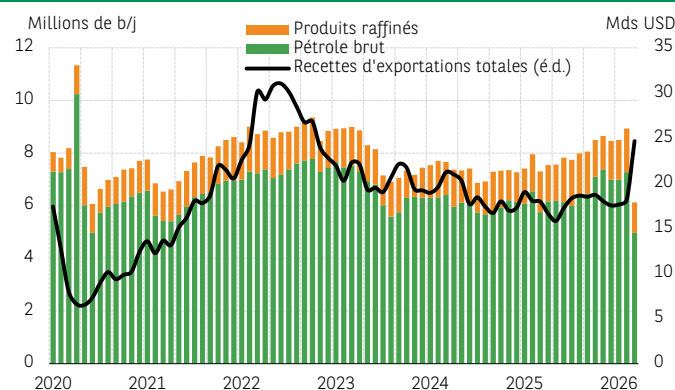
	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	12,0	0,5	2,6	4,5	0,8	4,4
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,5	2,3	1,7	2,0	2,2	2,1
Solde budgétaire, % du PIB	2,2	-1,8	-2,5	-5,8	-5,1	-4,3
Dette publique, % du PIB	21,3	23,0	25,9	31,8	34,9	38,0
Solde courant, % du PIB	12,1	2,1	-1,3	-2,6	-0,8	-1,1
Dette externe, % du PIB	21,3	24,6	29,5	37,5	38,1	40,4
Réserves de change, mds USD	460	437,1	437,4	460,4	487,3	493,3
Réserves de change, en mois d'imports	21,4	17,2	15,5	15,4	15,5	14,9

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABLEAU 1

Exportations pétrolières : baisse en volume, envolée en dollars



GRAPHIQUE 1

SOURCE : GASTAT, JODI, BNP PARIBAS

COMPTES EXTÉRIEURS : L'EFFET PRIX L'EMPORTE

En détournant 70% de ses capacités d'exportations de pétrole *via* la mer Rouge, et en raison de la hausse des cours du pétrole, l'économie saoudienne a pu absorber une grande partie du choc énergétique. Les exportations pétrolières ont atteint USD 25 mds en mars, soit un plus haut depuis fin 2022 (graphique 1). Les mois d'avril, mai et juin s'annoncent très bons dans la mesure où l'Arabie saoudite a vendu son pétrole avec une prime historique de USD12,50/ baril en moyenne aux pays asiatiques, qui sont de loin ses principaux clients.


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Bien qu'en repli depuis la signature du protocole d'accord entre les États-Unis et l'Iran, les cours du pétrole devraient rester supérieurs à leurs niveaux d'avant la crise sur le reste de l'année. Avec un Brent autour des USD 85/b en moyenne en 2026, les exportations d'hydrocarbures de l'Arabie saoudite pourraient atteindre USD250 mds, contre USD 214 mds en 2025.

La balance du compte courant, qui s'était dégradée progressivement ces dernières années, va donc se redresser. De structurellement excédentaire, la balance courante a basculé dans le rouge au T3 2024. Son déficit n'a cessé de se creuser depuis, sous l'effet combiné d'un gonflement rapide des importations et de l'érosion des exportations. La hausse des exportations de pétrole devrait permettre de ramener le déficit de la balance courante de 2,6% du PIB en 2025 à moins de 1% du PIB cette année.

Par ailleurs, les réserves de change oscillent actuellement autour de USD490mds, en hausse de 6% depuis le début de l'année. Bien que toujours fortement débitrice, la position extérieure nette des banques a également commencé à s'améliorer. Pour la première fois depuis 16 mois, elle s'est réduite de USD8,5mds en avril.

FINANCES PUBLIQUES : TOUJOURS SOUS PRESSION

En revanche, la pression sur les comptes publics va rester forte. Le déficit budgétaire a atteint le montant record de USD33,5mds sur les trois premiers mois de l'année (graphique 2), soit ¾ de ce que prévoyait la loi de finances. L'envolée des dépenses a été spectaculaire : +20% par rapport au T1 2025, tirée en grande partie par les postes « biens et services » (+52%) et les investissements (+56%). Les subventions ont également triplé. S'il est difficile d'estimer la part qui revient au coût du conflit, l'objectif de réduire le déficit budgétaire de 5,8% du PIB en 2025 à 3,3% cette année ne sera pas atteint. Les gains générés par le surcroît de recettes pétrolières (plus de la moitié des revenus) n'étaient toutefois pas visibles au T1. Malgré les perspectives d'amélioration lors des prochains trimestres, le déficit budgétaire devrait rester important (au-dessus de 5% du PIB).

La dette du gouvernement est modérée, mais elle va continuer de croître rapidement. Elle devrait atteindre 35% du PIB cette année (contre 31,8% en 2025) et seulement 21% en 2022.

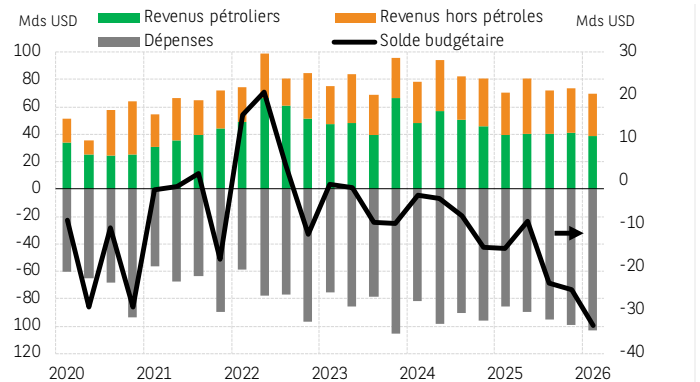
En dépit d'efforts de consolidation depuis 2 ans, le gouvernement n'arrive pas à endiguer la dynamique de la dette. Ses marges de manœuvre restent cependant confortables. Le profil de la dette est favorable, et le conflit n'a pas altéré la confiance des investisseurs étrangers dans la solidité des fondamentaux macroéconomiques du pays. Les primes de couverture de risque de la dette en devises à 5 ans ont même reculé de 23 pb depuis fin février offrant des capacités aux autorités qui assurent avoir déjà bouclé leur plan de financement pour cette année.

D'autant que la stratégie du gouvernement a été prudente jusqu'à présent. Après deux années record, le volume d'émission de dette euro-obligataire a baissé : USD11,5mds entre janvier et juin contre USD14,5mds sur la même période en 2025 (et USD13mds en 2024). Les conditions financières favorables sur le marché domestique (la politique monétaire de l'Arabie saoudite suit celle de la Fed en raison de l'ancrage du SAR au dollar US) et une réserve équivalente à 9% du PIB (à la Banque centrale) constituent des leviers supplémentaires sur lesquels l'État peut s'appuyer.

L'APRÈS-CONFLIT : DÉFIS ET OPPORTUNITÉS D'UNE RÉGION RECONFIGURÉE

Sous réserve que la situation au Moyen-Orient se stabilise durablement, la croissance de l'économie saoudienne devrait rebondir à 4,4% en 2027, portée notamment par la hausse de la production pétrolière.

Déficit record au T1 2026 : l'équation budgétaire se complique



GRAPHIQUE 2

SOURCE : MINEFI, BNP PARIBAS

Cependant, la détente du contexte sécuritaire risque de s'accompagner d'un retour rapide des pressions macroéconomiques. Au-delà de la normalisation de la production pétrolière régionale, les Émirats arabes unis ne sont désormais plus contraints par leur appartenance à l'OPEP+. Le marché mondial de l'énergie pourrait ainsi de nouveau basculer en situation de surabondance tirant les cours mondiaux du pétrole à la baisse, au moment où les pays du Golfe devront réajuster leurs priorités. Aux efforts de diversification s'ajoutent désormais des besoins accrus sur le plan sécuritaire et un réaménagement en profondeur des infrastructures en vue de contourner le détroit d'Ormuz.

La stratégie élaborée par les autorités saoudiennes répond en partie à ces nouvelles exigences. Présentée mi-avril, elle vise une allocation plus sélective des ressources du PIF, le fonds souverain saoudien, dans un nombre plus restreint de secteurs domestiques, avec la volonté de valoriser les actifs déjà constitués. La réflexion autour de la création d'un géant de la logistique *via* le regroupement de plusieurs actifs du portefeuille du PIF illustre cette recherche d'efficacité économique. De fait, la crise a mis en lumière l'intérêt stratégique des infrastructures saoudiennes en mer Rouge. En les renforçant, le pays pourrait tirer bénéfice de la reconfiguration des flux logistiques dans l'ensemble de la région.

Mieux calibrée pour s'adapter aux contraintes macroéconomiques, la nouvelle étape du plan de transformation 2030 repose cependant sur la capacité du pays à attirer des investissements directs étrangers (IDE). Malgré des progrès ces dernières années, les entrées d'IDE en Arabie saoudite restent inférieures aux IDE dans les pays voisins. En 2025, elles ont atteint 2,6% du PIB, soit presque 1 point de moins que la moyenne des pays du Golfe. Or, l'impact du conflit sur l'attractivité de la région est très incertain.

Par ailleurs, en se recentrant sur son marché domestique, l'Arabie saoudite devrait confirmer son changement de statut : de fournisseur de capitaux au reste du monde, elle est depuis 2024 un importateur net. Cette dynamique devrait se maintenir dans les années à venir. Bien que le PIF dispose d'un mandat clair pour continuer à acquérir des actifs à l'étranger, ses opérations devront répondre en priorité aux objectifs de diversification fixés par le plan « 2030 ». Au regard des lourds besoins d'investissement et des pressions déjà fortes sur les comptes publics, cela passera sans doute par des réallocations d'actifs. Une diminution du rythme d'acquisition est également à prévoir.

Achévé de rédiger le 10 juillet 2026

Stéphane Alby

stephane.alby@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DES SIGNES ENCOURAGEANTS DE RENFORCEMENT MACROÉCONOMIQUE

Les conséquences de la guerre en Iran et de la crise énergétique sur l'économie égyptienne restent pour le moment limitées. Celle-ci a bénéficié à la fois de fondamentaux macroéconomiques renforcés par le soutien international et d'une crédibilité accrue de sa politique économique. Les dynamiques de rebond de l'activité et de désinflation, débutées en 2025, ne sont pas remises en cause. Principale source de vulnérabilité, la liquidité en devises ne s'est dégradée que modérément, aidée par une plus grande flexibilité du taux de change. Néanmoins, si la vulnérabilité de l'économie égyptienne aux chocs externes se réduit, elle reste élevée, notamment en raison du déséquilibre croissant de la balance énergétique et de la dépendance aux flux de capitaux volatils. À moyen terme, l'objectif de diversification des importations européennes de gaz pourrait être favorable au hub gazier égyptien.

LE REBOND DE L'ACTIVITÉ N'EST PAS REMIS EN CAUSE

La reprise de l'activité économique s'est confirmée au cours des trois premiers trimestres de l'année budgétaire (AB) 2026 avec une moyenne de +5,2% en g.a. La croissance du dernier trimestre (avril-juin 2026) devrait ralentir (elle est attendue à +3,2% en g.a.) en raison des conséquences de la guerre en Iran. Néanmoins, celles-ci devraient rester limitées aux effets des mesures de rationnement de la consommation d'énergie. Pour l'ensemble de l'année budgétaire 2026, la croissance réelle du PIB devrait atteindre 4,7%, marquant un mieux par rapport à 2025.

L'amélioration de la liquidité en devises depuis le S2 2025 a permis à l'économie égyptienne d'aborder la crise énergétique liée à la guerre en Iran dans de meilleures conditions qu'en 2022. Par ailleurs, les investisseurs internationaux n'ayant pas cédé à la panique et ne quittant pas massivement le marché égyptien, la livre égyptienne s'est finalement peu dépréciée par rapport au dollar US, ce qui a limité les conséquences inflationnistes du choc énergétique. Plus généralement, la crédibilité de la politique économique s'est renforcée au cours des derniers trimestres grâce aux réformes budgétaires et à la flexibilité accrue du taux de change.

Néanmoins, la dynamique de redressement de la croissance, observée depuis la fin de 2024, montre quelques signes d'essoufflement. La progression de la production industrielle et celle du crédit au secteur privé ont ralenti au cours du T1 2026. Dans ce contexte, nous prévoyons une stabilisation de la croissance à 4,7% pendant l'année budgétaire 2027. Par ailleurs, à moyen terme, de tels rythmes de croissance (inférieurs à 5%) resteront insuffisants pour absorber les nouveaux entrants sur le marché du travail et réduire le niveau de pauvreté. Selon la Banque mondiale, seule une croissance supérieure à 6% le permettrait.

POURSUITE DE LA DYNAMIQUE DÉSINFLATIONNISTE

La guerre en Iran et la crise énergétique ont interrompu la baisse de l'inflation égyptienne. Mais la dynamique favorable, enclenchée en 2024 par la stabilisation macroéconomique, devrait reprendre à court terme. Les fortes hausses des prix de l'énergie décidées par le gouvernement dès le début de la guerre, ainsi que la dépréciation de la livre (qui a perdu 12% contre le dollar durant le premier mois avant de se stabiliser) ont alimenté les pressions inflationnistes (+15% en g.a en avril contre 11,9% en janvier), notamment la composante « alimentation ». L'inflation des prix à la consommation a atteint 13,2% en moyenne en AB2026 et devrait légèrement baisser, à 12,3%, en AB2027.

Ce renouvellement des pressions inflationnistes devrait être temporaire. À court terme, si des risques inflationnistes demeurent, ils restent contenus. Dans notre scénario central, les cours des hydrocarbures devraient rester assez élevés au cours des prochains trimestres. Le risque lié aux prix des matières premières agricoles devrait être contenu cette année pour le blé (dont l'Égypte est le premier importateur mondial) étant donné l'abondance de la récolte locale et les

Prévisions économiques

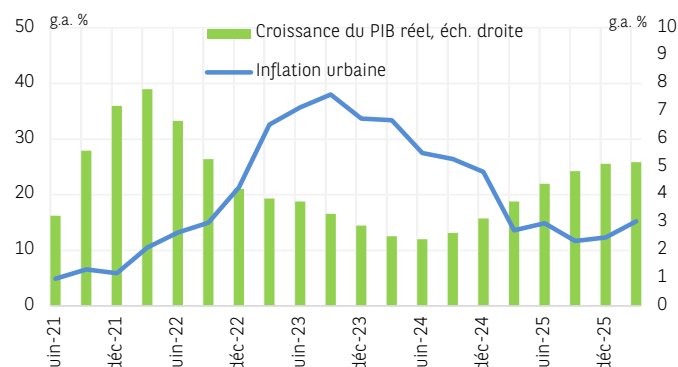
	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	6,7	3,8	2,4	4,4	4,7	4,7
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	8,5	24,0	33,6	21,0	13,2	12,3
Solde budgétaire, % du PIB	-5,8	-5,7	-3,3	-6,5	-9,3	-6,1
Dette publique, % du PIB	89,0	96,0	91,0	87,0	81,0	72,0
Solde courant, % du PIB	-3,5	-1,2	-5,4	-4,2	-3,6	-2,9
Dette externe, % du PIB	33,0	42,0	40,0	44,0	42,0	40,0
Réserves de change, mds USD	31,5	32,8	44,3	45,3	47,3	49,5
Réserves de change, en mois d'imports	3,7	4,7	6,0	5,1	5,0	5,3

TABLEAU 1

Année budgétaire du 1er juillet de l'année n-1 au 30 juin de l'année n
e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Poursuite du rebond de la croissance



GRAPHIQUE 1

SOURCES : FMI, CEIC, BNP PARIBAS

importations records décidées par le gouvernement afin de constituer des stocks de précaution.

L'inflation devrait rester significativement supérieure à la cible de la Banque centrale d'Égypte (BCE) (7,0% +/-2% au T4 2026). Nous prévoyons, en effet, un rythme annuel de hausse des prix toujours au-dessus de 14,5% fin 2026. Dans ce contexte, la Banque centrale maintiendra sa politique d'assouplissement monétaire prudente, qui a débuté en 2025 avec le repli de l'inflation. La reprise du cycle de baisses des taux ne se produira pas avant une réelle stabilisation de la situation géopolitique dans le Golfe. Le taux prêteur de la BCE s'établit actuellement à 20% après avoir baissé de 825 pb entre avril 2025 et février 2026.



LES COMPTES EXTÉRIEURS RESTENT VULNÉRABLES

Malgré un environnement extérieur défavorable, le déficit du compte courant devrait se réduire à 3,6% du PIB en AB2026.

Sur l'ensemble de l'année, les importations d'hydrocarbures devraient augmenter de plus de 30% en raison, à la fois, de la hausse des prix sur les marchés internationaux et de la nécessité d'importer de façon croissante du gaz naturel liquéfié (GNL) pour satisfaire la consommation intérieure.

Nous n'anticipons pas de baisse significative des cours du GNL à court terme. En effet, la reprise à pleine capacité de la production qatarie nécessitera plusieurs années, et la demande européenne liée à la reconstitution des stocks avant l'hiver prochain est un élément de soutien des cours. Sur un plan plus positif, les exportations hors hydrocarbures, les revenus du tourisme et les transferts des expatriés sont attendus en forte hausse. En AB2027, sous l'effet notamment du repli modéré des prix des hydrocarbures, le déficit courant devrait se réduire à 2,9% du PIB.

Le soutien des créiteurs bi- et multilatéraux demeure significatif (environ 1,7% du PIB en AB2026 selon le FMI), mais devrait se réduire à partir de l'année prochaine avec la conclusion des programmes européens et de ceux du FMI. En parallèle, le besoin de financement extérieur (déficit courant + amortissement de la dette extérieure) va rester élevé (environ 6% du PIB jusqu'en AB2028 selon le FMI).

Dans ce contexte, le risque d'un important resserrement de la liquidité en devises de l'Égypte est élevé à court et moyen terme, d'autant plus qu'une partie des financements extérieurs reste par nature volatile (selon le FMI, environ 10-15% des besoins de financement continuera de dépendre des investissements de portefeuille). En outre, les actifs nets en devises des banques commerciales, qui sont un élément clé de la liquidité externe de l'Égypte, ont diminué pratiquement de moitié depuis janvier 2026. Le maintien de la flexibilité du taux de change sera indispensable pour réduire la vulnérabilité externe de l'Égypte, notamment parce qu'en cas de pression sur la liquidité en devises, elle permettrait de préserver les actifs nets du système bancaire (Banque centrale et banques commerciales) qui s'éroderaient rapidement en régime de taux de change fixe.

AMÉLIORATION BUDGÉTAIRE EN DEMI-TEINTE

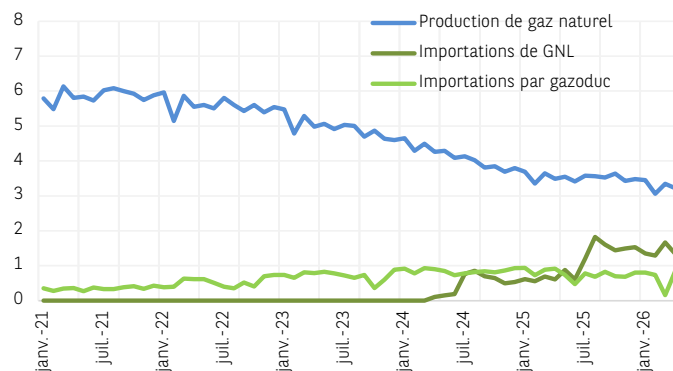
La situation des finances publiques reste contrastée : d'un côté, l'excédent primaire augmente (il devrait atteindre 4,6% du PIB cette année, un plus haut historique hors éléments exceptionnels) grâce notamment à la hausse des revenus fiscaux et à la réduction graduelle des subventions ; de l'autre, les dépenses d'intérêt sur la dette du gouvernement restent à des niveaux records (70% des revenus totaux prévu pour l'AB2026). Le déficit budgétaire devrait être élevé cette année (9,3% du PIB) en raison d'une forte augmentation de la charge d'intérêt (hausse équivalente à 2,5% du PIB), avant de se réduire en AB2027 (6,1% du PIB attendu) grâce à la baisse des taux d'intérêt initiée en 2025.

La dette du gouvernement baisse mais reste élevée (87% du PIB en AB2025). Le principal défi reste le coût de refinancement de cette dette, notamment par l'allongement des maturités d'émission. La dette totale du gouvernement est constituée à 70% de dette locale, dont plus d'un tiers est constitué de titres de maturité inférieure à un an. L'objectif du gouvernement est d'accroître la maturité moyenne du stock de dette de 3,5 ans actuellement à 4,5-5 ans en AB2029. La maîtrise de l'inflation dans la durée sera un élément clé pour atteindre cet objectif.

LA QUESTION ÉNERGÉTIQUE RESTE CENTRALE

La question énergétique est un élément déterminant de la vulnérabilité de l'économie égyptienne. Alors qu'il bénéficiait d'une rente d'exportation au cours des années 2000, le pays est devenu un importateur net d'hydrocarbures en 2024. Concernant le gaz, la hausse continue de la

Dépendance croissante aux importations de GNL



GRAPHIQUE 2

SOURCES: JODI, BNP PARIBAS

consommation (75% du *mix* électrique) et la chute de la production nationale (-12% en moyenne par an depuis le pic de production atteint en 2021) ont entraîné une hausse des importations qui représentent actuellement environ 38% de la consommation de gaz.

En outre, l'Égypte est exposée aux variations des prix sur les marchés étant donné qu'une part croissante de ses importations est constituée de GNL. Par ailleurs, le coût du gaz liquéfié est deux fois plus élevé que celui provenant d'Israël par gazoduc. Concernant le pétrole, la dépendance aux importations a également augmenté au cours des dernières années avec la baisse régulière de la production nationale.

À court terme, les conséquences de la crise énergétique sont négatives mais contenues. L'arrêt des exportations israéliennes durant 33 jours au cours du mois de mars 2026 (environ 28% des importations totales de gaz avant l'arrêt), en raison de la guerre, a eu des conséquences limitées sur l'activité (la réduction des horaires d'ouverture des commerces, par exemple). Les conséquences sur la production d'électricité ont également été contenues grâce à la disponibilité de terminaux flottants de stockage et de regazéification de gaz qui ont permis un recours accru aux importations de GNL.

Les conséquences sur l'inflation ont été plus sévères, mais devraient être temporaires (*cf. supra*). À moyen terme, la guerre en Iran devrait amener les pays importateurs d'hydrocarbures à donner encore davantage la priorité à leur souveraineté énergétique, notamment en Europe, ce qui pourrait être favorable à l'Égypte. En effet, faute de pouvoir exporter sa propre production, l'Égypte cherche à se positionner comme le hub gazier de la Méditerranée orientale. Le pays dispose de deux terminaux de liquéfaction permettant aux pays producteurs de la région d'exporter leur production sans trop d'investissements. Du gaz chypriote devrait ainsi alimenter ces terminaux à partir de la fin de cette décennie. Même si une partie de ce gaz pourrait alimenter la demande égyptienne, le reste pourrait trouver en l'Europe un débouché naturel.

Achévé de rédiger le 10 juillet 2026

Pascal Devaux

pascal.devaux@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOINSIGHT

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principales économies, développées et émergentes

ECOFASH

Un indicateur, un événement économique majeur

ECOWEEK

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

ECOCHARTS

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

ECOATLAS

Les chiffres clés de l'économie française comparés à ceux des principaux pays européens

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE

Un graphique hebdomadaire illustrant des points saillants de l'économie

ECOTV

Quel est l'événement du mois ?

La réponse dans vos quatre minutes d'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

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 desquels il a été élaboré.

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

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

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

Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document suivant : https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2026). Tous droits réservés.

pour vous *abonner* à nos publications :
ÉTUDES **ECONOMIQUES**



POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

voir la page **linkedin** des études économiques

OU TWITTER

voir la page **twitter** des études économiques

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change