

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

“ LA CROISSANCE DES ÉCONOMIES ÉMERGENTES RESTE SOLIDE DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE, TIRÉE NOTAMMENT PAR LES EXPORTATIONS. LES POLITIQUES ÉCONOMIQUES CONTINUERONT DE SOUTENIR LA CROISSANCE À COURT TERME, MAIS SERONT PLUS CONTRAINTES. EN PARTICULIER, LES MARGES DE MANŒUVRE BUDGÉTAIRES SERONT RÉDUITES PAR LA NÉCESSITÉ DE FREINER LA HAUSSE DES RATIOS D'ENDETTEMENT PUBLIC. ”

ÉTUDES ÉCONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

ÉDITORIAL

3 Pays émergents : la croissance résiste mais ne suffit pas à stabiliser l'endettement public

PANORAMAS RÉGIONAUX

7 Panoramas : Europe centrale, Asie, Afrique du Nord / Moyen-Orient, Amérique latine

INDICATEURS

9 Indicateurs clés
Endettement public et vulnérabilité aux conditions financières extérieures

CHINE

11 Puissance exportatrice confirmée, modèle de croissance déséquilibré

INDE

13 Soutien budgétaire à la croissance

INDONÉSIE

15 Pressions sur les finances publiques et les comptes extérieurs

TURQUIE

17 Ralentissement sur fond d'instabilité financière

POLOGNE

19 Une croissance solide malgré la consolidation budgétaire

ROUMANIE

21 Cure d'austérité budgétaire

BRÉSIL

23 Face au ralentissement : un État contraint mais pas impuissant

MEXIQUE

25 Marges de manœuvre limitées

ARGENTINE

27 Dilemmes

COLOMBIE

29 Dans l'attente des élections

ÉGYPTE

31 Perspectives favorables à court terme

MAROC

33 Les voyants économiques sont au vert

**BNP PARIBAS**

La banque
d'un monde
qui change

PAYS ÉMERGENTS: LA CROISSANCE RÉSISTE MAIS NE SUFFIT PAS À STABILISER L'ENDETTEMENT PUBLIC

La croissance des économies émergentes reste solide depuis le début de l'année, grâce notamment au dynamisme des exportations et à l'assouplissement des conditions financières. Jusqu'à l'été, les achats anticipés dans la perspective des hausses tarifaires aux États-Unis ont stimulé les échanges. De plus, les flux commerciaux se sont réorganisés. En 2026, les politiques budgétaires et monétaires continueront de soutenir la croissance mais seront plus contraintes. L'assouplissement monétaire sera moins marqué qu'en 2025, ne serait-ce qu'en raison du rythme de désinflation inégal selon les pays. Les marges de manœuvre budgétaires seront, quant à elle, contraintes par la nécessité de freiner la croissance des ratios d'endettement public. D'une part, l'écart – jusqu'ici généralement négatif – entre le taux d'intérêt effectif et la croissance va se rapprocher de zéro, voire s'inverser. D'autre part, pour de nombreux pays, les déficits budgétaires primaires resteront élevés même s'ils se réduisaient à moyen terme. En Chine, en Pologne et en Arabie saoudite, dont le ratio de dette sur PIB devrait augmenter le plus à l'horizon 2030, plusieurs raisons spécifiques, mais non problématiques, expliquent les déficits primaires élevés. Pour l'Afrique du Sud, le Brésil, la Colombie et le Mexique, la situation est plus problématique. Enfin, les pays pour lesquels le ratio de dette publique baisse le plus (Argentine, Égypte, Ukraine) sont ceux qui bénéficient d'un accord de soutien du FMI.

BONNE PERFORMANCE PORTÉE PAR LE DYNAMISME DES EXPORTATIONS ET L'ASSOUPLEMENT DES CONDITIONS FINANCIÈRES

La croissance des économies émergentes reste solide depuis le début de l'année. La progression du PIB agrégé de notre échantillon de 28 principaux pays émergents¹ a été légèrement supérieure à 1% en rythme trimestriel aux T1 et T2 2025. Pour le troisième trimestre, les données du PIB disponibles confirment la bonne résistance des pays d'Asie.

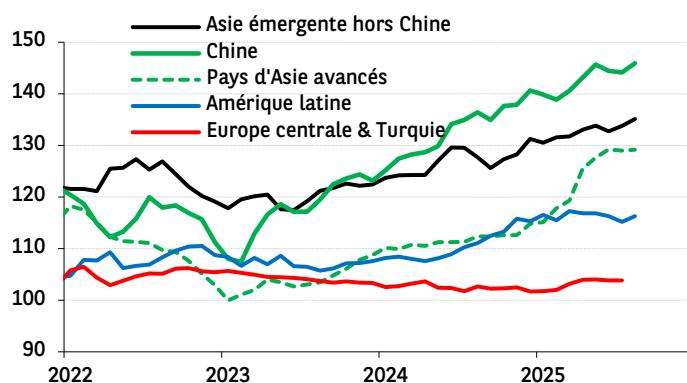
Selon nos prévisions, sur l'ensemble de l'année 2025, la croissance moyenne du PIB réel des pays émergents devrait s'établir à 4,1%, soit à peine en dessous de sa moyenne 2024 (+4,2%). Nous l'avons révisée à la hausse (+4 pp) par rapport à la prévision faite au lendemain du « jour de la libération » (2 avril) du président Trump et de la première vague de hausses des droits de douane américains. De fait, les exportations des pays émergents ont été beaucoup moins affectées qu'attendu par le choc tarifaire. Le commerce mondial a résisté et devrait même connaître un rebond sur l'ensemble de l'année. Dans ses *Perspectives économiques mondiales* d'octobre, le FMI prévoit une hausse de 3,7% du volume total des exportations de biens en 2025, après +3% en 2024.

Jusqu'à l'été, les échanges ont été stimulés par les achats anticipés liés à la perspective des hausses tarifaires aux États-Unis. Surtout, les flux commerciaux se sont réorganisés au cours de l'année².

En premier lieu, les exportations de la Chine se sont redéployées, d'une part, afin de contourner les droits de douane américains grâce au réacheminement des flux de marchandises *via* des pays tiers et, d'autre part, afin de diversifier les débouchés pour compenser les pertes de parts de marché aux États-Unis³. Le total des exportations chinoises a ainsi augmenté de 6% en g.a. en dollars courants sur les neuf premiers mois de 2025, en dépit du choc tarifaire.

Pour les pays d'Europe centrale, les exportations ont mieux résisté que prévu à la hausse des tarifs américains et à la crise frappant le secteur automobile, grâce à la poursuite de l'intégration des chaînes de valeur européennes et au dynamisme des échanges intrarégionaux.

PAYS ÉMERGENTS : INDICES D'EXPORTATIONS EN VOLUME (MM3, Q4 2019=100)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CPB (NETHERLANDS BUREAU FOR ECONOMIC POLICY ANALYSIS), MACROBOND, BNP PARIBAS

La République tchèque, la Slovaquie et la Roumanie, qui sont fortement exposées au secteur automobile, en ont particulièrement bénéficié et ont enregistré une solide progression de leurs exportations totales de voitures et de pièces détachées depuis le début de l'année⁴.

Enfin, les exportations ont été soutenues par la très forte demande mondiale de produits électroniques liée au boom des investissements dans l'intelligence artificielle – d'autant plus que les semiconducteurs sont jusqu'à présent exemptés de droits de douane aux États-Unis. Les secteurs manufacturiers des pays d'Asie, en particulier la Chine, la Corée du Sud, Taiwan et le Vietnam, ont largement profité de cette dynamique (*Graphique 1*).

L'évolution des balances de paiements et des conditions financières est restée plutôt favorable en 2025. Même hors Chine, le solde courant de notre échantillon de 15 principaux pays émergents⁵ est resté excédentaire jusqu'au T2 2025.

1 Asie : Chine, Corée du Sud, Hong Kong, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan, Thaïlande; Amérique latine : Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou ; EMEA : Afrique du Sud, Bulgarie, Égypte, Hongrie, Israël, Maroc, Pologne, République tchèque, Roumanie, Russie, Slovaquie, Turquie.

2 Voir EcoPerspectives, T3 2025 : Focus – Commerce international : tout ne tourne pas autour des États-Unis.

3 Voir dans cet EcoPerspectives : Chine – Puissance exportatrice confirmée, modèle de croissance déséquilibré.

4 Voir Graphique de la semaine, 29 octobre 2025 : Europe centrale : les exportations du secteur automobile résistent.

5 Corée du Sud, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Taiwan, Thaïlande / Brésil, Chili, Mexique / Hongrie, Pologne, Rép. tchèque, Turquie / Afrique du Sud.



ÉDITORIAL

4

Selon l'IFI (Institut de finance internationale), les investissements de portefeuille des non-résidents ont été très faibles au premier semestre, mais après un deuxième semestre 2024 particulièrement fort, et ils ont fortement rebondi au cours de l'été. La plupart des devises se sont appréciées contre le dollar depuis le 2 avril, corrigeant tout ou partiellement le mouvement de dépréciation qui avait suivi l'élection de D. Trump. Les *CDS spreads* ont connu le même mouvement de tension puis de détente. Enfin, pour la plupart des pays, les rendements des obligations souveraines en monnaie locale ont continué de se réduire depuis début avril, aidés par l'assouplissement des politiques monétaires⁶.

Dans les prochains mois, la croissance du commerce international devrait s'essouffler ; les effets des relèvements des droits de douane américains devraient être davantage visibles, tandis que les tensions commerciales et le risque de nouvelles mesures protectionnistes persisteront. La progression du volume total des exportations de biens devrait se modérer à +2% en 2026, avant de réaccélérer en 2027-2028, selon les prévisions du FMI. Les autorités des pays émergents seront tentées de continuer d'assouplir les politiques monétaire et budgétaire pour stimuler la demande intérieure et compenser les effets d'une contribution moindre du commerce extérieur à la croissance du PIB.

UN SOUTIEN MONÉTAIRE ET BUDGÉTAIRE À LA DEMANDE INTÉRIEURE CONTINU, MAIS PLUS CONTRAINT

La croissance solide des économies émergentes en 2025 s'explique aussi, dans de nombreux cas, par la vigueur de la demande intérieure (à l'exception notable de la Chine) et l'assouplissement des politiques économiques.

Sur le plan monétaire, une grande majorité de banques centrales ont abaissé leurs taux directeurs progressivement depuis début 2025. L'inflation a ralenti, aidée par la faible hausse des prix des denrées alimentaires (en particulier en Asie), la baisse des cours mondiaux de l'énergie, l'appréciation de la plupart des monnaies émergentes contre le dollar US, ainsi que par la modération récente de la progression des salaires nominaux. Une exception majeure est le Brésil où l'inflation reste élevée ; sa Banque centrale a fortement augmenté son taux directeur au premier semestre et l'a maintenu inchangé depuis l'été. La désinflation a permis aux ménages de gagner du pouvoir d'achat et l'assouplissement monétaire a alimenté une accélération du crédit intérieur, en particulier en Europe centrale et en Amérique latine⁷. En Chine, la croissance des prêts bancaires a continué de ralentir, reflet d'un niveau de confiance obstinément faible des ménages, des entreprises et des créanciers.

À court terme, le cycle d'assouplissement monétaire va se poursuivre et il devrait même s'étendre à un plus grand nombre de pays. Le Brésil et la Hongrie, notamment, devraient entamer un cycle d'assouplissement en 2026. Cependant, l'ampleur moyenne des assouplissements monétaires serait moindre qu'en 2025. D'une part, le rythme de désinflation restera inégal – plus lent dans certains pays d'Europe centrale et d'Amérique latine. D'autre part, si les risques liés aux conditions financières internationales sont limités à court terme, les flux de capitaux pourraient devenir plus volatils et les épisodes de pression à la baisse sur les monnaies émergentes se multiplier – par exemple en Inde, en Indonésie, ou dans certains pays d'Amérique latine exposés à une incertitude accrue du fait d'échéances électorales en 2026 (par exemple en Colombie, au Pérou et au Brésil).

Sur le plan budgétaire, les situations des pays émergents sont plus hétérogènes. Dans la très grande majorité des cas, le déficit budgétaire et la dette publique sont nettement plus élevés aujourd'hui qu'avant la crise du Covid, et les marges de manœuvre budgétaires sont contraintes par la nécessité de ralentir le rythme de hausse des ratios d'endettement public (cf. *infra*).

Les gouvernements adoptent des stratégies très diverses pour concilier soutien à la demande intérieure et ajustement des finances publiques. Au Mexique, en Argentine, en Égypte et en Roumanie, les gouvernements ne disposent pas de marges de manœuvre en raison des déficits élevés, de l'augmentation rapide de leur dette, d'une part importante de dépenses incompressibles dans le budget, et/ou d'une charge d'intérêts sur la dette déjà excessive. La rigueur budgétaire pèse sur la croissance (seule l'Égypte a enregistré une progression de son PIB réel supérieure à 1% t/t au S1 2025). Le gouvernement de la Colombie n'a pas non plus de marge de manœuvre, mais il a suspendu la règle de discipline budgétaire pour trois ans afin de retarder les mesures d'ajustement, augmenter ses dépenses et laisser filer le déficit, qui approchera les 8% du PIB en 2025. Un changement de cap est peu probable à court terme.

Au Brésil et en Inde, les marges de manœuvre sont contraintes par les fragilités structurelles des finances publiques (métriques dégradées, rigidité des dépenses et méfiance des créanciers privés). Pourtant, le gouvernement indien donne la priorité au soutien à la croissance et vient d'abaisser les taux de TVA. Le gouvernement brésilien devrait rester prudent dans ses mesures d'assouplissement, mais il pourrait utiliser d'autres leviers extra-budgétaires pour stimuler la demande intérieure (par exemple, avec des crédits octroyés par les banques publiques et les investissements des entreprises publiques). Il s'agit de stratégies risquées pour la Colombie, le Brésil ou l'Inde : si les mesures de soutien budgétaire dégradent les anticipations d'inflation et le sentiment des investisseurs, l'effet favorable sur la croissance pourrait être réduit par des pressions baissières sur les monnaies, ce qui contraindrait la politique monétaire (moindre baisse des taux directeurs en Inde, report du cycle d'assouplissement au Brésil). Ce risque est déjà avéré en Colombie : les anticipations d'inflation y ont augmenté et la Banque centrale n'a pas bougé son taux directeur depuis mai dernier.

En Europe centrale, la marge de manœuvre budgétaire est généralement limitée, la majorité des pays faisant l'objet d'une procédure pour déficit excessif par l'Union européenne. En Pologne, toutefois, la consolidation des comptes publics est lente, freinée par la nécessité de compenser les effets d'un environnement externe difficile et les pressions politiques internes. À court terme, l'orientation de la politique budgétaire demeurera plutôt accommodante.

En Chine, les finances publiques se sont dégradées au cours des dernières années, notamment à cause de la forte hausse de la dette des collectivités locales et de leurs véhicules de financement. Mais les autorités ont pris des mesures pour alléger les contraintes de liquidité à court terme, ce qui a permis aux collectivités de maintenir une politique budgétaire modérément expansionniste et soutenir l'activité *via* des mesures ciblées. Cette politique, nécessaire à court terme, n'améliore pas la trajectoire de la dette publique.

⁶ Au Brésil, les rendements des obligations d'État à 10 ans se sont même détendus de 110 points de base depuis le 1^{er} avril malgré le relèvement du taux directeur de 75 points de base.

⁷ EcoWeek, 15 septembre 2025 : Le crédit domestique en soutien à la croissance des pays émergents.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ÉDITORIAL

5

DYNAMIQUES DE DETTE PUBLIQUE À MOYEN TERME : DIFFICILE STABILISATION MALGRÉ UNE RÉDUCTION DES DÉFICITS PRIMAIRES

Selon les prévisions du FMI, d'ici à 2030, la dette agrégée des administrations publiques des pays émergents augmenterait de près de 10 points de PIB de 73,9% à 83,8% (Graphique 2). C'est légèrement moins que sur la période 2021-2025 (2 pp par an en moyenne contre 2,5 pp). Le FMI émet néanmoins l'hypothèse que les déficits vont se réduire, hypothèse traditionnelle dans ce genre d'exercice mais qui nous semble plutôt optimiste, notamment pour les pays d'Amérique latine et d'Europe centrale.

Le ratio de dette augmenterait très sensiblement pour la Chine (+19,9 pp), l'Arabie saoudite (+11,5 pp), l'Afrique du Sud (+9,8 pp), le Brésil (+6,6 pp) et plusieurs pays d'Europe centrale, Pologne en tête (+17,9 pp). Les pays pour lesquels le ratio baisse le plus (Argentine, Égypte, Ukraine) bénéficient d'un plan FMI et, à ce titre, se sont engagés à réduire fortement leur déficit voire à dégager des excédents.

La dynamique des ratios de dette dépend i/ de l'évolution des soldes primaires (solde total hors charge d'intérêts), ii/ de l'écart entre le coût d'emprunt pour les États et la croissance qui détermine, avec le niveau d'endettement, la charge d'intérêts, iii/ de l'évolution du taux de change réel pour les pays significativement endettés en devises, iv/ des coûts extra-budgétaires temporaires ou permanents (déficits d'entités extra-budgétaires dont les comptes ne sont pas consolidés avec celui du gouvernement central, soutiens exceptionnels à des secteurs qui ne sont pas enregistrés dans les dépenses du gouvernement central mais qui augmentent la dette de ce dernier).

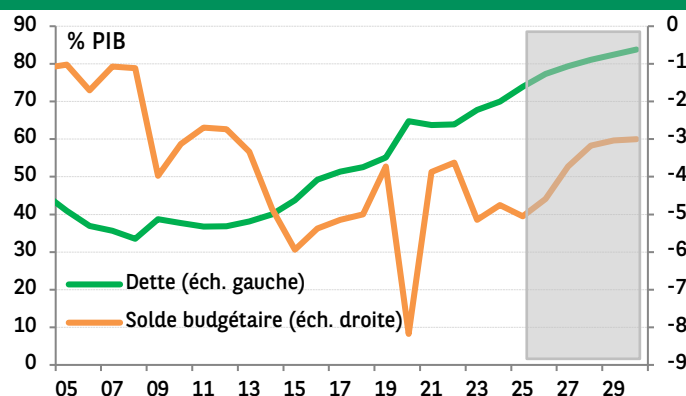
L'écart jusqu'ici négatif entre le taux d'intérêt effectif et la croissance se réduit ou s'inverse. L'écart entre le coût d'emprunt des États et la croissance est le seul trait commun à tous les pays. À l'horizon 2030, le FMI prévoit soit une moindre contribution négative de la charge d'intérêts (en % du PIB), soit une contribution de nouveau positive ou qui s'aggraverait par rapport aux cinq dernières années. Sur la période 2021-2025, l'écart entre le taux d'intérêt effectif et le taux de croissance a été négatif pour tous les pays, ce qui a permis de compenser en partie les déficits primaires (Graphique 3).

À l'inverse, sur la période 2026-2030, l'écart deviendrait positif pour le Brésil, le Mexique, l'Afrique du Sud et la Colombie. Pour tous les autres pays, il devrait se réduire (Graphique 4). D'une part, la croissance devrait ralentir non seulement en 2026, mais aussi à moyen terme en raison de l'abaissement de la croissance potentielle pour la grande majorité des pays. D'autre part, les rendements des obligations d'État en termes réels sont positifs dans tous les pays depuis 2024 et se sont même élargis avec la désinflation.

Par ailleurs, pour les États encore significativement endettés en devises, le taux d'intérêt réel sur un emprunt en dollars ou en euros ne sera plus aussi négatif qu'au cours des cinq dernières années. En effet, au-delà de l'effet de la désinflation, les rendements des obligations souveraines des devises de référence se sont normalisés à des niveaux bien plus élevés.

Les déficits primaires des pays émergents se réduisent à partir de 2026 mais les situations diffèrent nettement selon les pays. L'évolution du solde primaire dépend i/ de la croissance potentielle et de l'écart entre le PIB observé par rapport au PIB potentiel (*output gap*) – paramètres qui déterminent l'évolution des recettes budgétaires (à pression fiscale inchangée) et ii/ des efforts de consolidation budgétaire.

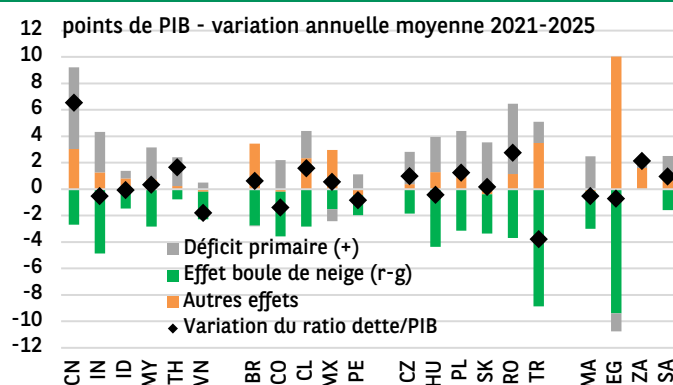
PAYS ÉMERGENTS : SOLDE BUDGÉTAIRE ET DETTE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES



GRAPHIQUE 2

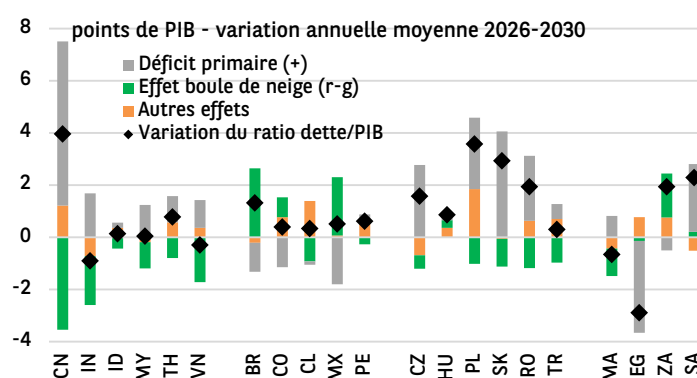
SOURCE : FMI (FISCAL MONITOR OCTOBRE 2025)

PAYS ÉMERGENTS : DYNAMIQUE DE LA DETTE PUBLIQUE 2021-2025



GRAPHIQUE 3 SOURCES : FMI (FISCAL MONITOR OCTOBRE 2025), CALCULS BNP PARIBAS

PAYS ÉMERGENTS : DYNAMIQUE DE LA DETTE PUBLIQUE 2026-2030



GRAPHIQUE 4 SOURCES : FMI (FISCAL MONITOR OCTOBRE 2025), CALCULS BNP PARIBAS

CN: Chine, IN: Inde, ID: Indonésie, MY: Malaisie, TH: Thaïlande, VN: Vietnam, BR: Brésil, CO: Colombie, CL: Chili, MX: Mexique, PE: Pérou, CZ: Rep. tchèque, HU: Hongrie, PL: Pologne, SK: Slovaquie, RO: Roumanie, TR: Turquie, MA: Maroc, EG: Égypte, ZA: Afrique du Sud, SA: Arabie Saoudite



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Dans le cas de la Chine, le déficit primaire inclut le déficit d'entités considérées comme extra-budgétaires par les autorités chinoises, mais réintégrées dans les estimations du FMI. La hausse de ce déficit découle, entre autres, d'une meilleure comptabilisation des véhicules de financement et de l'intégration de leurs dépenses au budget des collectivités locales.

Pour l'Arabie saoudite, la persistance de déficits primaires résulte de la volonté des autorités de poursuivre l'effort de diversification économique dans un contexte pétrolier peu favorable. La hausse consécutive de l'endettement ne résulte donc pas d'une dérive des dépenses courantes.

Dans le cas de la Pologne, le déficit primaire dépasserait encore 3% du PIB à l'horizon 2028, notamment en raison des dépenses de défense (proches de 5% du PIB). L'ajustement budgétaire resterait donc très graduel à court terme. Toutefois, la Constitution polonaise prévoit des mesures correctives si le ratio d'endettement dépasse certains seuils (de 55% puis 60%) ; l'ajustement pourrait donc être plus important à moyen terme pour se conformer au plafond constitutionnel.

À l'inverse, certaines prévisions semblent assez optimistes. Ainsi, le FMI prévoit des excédents primaires au Brésil à partir de 2027, en Colombie et en Afrique du Sud à partir de 2028 alors que ces trois pays ont enregistré des déficits jusqu'en 2025. **Dans les cas de l'Afrique du Sud et du Brésil**, la croissance potentielle va probablement rester faible. Dégager un excédent primaire supposerait une réaccélération de la croissance et une politique budgétaire restrictive, deux hypothèses que les marchés n'envisagent pas pour ces trois pays, du moins à court terme.

Enfin, **au Mexique**, le solde primaire est en excédent depuis 2016. Mais la maîtrise du ratio de dette sur PIB suppose un renforcement de ce surplus, qui serait proche de 1,8% en moyenne d'ici à 2030, car le coût d'emprunt réel est largement supérieur à la croissance. Or, les efforts de consolidation budgétaire semblent compromis à court terme : d'une part, les hypothèses de croissance sous-jacentes au budget sont très supérieures aux prévisions et, d'autre part, les dépenses sont très rigides. Enfin, le soutien récurrent à l'entreprise pétrolière PEMEX contrebalance les efforts de consolidation du budget de l'État.

oooo

Les ratios d'endettement public dans les pays émergents vont donc continuer d'augmenter à l'horizon 2030, ce qui ne pourra qu'accroître la vulnérabilité des gouvernements aux conditions financières internationales. Plus inquiétant, les gouvernements pourraient voir leurs marges de manœuvre budgétaires se réduire d'autant plus que les dépenses publiques deviennent de plus en plus rigides. Une amélioration de la structure des dépenses (vers plus d'investissements dans les infrastructures et l'innovation, par exemple) semble donc aussi nécessaire que la réduction des déficits primaires. Elle permettrait à la fois de soutenir le potentiel de croissance économique et d'améliorer la dynamique de dette publique.

Christine Peltier & François Faure

8 Selon les chiffres du Trésor en Afrique du Sud, le solde primaire est déjà en excédent, mais le périmètre considéré est plus étroit que dans l'estimation du FMI.



PANORAMAS RÉGIONAUX

7

EUROPE CENTRALE: RÉSILIENCE

En Europe centrale, l'activité économique a bien résisté au S1 2025. Elle devrait accélérer en 2025 et en 2026 après deux années de croissance molle, principalement grâce à la bonne tenue de la consommation et au rebond de l'investissement (soutenu par les fonds européens). Le redressement de la demande extérieure sera probablement plus lent. Nos prévisions de croissance pour l'Europe centrale (Bulgarie, République tchèque, Hongrie, Pologne, Roumanie, Slovaquie) s'élèvent à 2,4% pour 2025 et 2,7% pour 2026 (après 1,9% en 2024).

Il existe de fortes divergences entre les pays. La Pologne se démarque très nettement : sa surperformance des années passées devrait lui permettre de faire partie des vingt plus grandes puissances économiques mondiales dès 2025. La Roumanie et la Hongrie restent, en revanche, à la traîne. En Roumanie, les mesures d'austérité budgétaire pèseront sur la croissance à court terme. La Hongrie, quant à elle, subit un recul très marqué de l'investissement depuis 2022 et les perspectives de rebond sont limitées. Les fonds européens qui devaient lui revenir sont toujours bloqués par l'Union européenne. Enfin, la Slovaquie et la République tchèque s'en sortent relativement bien malgré leur forte dépendance au secteur automobile.

Le reflux graduel de l'inflation devrait se poursuivre en 2026. L'appréciation des devises (notamment contre le dollar) et la progression plus lente des salaires sur la période récente contribuent au processus de désinflation. L'inflation est déjà revenue à l'objectif cible de la Banque centrale en Pologne. La Roumanie, en revanche, fait face à une forte remontée temporaire de l'inflation en raison de mesures budgétaires récemment entrées en vigueur.

Les banques centrales de la région ont poursuivi l'assouplissement prudent de leur politique monétaire en 2025 – à l'exception de la Hongrie, où les taux directeurs sont inchangés depuis août 2024. La marge de manœuvre des autorités monétaires de la plupart des pays d'Europe centrale s'est élargie avec la poursuite de la désinflation ; de nouvelles baisses de taux sont, par conséquent, attendues à court terme. En Roumanie, les autorités monétaires devraient opter pour le *status quo* jusqu'à l'été prochain, en attendant que les pressions inflationnistes se dissipent, puis reprendre leur cycle d'assouplissement. Dans le cas de la Slovaquie, pays membre de la zone euro, un recalibrage de la BCE est attendu pour le T4 2026 (avec une hausse de 25 pb à 2,25% pour le taux de la facilité de dépôt).

Concernant la politique budgétaire, la marge de manœuvre est généralement limitée. En effet, les pays d'Europe centrale, à l'exception de la République tchèque, ont été placés en procédure de déficit excessif et doivent, par conséquent, consolider leurs comptes publics.

Cynthia KALASOPATAN ANTOINE

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

ASIE: DES EXPORTATIONS TOUJOURS DYNAMIQUES

Depuis le début de l'année, la croissance économique est restée robuste, tirée principalement par les exportations. Les effets du choc tarifaire américain ont été beaucoup moins importants qu'attendu, et les exportations de biens manufacturés ont bénéficié de la forte demande mondiale de produits technologiques et des achats anticipés liés à la perspective de la hausse des droits de douane américains. La demande intérieure, en particulier la consommation privée, est restée plus molle, et le secteur touristique n'a pas encore retrouvé son niveau d'avant-Covid. La croissance devrait ralentir à court terme, sous l'effet des barrières protectionnistes et d'une demande mondiale moins vigoureuse. Selon nos prévisions, la croissance en Asie (y compris Singapour, Hong Kong, Taïwan et la Corée du Sud) devrait s'établir à 5,1% en 2025 et 4,7% en 2026 (après 5,1% en 2024).

En Chine, les exportations sont un puissant moteur de la croissance tandis que la demande intérieure reste fragile. Après avoir atteint la cible officielle de 5% en 2025, la croissance économique devrait ralentir en 2026. Le moteur exportateur demeure une arme stratégique de Pékin dans sa rivalité avec les États-Unis et dans sa quête de *leadership* mondial. Il devrait néanmoins s'essouffler à court terme et la consommation privée ne pourra se redresser que si les autorités lancent des mesures ambitieuses pour renforcer la confiance et la demande des ménages. Les politiques budgétaire et monétaire restent modérément accommodantes.

En Inde, la croissance a été dynamique au printemps, mais la consommation des ménages est restée molle et la hausse des tarifs américains menace de pénaliser l'activité s'ils sont maintenus à des niveaux supérieurs à ceux imposés aux autres pays de la région. Face aux risques qui pèsent sur la croissance, les autorités ont baissé les taux d'intérêt (-100 pb) et réduit les taux de TVA pour soutenir la demande intérieure.

En Asie du Sud-Est, l'activité a très bien résisté sur les trois premiers trimestres de 2025 grâce aux exportations. La consommation des ménages a également été solide, soutenue par un marché du travail dynamique, la désinflation et des politiques économiques accommodantes. Cependant, la croissance devrait ralentir à court terme. Pour l'ASEAN-6 (Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Thaïlande et Vietnam), elle devrait passer d'une moyenne de 5% en 2024 à 4,7% en 2025 et 4,3% en 2026. En dehors de l'Indonésie, dont l'activité repose surtout sur la demande intérieure, les économies de l'ASEAN ont un degré d'ouverture élevé et sont donc vulnérables à la hausse des droits de douane américains. Les marges de manœuvre des autorités pour soutenir la croissance se réduisent. Sur le plan monétaire, depuis début 2025 les baisses de taux ont varié entre 25 pb en Malaisie et 125 pb en Indonésie. Si certaines banques centrales pourraient encore abaisser leurs taux directeurs de 25 pb, aucune ne devrait aller au-delà en raison du risque de pressions sur les devises et de la volatilité des flux de capitaux. Sur le plan budgétaire, l'augmentation des dépenses publiques reste maîtrisée. Les gouvernements se sont plutôt engagés dans un processus de consolidation des finances publiques, qui restent dégradées par rapport à l'avant-Covid. Au sein de l'ASEAN-6, l'Indonésie est le pays dont les marges de manœuvre budgétaires sont les plus limitées.

Johanna MELKA

johanna.melka@bnpparibas.com

Christine PELTIER

christine.peltier@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PANORAMAS RÉGIONAUX

8

AFRIQUE DU NORD / MOYEN-ORIENT : OPTIMISME PRUDENT

La performance de la région Afrique du Nord/ Moyen-Orient s'est avérée plus solide que prévu. Malgré les troubles au Proche-Orient et l'instabilité de l'environnement international, les prévisions de croissance des économies de la région n'ont cessé d'être révisées à la hausse depuis le début de l'année. La croissance moyenne du PIB réel est désormais attendue à 3,2% en 2025 contre 2,5% en 2024. Le rebond devrait se poursuivre en 2026 (à +3,8%). Dans l'ensemble, la région est peu impactée par le durcissement de la politique douanière américaine. La croissance est notamment tirée par les pays du Golfe, qui bénéficient à la fois de la levée des restrictions relatives à la production pétrolière, dans le cadre des accords OPEP+ et de la poursuite des programmes de diversification économique. Pour les pays du Conseil de coopération du golfe (CCG), la croissance économique devrait passer de 2,1% en 2024 à 3,7% en 2025 et 4,3% en 2026.

Hors CCG, en revanche, les performances sont moins homogènes. Dans les pays importateurs de pétrole, la bonne tenue du secteur agricole et du tourisme, ainsi que le redressement de la consommation privée dans un contexte de baisse de l'inflation ont contribué à renforcer l'activité. La croissance pourrait dépasser 4% en 2025-2026 après deux années de contre-performance. Mais les perspectives sont dans l'ensemble plus fragiles en raison de la persistance de déséquilibres macro-financiers élevés. Le Maroc et, dans une moindre mesure, l'Égypte font figure d'exception même si pour cette dernière la poursuite de réformes (notamment budgétaires) demeure indispensable. Les conséquences de la baisse des cours mondiaux du pétrole sont également à surveiller pour des pays comme l'Algérie, où l'envolée des dépenses publiques ces dernières années a contribué à fragiliser dangereusement les équilibres macroéconomiques.

Les signaux de reprise dans la région sont encourageants. Cependant, **si les fondamentaux macroéconomiques des pays du Golfe restent solides, de nombreuses économies hors CCG restent vulnérables aux chocs exogènes** (conjoncture en Europe, variations des termes de l'échange, risque climatique) et leurs filets de sécurité sont insuffisants. En particulier, la dette gouvernementale des pays importateurs de pétrole demeure toujours à un niveau préoccupant, estimé à plus de 77% du PIB en moyenne malgré sa baisse depuis 2023, et le déficit budgétaire devrait à nouveau se dégrader pour atteindre 6% du PIB en 2025 et 2026. L'accès aux marchés financiers internationaux est limité pour la plupart de ces pays, ce qui accentue les contraintes de financement qui pèsent autant sur les finances publiques que sur les comptes extérieurs. À 4% du PIB en moyenne, le déficit courant des pays importateurs de pétrole n'augmente plus mais il reste élevé.

Enfin, la situation géopolitique est loin d'être stabilisée malgré l'accord de cessez-le-feu à Gaza et la levée des sanctions en Syrie. L'ensemble de la région reste donc exposée à de nouvelles escalades de tensions, même si les répercussions sur les pays non directement affectés par le conflit ont été jusqu'à présent limitées.

Stéphane ALBY

stephane.alby@bnpparibas.com

AMÉRIQUE LATINE : PEU IMPACTÉE PAR LE CHOC TARIFAIRE AMÉRICAIN MAIS DES FINANCES PUBLIQUES FRAGILES

La solidité des exportations de matières premières et de produits manufacturés (Colombie, Chili, Mexique) et la bonne performance des secteurs agricole et touristique ont permis de soutenir la croissance au premier semestre 2025 (à l'exception de l'Argentine). Hormis le Mexique (premier partenaire commercial des États-Unis), les pays d'Amérique latine sont généralement moins pénalisés par l'augmentation des tarifs douaniers américains que les autres pays émergents. Le Brésil constitue une autre exception : les tarifs sont actuellement de 50%, mais les effets directs sur l'économie brésilienne seront très limités. En effet, seulement 12% du total des exportations brésiennes sont à destination des États-Unis, et de nombreux biens sont exemptés.

La croissance des six principaux pays de la région (Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou) est attendue à seulement 2,1% en 2025 et 1,6% en 2026 (après 2,0% en 2024). **La croissance mexicaine resterait inférieure à 1%** et elle continuerait de ralentir au Brésil. En Argentine, le maintien d'une politique budgétaire très restrictive, des taux d'intérêts réels élevés et l'appréciation réelle du taux de change devraient entraîner un fort ralentissement en 2026. À l'exception de la Colombie et du Chili, la faiblesse de la demande interne (consommation des ménages et investissement) sera le principal facteur de modération de l'activité.

On s'attend à une décélération graduelle de l'inflation au niveau régional, mais là encore de façon inégale. Les pressions inflationnistes subsistent notamment au Mexique, au Brésil et en Colombie. Les cycles d'assouplissement des banques centrales se sont poursuivis en 2025 (Mexique) ou ont repris après une période de pause (Chili, Colombie, Pérou, Uruguay). Seul le Brésil a durci sa politique monétaire au premier semestre 2025. On s'attend à une grande prudence de la part des banques centrales de la région dans les mois à venir. Les anticipations d'inflation sont stables mais restent supérieures à l'objectif. Dans certains pays (Brésil, Colombie, Mexique), les conditions monétaires restent restrictives.

Un nouveau cycle électoral débutera fin novembre avec l'élection générale au Chili, et s'achèvera en octobre 2026 avec les élections au Brésil. Entre temps, des élections présidentielles et législatives seront organisées en Colombie et au Pérou. Les finances publiques constituent une source de fragilité importante pour la région et seront au cœur des débats électoraux. **La plupart des gouvernements ont annoncé des politiques de consolidation budgétaire au cours des cinq dernières années, mais les ratios de dette publique sur PIB continuent d'augmenter.** Les soldes budgétaires primaires se sont légèrement améliorés dans l'ensemble (à l'exception notable de la Colombie) grâce à une modeste augmentation des recettes et, dans certains pays, à une baisse des dépenses, mais le plus souvent ces évolutions ne permettent pas de stabiliser la dette. En outre, bien que les pays d'Amérique latine aient considérablement amélioré la composition de leur dette publique (réduction de la part de la dette en devises, allongement des maturités moyennes), le montant de la dette à taux variable ou indexée reste important dans certains pays. Dans l'ensemble, les gouvernements restent très sensibles à une hausse des taux d'intérêt et à un retournement du sentiment des investisseurs.

Hélène DROUOT

helene.drouot@bnpparibas.com

François FAURE

francois.faure@bnpparibas.com



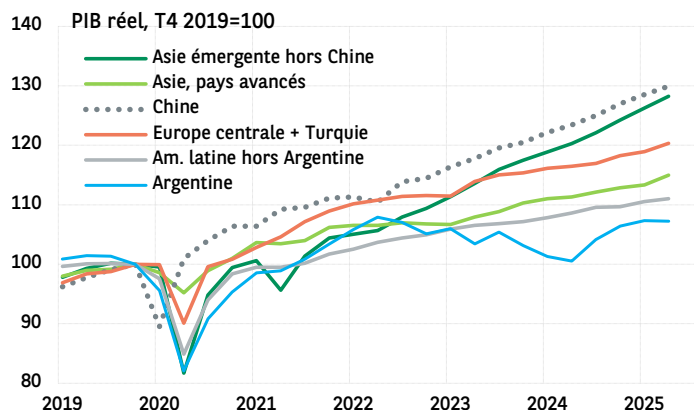
BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

INDICATEURS CLÉS

9

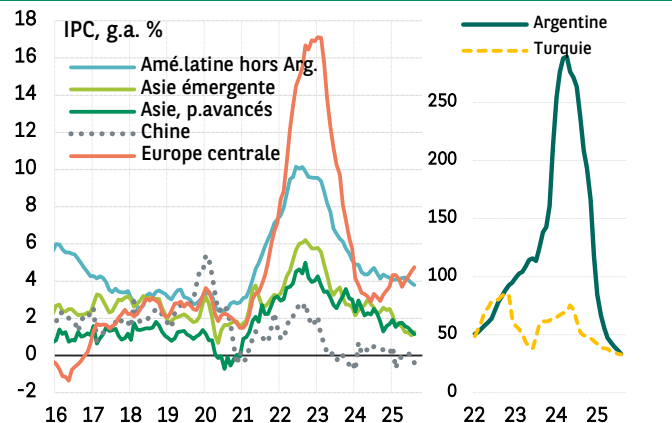
PIB RÉEL



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS

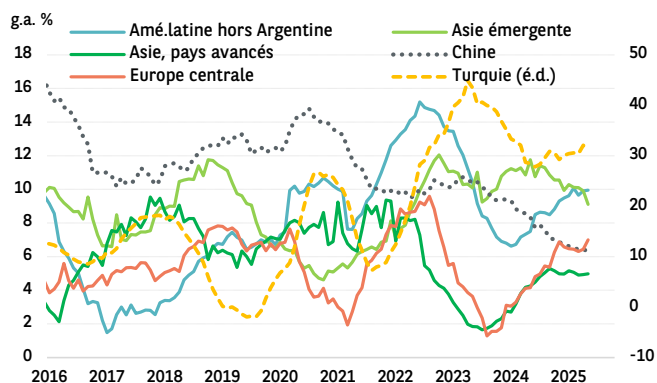
INFLATION



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS

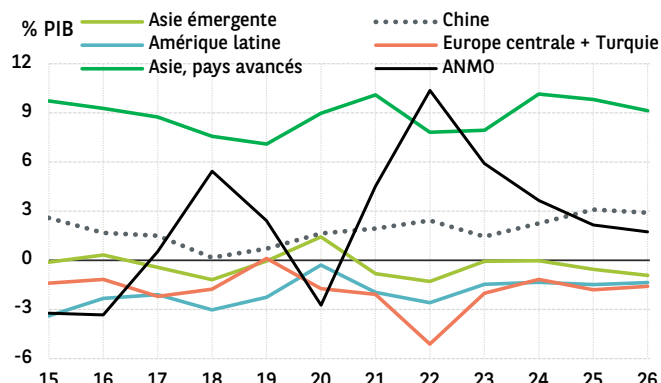
CRÉDIT BANCAIRE INTÉRIEUR



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BANQUES CENTRALES, BNP PARIBAS

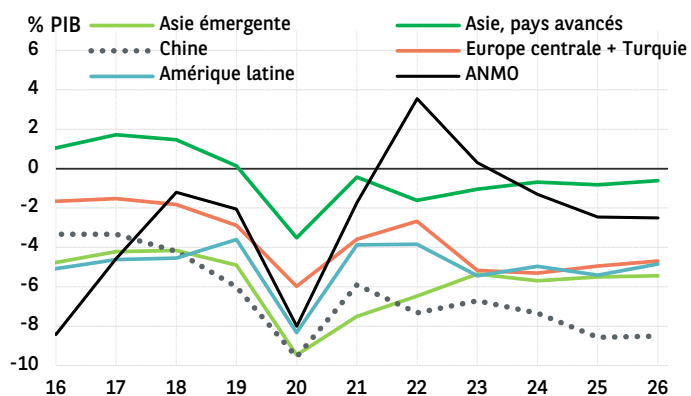
SOLDE COURANT



GRAPHIQUE 4

SOURCES : FMI, BNP PARIBAS

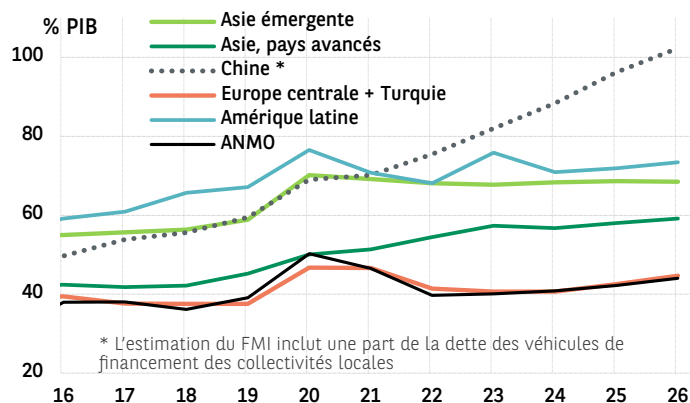
SOLDE BUDGÉTAIRE DU GOUVERNEMENT ET ADMINISTRATIONS PUBLIQUES



GRAPHIQUE 5

SOURCES : FMI (WEO), BNP PARIBAS

DETTE DU GOUVERNEMENT ET ADMINISTRATIONS PUBLIQUES



GRAPHIQUE 6

SOURCES : FMI (WEO), BNP PARIBAS

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


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ENDETTEMENT PUBLIC ET VULNÉRABILITÉ AUX CONDITIONS FINANCIÈRES EXTÉRIEURES

10

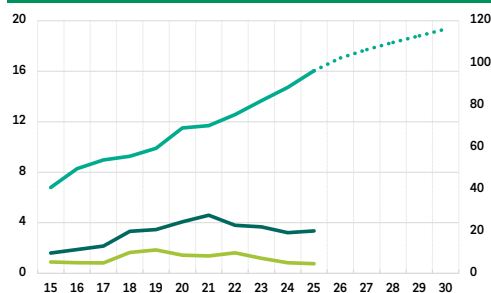
— Dette totale du gouvernement, % du PIB (éch. droite)

- - - Dette totale du gouvernement, % du PIB, projection (éch. droite)

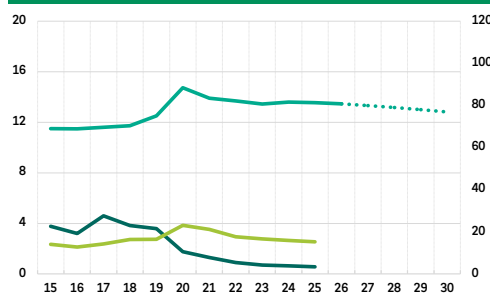
— Titres obligataires en monnaie locale détenus par les non-résidents, % du total (éch. gauche)

— Dette en devises, % de dette totale (éch. gauche)

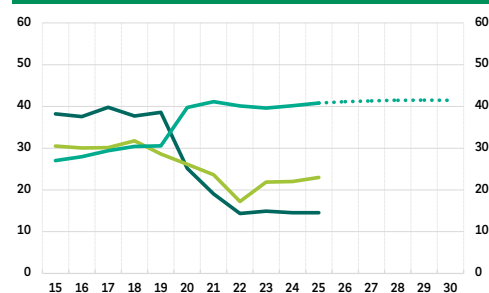
CHINE



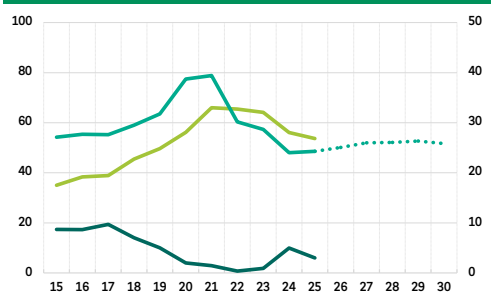
INDE



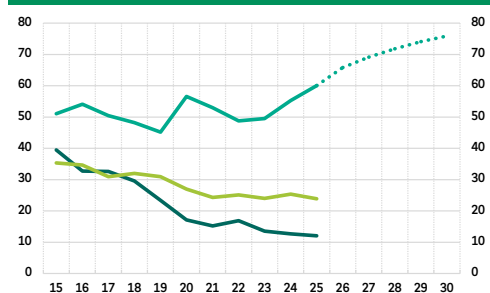
INDONÉSIE



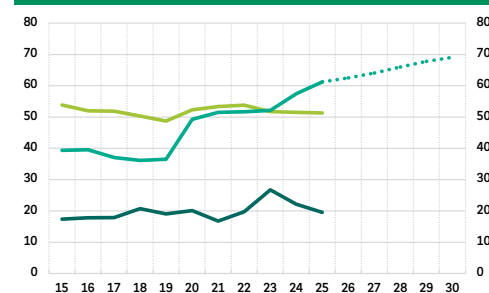
TURQUIE



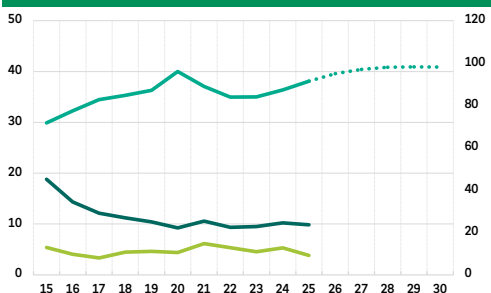
POLOGNE



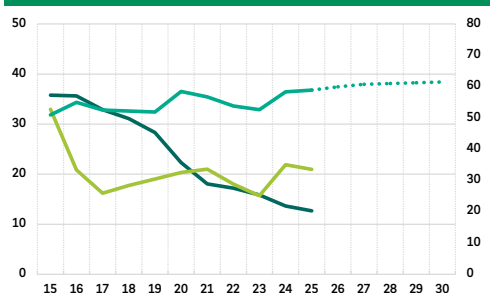
ROUMANIE



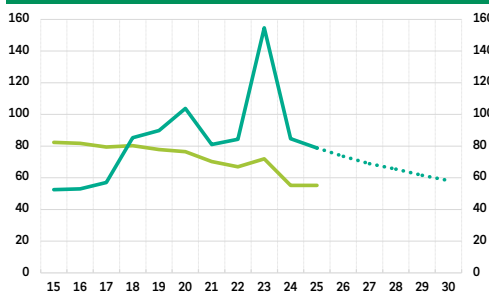
BRÉSIL



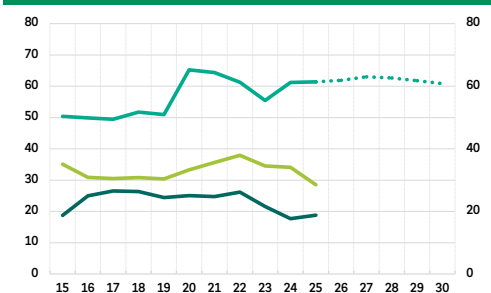
MEXIQUE



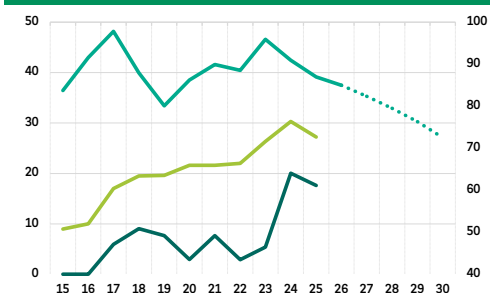
ARGENTINE



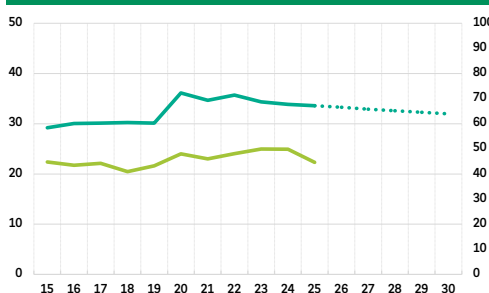
COLOMBIE



ÉGYPTE



MAROC



IFI, FMI (DONNÉES HISTORIQUES ET PROJECTIONS DE DETTE PUBLIQUE)



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUISSANCE EXPORTATRICE CONFIRMÉE, MODÈLE DE CROISSANCE DÉSÉQUILIBRÉ

Après un début d'année solide, la croissance économique chinoise a ralenti progressivement. Grâce à une réorientation rapide, les exportations ont bien résisté au choc tarifaire américain. Elles constituent le principal moteur de l'activité, alors que la demande intérieure reste obstinément fragile. Les autorités ont lancé une campagne « anti-involution », mais il est également urgent d'ajuster la politique de la demande pour relancer la consommation et l'investissement intérieur, à un moment où les exportations pourraient commencer à s'essouffler. Malgré la dégradation des finances publiques des dernières années, le gouvernement central et les collectivités locales conservent une certaine marge de manœuvre pour agir.

📈 CROISSANCE : TIRÉE PAR LES EXPORTATIONS

La croissance du PIB réel s'est établie à +5,4% en glissement annuel (g.a.) au T1 2025, puis à +5,2% au T2 et +4,8% au T3. Elle devrait continuer de ralentir à court terme.

Dans le secteur industriel, la croissance a été plus solide que prévu (graphique 1). Elle a atteint +6,2% en g.a. sur les neuf premiers mois de 2025 (après +5,8% en 2024), largement soutenue par les exportations de biens manufacturés. En revanche, la croissance de l'investissement manufacturier a ralenti continument cette année (+4% en valeur en g.a. sur les neuf premiers mois, contre +9,2% en 2024). Cette sévère baisse de régime peut s'expliquer par les incertitudes qui continuent de peser sur les perspectives d'exportation, ainsi que par la faiblesse de la consommation intérieure et la campagne anti-involution (cf. infra).

Dans les services, l'accélération de la croissance enregistrée au S1 2025 (+5,9% en g.a., après +5,2% en 2024) s'est interrompue au T3 (+5,7%). Le redressement de la demande intérieure reste fragile et les mesures de soutien budgétaire s'avèrent insuffisantes. Des programmes de remplacement des biens de consommation subventionnés par le gouvernement ont encouragé les dépenses des ménages, mais la croissance des ventes au détail a de nouveau décéléré pendant l'été (de plus de 5% en volume en g.a. au S1 à +3,8% au T3). Sur le marché immobilier, le creux de la crise n'est pas atteint. Sur les neuf premiers mois de 2025, le volume de transactions a continué de chuter, et était de moitié inférieur à ce qu'il était sur la même période en 2021. La correction des prix des logements se poursuit progressivement.

Le sentiment des ménages ne s'améliore pas, miné par la crise immobilière et des conditions sur le marché de l'emploi dégradées par rapport à l'avant-Covid (chômage élevé chez les jeunes, croissance des revenus plus modeste). Cela explique leur préférence pour le désendettement, en dépit de l'assouplissement de la politique monétaire et des mesures visant à soutenir le crédit aux particuliers. La dette des ménages est en très légère baisse depuis deux ans (estimée à 60,4% du PIB au T3 2025 et un peu en dessous de 100% du revenu disponible, soit un niveau relativement élevé). Alors que des mesures d'ampleur seraient nécessaires pour provoquer un choc de confiance sur les ménages, les autorités ne font pas encore de ce problème une priorité. Dans le communiqué officiel du 22 octobre sur les grandes lignes du 15^e plan quinquennal 2026-2030, le besoin de stimuler la consommation privée est toutefois rappelé.

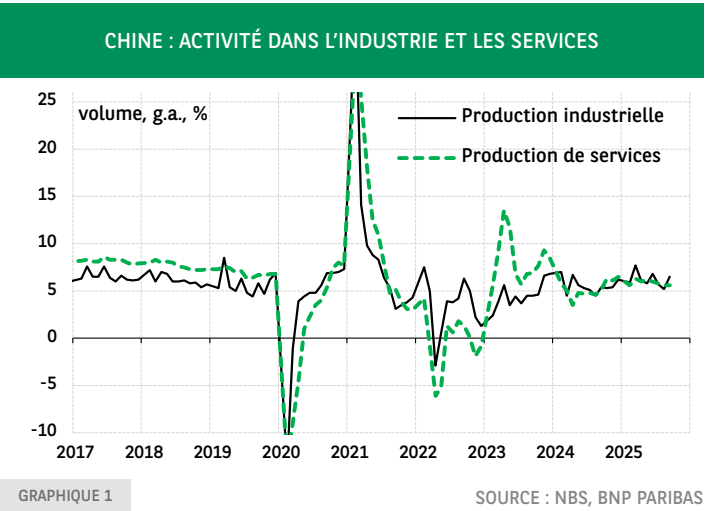
🔗 UN NOUVEL OBJECTIF DES AUTORITÉS : COMBATTRE L'INVOLUTION

Les autorités ont ajusté leur politique industrielle depuis l'été. Elles accordent davantage d'attention au problème de la déflation et de « l'involution ». Ce terme désigne la concurrence intense et destructrice qui touche de nombreux secteurs (de l'acier à la pharmacie jusqu'aux technologies vertes et à la livraison) et se manifeste par des surcapacités de production, une guerre des prix et une baisse des profits. Les autorités incitent les entreprises à augmenter leurs prix de vente et à limiter leur production, et encouragent la consolidation dans certains

PRÉVISIONS					
	2022	2023	2024	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	3,1	5,4	5,0	5,0	4,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,0	0,2	0,2	0,0	1,0
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-2,7	-3,8	-3,0	-4,0	-3,8
Dette officielle du gouv. général, % du PIB	49,4	54,7	60,9	68,5	74,3
Solde courant, % du PIB	2,4	1,4	2,3	3,1	2,9
Dette externe, % du PIB	13,4	13,4	12,9	12,5	11,9
Réserves de change, mds USD	3 307	3 450	3 456	3 686	3 856
Réserves de change, en mois d'imports	12,6	13,3	12,7	13,5	13,5

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



secteurs. La campagne anti-involution doit permettre de réduire les pressions déflationnistes et redresser les bénéfices des entreprises, tout en préservant la capacité à innover des acteurs les plus solides. Les premiers effets visibles sont encore ténus. L'inflation sous-jacente a légèrement accéléré (+1% en g.a. en septembre) et la déflation des prix à la production s'est atténuée (-2,3%). Mais l'inflation des prix à la consommation reste négative (-0,3%) en raison de la baisse des prix alimentaires (-4,4%) et de l'essence (-6%). La politique anti-involution a probablement aussi contribué au récent affaiblissement de l'activité et de l'investissement observé dans le secteur manufacturier. De fait, afin de ne pas freiner la croissance ni pénaliser l'emploi, les mesures anti-involution devront s'accompagner d'une croissance forte des exportations et/ou d'un renforcement de la consommation privée.

UN EXCÉDENT COURANT SUPÉRIEUR À 3% DU PIB

En 2025, la base d'exportations s'est encore renforcée et les excédents des balances commerciale et courante ont augmenté pour atteindre, en pourcentage du PIB, leur plus haut niveau depuis plus d'une décennie. À cause du choc tarifaire, les exportations vers les États-Unis ont chuté de 15,8% en g.a. en dollars sur les neuf premiers mois de l'année. Mais cette perte a été plus que compensée par des gains dans les autres régions (ASEAN : +14,5%, UE : +7,9%, Amérique latine : +7,3% et Afrique : +27,8%). Le redéploiement s'est opéré en réacheminant les flux de marchandises, via des pays tiers pour contourner les droits de douane, et en diversifiant les débouchés pour compenser les pertes de parts de marché aux États-Unis. La réussite des entreprises chinoises s'est appuyée sur la forte compétitivité prix et hors prix de leurs produits, aidée par la faiblesse du yuan (*graphique 2*). Sur les neuf premiers mois de 2025, l'excédent commercial a augmenté de 26% en g.a. et atteint USD 876 mds (données de l'administration des douanes). Sur l'ensemble de 2025, il devrait être proche de 5% du PIB, et l'excédent courant devrait dépasser 3% du PIB pour la première fois depuis 2010 (il s'est établi à +1,7% du PIB en moyenne sur la période 2011-2024).

La hausse de l'excédent courant en 2025 a été en partie compensée par une augmentation des sorties nettes de capitaux, largement liée aux investissements et financements des résidents à l'étranger. Et la position de liquidité et de solvabilité extérieure de la Chine, déjà très confortable, s'est légèrement renforcée. Le pays dispose d'importantes réserves de change (en hausse en 2025). Il dépend peu des financements non-résidents et sa dette extérieure est faible (inférieure à 15% du PIB). La stabilité de l'économie est donc peu vulnérable aux variations des conditions financières extérieures.

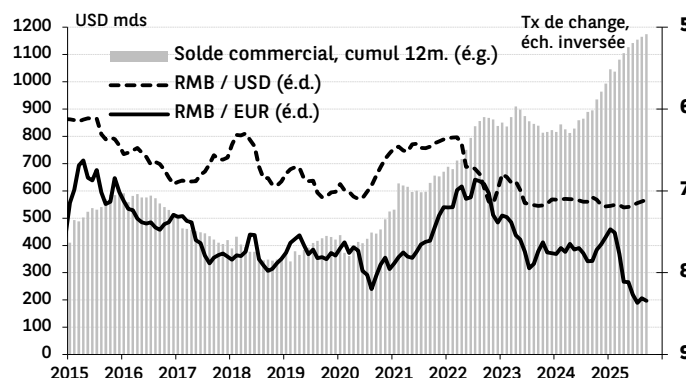
Ces atouts persisteront à moyen terme. Le moteur exportateur restera un puissant facteur de la solidité des comptes externes chinois, d'autant plus qu'il est pour Pékin un levier stratégique dans sa rivalité avec les États-Unis et dans sa quête de leadership mondial. L'innovation, le renforcement du secteur manufacturier et de l'autonomie technologique restent d'ailleurs des objectifs du prochain Plan quinquennal.

Toutefois, à court terme, la dynamique des exportations pourrait s'essouffler. D'abord, la pression concurrentielle des produits chinois sur les marchés extérieurs pourrait un peu s'atténuer. En effet, le yuan s'apprécie légèrement depuis mai dernier (contre le dollar et en termes effectifs réels) et la baisse du prix moyen en dollar des exportations chinoises semble se modérer (-1,2% en g.a. sur la période mai-août, après -4,1% au cours des six mois précédents). Les mesures anti-involution pourraient également faire légèrement remonter les prix de vente dans le secteur manufacturier. En outre, les exportateurs chinois pourraient se heurter à de nouvelles barrières protectionnistes, que pourraient imposer les États-Unis, mais aussi les autres partenaires commerciaux. Les dernières semaines ont été marquées par un regain de tensions entre Pékin et Washington après l'annonce, le 10 octobre, d'un renforcement des contrôles de la Chine sur ses exportations de terres rares. Les tensions sont depuis retombées. Les droits portuaires réciproques sont en vigueur depuis mi-octobre mais la trêve n'a pas été rompue et les négociations progressent à nouveau depuis quelques jours.

MARGE DE MANŒUVRE BUDGÉTAIRE PRÉSERVÉE À COURT TERME

Les métriques des finances publiques ont continué de se dégrader en 2025. Le déficit budgétaire officiel (solde du gouvernement général consolidé ajusté de transferts entre comptes publics) doit atteindre 4% du PIB cette année, contre 3% en 2024. Le déficit total du gouvernement général (GG) devrait dépasser 8% du PIB (estimation du FMI). Rappelons qu'il s'est accru depuis 2020, passant de 3,9% en moyenne en 2015-2019 à 7,4% en 2020-2024 (en raison de la crise sanitaire, la

CHINE : EXCÉDENT COMMERCIAL ET TAUX DE CHANGE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : ADM. GÉNÉRALE DES DOUANES, BNP PARIBAS

crise immobilière, du ralentissement de la croissance du PIB et des mesures de relance).

Parallèlement, la dette officielle du GG a augmenté de 38% du PIB fin 2019 à 66% à la mi-2025. D'un côté, la solvabilité du gouvernement central (GC) reste très solide et les risques de liquidité sont très faibles : sa dette est modérée (28% du PIB), essentiellement composée de titres émis à taux bas sur les marchés obligataires locaux. Moins de 1% de la dette est libellée en devises et les investisseurs étrangers détiennent moins de 10% du total. À moyen terme, la dynamique de dette du GC continuera de bénéficier d'un différentiel entre croissance du PIB et taux d'intérêt favorable, en dépit du ralentissement attendu de la croissance et de la hausse (modérée) du taux d'intérêt moyen payé sur la dette.

D'un autre côté, les collectivités affichent d'importantes vulnérabilités : i/ des dépenses structurellement élevées, des recettes insuffisantes et déprimées par la contraction des revenus fonciers, et ii/ alors que leur dette directe (obligataire) est modérément élevée (38% du PIB) et refinancée sans difficulté sur les marchés locaux, leur dette indirecte, contractée par leurs « véhicules de financement » (VF) est élevée (estimée à 50% du PIB en 2024). Cette dette constitue une source de risque de crédit importante pour les créanciers (surtout des banques) et de risque contingent pour les collectivités locales.

Malgré les fragilités des collectivités (qui ont la responsabilité d'une grande part de la mise en œuvre des politiques budgétaires), les autorités conservent une marge de manœuvre pour soutenir l'activité. D'abord, la solidité financière du GC l'autorise à introduire des mesures. Ensuite, l'assouplissement monétaire facilite les émissions obligataires des collectivités. Enfin, les risques de liquidité auxquels font face les VF sont progressivement réduits depuis deux ans par des programmes de *swap* de dette – les collectivités émettant des obligations directement en leur nom pour refinancer la dette des VF les plus en difficulté. Ce programme ne résout en rien le problème de solvabilité à moyen terme des collectivités locales, mais il allège à court terme leurs contraintes de liquidité. Alors que les exportations pourraient s'essouffler à court terme, il devient urgent que les autorités utilisent toute la marge de manœuvre dont elles disposent pour mettre en œuvre des mesures ambitieuses visant à renforcer les revenus des ménages et à stimuler la demande intérieure.

Achévé de rédiger le 27 octobre 2025

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOUTIEN BUDGÉTAIRE À LA CROISSANCE

La croissance économique indienne a surpris à la hausse entre avril et juin 2025 (+7,8% en g.a.). Mais l'activité est moins dynamique qu'il n'y paraît et les risques baissiers sur la croissance sont élevés. La consommation des ménages reste molle. Pour soutenir la demande intérieure et compenser l'impact de la hausse des tarifs douaniers américains sur l'activité, le gouvernement a annoncé une baisse des taux de TVA, alors même que ses marges de manœuvre budgétaires sont limitées. La Banque centrale devrait continuer à être prudente dans son assouplissement monétaire car les pressions à la baisse sur la roupie restent fortes. À moyen terme, les perspectives de croissance pourraient se dégrader si les États-Unis maintiennent des droits de douane sur leurs importations de biens indiens beaucoup plus élevés que sur les produits des autres pays asiatiques.

RISQUES BAISSIERS SUR LA CROISSANCE

Au T1 de l'année budgétaire 2025/2026 (avril-juin 2025), la croissance du PIB réel a atteint 7,8% en glissement annuel (g.a.), surperformant le rythme de croissance des autres pays d'Asie (hors Vietnam). Mais cette forte croissance en termes réels s'explique en partie par un déflateur du PIB particulièrement faible (+0,9% vs. 4,8% en moyenne au cours des cinq dernières années). Le ralentissement de la croissance nominale (+8,8% vs. 12,2% au cours des deux années précédentes) est une source d'inquiétude car elle fait écho à la faible croissance du chiffre d'affaires des entreprises, ce qui pèsera sur leurs investissements, déjà très insuffisants pour soutenir le potentiel de croissance indien. Alors que le taux d'investissement a augmenté de 2,3 points de PIB au cours des quatre dernières années pour atteindre 33,7% du PIB en 2024/2025, le taux d'investissement des entreprises est resté stable à 11,3% du PIB, et ce, en dépit de l'amélioration de leur situation financière. Ce sont surtout les ménages et le gouvernement qui sont à l'origine de la hausse des investissements (dans l'immobilier et les infrastructures). Le manque d'investissements productifs pèse sur les perspectives de croissance.

La croissance économique devrait ralentir sur le reste de l'année. La consommation des ménages urbains reste molle et la hausse des droits de douane américains devrait peser sur l'activité dans les secteurs à forte intensité de main-d'œuvre comme le textile et la joaillerie. Si les tarifs douaniers américains étaient maintenus à 50%, le coût pour l'économie pourrait atteindre 0,6 point de PIB sur une année complète.

ASSOUPPLISSEMENT MONÉTAIRE PRUDENT

Depuis le début de l'année, la Banque centrale (Reserve Bank of India, RBI) a baissé de 100 points de base ses taux directeurs. Mais son assouplissement s'est interrompu et devrait rester prudent. En dépit des risques baissiers sur la croissance, la RBI a maintenu ses taux directeurs inchangés à 5,5% depuis le mois de juin car l'inflation sous-jacente (hors alimentaire et énergie) reste élevée (+4,5% en g.a. en septembre) et les pressions baissières sur la roupie sont fortes. La RBI a accru ses interventions sur le marché des changes. Par ailleurs, l'excès de pluie dans le pays devrait peser sur les récoltes et sur les prix alimentaires.

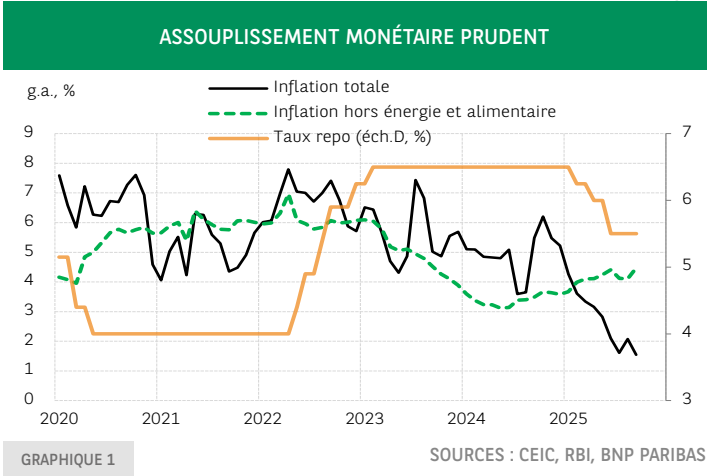
HAUSSE DES TENSIONS SUR LES COMPTES EXTÉRIEURS

En dépit d'une croissance solide, l'Inde a enregistré d'importantes sorties de capitaux au cours des derniers mois. Bien que toujours solides, ses comptes extérieurs se sont légèrement détériorés.

Pour l'année budgétaire 2024/2025, le déficit du compte courant a diminué de 0,1 pp pour s'établir à 0,6% du PIB (vs. une moyenne de 0,8% du PIB sur les cinq dernières années). Mais dans le même temps, l'excédent du compte financier s'est réduit avec la chute des IDE nets. Même si l'Inde est un important bénéficiaire d'IDE, le pays ne parvient pas à les retenir. Entre 2017 et 2024, les entrées brutes d'IDE ont été multipliées par 1,3, tandis que les désinvestissements ont été multi-

PRÉVISIONS					
	2022	2023	2024	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, % (1)	7,6	9,2	6,5	6,7	6,4
Inflation, IPC, moyenne annuelle, % (1)	6,7	5,4	4,6	2,4	4,1
Solde budgétaire gouv et adm., % du PIB (1)	-9,5	-8,8	-7,8	-7,5	-7,2
Dette gouv. et adm., % du PIB (1)	82,7	83,4	82,5	82,8	82,0
Solde courant, % du PIB (1)	-2,0	-0,7	-0,6	-1,0	-1,5
Dette externe, % du PIB (1)	18,6	18,4	18,8	18,9	18,9
Réserves de change (hors or), mds USD	498	551	552	581	590
Réserves de change, en mois d'imports	6,7	7,5	7,2	7,4	7,4

(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



pliés par 2,9. Les entreprises étrangères ont vendu leurs actifs et/ou rapatrié leurs bénéfices sans les réinvestir dans le pays. Ainsi, malgré un déficit du compte courant modéré, celui-ci n'est pas couvert par les IDE nets, ce qui rend le pays dépendant des investissements de portefeuille, volatiles. L'Inde (comme l'Indonésie) est donc particulièrement exposée au resserrement des conditions financières internationales.

Au T2 2025, alors que le déficit du compte courant est resté contenu, la baisse des entrées de capitaux (IDE et investissements de portefeuille) s'est accentuée. Les IDE dans le pays ont non seulement diminué mais les investissements directs domestiques à l'étranger ont augmenté (notamment vers les Émirats Arabes Unis depuis l'accord de libre-échange signé entre les deux pays en 2022). Les IDE nets atteignaient 0,6% du PIB contre 3,7% du PIB au Vietnam, 1,5% du PIB en Malaisie et 0,7% du PIB en Indonésie. Les investissements de portefeuille ont également baissé entre avril et août 2025. Les flux nets ont enregistré

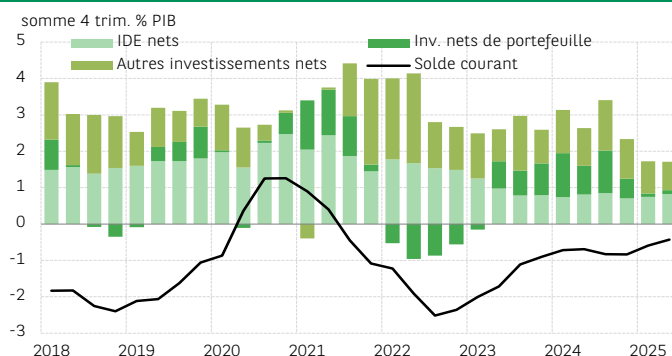
un déficit de USD 2,5 mds contre un excédent de plus de USD 10,4 mds à la même période l'année dernière. Ces sorties de capitaux ont généré des pressions baissières sur la roupie (-4% face au dollar entre avril et octobre). Ils résultent i/ de la baisse des rendements obligataires indiens et de la réduction de leur écart avec les rendements américains entre mi-2024 et mi-2025, ii/ de la surtaxe américaine sur les produits indiens importés ainsi que des mesures sur les visas des travailleurs indiens qui pourraient peser sur les bénéfices des entreprises indiennes aux États-Unis et réduire les transferts de revenus vers l'Inde.

En août 2025, le gouvernement américain a imposé un droit de douane « réciproque » de 25% sur les marchandises importées d'Inde et un « droit de douane punitif » supplémentaire de 25% en réponse aux achats de pétrole russe par l'Inde. Le taux effectif de taxe imposée par les États-Unis sur les produits indiens a donc été relevé de 2,4% à la fin de 2024 à 36,4%, un niveau largement supérieur à celui des autres pays asiatiques (y compris la Chine). L'achat de pétrole brut russe à un prix inférieur à celui du Brent a contribué, depuis 2022, à atténuer les pressions sur les comptes extérieurs du pays. La part des importations de pétrole brut russe est passée de seulement 1,9% à la fin de 2021 à 33,5% en juin 2025. La Russie est devenue le premier fournisseur de pétrole brut de l'Inde. Mais la récente décision du gouvernement américain d'interdire à toutes entités (américaines ou pas) d'acheter du pétrole aux deux principales entreprises russes (Lukoil et Rosneft) va obliger les entreprises indiennes à s'approvisionner (au moins en partie) dans le Golfe. Comme l'Inde a acheté en moyenne 1,76 million de barils par jour à la Russie au cours de l'année 2024/2025 et que la différence de prix entre le Brent et l'Urals était en moyenne de 13,14 dollars par baril, si l'Inde cessait d'acheter du pétrole russe, son déficit courant pourrait alors augmenter de 0,2 point de PIB (sans tenir compte de l'effet que cela pourrait avoir sur ses exportations de pétrole raffiné, car l'Inde perdrait en compétitivité). Par ailleurs, si les tarifs douaniers américains étaient maintenus en l'état, la surtaxe sur les produits indiens entraînerait une hausse du déficit du compte courant de 0,7 point de PIB. Les États-Unis sont la première destination des exportations indiennes (18,3 % des exportations i.e. 2,1% du PIB en 2024).

Outre l'évolution du compte courant (qui devrait rester inférieur à 2% du PIB même si les tarifs douaniers étaient maintenus à 50%), la question est de savoir ce qu'il adviendra des IDE et des investissements de portefeuille. À court terme, les obligations indiennes devraient bénéficier d'un écart de taux d'intérêt favorable avec les obligations américaines, compte tenu de la baisse attendue des taux directeurs de la Réserve Fédérale américaine. Mais les IDE, déjà faibles, pourraient encore diminuer si le gouvernement américain maintenait des droits de douane sur les produits indiens supérieurs à ceux imposés sur les autres pays d'Asie. Bien que les IDE soient aujourd'hui principalement concentrés dans les services, l'électronique et les télécommunications (43% des IDE reçus), qui ne sont pour l'instant pas affectés par la hausse tarifaire, la surtaxe pourrait fortement limiter les investissements dans l'industrie et peser sur la croissance à moyen et long terme. Si la surtaxe de 25% était levée, le taux effectif serait alors de 20,8% (contre 19,3% pour le Vietnam), permettant à l'Inde de ne pas être trop pénalisée par rapport à ses voisins et d'espérer pouvoir attirer les investissements étrangers.

Quelle que soit l'issue des négociations avec l'administration américaine, les risques sur les comptes extérieurs devraient rester contenus. Les réserves de change sont abondantes et permettent de couvrir les besoins de financement extérieurs du pays. Elles atteignaient USD 566 mds fin octobre, l'équivalent de 7,4 mois d'importations et 1,9 fois le service de la dette extérieure.

INDE : FORTE BAISSSE DES ENTRÉES DE CAPITAUX



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CEIC, RBI, BNP PARIBAS

BAISSE DES TAUX DE TVA

Bien que peu vulnérables à l'environnement financier international, les finances publiques restent le talon d'Achille de l'économie. Les marges de manœuvre budgétaire pour soutenir l'activité sont limitées. D'abord parce que le déficit et la dette sont déjà élevés. Ensuite, parce que ses recettes budgétaires sont parmi les plus faibles d'Asie. Pour l'exercice 2024/2025, elles ont atteint seulement 9,3% du PIB, alors qu'au sein des pays de l'ASEAN-5 (hors Singapour), elles étaient comprises entre 12,9% du PIB en Indonésie et 18,2% du PIB en Thaïlande. Enfin, le paiement des intérêts sur la dette est particulièrement lourd : en 2024/2025, il consommait 36,3% des recettes budgétaires. Néanmoins, face aux risques de ralentissement économique, le gouvernement a abaissé la TVA. Depuis le 22 septembre, le taux de TVA sur les biens non durables a été ramené de 12% à 5% et le taux sur les biens durables et semi-durables (tels que les voitures) a été réduit de 28% à 18%. La réduction des taux de TVA pourrait générer une augmentation de la croissance de 0,6pp sur une année complète compensant l'effet négatif des droits de douane américains. La perte de recettes pour le gouvernement central devrait être compensée par la fin (à compter de 2026) de la compensation financière qu'il verse aux États (prévue dès l'instauration du taux de TVA). La perte de recettes pour les États devrait être compensée par l'instauration d'un taux de TVA de 40% sur les produits de luxe. Le gouvernement central devrait atteindre sa cible de baisse du déficit de 0,4pp à 4,4% du PIB pour 2025/2026.

Malgré le niveau élevé de la dette publique (82,5% du PIB pour l'exercice 2024/2025), les risques de refinancement sont modérés car la structure de la dette n'est pas risquée et le gouvernement a accès à une épargne domestique abondante. Au T1 2025, 83,6% de la dette du gouvernement et de l'ensemble des administrations publiques était domestique. Même si 66,8% de la dette correspond à de la dette de marché, les risques de refinancement sont limités. La maturité moyenne de la dette est de 13,2 ans. Les bons du Trésor d'une durée inférieure à un an ne représentent que 6,2% de la dette totale de l'État central. Par ailleurs, la dette de marché est presque entièrement détenue par des institutions financières nationales et libellée en monnaie locale. Fin août 2025, les investisseurs étrangers ne détenaient que 2,9% des titres de dette émis par le gouvernement (soit l'équivalent de 1,1% du PIB).

Achevé de rédiger le 13 octobre 2025

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

INDONÉSIE

15

PRESSIONS SUR LES FINANCES PUBLIQUES ET LES COMPTES EXTÉRIEURS

L'Indonésie est moins exposée aux conséquences de la hausse des tarifs douaniers américains que les autres pays de l'ASEAN, mais les risques baissiers sont importants. Pour soutenir la croissance, les autorités ont multiplié les mesures de soutien à l'économie. La Banque centrale a réduit ses taux directeurs, davantage que dans les autres pays asiatiques, et le nouveau ministre des Finances a annoncé un relèvement des dépenses sociales. La dette publique reste contenue mais elle est financée principalement sur les marchés obligataires, en particulier par les investisseurs étrangers qui s'inquiètent d'un dérapage budgétaire sous l'administration Prabowo. Mais bien que ce gouvernement soit moins conservateur que le précédent et que la situation nécessite une plus grande vigilance, les risques de soutenabilité de la dette publique sont contenus.

CROISSANCE ROBUSTE MAIS RALENTISSEMENT EN VUE

Sur les neuf premiers mois de l'année, la croissance économique a atteint 5% en g.a. La demande intérieure est restée solide, soutenue par une consommation des ménages robuste et des investissements en machines et équipements en forte hausse. La contribution des exportations nettes à la croissance a été positive. Comme dans les autres pays de l'ASEAN, les exportations de l'Indonésie ont accéléré sensiblement au T2 2025 (par rapport à la même période en 2024) en raison de la hausse anticipée des tarifs douaniers américains. La croissance a rebondi sensiblement dans l'agriculture et l'industrie manufacturière (hors machines et équipements de transport), alors qu'elle a ralenti dans les services.

Mais les risques baissiers sont élevés. Les industries à forte intensité en main-d'œuvre sont menacées par la hausse des droits de douane américains et l'augmentation des importations de biens chinois à bas prix. La consommation des ménages devrait rester robuste, soutenue par les dépenses sociales du gouvernement ainsi que par un taux de chômage stable depuis un an à 4,8%. En revanche, les entreprises pourraient suspendre certains de leurs investissements (comme l'illustre le net ralentissement des importations de biens d'investissement en août) en raison de l'incertitude qui pèse sur l'environnement international.

Bien que toujours supérieure à la croissance de la Thaïlande et de la Malaisie (mais inférieure à celle du Vietnam), la croissance du PIB réel ne devrait guère excéder 5%, un rythme très insuffisant pour répondre aux importants besoins de créations d'emplois, notamment pour les jeunes.

ASSOUPPLISSEMENT MONÉTAIRE

La Banque centrale indonésienne a réduit ses taux directeurs de 125 points de base (pb) entre janvier et octobre 2025, pour les ramener à 4,75%. Bien que son discours soit toujours accommodant, il est possible qu'elle maintienne ses taux à ce niveau jusqu'à la fin de l'année en raison, d'une part, des pressions à la baisse sur la roupie indonésienne et, d'autre part, du rebond de l'inflation (+2,9% en octobre en g.a. contre 1,7% en moyenne depuis le début de l'année, cf. graphique 1). La hausse des prix reste toutefois dans la cible de 2,5% (±1 pp) fixée par la Banque centrale.

L'assouplissement monétaire ne s'est répercuté que très partiellement sur les taux du crédit. Entre janvier et septembre, ils n'ont baissé que de 56 pb en moyenne pour les crédits aux investissements et sont restés presque inchangés pour les crédits à la consommation. La croissance du crédit bancaire a continué de ralentir.

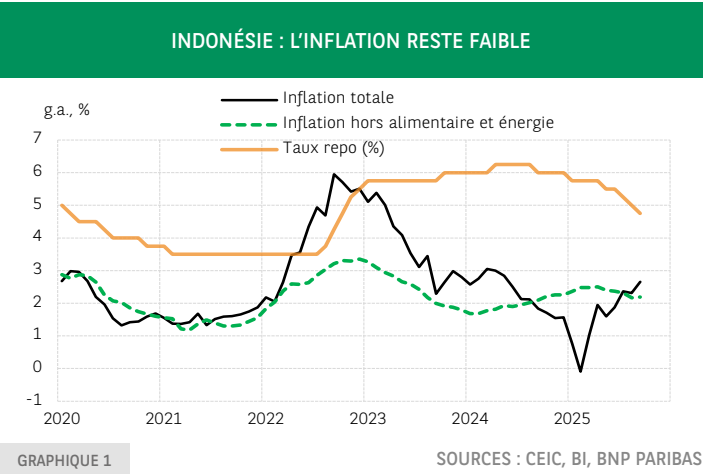
COMPTES EXTÉRIEURS SOUS PRESSION

Parmi les pays de l'ASEAN, l'Indonésie est, avec la Malaisie, l'un des pays les plus vulnérables à l'environnement financier international.

PRÉVISIONS					
	2022	2023	2024	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	5,3	5,0	5,0	5,0	5,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	4,2	3,7	2,3	1,9	2,5
Solde budgétaire, % du PIB	-2,4	-1,7	-2,3	-2,9	-2,9
Dette des adm. publiques, % du PIB	39,7	39,2	39,4	40,0	40,3
Balance courante, % du PIB	1,1	-0,2	-0,6	-0,9	-1,2
Dette externe, % du PIB	30,1	29,8	29,6	30,1	30,3
Réserves de change, mds USD	124	133	140	132	134
Réserves de change, en mois d'imports	5,5	6,0	6,1	5,5	5,6

TABEAU 1

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



Bien que les réserves de change du pays couvrent 1,5 fois ses besoins de financement à court terme, elles sont trop modestes pour aider à contenir la volatilité de la roupie, structurellement élevée. Pour renforcer la position de liquidité extérieure du pays, les autorités obligent, depuis mars 2025, les entreprises exportatrices de matières premières à conserver l'intégralité de leurs recettes en devises dans le pays.

Au S1 2025, les comptes extérieurs se sont détériorés, principalement en raison d'une baisse des entrées nettes de capitaux. Alors que le déficit du compte courant s'est réduit de 0,3 point de PIB à seulement -0,6% du PIB, le compte financier s'est détérioré et a enregistré un déficit de -0,8% du PIB (vs. un solde à 0% au S1 2024).

Au T2 2025, les entrées nettes d'investissements directs étrangers (IDE) ont atteint un des niveaux les plus faibles jamais enregistrés (0,7% du PIB contre 1,3% du PIB en moyenne sur les cinq dernières années, cf. graphique 2). À titre de comparaison, ils se sont élevés à 1,5% du PIB en Malaisie et 3,7% du PIB au Vietnam.

Dans le même temps, les sorties nettes d'investissements de portefeuille ont atteint 2,2% du PIB (le niveau le plus élevé depuis la pandémie en 2020). Les pressions baissières sur la roupie (-2,4% contre le dollar entre juillet et octobre) laissent penser que les sorties de capitaux se sont intensifiées au troisième trimestre. Les désinvestissements, qui ont majoritairement porté sur les titres souverains (54,3% des ventes), résultent de la baisse des écarts de rendements entre les obligations indonésiennes et américaines (avec les fortes baisses de taux d'intérêt directeurs depuis le début de l'année), des risques de dérapage budgétaire et des craintes quant à l'indépendance de la Banque centrale (avec la réactivation du « *burden sharing* »).

RISQUE DE DÉRAPAGE DES FINANCES PUBLIQUES

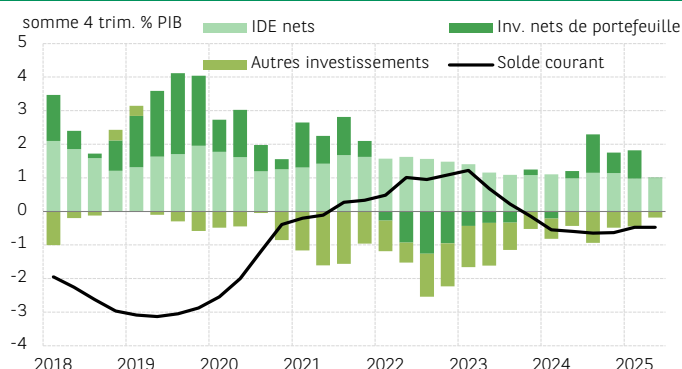
En dépit de recettes budgétaires faibles, l'Indonésie est parvenue depuis deux décennies à maintenir sa dette à des niveaux modestes, en plafonnant le déficit budgétaire à 3% du PIB (hors période de pandémie). Mais depuis son arrivée au pouvoir en octobre 2024, le gouvernement Prabowo a procédé à plusieurs ajustements budgétaires qui ne s'inscrivent pas dans la stratégie conservatrice du gouvernement Widodo et qui ont suscité des inquiétudes quant au risque de dérapage des finances publiques, déjà fragilisées par la pandémie.

Prabowo est notamment revenu sur la décision prise par le précédent gouvernement de relever le taux de TVA sur tous les biens de consommation de 11% à 12%. En janvier 2025, seuls les biens de luxe ont vu leur taux augmenter. La perte de recettes est estimée à 0,3% du PIB. Dans le même temps, la création du fonds souverain Danantara, financé par les dividendes des entreprises publiques, prive le gouvernement de recettes estimées à 0,4% du PIB sur une année complète. Contrairement aux objectifs du gouvernement Widodo, les recettes budgétaires devraient rester parmi les plus faibles d'Asie (avec celles de l'Inde), contraignant fortement les marges de manœuvre du gouvernement.

Sur les huit premiers mois de 2025, les recettes ont baissé de 7,8% en g.a. et devraient atteindre seulement 12,0% du PIB cette année, un niveau très en deçà de celui enregistré au cours des trois dernières années (13,2% du PIB) et inférieur à celui de la Malaisie (16,8% du PIB) et de la Thaïlande (21% du PIB). Même si cette contraction résulte en partie de la baisse des prix des matières premières et des retards de paiement liés à l'adoption du nouveau système numérique, il n'en demeure pas moins que les recettes devraient rester durablement faibles alors que les dépenses continuent d'augmenter. Conformément à son engagement pris pendant sa campagne, le gouvernement de Prabowo a augmenté les dépenses sociales pour soutenir les ménages les plus défavorisés (avec notamment la distribution de paniers alimentaires gratuits). Les dépenses sociales devraient doubler en 2026.

Ainsi, entre janvier et août 2025, le déficit budgétaire a été multiplié par plus de deux par rapport à la même époque l'année dernière. Pour l'année complète, il a été revu à la hausse par le ministère des finances, à 2,8% du PIB (contre 2,3% du PIB en 2024). Pour 2026, les risques d'un dérapage du déficit au-delà du seuil de 3% du PIB sont en hausse. Un nouveau ministre des finances, Purbaya Yudhi Sadewa, a été nommé en lieu et place de l'ancienne ministre, connue pour son orthodoxie budgétaire. Même s'il a annoncé qu'il contiendrait le déficit à 2,7% du PIB (vs les 2,5% initialement annoncés), cette prévision semble optimiste car elle s'appuie sur une hypothèse de croissance élevée (5,4%).

INDONÉSIE : FORTE BAISSÉ DES ENTRÉES NETTES DE CAPITAUX



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BOT, BNP PARIBAS

Par ailleurs, même si le budget 2026 prévoit une hausse modeste des dépenses totales, leur structure a changé. Les dépenses non productives (comme les dépenses alimentaires) ont augmenté au détriment des dépenses d'investissement, ce qui va peser sur la croissance à moyen terme.

Sur les huit premiers mois de l'année 2025, le gouvernement s'est financé, comme les années précédentes, presque exclusivement sur les marchés obligataires. Au T2 2025, sa dette a atteint 39,7% du PIB, légèrement en hausse par rapport au T2 2024 et 10,5 points de PIB au-dessus du niveau atteint fin 2019. La dette est non seulement exposée aux chocs de taux de change mais aussi aux mouvements de défiance des investisseurs étrangers. Au T2 2025, 28,3% de la dette totale du gouvernement était libellée en devises et près de 37% était détenue par les investisseurs étrangers (vs 21,3% de la dette du gouvernement en Malaisie, 8,3% en Thaïlande, et 1,4% en Inde). La dette était constituée à 86,6% d'obligations (dont 34,2% en devises et 42,7% détenues par les investisseurs étrangers). La dépendance du pays aux financements extérieurs pèse sur ses marges de manœuvre budgétaire et monétaire.

Le paiement des intérêts sur la dette a par ailleurs augmenté de 0,5 point de PIB entre 2019 et 2024 et cette tendance devrait se poursuivre à court terme. La charge d'intérêts devrait atteindre 2,3% du PIB cette année et absorber 18,4% des revenus du gouvernement (un niveau bien supérieur à celui de la Thaïlande ou de la Malaisie). La réactivation (sous une forme ajustée) du processus de partage des coûts entre le gouvernement et la Banque centrale (« *burden sharing* »), initialement mis en place pendant le Covid-19, pourrait donner plus de latitude au gouvernement pour financer ses programmes prioritaires. Cependant, la réactivation de ce mécanisme suscite encore plus d'inquiétudes quant à la volonté du gouvernement de consolider ses finances publiques ; et les investisseurs étrangers pourraient exiger des rendements plus importants.

Cependant, même si la situation mérite une plus grande vigilance que sous la présidence de Widodo, les risques de soutenabilité de la dette restent contenus.

Achevé de rédiger le 03 novembre 2025

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

TURQUIE

17

RALENTISSEMENT SUR FOND D'INSTABILITÉ FINANCIÈRE

La croissance économique turque marque le pas. Hors restockage, la demande finale s’est contractée au T2 2025, après avoir nettement ralenti au T1. Ce faisant, elle s’est rééquilibrée avec moins de consommation et plus d’investissement. La contribution des échanges extérieurs est devenue négative mais, pour l’instant, le déficit courant reste contenu grâce à la baisse de la facture énergétique et aux recettes du tourisme. La persistance de l’inflation demeure le principal frein à la croissance, non seulement par ses effets délétères sur le pouvoir d’achat et la compétitivité extérieure (via l’appréciation du taux de change réel), mais aussi par la contrainte qu’elle impose à la politique monétaire dans un contexte d’instabilité financière, temporaire mais récurrente. Malgré l’augmentation du déficit budgétaire, la situation des finances publiques offre des marges de manœuvre en cas de besoin.

CROISSANCE : RÉÉQUILIBRAGE INCOMPLET

Au T2 2025, la croissance du PIB a rebondi (+1,6% t/t) en raison d’une très forte contribution des stocks, les entreprises ayant probablement anticipé le durcissement effectif des droits de douanes américains. La demande intérieure finale (i.e hors stocks), qui avait déjà ralenti (+0,5% t/t au T1 contre 1,9% en moyenne aux T3 et T4 2024), s’est contractée de 0,7%.

La consommation des ménages s’est tassée pour le deuxième trimestre consécutif. L’emploi ne progresse plus depuis 2024 et le taux de chômage (8,5% en août) ne baisse plus depuis début 2025. Par ailleurs, après une période de rattrapage en 2023 et 2024, le pouvoir d’achat des salaires a très fortement ralenti (+3,2% au S1 2025 par rapport au S1 2024 contre 21% en 2024 en moyenne annuelle) ; il n’y a eu qu’une revalorisation du salaire minimum au 1^{er} janvier de 2024 et 2025 contre deux fois par an en 2022 et 2023. Enfin, les ménages ont eu bien moins recours à l’achat par cartes de crédit au cours du T2 ; l’encours de ce type de financement, très répandu, représentait fin 2024 près de la moitié du crédit aux ménages contre 21% fin 2019. La consommation publique en volume¹ a été stable au S1 2025 par rapport au S2 2024, reflétant la neutralité de la politique budgétaire (cf. *infra*).

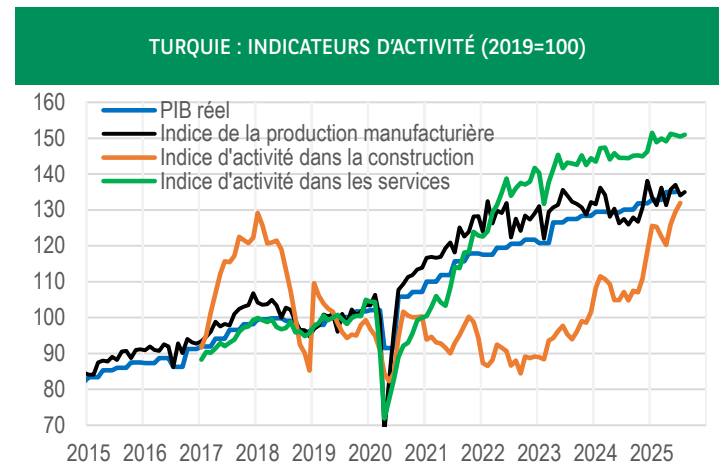
Contrairement à la consommation, l’investissement est resté dynamique grâce à l’investissement en construction (+4,3% au S1 2025 par rapport au S2 2024, lui-même en progression de plus de 4% par rapport au S1 2024) et, dans une moindre mesure, grâce à l’investissement en équipement (+1% au S1 2025). Le taux d’investissement est resté stable entre 25% et 26% du PIB depuis 2022 contre 30% entre 2015 et 2019, car l’investissement en construction n’a pas encore retrouvé son niveau d’avant Covid-19. Mais la composante équipement a très nettement progressé, passant de 4,8% du PIB en 2019 à 6,7% au T2 2025.

L’effort massif d’investissement en équipement au cours des cinq dernières années (+83% en volume entre 2019 et 2025), ajouté à celui en investissement immatériel (logiciels et R&D, +43% sur la même période), s’est traduit par une hausse de la productivité (+10% dans le secteur manufacturier depuis 2019) qui a permis de compenser en partie la très forte hausse des coûts de production (énergie et rattrapage des salaires). C’est l’une des raisons (avec la réorientation vers d’autres marchés et le dynamisme du tourisme) pour lesquelles les exportations de biens et services ont jusqu’à présent assez bien résisté. En volume, ces dernières ont été stables au S2 2025 par rapport au S2 2024 malgré i/ la faible progression des importations de la zone euro et du Royaume-Uni, principal marché extérieur de la Turquie et ii/ l’appréciation du taux de change réel depuis 2022 (+25% sur la base des prix de production).

PRÉVISIONS					
	2022	2023	2024	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	5,5	5,1	3,3	3,5	3,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	72,3	53,9	58,5	35,0	25,8
Solde budgétaire, % du PIB	-1,0	-5,1	-4,7	-3,8	-3,5
Dette publique, % du PIB	29,4	28,2	23,6	23,1	23,5
Solde courant, % du PIB	-5,1	-3,7	-0,8	-1,3	-1,8
Dette externe, % du PIB	49,6	44,0	39,1	36,2	34,5
Réserves de change, mds USD	82,9	92,8	90,7	91,9	96,4
Réserves de change, en mois d'imports	2,6	2,9	2,9	2,8	2,8

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : TUIK

Au S1 2025, la contribution nette des échanges extérieurs a cependant été négative, le restockage du T2 ayant tiré à la hausse les importations. Le solde commercial hors importations nettes d’énergie est devenu déficitaire d’avril à juillet.

Au final, d’un côté, la croissance s’est plutôt rééquilibrée, avec moins de consommation et plus d’investissement mais, d’un autre côté, les échanges extérieurs sont devenus un facteur négatif. Pour autant, le déficit courant reste contenu (-1,3% du PIB sur 12 mois en juillet), grâce notamment aux recettes du tourisme (USD 49 mds sur 12 mois en juillet, soit un peu plus de 3% du PIB).

¹ L'évolution en termes réels de la masse salariale et des achats de biens et services courants (i.e. hors investissements) des administrations publiques.

🏛️ INSTABILITÉ FINANCIÈRE : UNE CONTRAINTE POUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

La persistance de l'inflation reste le principal frein à la croissance, non seulement en raison de ses effets délétères sur le pouvoir d'achat et la compétitivité extérieure (*via* l'appréciation du taux de change réel), mais aussi par la contrainte qu'elle impose à la politique monétaire dans un contexte d'instabilité financière.

L'inflation reste élevée. La variation mensuelle de l'indice des prix à la consommation a même accéléré depuis mai, passant de 1,4% à 2,6% en moyenne sur la période août-octobre, de sorte que la décrue du taux d'inflation en glissement sur un an s'est interrompue depuis juillet, ce dernier se stabilisant autour de 33%. La volatilité du change en est la raison principale.

Au cours de la deuxième partie du mois de mars, le pays a en effet connu un nouvel épisode de tensions financières déclenchées par la situation politique interne. D'importantes sorties d'investissements de portefeuille des non-résidents ont conduit la Banque centrale à interrompre sa politique d'assouplissement monétaire, l'obligeant à relever ses taux directeurs en avril.

Finalement, les tensions sur les rendements et les primes de risque sur les obligations d'État sont rapidement retombées au cours du deuxième trimestre. Les primes de CDS à 5 ans ont même atteint un point bas pendant l'été, à seulement 215 points de base (la moyenne historique est d'environ 200 points de base). La Banque centrale a pu de nouveau abaisser son principal taux d'intérêt directeur (le taux des prises en pensions à une semaine) en juillet et en septembre, pour le ramener de 46% en avril à 39,5% actuellement.

Cependant, les rendements des obligations d'État n'ont pas suivi cette détente des taux directeurs et sont restés à un niveau plus élevé qu'avant l'épisode de stress.

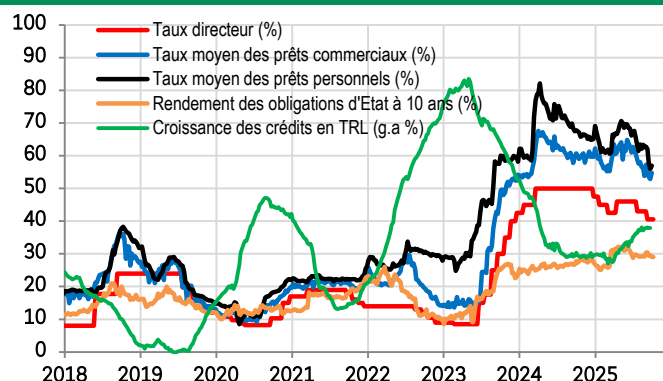
L'impact de cet épisode de stress devrait être a priori limité. La charge d'intérêts de l'État ne s'alourdira que marginalement si les rendements obligataires se stabilisent au niveau actuel (30% pour les obligations à 10 ans). Pour les ménages et entreprises, les taux débiteurs suivent les taux directeurs de la Banque centrale (*graphique 2*) et ils se sont donc déjà détendus. Par ailleurs, les ratios d'endettement des ménages et des entreprises restent modérés.

Mais, dans un contexte de risque politique toujours latent, source de volatilité du taux de change et des taux d'intérêt, les autorités monétaires peuvent être contraintes de faire machine arrière à tout moment. Même s'il sont temporaires, les épisodes de volatilité pèsent sur la confiance des entreprises. Dans ces conditions, la reprise de l'économie turque ne peut être que progressive car la politique monétaire reste très restrictive², et la politique budgétaire ne devrait pas être d'un grand soutien.

🏛️ FINANCES PUBLIQUES : DES MARGES DE MANŒUVRE EN CAS DE BESOIN

Les métriques des finances publiques ont continué de s'améliorer. Le déficit budgétaire a toutefois sensiblement augmenté en 2023 et 2024, mais cette détérioration est très largement la conséquence des dépenses budgétées liées au tremblement de terre de 2023. Si l'on exclut ces dépenses, le déficit n'était que de 3% du PIB en 2024. Hors charge d'intérêts, il était de seulement 0,2%.

TURQUIE : TAUX D'INTÉRÊT ET CRÉDIT DOMESTIQUE



GRAPHIQUE 2

SOURCES: BDDK - TCMB - MACROBOND

Cette année, le déficit primaire total (déficit hors charge d'intérêts) s'est réduit de -2,2% en décembre 2024 à -0,5% en août 2025, grâce à la fois à une augmentation des recettes (+1 point de pourcentage du PIB) et à une maîtrise des dépenses hors intérêts (-0,7 point de pourcentage du PIB). Toutefois, la charge d'intérêts a augmenté, passant de 2,8% du PIB au T4 2024 à 3,4% au T2 2025, car i/ l'écart négatif entre les rendements obligataires réels et la croissance réelle du PIB (effet boule de neige négatif) s'est réduit avec les tensions sur les rendements obligataires, et ii/ le ratio dette/PIB a légèrement augmenté au premier semestre 2025.

La dynamique de la dette reste cependant très favorable en tendance ; le ratio de dette de l'État central a été réduit de 15 points de PIB depuis fin 2020. Il n'était plus que de 21,9% en juin 2025³. Cela s'explique par des déficits primaires modérés et, surtout, par un fort effet boule de neige négatif et, depuis 2022, par l'appréciation réelle de la livre. La structure de la dette reste toutefois risquée car la part libellée en devises étrangères est importante (53%) et la maturité de la dette domestique est courte (3,4 années fin 2024 contre 7,9 en moyenne pour les pays de la zone euro).

Dans son programme à moyen terme (PMT) pour 2026-2028 publié en septembre, le ministère des Finances a révisé à la hausse le déficit budgétaire pour cette année à 3,6% du PIB. Mais, hors dépenses liées au séisme, il devrait rester modéré à -2,8% malgré l'augmentation de la charge d'intérêts. Hors dépenses exceptionnelles et charge d'intérêts, le budget est même prévu légèrement en excédent (0,2% du PIB), sur la base d'hypothèses sur la croissance plus réalistes que celles du PMT de l'année dernière. La politique budgétaire sera *a priori* neutre pour la croissance économique à court terme, même si des marges de manœuvre existent.

Le Trésor ne rencontre pas de difficulté de financement, bien que les tensions financières ponctuelles l'obligent parfois à reporter les émissions de dette obligataire internationale, comme ce fut le cas sur la première partie de l'année. Depuis janvier cependant, il a émis pour l'équivalent de USD 8,75 mds de global bonds en USD ou en euros et de *Sukuk bonds* en USD.

Achevé de rédiger le 28 octobre 2025

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com

² Le taux réel des prises en pension de la Banque centrale est de 8% avec l'inflation observée et de 19% avec l'inflation anticipée.
³ Le ratio de dette de l'ensemble des administrations publiques n'est que très légèrement plus élevé (24,1% du PIB).



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

UNE CROISSANCE SOLIDE MALGRÉ LA CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE

La Pologne devrait faire son entrée, dès 2025, dans le cercle des 20 plus grandes puissances économiques mondiales. Son PIB en valeur dépasserait les 1000 milliards de dollars cette année. Le pays pourrait aussi voir son PIB par tête (en volume et en PPA) dépasser celui du Japon, selon les prévisions du FMI. L'économie polonaise continue de surperformer dans la région. En 2025 et 2026, l'investissement et la consommation seront les principaux piliers de la croissance. L'inflation est revenue à la zone cible depuis juillet, procurant ainsi davantage de flexibilité pour la politique monétaire. En revanche, la marge de manœuvre budgétaire est plus limitée, même si la consolidation se fera graduellement.

↗ CROISSANCE SOLIDE PORTÉE PAR LA DEMANDE INTÉRIEURE

Au premier semestre 2025, la croissance du PIB réel s'est établie à 3,4% en g.a. après 3,0% au S2 2024. Elle a principalement reposé sur la consommation privée et publique ainsi que sur l'ajustement des stocks. La progression de l'investissement a été, en revanche, décevante dans ses composantes « résidentiel » et « construction ». Mais l'investissement en biens d'équipements de transport et en machines a plutôt bien résisté.

La croissance économique restera solide sur l'ensemble de l'année, avec déjà un acquis de 2,8% au T2 2025. La consommation des ménages en sera le pilier principal, en raison des gains de pouvoir d'achat des salaires et du rebond du crédit. Elle pourrait cependant ralentir sous l'effet d'un taux d'épargne qui resterait élevé, reflétant une certaine prudence des ménages. La légère détérioration de leur confiance et la remontée du taux de chômage vont du reste dans ce sens.

La croissance sera, de surcroît, soutenue par l'investissement public, par le biais des fonds européens, dont une large proportion reste à déboursier d'ici fin 2026. Sur les EUR 59,8 mds (8% du PIB de 2023) alloués à la Pologne dans le cadre du plan pour la résilience et la relance, 65% des fonds sont en attente de transfert. Le décaissement des fonds par l'UE est conditionné à l'état d'avancement des réformes. Or, les autorités polonaises se sont engagées à les mettre en œuvre. Quant à la demande extérieure, elle est restée morose depuis plusieurs trimestres et une amélioration significative n'est pas prévue à court terme compte tenu de la croissance modeste de l'Allemagne (principal partenaire commercial de la Pologne) prévue en 2026.

L'économie polonaise devrait compter parmi les plus performantes de la région au cours des deux prochaines années, avec une croissance proche du potentiel de moyen terme de 3,4%, selon nos estimations. La croissance ininterrompue du PIB depuis 1992 (à l'exception de 2020) a permis un rattrapage spectaculaire qui devrait permettre au pays de se hisser, dès cette année, parmi les 20 plus grandes puissances économiques mondiales selon la taille de leur PIB nominal (graphique 1). Le pays pourrait aussi voir son PIB par tête (en volume et en PPA) dépasser celui du Japon, selon les prévisions du FMI.

📉 REFLEX DE L'INFLATION ET ASSOULISSEMENT MONÉTAIRE

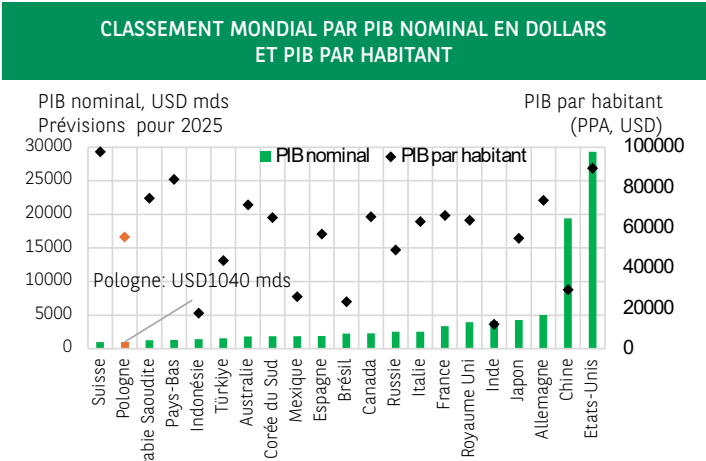
L'inflation s'est repliée depuis le début de l'année pour atteindre 3,1% en g.a. en juillet et 2,9% en août et septembre. Fait marquant, l'inflation est désormais revenue à l'objectif cible de la Banque centrale de 2,5% (±1 point), aidée par la baisse de la facture de gaz pour les ménages depuis juillet (environ 10%). L'appréciation du zloty à la fois vis-à-vis du dollar et de l'euro et la progression plus lente des salaires y ont également contribué. L'inflation pourrait atteindre 3,7% en moyenne sur l'ensemble de l'année et 2,8% en 2026, après 3,8% en 2024. Le taux d'inflation serait parmi les plus faibles de la région.

Sur la politique monétaire, la Banque centrale a repris son cycle d'assouplissement en mai 2025, mettant ainsi fin à une longue pause monétaire observée depuis novembre 2023. Le taux directeur a été rame-

PRÉVISIONS					
	2022	2023	2024	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	5,5	0,1	2,9	3,5	3,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	14,4	11,4	3,8	3,7	2,8
Solde budgétaire, % du PIB	-3,4	-5,3	-6,6	-6,9	-6,5
Dette publique, % du PIB	48,8	49,5	55,3	58,4	61,4
Solde courant, % du PIB	-2,3	1,8	0,0	-0,6	-0,9
Dette externe, % du PIB	53,3	49,4	52,0	46,8	44,5
Réserves de change, mds EUR	156,5	175,4	214,2	226,0	231,0
Réserves de change, en mois d'imports	5,2	6,1	7,3	7,4	7,3

TABEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : IMF WEO OCTOBER 2025, BNP PARIBAS

né à 5,25% (-50 points de base). Quatre nouvelles réductions de 25 pb chacune ont eu lieu par la suite. Le cycle d'assouplissement devrait se poursuivre à court terme, compte tenu de l'amélioration des perspectives de l'inflation. Le taux directeur serait abaissé à 4,25% fin 2025 et 3,50% fin 2026.

↔ LES EXPORTATIONS ET LES FLUX DE CAPITAUX RÉSISTENT MALGRÉ LES INCERTITUDES TARIFAIRES

La hausse des tarifs douaniers américains depuis avril dernier laissait *a priori* penser que même la Pologne serait indirectement affectée en raison de ses liens commerciaux avec l'Allemagne. Or les exportations

polonaises ont bien résisté sur la première moitié de l'année, avec une progression de 1,6% en g.a. dans l'ensemble et de 1,7% en g.a. vers l'Allemagne, principal partenaire commercial de la Pologne (27% des exportations totales). Cette résilience est aussi observée pour les autres pays de la région.

En Pologne, la progression des exportations au S1 2025 est proche de la moyenne des années 2023/2024. Parmi les secteurs les plus performants figurent, entre autres, les postes « biens alimentaires », « produits chimiques », « biens d'équipements et transports hors véhicules à moteur » et « produits manufacturés divers », postes qui représentent 82% des exportations polonaises (graphique 2). Les catégories « carburants minéraux et lubrifiants » et « huiles d'origines végétales et animales » sont celles qui ont le plus reculé, mais ont un poids dans les exportations assez marginal.

La Pologne maintient aussi sa position comme destination attractive pour les investissements étrangers. Le montant des flux d'IDE observés en 2022 et 2023 a été exceptionnel et s'est normalisé depuis. Sur les sept premiers mois de l'année en cours, les flux d'IDE nets ont atteint des niveaux presque équivalents à 2024 (EUR 9,1 mds comparés à EUR 9,6 mds en 2024). Les flux de portefeuille nets (EUR 7,8 mds de janvier à juillet ; contre EUR 10,1 mds en 2024), de nature plus volatile, ne semblent pas perturbés. À court terme, le différentiel positif entre le rendement des obligations d'État polonaises et allemandes laisse entrevoir de bonnes perspectives pour les flux obligataires entrants. De même, la poursuite de la réorganisation des activités productives (*nearshoring*) suggère que les IDE resteront dynamiques dans la région.

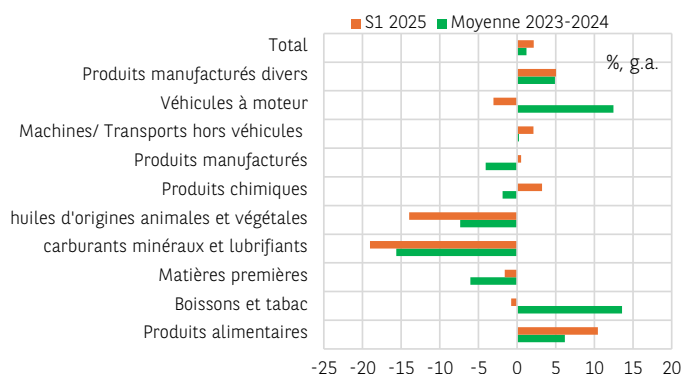
UNE MARGE DE MANŒUVRE BUDGÉTAIRE LIMITÉE

Les finances publiques se sont nettement dégradées, sous l'effet des nombreux chocs subis par l'économie polonaise depuis 2020. L'augmentation des dépenses militaires et des dépenses sociales généreuses ont creusé le déficit budgétaire au cours des 5 dernières années, et fait grimper le niveau de la dette publique. Cette dernière est désormais proche du seuil de 60% du PIB. La charge d'intérêts a sensiblement augmenté et pénalise les autres postes de dépenses. Les intérêts ont représenté 2,2% du PIB en 2024, en hausse de 1,1 point comparé à 2021. À titre de comparaison, ce ratio est légèrement supérieur à la moyenne de l'UE (1,9%).

La marge de manœuvre en matière de politique budgétaire est limitée. Le gouvernement est confronté à un jeu d'équilibre complexe. D'une part, il s'est engagé vis-à-vis de l'UE à consolider ses finances publiques, le pays ayant été placé sous procédure pour déficit excessif en 2024, et pour le non-respect des règles budgétaires (les autorités ont opté pour un délai de 4 ans). D'autre part, l'administration Tusk est confrontée à l'opposition du président Nawrocki sur son budget pour l'an prochain. La difficile cohabitation sur le plan politique perdure depuis 2023 (les élections présidentielles de mai dernier n'ont pas changé la donne) et le gouvernement ne dispose pas d'une majorité de 60% des votes au parlement pour contourner les veto présidentiels. Des mesures de consolidation perçues comme trop contraignantes pour les ménages pourraient faire l'objet d'un veto et bloquer le processus budgétaire.

Compte tenu de cette marge de manœuvre limitée, le processus d'ajustement budgétaire sera graduel à court terme, et la politique budgétaire reste tout de même favorable à la croissance en 2025 et 2026. Pour 2025, le gouvernement anticipe un déficit budgétaire élevé à 6,9% du PIB, et plus prononcé qu'en 2024. Le solde budgétaire compterait

EXPORTATIONS POLONAISES PAR SECTEUR



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

parmi les plus élevés en Europe centrale cette année, après la Roumanie.

Le projet de budget pour 2026, en attente de validation par le parlement, ne prévoit qu'une réduction minimale du déficit budgétaire. En 2026, le montant des dépenses est figé au même niveau qu'en 2025. Le gouvernement table sur une hausse de 7,3% des recettes sans pour autant recourir à des hausses d'impôts sur le revenu ou de taux de TVA. Il compte sur la croissance économique, et une augmentation du taux d'imposition pour les banques est envisagée (à 30% contre 19% actuellement), qui rapporterait PLN 11,3 mds (0,3% du PIB) ces deux prochaines années. Sur les dépenses, les volets « social » et « santé » continuent d'occuper un poids important dans le budget (environ 27% et 25% des dépenses respectivement). L'augmentation du poste « santé » serait de 11,8% l'an prochain (après +16,1% prévus en 2025). À titre de comparaison, le poste « défense » (environ 22% du total des dépenses ; 4,8% du PIB) augmenterait de 7% en 2026.

La vulnérabilité aux conditions de financement externes est limitée. Certes, les besoins d'emprunt sont importants (environ 14,1% du PIB en 2025), mais ils sont aisément financés sur le marché domestique. La Pologne a pour l'instant déjà financé environ 90% de ses besoins pour cette année. Sur la période récente, la levée de dette sur les marchés obligataires internationaux vise à alléger le coût de financement. Le risque de change reste toutefois limité grâce aux règles prudentielles en vigueur, qui incluent, entre autres, une obligation de limiter la part de la dette libellée en devises étrangères à 25% de l'encours. Fin août 2025, la part en devises étrangères était de 21% (principalement en euros).

Les risques liés aux taux d'intérêt sont modérés. Le taux d'emprunt sur le marché obligataire domestique et en zone euro est plus élevé qu'en 2019, mais le taux des obligations d'État à 5 ans est stable autour de 5% depuis 2023. La majeure partie de la dette (à la fois en devises locales et étrangères) est contractée à taux fixe (environ 70% de la dette en juillet 2025), mais la maturité moyenne de la dette totale est relativement courte, à 5,8 ans.

Achévé de rédiger le 16 octobre 2025

Cynthia Kalasopatan

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ROUMANIE

21

CURE D'AUSTÉRITÉ BUDGÉTAIRE

Les incertitudes électorales ont fortement pesé sur l'activité économique de la Roumanie l'an dernier. En 2025 et 2026, la croissance économique ne devrait s'améliorer que légèrement. L'inflation a accéléré ces deux derniers mois et va poursuivre sa remontée à court terme alors qu'elle reflue dans l'ensemble des pays d'Europe centrale. Pour autant, les autorités monétaires ne devraient pas changer leur cap et maintiendront sans doute un *statu quo* à court terme. Quant à la politique budgétaire, la marge de manœuvre pour soutenir l'économie est significativement réduite en raison des mesures de consolidation d'envergure.

Le paysage politique a été marqué par de fortes incertitudes électorales en 2024-2025. Les élections présidentielles ont tout particulièrement mis les projecteurs sur la Roumanie en raison de l'annulation des résultats du premier tour en décembre 2024 et de la tenue de nouvelles élections en mai dernier. Cette période d'incertitudes a eu des conséquences économiques.

REBOND MODÉRÉ DE LA CROISSANCE À COURT TERME

L'an dernier, la croissance économique de la Roumanie était parmi les plus faibles de la région, en raison d'un ralentissement plus marqué aux T3 et T4 2024. Le premier trimestre de 2025 a aussi été décevant, avec une croissance du PIB à peine positive. Le rebond observé au T2 (+1,2% t/t ; +2,3% a/a) a été une bonne surprise. Mais il a été principalement soutenu par les stocks, alors que le détail des postes révèle la fragilité de la demande intérieure. La hausse de la consommation, qui constitue habituellement le principal moteur de la croissance, continue de s'essouffler (elle est passée de +5,8% a/a au T3 2024 à 0% au T2 2025). La croissance de l'investissement s'est nettement affaiblie. De même, le commerce extérieur a pesé sur la croissance du PIB. Les exportations ont progressé plus lentement que les importations.

Les mesures d'austérité budgétaire, annoncées juste après les élections présidentielles, constituent un frein puissant à la croissance à court terme. Nos prévisions ont, par conséquent, été révisées à la baisse pour 2025 (1,1%) et 2026 (1,5%). Une légère accélération de la croissance reste toutefois attendue après le creux de 2024 (0,8%).

La consommation sera principalement freinée par la remontée de l'inflation, provoquée notamment par le relèvement du taux de TVA de 19% à 21% depuis août dernier. Les retraités et les fonctionnaires seront également affectés par le gel des pensions et des salaires jusqu'à fin 2026. Par ailleurs, les mesures budgétaires étaient anticipées et avaient déjà induit une certaine prudence des ménages. La détérioration des indicateurs de confiance et des ventes au détail (en variation mensuelle) était déjà visible depuis juillet.

Le ralentissement attendu de la consommation devrait néanmoins être compensé par le renforcement de l'investissement, lui-même porté par les fonds européens (EUR 28,5 mds alloués). Une part substantielle reste à débloquer d'ici fin 2026.

À moyen terme, la croissance devrait se renforcer et converger vers son potentiel de 3,75% (estimation du FMI), grâce aux fonds européens et à l'expansion des activités liées au *nearshoring* qui soutiennent les perspectives d'investissement.

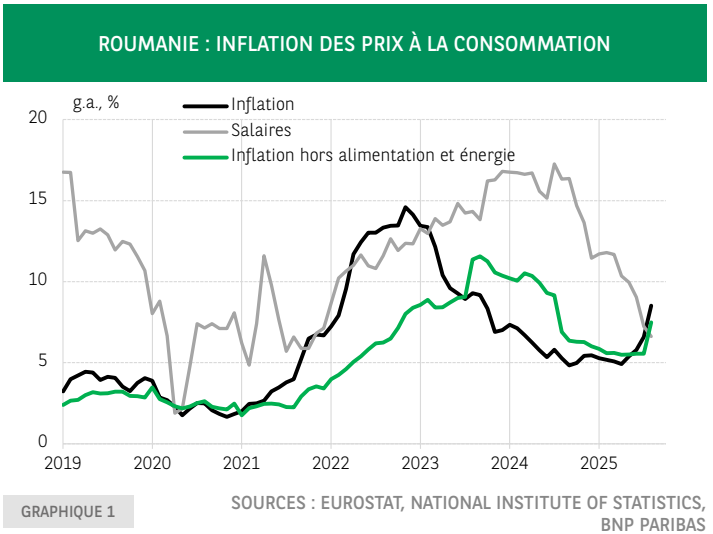
REMONTÉE DES PRIX ET STATU QUO MONÉTAIRE

L'inflation accélère et frôle déjà les deux chiffres, sous l'effet de la suppression du plafond des prix de l'énergie en juillet et de la hausse récente du taux de TVA (graphique 1). La Roumanie affiche désormais le plus fort taux d'inflation en Europe centrale et même au sein de l'UE (9,2% a/a en moyenne au T3 2025). La Banque centrale prévoit désormais une inflation à 8,8% a/a à fin décembre 2025 (contre les 4,6% prévus précédemment).

PRÉVISIONS					
	2022	2023	2024	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	4,0	2,4	0,8	1,1	1,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	12,0	9,7	5,8	7,4	6,6
Solde budgétaire, % du PIB	-6,4	-6,6	-9,3	-8,4	-6,0
Dettes publiques, % du PIB	47,9	48,9	54,8	58,8	60,4
Solde courant, % du PIB	-9,5	-6,6	-8,2	-6,5	-5,8
Dettes externes, % du PIB	54,6	56,4	57,5	57,9	57,2
Réserves de change, mds EUR	52,3	66,0	70,5	77,0	83,0
Réserves de change, en mois d'imports	5,3	6,9	7,1	7,7	8,0

TABEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



Les pressions inflationnistes vont persister dans les prochains mois (sans pour autant retrouver les niveaux de 2023), avant de s'estomper graduellement à mesure que les effets de la TVA se dissipent. Cette année, l'inflation pourrait dépasser 7% en moyenne et le retour vers la zone cible de 2,5% (±1 point) n'est pas prévu avant 2027. La Roumanie se démarque des autres pays d'Europe centrale, où la tendance est plutôt à un reflux graduel de l'inflation.

Concernant la politique monétaire, le *statu quo* observé depuis août 2024 est le reflet d'une certaine prudence et du retour des pressions inflationnistes. Un changement de cap est peu probable à court terme. La marge de manœuvre des autorités monétaires est limitée en raison de la détérioration des perspectives d'inflation et des pressions

baissières sur la devise roumaine. Celles-ci sont apparues pendant la période électorale et peinent à s'estomper. La devise roumaine est toujours au-dessus du seuil de 5 pour 1 euro. Le taux directeur restera donc probablement inchangé à 6,50% jusqu'à l'été prochain.

LE FINANCEMENT DU DÉFICIT COURANT PLUS DÉPENDANT DES INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE

Les incertitudes électorales ainsi que le flou sur les tarifs douaniers américains n'ont pas découragé les flux de capitaux en Roumanie. Sur les sept premiers mois de 2025, les investissements directs étrangers nets (IDE) ont atteint EUR 4 mds, soit près du double du montant reçu sur la même période en 2024 (janvier -juillet 2024 : EUR 2,5 mds ; 2024 : EUR 4,7 mds). Les investissements de portefeuille nets ont également été dynamiques (janvier-juillet 2025 : EUR 11,9 mds ; 2024 : EUR 12,4 mds).

Les entrées nettes de capitaux étrangers ont permis de financer l'essentiel du déficit courant, qui a eu tendance à se creuser pendant la période post-covid-19 (il a atteint -6,6% du PIB en 2023 et -8,2% en 2024). Certes, la dynamique récente est plutôt rassurante, mais la composition des flux de capitaux a changé. Les flux de portefeuille, plus volatils que les IDE, ont pris une part plus importante depuis 2023 dans le financement du déficit courant. Cette situation expose le pays à un retournement du sentiment des investisseurs étrangers (qui conduirait à d'importantes sorties de flux de portefeuille).

Cependant, la Roumanie, comme les autres pays d'Europe centrale, devrait rester une destination attractive pour les investissements directs étrangers. À court et moyen terme, les perspectives d'IDE restent bonnes, soutenues par le mouvement de réorganisation des chaînes de production mondiales, ainsi que par les nombreux atouts de la Roumanie (compétitivité salariale, membre de l'UE, etc.).

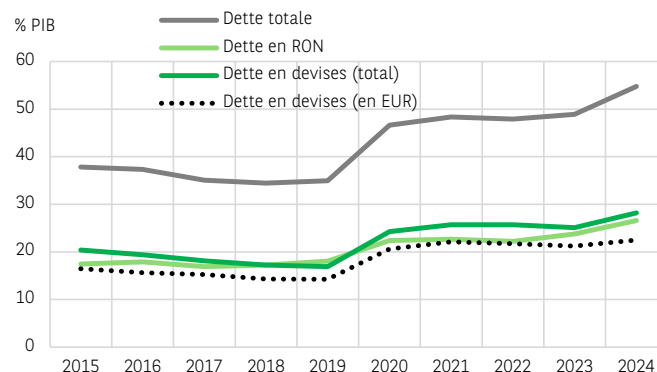
LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE SOUS LE SIGNE DE L'AUSTÉRITÉ

Peu de temps après la prise de fonctions du nouveau président roumain, une série de mesures d'austérité, en concertation avec l'UE, ont été annoncées pour redresser les comptes publics. Elles sont équivalentes à 1,2% du PIB en 2025 et 3,75% du PIB en 2026, et visent à la fois à contenir les dépenses et à augmenter les recettes. Certaines mesures sont déjà entrées en vigueur depuis août. Sans cela, la Roumanie aurait risqué de perdre son statut d'*investment grade* par les agences de notation, mais aurait aussi pu faire l'objet d'une suspension temporaire des fonds européens par la Commission européenne.

En effet, les comptes publics se sont nettement dégradés depuis 2020 et les autorités n'avaient jusqu'à présent pas entrepris d'importantes mesures de consolidation. La dette publique est désormais proche du seuil de 60% du PIB, contre 35% en 2019. Le déficit budgétaire s'est creusé jusqu'à atteindre 9,3% du PIB en 2024, contre 4,3% en 2019. La charge d'intérêts sur la dette s'est aussi accrue de 1,2 point entre 2019 et 2024, à 2,4% du PIB, en raison de l'augmentation de l'endettement et de la hausse de son coût de financement. Le taux des obligations d'État est le plus élevé en Europe centrale (supérieur à 7% pour les titres à 5 ans).

Les autorités ambitionnent de ramener le déficit budgétaire à 8,4% du PIB en 2025, puis à 6% du PIB en 2026. Ces objectifs sont jugés crédibles par le conseil budgétaire roumain. Parmi les mesures phares figure, entre autres, le relèvement du taux de TVA et de la taxe sur les boissons alcoolisées et sucrées (+10%). Les banques verront la taxe sur leurs recettes augmenter de 2% à 4% dès 2025. Les retraités sont aussi

ROUMANIE: COMPOSITION DE LA DETTE DU GOUVERNEMENT PAR TYPE DE DEVISES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, BNP PARIBAS

mis à contribution pour les cotisations sur la santé si leurs revenus excèdent RON 3000 par mois. Plusieurs nouvelles hausses de taxes sont prévues pour 2026 (passage de 10% à 16% de la taxe sur les dividendes, hausse des péages d'environ 80%). Du côté des dépenses, le gel des retraites et des salaires pour les fonctionnaires, en vigueur depuis début 2025, a été prolongé jusqu'à fin 2026.

D'autres mesures seront nécessaires au-delà de 2027 pour se conformer aux règles budgétaires de l'UE. Les réformes pour augmenter l'assiette fiscale restent un défi majeur. Les recettes en pourcentage du PIB sont structurellement faibles (34,1% du PIB en Roumanie en 2024, alors qu'elles s'élèvent à 42,8% en Pologne et à 46,5% en zone euro).

Les besoins de financement, en hausse compte tenu de la progression du déficit budgétaire, ont été couverts par le recours aux marchés domestiques et internationaux. En 2025, ils sont estimés à RON 259 mds, soit 13,6% du PIB et environ 90% ont déjà été couverts selon le ministère des Finances. L'importance de la dette libellée en devises étrangères, principalement en euros (plus de 40% de l'encours), signifie que la Roumanie est exposée à un resserrement des conditions de financement externes (graphique 2). Toutefois, ce risque est modéré.

Certes, le souverain roumain est exposé à un risque de change. Les pressions baissières sur la monnaie observées récemment illustrent ce risque. Cependant, ces pressions devraient rester contenues. Les variations du RON contre l'euro ont de fait été relativement limitées ces dernières années, en raison du régime de change de « flottement géré ».

L'importance de la dette en devises étrangères s'explique par le recours accru du gouvernement aux marchés internationaux depuis quelques années, afin d'alléger son coût de financement. L'attrait pour le marché roumain ne s'est pas atténué, en dépit de la détérioration des comptes publics.

Achevé de rédiger le 16 octobre 2025

Cynthia Kalasopatan

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

FACE AU RALENTISSEMENT : UN ÉTAT CONTRAINT MAIS PAS IMPUISSANT

Sous l'effet du resserrement monétaire, la croissance économique du Brésil s'essouffle depuis deux trimestres. Le ralentissement de la demande intérieure favorise néanmoins la poursuite du processus de désinflation, également soutenu par la baisse des prix alimentaires et du pétrole ainsi que par le renforcement du real. Malgré le cadre monétaire très restrictif, les marchés du travail et du crédit continuent d'offrir des poches de résistance à l'économie. L'impact des tensions commerciales avec les États-Unis reste, pour l'heure, contenu. Des initiatives diplomatiques, combinées au positionnement géostratégique du Brésil, laissent entrevoir un apaisement des tensions. Freinées par des contraintes institutionnelles, politiques et financières, les marges de manœuvre budgétaires – à un an des élections générales – sont limitées. Certains canaux extra-budgétaires offrent toutefois des leviers de soutien à la croissance. Ces derniers devront être calibrés avec prudence pour ne pas compromettre la détente monétaire attendue par les marchés à horizon du T1 2026.

ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE : EN Perte de VITESSE

Depuis deux trimestres, la croissance économique marque le pas. Au T2, le PIB en volume progressait de 0,4% t/t contre 1,3% t/t au T1 en raison de la perte de dynamisme de la demande intérieure. La consommation des ménages n'a progressé que de 0,5% t/t, soit la moitié du rythme observé au T1, tandis que les dépenses d'investissement – qui avaient soutenu la croissance au T1 – ont reculé de 2,2% t/t. Au T3, les derniers indicateurs d'enquête confirment les signes d'essoufflement de l'activité. En septembre, l'indicateur PMI services affichait notamment un 6^e mois consécutif de repli tandis que la production manufacturière enregistrait sa plus forte contraction depuis près de deux ans et demi (46,5). Parallèlement, la confiance dans l'industrie s'effrite sous l'effet des tensions commerciales avec les États-Unis et de la politique monétaire très restrictive de la Banque centrale (BCB). Le taux directeur réel est près de deux fois plus élevé que le taux neutre, estimé proche de 5%. A ce stade, le ralentissement de l'activité ne s'est pas encore pleinement répercuté sur le marché du travail ni sur le crédit, même si des signaux de fléchissement apparaissent depuis quelques mois. La croissance devrait atteindre 2,3% en 2025 (après 3,6% en 2024) puis ralentir à 1,6% en 2026.

POLITIQUE MONÉTAIRE : FIN DU CYCLE HAUSSIER ET INERTIE DE LA TRANSMISSION

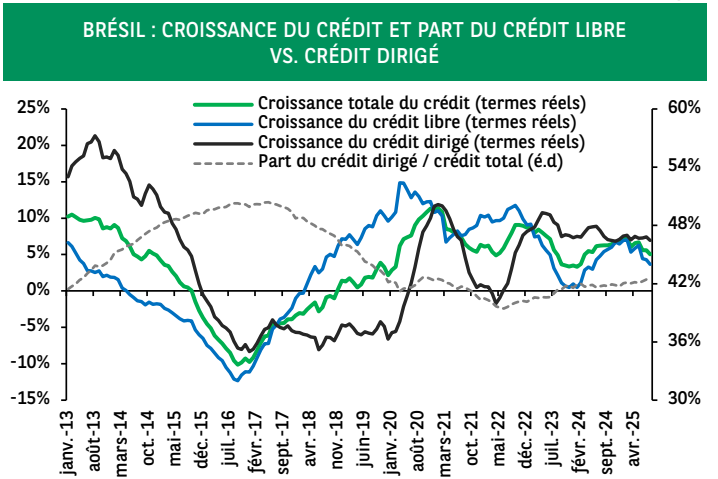
Après avoir accéléré en début d'année, l'inflation reflue depuis avril à la faveur du ralentissement économique et d'un contexte externe favorable (baisse du prix du pétrole et des prix alimentaires, appréciation de 13% du real contre le dollar depuis janvier). Cela dit, la désinflation progresse lentement. L'indice IPCA a même enregistré un léger rebond en septembre de 5,13% à 5,17% en g.a en raison d'un effet de rattrapage lié à une remise exceptionnelle sur les factures d'électricité en août (le *bonus Itaipu*). Des signaux encourageants émergent toutefois depuis quelques mois. La composante sous-jacente de l'indice IPCA bat en retraite tandis que les pressions inflationnistes dans les services s'atténuent. Ces évolutions expliquent la décision de la BCB d'interrompre son cycle de hausse des taux en juin, après un resserrement cumulé de 450 points de base (pb) entre septembre 2024 et juin 2025, portant le taux SELIC à 15%. Les marchés anticipent toujours une baisse des taux à partir du T1 2026 et une baisse cumulée de 275 pb sur l'année 2026.

Le crédit résiste bien à la rigueur de la politique monétaire (+11,5% en g.a à fin 2024 ; +10,15% début septembre 2025). Une étude du FMI¹ explique cette résistance par trois facteurs clés : 1/ un mécanisme de transmission monétaire atténué où pour obtenir une augmentation de 100 pb des taux moyens sur les crédits à l'économie, la BCB doit relever son taux directeur de 140 pb en raison de la structure du marché bancaire : environ 40% des crédits sont des prêts dirigés par l'État moins sensibles aux variations du taux directeur ; 2/ l'essor des fintechs a élargi l'accès au crédit et permis de maintenir l'offre de crédit malgré le resserrement monétaire (en 2024,

	PRÉVISIONS				
	2022	2023	2024	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	3,1	3,2	3,6	2,3	1,6
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	9,3	4,6	4,4	5	3,8
Solde budgétaire - secteur public, % du PIB	-4,6	-8,8	-8,5	-8,3	-7,5
Dette publique, % du PIB	71,7	73,8	76,5	80,2	83
Solde courant, % du PIB	-2,9	-1,3	-2,5	-3,4	-2,7
Dette externe, % du PIB	35	33	33	36	34
Réserves de change, mds USD	324	355	329	348	352
Réserves de change, en mois d'imports	10,5	12,5	10,5	9,5	10,3

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BCB, BNP PARIBAS

les banques digitales et les fintechs représentaient 25% du marché des cartes de crédit et plus de 10% des crédits aux particuliers non-adossés aux salaires) ; 3/ la croissance soutenue des revenus des ménages (salaire minimum revalorisé, transferts sociaux, marché du travail dynamique) qui a soutenu la solvabilité des emprunteurs et donc la demande de crédit. En termes réels, l'encours de crédit (5% en g.a. fin août) continue de croître à un rythme près de deux fois supérieur à celui de l'activité économique. Toutefois, depuis mai, le crédit montre des signes plus nets de ralentissement, en particulier sur le segment des entreprises.

¹ Xu, R., & Leigh, D. (2025). *Monetary policy transmission to lending rates: Evidence from Brazil*. IMF Working Papers, 2025(152), 10-5089.

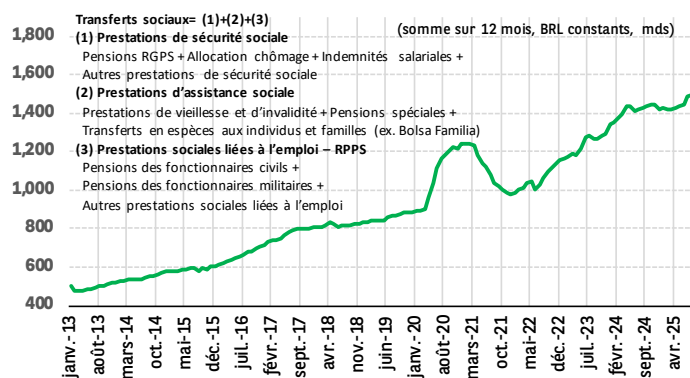
COMPTES EXTERNES : L'HEURE DE LA DIVERSIFICATION ?

L'impact sur l'activité des mesures tarifaires américaines annoncées cet été devrait rester limité. Le tarif de 50% n'a en réalité été appliqué qu'à environ 36% des exportations du Brésil vers les États-Unis² (45% des exportations étaient exemptées et soumises uniquement au tarif de 10%). Depuis l'annonce des tarifs, les exportations vers les États-Unis ont chuté d'un peu plus de 15% (cumul août-septembre), les secteurs les plus touchés étant la viande, le bois, le café et les produits métallurgiques. Cette baisse a été partiellement compensée, par une hausse des ventes vers d'autres marchés, notamment la Chine (cette dernière a délivré des permis d'exportation de café à plus de 183 entreprises brésiliennes touchées par les mesures). Après les annonces américaines, le Brésil n'a pas pris de mesures de rétorsion ; le pays a allégé sa règle budgétaire afin d'aider les entreprises les plus touchées par les sanctions américaines³ ; en outre, il œuvre parallèlement à diversifier ses partenaires commerciaux et à accélérer le processus de ratification des accords de libre-échange dans le cadre du Mercosur⁴. Finalement, sur le plan politique, les mesures américaines ont eu l'effet inverse qu'escompté : plutôt que de protéger Jair Bolsonaro, elles ont renforcé la popularité du président Lula (79 ans) – qui a confirmé vouloir se représenter aux élections générales en 2026. Au lendemain de plusieurs tentatives de rapprochement, les relations entre les États-Unis et le Brésil pourraient se détendre à court terme. Le Brésil abrite 17% des réserves mondiales de terres rares derrière la Chine (37%), ce qui lui confère un levier géoéconomique significatif dans les chaînes de valeur dites « critiques » auxquelles les États-Unis sont désormais particulièrement attentifs.

QUELLE CAPACITÉ DE SOUTIEN PUBLIC À L'ÉCONOMIE ?

À court terme le canal budgétaire ne devrait pas constituer un moteur significatif de soutien conjoncturel. L'impulsion budgétaire au niveau fédéral provient typiquement des transferts sociaux et d'évolutions réglementaires⁵. À l'inverse, la consommation publique ne contribue que marginalement à la croissance, tandis que l'investissement fédéral sert fréquemment de variable d'ajustement en période de tensions sur les finances publiques (et il est de surcroît faible, inférieur à 1% du PIB). Si les transferts sociaux étaient amenés à augmenter à l'approche des élections de 2026, leur progression devrait rester contenue – la loi de responsabilité budgétaire et des règles électorales limitant l'augmentation des dépenses publiques en période pré-électorale. À noter que même si le nouveau cadre budgétaire autorise des dépenses contracycliques, les dépenses ne pourront augmenter que modestement (+0,6% au-dessus de l'inflation et au global, une marge de +/- 0,25% du PIB autour de l'objectif de déficit est toléré). Outre les impératifs de conformité aux règles budgétaires, le gouvernement doit composer avec des contraintes financières importantes : i/ niveau élevé (et en hausse) de l'endettement public (76,5% du PIB fin 2024), ii/ forte rigidité des dépenses, iii/ très lourde charge d'intérêts (6,3% du PIB fin 2024) iv/ défiance immédiate des marchés et remontée des taux longs lorsque les équilibres budgétaires sont fragilisés. À ces freins institutionnels et financiers s'ajoutent des freins politiques : début octobre, le gouvernement n'a pas réussi à faire adopter ses mesures d'augmentation des recettes, réduisant ses marges de manœuvre pour faire de la relance et atteindre sa cible budgétaire en 2026 (excédent primaire de 0,25% du PIB).

TRANSFERTS SOCIAUX AUX MÉNAGES DU GOUVERNEMENT FÉDÉRAL



GRAPHIQUE 2

SOURCE : TRÉSOR NATIONAL, BNP PARIBAS

Des soutiens à l'économie pourraient en revanche venir des collectivités locales. Les excédents publics au niveau des États et des municipalités ont en effet tendance à fortement se réduire lors des années électorales.

Hors périmètre budgétaire strict, les autorités ont d'autres leviers pour stimuler la croissance du PIB. Premièrement, le canal monétaire reste très actif (même s'il est aujourd'hui moins dynamique qu'auparavant). Il agit à deux niveaux dans le cadre du Novo PAC⁶ : a) au travers de crédits publics (l'essentiel des financements sont accordés par les grandes banques publiques - la BNDES, Banco do Brasil et Caixa Federal) ; b) via la mise en place de dispositifs de garanties publiques pour renforcer les mécanismes de concession ainsi que les partenariats public privé (PPP).

Deuxièmement, l'effet du canal monétaire est amplifié par le canal réglementaire. Le gouvernement a, par exemple, récemment annoncé des modifications du dispositif d'épargne et de crédit destiné au financement immobilier. Le nouveau dispositif a pour objectif d'élargir les ressources disponibles pour le crédit hypothécaire afin de faciliter l'accès à la propriété pour la classe moyenne. Celle-ci devrait également profiter de l'adoption récente de la réforme exonérant de l'impôt sur le revenu les salariés gagnant moins BRL 5 000 (~ EUR 800) par mois – soit environ 15 millions de personnes. La réforme, qui rentrera en vigueur à partir de janvier 2026, devrait soutenir la demande de la classe moyenne.

Troisièmement, le canal quasi-budgétaire constitue un autre levier d'action pour intensifier les projets d'investissement des grandes entreprises publiques. Son efficacité est toutefois variable (en imposant à Petrobras et Vale de réaffecter la distribution de dividendes à l'investissement courant 2024, Lula avait rencontré une vive résistance et fortement agité les marchés).

Dans le contexte actuel, les autorités doivent arbitrer : si les mesures de soutien à la demande intérieure finissent par attiser l'inflation (et les anticipations), le gain de croissance espéré pourrait être atténué, voire annulé, par un report du cycle d'assouplissement monétaire.

Achévé de rédiger le 27 octobre 2025

Salim Hammad

salim.hammad@bnpparibas.com

² Soit 12% des exportations, un peu moins de 2% du PIB, dont des matières premières pour près de moitié.

³ Le Congrès a approuvé une exemption au plafonnement des dépenses pour permettre le déploiement des mesures de soutien par le gouvernement. Elles se répartissent en 3 axes : (1) des lignes de crédit (2) des garanties à l'exportation pour les PME ; (3) l'achat des stocks de denrées périssables, pour fournir les cantines scolaires.

⁴ Accélération du processus de ratification de l'accord commercial Mercosur UE qui fait suite à la signature, en juillet, d'un accord de libre échange entre le Mercosur et l'AELE (Suisse, Norvège, Islande, Liechtenstein) après huit ans de négociations.

⁵ En revalorisant le salaire minimum à un rythme supérieur à l'inflation, le gouvernement Lula a mécaniquement augmenté le volume des transferts sociaux : le salaire minimum est utilisé comme base de calcul pour les pensions, les aides conditionnelles (ex. *Bolsa Família*), les allocations non conditionnelles (personnes âgées, plus démunies et personnes en situation de handicap).

⁶ Plan d'accélération de la croissance, de BRL 1300 mds, soit USD 242 mds, relancé par Lula en 2023. 23% des projets ont été livrés.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

MEXIQUE

25

MARGES DE MANŒUVRE LIMITÉES

La croissance économique mexicaine a bien résisté au premier semestre 2025. Le ralentissement devrait être plus marqué au cours des prochains trimestres : le dynamisme des exportations devrait s’estomper avec l’application des tarifs américains, tandis que la demande intérieure resterait à la peine. L’inflation devrait ralentir modérément, et le cycle d’assouplissement de la politique monétaire se poursuivrait en 2026. Les finances publiques représentent une faiblesse structurelle de l’économie mexicaine. Le soutien régulier à l’entreprise pétrolière Pemex, la rigidité des dépenses et les scénarios trop optimistes du gouvernement lors de la définition de son budget annuel ont conduit à l’échec des politiques de consolidation prévues par les gouvernements successifs. En conséquence, le déficit se creuse depuis 2019. Dans un contexte de ralentissement de la croissance, les marges de manœuvre gouvernementales pour soutenir l’économie sont limitées.

CROISSANCE TOUJOURS EN BERNE

L’activité a un peu mieux résisté qu’anticipé au cours du premier semestre 2025, le PIB réel ayant progressé de 0,9% par rapport au S1 2024. Le dynamisme des exportations (dont la contribution à la croissance a été de 5,0 et 4,0 points de pourcentage respectivement au T1 et au T2) a en effet permis de compenser la faiblesse de la demande intérieure. Les contributions ont été négatives pour la consommation et l’investissement privés (de, respectivement, pour le total de la demande privée, -1,0 et -1,6 point de pourcentage au T1 et au T2).

Les perspectives ne sont pas favorables à court terme. L’estimation préliminaire du PIB au T3 montre une contraction de 0,3% par rapport au T2. D’une part, le ralentissement de la consommation privée et de l’investissement devrait se poursuivre (graphique 1). Les indices de confiance des investisseurs et des consommateurs se sont dégradés au cours des huit premiers mois de l’année, tandis que les transferts des travailleurs à l’étranger (représentant près de 4% du PIB et soutien important de la consommation privée mexicaine) ont reculé chaque mois depuis avril (de 8,3% en g.a. en août). Cela reflète l’inquiétude des travailleurs concernant les changements de la politique migratoire américaine, le ralentissement du marché du travail américain et, dans une moindre mesure, l’appréciation du peso face au dollar (plus de 11% depuis le début de l’année). Cette tendance devrait se prolonger au cours des prochains mois. Enfin, le recul de la production industrielle s’est aggravé pendant l’été (-2,7 et -3,6% en g.a. respectivement en juillet et en août, après -1,3 % sur les six premiers mois de l’année).

D’autre part, le ralentissement attendu de la croissance aux États-Unis (destinataire de près de 85% du total des exportations) et les tensions commerciales entre les deux pays pèseront sur les exportations au cours des prochains mois. Au total, on s’attend à un léger rebond de la croissance en 2026, après un ralentissement marqué en 2025. Si le Mexique devrait échapper à la récession, selon ces prévisions, les risques restent néanmoins orientés à la baisse.

PROJET D'AUGMENTATION DES DROITS DE DOUANE

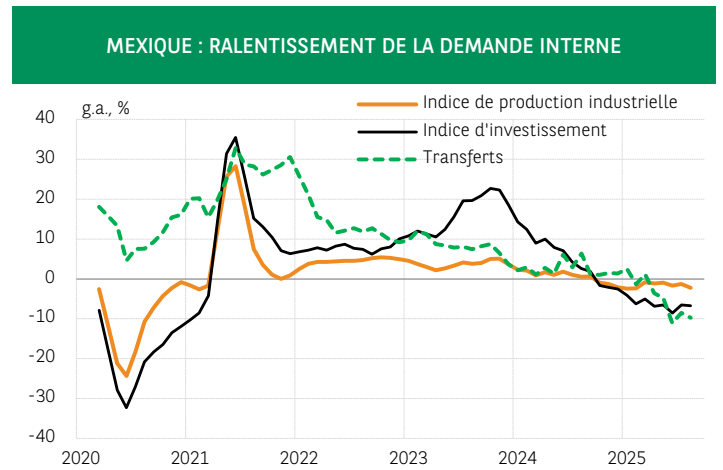
La présidente Sheinbaum a annoncé fin septembre vouloir augmenter les tarifs douaniers sur près de 1 500 produits en provenance de pays avec lesquels le Mexique n’a pas d’accord de libre-échange, visant particulièrement les pays d’Asie, dont la Chine. Si cette hausse tarifaire est adoptée par le Parlement (les discussions se poursuivront jusque fin novembre), la mesure sera appliquée au mois de janvier, pour une durée d’un an. La mesure est présentée comme un écho au « plan Mexico » présenté en janvier 2025, destiné à développer l’industrie nationale, limiter les importations bon marché et augmenter les recettes fiscales.

Il nous semble plutôt que le gouvernement mexicain veut donner une garantie supplémentaire à l’administration Trump concernant la ré-

PRÉVISIONS					
	2022	2023	2024	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	3,9	3,2	1,5	0,5	0,9
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	7,9	5,6	4,2	3,9	3,7
Solde budgétaire, % du PIB	-4,3	-3,3	-5,1	-4,4	-4,6
Dette publique, % du PIB	46,9	46,5	49,1	52,5	55,5
Solde courant, % du PIB	-1,2	-0,3	-0,9	-0,4	-0,6
Dette externe, % du PIB	41,9	33,3	31,0	32,0	33,0
Réserves de change, mds USD	194	207	214	219	226
Réserves de change, en mois d'imports	4,8	4,1	4,3	4,5	4,2

TABLEAU 1

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : INEGI, BNP PARIBAS

duction de ses échanges commerciaux avec la Chine, alors que les négociations en vue du renouvellement de l’accord USMCA doivent se conclure à la mi-2026.

L’objectif serait de limiter le rôle du Mexique comme « pays connecteur » (les produits chinois sont importés par le Mexique, transformés puis ré-exportés aux États-Unis, permettant de contourner les tarifs). Le déficit commercial bilatéral du Mexique avec la Chine a presque doublé depuis la première vague de tarifs américains en 2018, passant de USD 65 mds en 2017 à USD 119 mds en 2024. La mesure concernerait environ 10% du total des importations (36% du total des importations est en provenance de pays avec lesquels le Mexique n’a

pas d'accord de libre-échange ; la Chine à elle seule représente 21% du total). Le tarif moyen sur les importations mexicaines atteindrait 34%, contre 16% actuellement.

À court terme, si les nouveaux droits de douane mexicains sont effectivement appliqués, les niveaux des importations mexicaines et de la production industrielle ne devraient pas se trouver significativement modifiés. Le développement de substituts mexicains aux importations chinoises prendra du temps. Au cours des prochains mois, les produits de substitution seront donc toujours importés (d'autres pays ou régions).

En revanche, il existe un risque à court terme d'une hausse des coûts des chaînes d'approvisionnement (les produits importés coûteront a priori plus chers que les produits chinois). Cela pourrait se traduire par des pressions à la hausse sur les prix de certains produits de consommation finale.

En outre, si, comme annoncé, la mesure est temporaire, il n'y aura que très peu d'incitations à investir dans le développement de produits spécialisés qui redeviendraient non compétitifs dès la suppression des tarifs.

L'ASSOUPLISSEMENT MONÉTAIRE N'EST PAS ARRIVÉ À SON TERME

En septembre, l'inflation est remontée pour le deuxième mois consécutif (à 3,8% en g.a.), après une brève période de désinflation en juin-juillet, en partie du fait de l'accélération des prix des biens de consommation. L'inflation sous-jacente augmente depuis le début de l'année (à 4,3% en g.a. en septembre) et se situe au-dessus de la borne haute de la Banque centrale (4%) depuis le mois de mai.

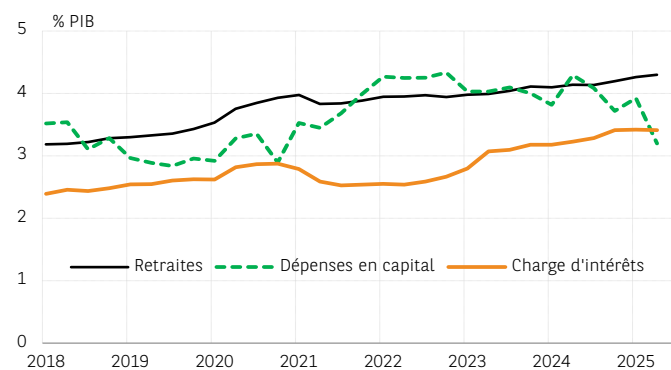
Malgré les pressions inflationnistes persistantes, la Banque centrale a baissé son taux directeur de 25 pb (à 7,5%, son plus bas niveau depuis trois ans) lors de sa dernière réunion fin septembre. L'assouplissement pourrait se poursuivre dans les mois à venir, la Banque centrale évoquant l'appréciation du peso, le ralentissement de l'activité et la forte incertitude de la politique commerciale américaine dans ses minutes publiées mi-octobre. La Banque centrale a confirmé son objectif de convergence de l'inflation vers 3% au T3 2026.

FINANCES PUBLIQUES: LA CONSOLIDATION PRENDRA DU TEMPS

Les finances publiques représentent une faiblesse structurelle de l'économie mexicaine. Le déficit budgétaire s'est creusé régulièrement au cours des dernières années et devrait atteindre près de 4,4% du PIB en 2025 (1,6% en 2019).

Trois caractéristiques principales se retrouvent dans les budgets adoptés ces dernières années, permettant d'expliquer la dégradation continue du déficit : 1/ La capacité du gouvernement à ajuster ses dépenses s'est considérablement réduite au cours des dernières années (*graphique 2*). Plusieurs catégories de transferts sociaux, subventions et pensions de retraites ont augmenté depuis le précédent gouvernement et continueront d'augmenter dans les années à venir, surtout si les réformes constitutionnelles proposées par le gouvernement actuel sont adoptées (concernant par exemple une augmentation des pensions de retraite). En période d'austérité, l'impossibilité de réduire ce type de dépenses contraint à diminuer l'investissement public, ce qui pèse sur les perspectives de croissance. 2/ Le soutien financier à l'entreprise pétrolière Pemex représente en moyenne 0,8% du PIB chaque année depuis 2019. 3/ Les hypothèses de cadrage macroéconomique retenues dans le budget sont généralement très optimistes, tant en termes de croissance du PIB que de production pétrolière. Les revenus attendus s'en trouvent surévalués. Comme elle s'y était engagée lors de sa campagne, la présidente Sheinbaum n'envisage pas de proposer de réforme fiscale de grande ampleur qui permettrait de rationaliser les dépenses et d'améliorer la collecte.

MEXIQUE : AUGMENTATION DE LA RIGIDITÉ DES DÉPENSES PUBLIQUES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES PUBLIQUES, BNP PARIBAS

Le budget 2026 présenté au mois de septembre dernier ne fait pas exception. Dans le cadre d'hypothèses particulièrement optimistes (la croissance du PIB est attendue à 2,3% en 2026), le gouvernement table sur une réduction du déficit public à 2,5% du PIB en 2030 (4,1% en 2026).

Cette fois encore, les objectifs paraissent difficilement réalisables. Pour 2025, le gouvernement a déjà revu à la hausse l'estimation de déficit attendu à 4,3% du PIB (3,9% dans le budget 2025), principalement à cause de revenus pétroliers inférieurs à la projection initiale.

Dans notre scénario, la consolidation observée en 2025 (liée à une nouvelle taxe sur le e-commerce) ne se poursuivra pas en 2026. Les recettes budgétaires générées par l'augmentation des tarifs douaniers supplémentaires sur les importations ne seront certainement pas suffisantes pour compenser la faiblesse de l'activité. Enfin, la création fin août d'un fonds d'investissement public-privé permettra de maintenir une partie du soutien à Pemex hors budget. Mais la promesse de mettre fin au soutien récurrent à Pemex d'ici 2027 paraît très ambitieuse.

Dans ce contexte, les marges de manœuvre dont dispose le gouvernement pour soutenir l'économie sont très limitées. Un dérapage du déficit public serait préoccupant, compte tenu de la dynamique de la dette. Le gouvernement fait face à une hausse des taux d'intérêt auquel il se finance et les paiements d'intérêts ont progressé au cours des dernières années. Ils pourraient dépasser 17% des revenus en 2025, contre 12% environ en 2019. Le taux d'intérêt moyen payé sur la dette publique est donc à présent supérieur à la croissance nominale, ce qui signifie qu'un excédent primaire plus important qu'auparavant (que nous estimons à 1,8% du PIB) est nécessaire pour stabiliser le ratio de dette publique. Or, le solde primaire est en moyenne autour de 0,9% depuis 2019. Autrement dit, le ratio de dette publique (estimé à 52,5% du PIB en 2025) devrait continuer à augmenter dans les prochaines années.

Le risque souverain reste cependant limité à court terme grâce à un profil favorable de la dette publique : les maturités sont longues, l'exposition au risque de change est modérée (23% du total de la dette est libellé en devises) et le gouvernement mexicain bénéficie d'un accès facile aux marchés financiers internationaux. Cependant, le gouvernement est vulnérable au retournement du sentiment des investisseurs, puisque 30% de la dette publique libellée en pesos est détenue par des investisseurs étrangers.

Achévé de rédiger le 17 octobre 2025

Hélène Drouot

helene.drouot@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ARGENTINE

27

DILEMMES

Depuis le printemps, la situation macroéconomique et financière s'est fortement détériorée. La stabilisation pourtant réussie de 2024 a finalement été de courte durée. L'économie devrait avoir formellement basculé en récession au troisième trimestre. Le compte courant est de nouveau en déficit malgré la budgétaire très restrictive et, en dépit du soutien massif du FMI depuis avril, les réserves de change restent très insuffisantes au regard des tombées de dette extérieure à venir. Depuis septembre, le gouvernement bénéficie du soutien du Trésor américain et le parti du président Milei est sorti grand vainqueur des élections de mi-mandat, ce qui a permis de rassurer les investisseurs. Pour l'instant, la solvabilité des finances publiques n'est pas menacée, même en cas de dérapage modéré du solde budgétaire. Mais le gouvernement va faire face à deux dilemmes. D'une part, le renforcement nécessaire de la liquidité extérieure via une politique budgétaire toujours restrictive risque d'accentuer les pressions politiques et sociales. D'autre part, en l'absence d'amélioration durable du compte courant et des réserves de change, les pressions pour une dévaluation seront fortes. Une dépréciation réelle du change restaurerait peut-être les comptes extérieurs mais au prix d'une récession plus sévère, du moins à court terme, et entraînerait un dérapage mécanique du ratio de dette publique, majoritairement libellée en dollar US.

📈 CROISSANCE : PASSAGE À VIDE

Après un net rebond au S2 2024¹, la croissance économique a fortement ralenti au cours du T1 2025, pour finalement s'interrompre au T2 (-0,1% t/t). En volume, la consommation, les exportations et, dans une moindre mesure, l'investissement, ont tous contribué négativement à la croissance du PIB réel. La baisse du PIB aurait été plus marquée sans la baisse des importations, plus forte que celle des exportations. Pour autant, la contribution positive des échanges extérieurs reflète plus un excédent de récession qu'une amélioration de la compétitivité. Par secteur, le maintien de l'activité dans la construction (+2,2%) n'a pas suffi à compenser la baisse de la production industrielle (-1,7%).

Les indicateurs disponibles au T3 suggèrent une retombée dans la récession ; la production industrielle a continué de se contracter (-1,5% en juillet-août par rapport au T2) et l'activité dans la construction s'est retournée (-1,4% sur les mêmes périodes de comparaison). Seules les exportations sont restées bien orientées (*graphique 1*).

Pourtant, jusqu'en juin, l'environnement macrofinancier était encore favorable (ralentissement de l'inflation de 3,2% par mois en moyenne au S2 2024 à 2,4% au S1 2025, transition réussie vers un régime de change plus flexible avec unification des taux de change en avril, taux d'intérêt stables). Cela n'a pas suffi car parallèlement : i/ la politique budgétaire est restée très restrictive avec, notamment, une forte baisse des transferts courants ii/ malgré la désinflation et le redressement des salaires réels, la dégradation du marché du travail (baisse de l'emploi de près de 5% depuis le T3 2024) a pesé sur le revenu des ménages iii/ les taux d'intérêt réels ont augmenté avec la désinflation et fini par enrayer la reprise du crédit, qui avait largement contribué au redémarrage de la consommation aux S2 2024 et T1 2025 iv/ l'appréciation du taux de change réel a dopé les volumes d'importations entre septembre 2024 et mars 2025.

Durant l'été et jusqu'aux élections législatives de mi-mandat, les marchés de taux et de change ont fait preuve d'une grande fébrilité, le peso s'étant déprécié au-delà de sa borne basse de son corridor de fluctuations². Javier Milei a fait face à une plus forte opposition du parlement, qui a réussi à imposer une hausse de certaines dépenses. Les tensions sur le peso sont retombées avec l'annonce en septembre du soutien du Trésor américain sous la forme d'une ligne de swap de USD 20 mds, garantie par le fonds de soutien des changes (*Exchange Stabilisation Fund*) et d'une intervention directe sur le marché des changes³ et, sur-

¹ Cf *EcoPerspectives des émergents du T1 2025*

² Dans le cadre de l'accord avec le FMI, le gouvernement a adopté un régime de taux de change plus flexible, le peso évoluant dans un corridor dont les limites ont été fixées début avril à 1 000 et 1 400 pesos par USD et qui s'élargit progressivement (les limites inférieure et supérieure diminuent/augmentent de 1 % par mois). La banque centrale doit veiller au respect de ce corridor. L'objectif est de passer en douceur à un régime de taux de change flottant.

³ La ligne de swap pourrait être complétée par un prêt de USD 20 mds de la part de grandes banques américaines si les collatéraux apportés par l'État argentin sont acceptés ou si le Trésor US se porte garant.

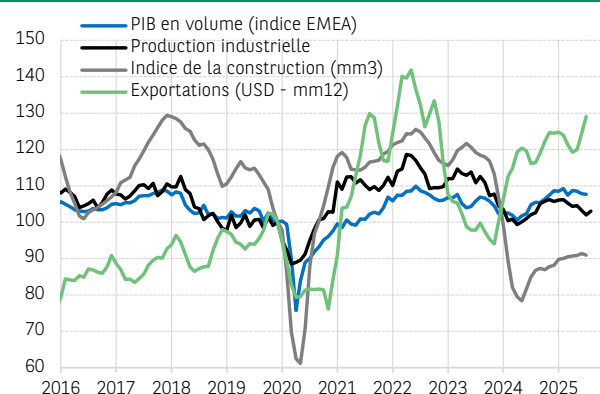
PRÉVISIONS

	2022	2023	2024	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	5,3	-1,6	-1,7	3,7	1,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	72,4	133,5	219,9	41,2	19,1
Solde budgétaire, % du PIB	-3,8	-4,4	0,3	-0,1	-1,3
Dette publique, % du PIB	84,5	155,4	85,3	76,5	75,4
Solde courant, % du PIB	-0,6	-3,2	0,9	-1,6	0,1
Dette externe, % du PIB	43,7	44,6	43,7	44,1	50,1
Réserves de change, mds USD	41,2	19,0	24,4	36,6	50,5
Réserves de change, en mois d'imports	5,1	2,5	3,7	4,3	6,4

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

ARGENTINE : INDICATEURS D'ACTIVITÉ (DÉC. 2019=100)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : INDEC - ISAT - BNP PARIBAS


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

tout, avec la victoire du parti du président Milei (*La Libertad Avanza*) aux élections de mi-mandat le 26 octobre⁴. Le peso s'est fortement réapprécié, revenant à l'intérieur de son corridor de fluctuations et la prime de CDS 5Y est retombée à 820 points de base contre 1 200 avant les élections.

Nous avons sensiblement revu à la baisse nos perspectives de croissance pour 2025, et surtout 2026. Mais l'allègement des tensions financières depuis les élections devrait éviter un prolongement de la récession au-delà du deuxième semestre 2025.

LIQUIDITÉ EXTÉRIEURE TOUJOURS INSUFFISANTE

Grâce au soutien financier du FMI, les réserves de devises de la Banque centrale argentine ont pour l'instant été renforcées. Mais elles restent faibles et ont nourri les analyses et déclarations de situation de bail-out du pays.

Le solde du compte courant, qui était excédentaire tout au long de 2024, est repassé en déficit sur les six premiers mois de 2025⁵. Le surplus de la balance commerciale s'est maintenu malgré un effet de ciseau entre l'accélération du volume des importations accentuée par la levée des restrictions et la croissance bien plus modérée exportations. L'amélioration des termes de l'échange au T2 2025 n'a qu'en partie compensé cet écart. La balance des services s'est fortement aggravée du fait de l'appréciation du taux de change réel (ce qui a stimulé les dépenses de tourisme des argentins hors de leur frontière). L'évolution de la balance commerciale et celle des services suggèrent que le taux de change réel pourrait être de nouveau surévalué. De fait, la dévaluation de décembre 2023 a été effacée.

Par ailleurs, la charge d'intérêts sur la dette extérieure pèse un peu plus sur le solde courant. Enfin, les flux nets d'IDE et d'investissements de portefeuille sont restés faibles et l'assouplissement du contrôle des changes a généré des sorties de capitaux des résidents.

Les réserves de change de la Banque centrale (BCRA) se sont érodées à partir de la fin 2024 et elles n'étaient plus que de USD 25 mds fin mars. La réduction s'est interrompue avec le déboursement par le FMI, début avril, de USD 12 mds, le gouvernement argentin ayant obtenu une ligne supplémentaire de USD 20 mds de la part de l'institution dans le cadre du renouvellement de l'accord de facilité élargie (*Extended Fund Facility*). Depuis, les réserves se sont légèrement renforcées avec un nouveau déboursement de USD 2 mds par le FMI suite à la conclusion de la première revue en juillet. Le 17 octobre, elles s'élevaient à USD 41,2 mds.

Elles restent néanmoins très fragiles et largement insuffisantes au regard du service de la dette extérieure, surtout si l'on considère les réserves « utilisables » de la BCRA, c'est-à-dire sans la ligne de swap en renminbi avec la Banque centrale chinoise (équivalente à USD 23 mds) et sans les réserves obligatoires en devises des banques commerciales auprès de la Banque centrale (USD 12 mds). D'ici la fin de l'année, les tombées de dette en USD du gouvernement fédéral et de la BCRA⁶ sont de USD 3 mds (en supposant que le FMI débourse de nouveau USD 2 mds à l'issue de la deuxième revue). Mais, en 2026, le service de la dette des administrations publiques (gouvernement fédéral, Banque centrale et régions) est estimé à environ USD 22 mds. Et à cela s'ajoute une dizaine de milliards supplémentaires de tombées de dette extérieure financière des entreprises du secteur privé non bancaire.

Le soutien financier du Trésor américain a été interprété comme équivalent à un *bail-out*. Un *bail-out* est un soutien financier en cas de défaut imminent et est généralement associé à une restructuration de dette. L'Argentine n'est pas dans ce cas actuellement. Le pays est simplement confronté à un manque de liquidité en dollars. Mais il est clair que la difficulté à restorer la liquidité en devises sans le soutien du FMI est pré-occupante. Jusqu'à présent, ce dernier a accordé une dispense pour non respect de l'objectif d'augmentation de réserves internationales nettes (un des critères quantitatifs pour obtenir le *satisfecit* de l'institution et le soutien financier qui l'accompagne) car les objectifs de finances publiques sont respectés.

En 2026, le très fort ralentissement de la croissance voire la poursuite de la récession, devrait entraîner une contraction des importations. Parallèlement, les exportations ne devraient pas être trop affectées par l'augmentation des tarifs américains. Sauf à supposer une nouvelle baisse des prix des matières premières agricoles exportées (soja, blé, maïs), les exportations devraient augmenter. Hors charge d'intérêts sur la dette extérieure, le compte courant pourrait ainsi redevenir positif. Cependant la charge d'intérêts s'alourdira et le coût d'emprunt en devises fortes reste très élevé.

Un dilemme entre le renforcement nécessaire de la liquidité extérieure via une politique budgétaire encore plus restrictive et les pressions sociales pour soutenir l'activité va donc se poser pour les autorités.

FINANCES PUBLIQUES : UNE SOLVABILITÉ RESTAURÉE MAIS FRAGILE

Les ratios de finances publiques ont continué de s'améliorer malgré le ralentissement de la croissance. Le solde budgétaire primaire ne s'est que légèrement réduit à 1,6% du PIB en cumul sur 12 mois en septembre 2025 contre 1,8% en 2024. Les recettes se sont tassées à 19,7% du PIB en septembre contre 20,2% en 2024, reflet des réductions d'impôts. Les dépenses primaires (*i.e.* hors intérêts) ont continué de baisser encore fortement en termes réels, mais sensiblement moins qu'en 2024, pour ne représenter que 18,2% en septembre 2025 contre 18,4% en 2024. Soulignons qu'en 2023, elles représentaient encore 27% du PIB, ce qui témoigne de la violence des restrictions budgétaires. Parallèlement, la charge d'intérêts a continué de s'alléger (1,2% du PIB sur 12 mois en septembre contre 1,5% en décembre 2025).

Pour 2026, le gouvernement s'est engagé sur un objectif de surplus primaire de 2,2% du PIB et d'équilibre du solde total. Mais, l'hypothèse sous-jacente de croissance de 4,5% est d'ores et déjà inatteignable. De plus, la dette de l'État fédéral reste majoritairement libellée en devises fortes (55%), pour l'essentiel en dollar. Sauf crise de balance des paiements, peu probable compte tenu du soutien financier extérieur, la solvabilité des finances publiques n'est pas menacée, même en cas de dérapage modéré du déficit budgétaire. Mais, en l'absence d'amélioration durable du compte courant et des réserves de changes, les pressions pour une dévaluation seront fortes. Une dépréciation réelle du change restaurerait peut-être les comptes extérieurs mais au prix d'une récession plus sévère à court terme et d'un dérapage mécanique du ratio de dette publique. Un autre dilemme.

Achévé de rédiger le 28 octobre 2025

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com

⁴ Contre toute attente compte tenu du revers électoral subi en septembre lors des élections provinciales de la région de Buenos Aires, La Libertad Avanza a remporté 41% des votes et remporté 64 des 127 sièges à renouveler de la chambre basse et 13 des 24 sièges du Sénat. LLA devrait devenir la première force minoritaire à la chambre basse, avec autour de 110 sièges y compris ses alliés au parlement.

⁵ Selon la source, l'ampleur du déficit est très différente : USD -8,5 mds selon l'institut de la statistique, USD -2,6 mds selon le FMI à partir des données de la Banque centrale sur la base des opérations sur le marché des changes. Mais la dynamique est la même.

⁶ Au titre des émissions de Bopreal (bonds émis par la BCRA, remboursables en dollars et souscrits par les entreprises argentines pour qu'elles puissent régler leur dette commerciale) et des opérations de *repos* en USD.



DANS L'ATTENTE DES ÉLECTIONS

En Colombie, la croissance économique rebondit après deux années de mauvaises performances, mais plusieurs secteurs d'activité sont encore à la traîne et l'investissement reste faible. Les regards se tournent désormais vers les élections législatives et présidentielles de 2026, qui pourraient donner lieu à de grands revirements de politique économique et budgétaire. La prochaine administration héritera d'un déficit budgétaire record et d'une dette publique en forte hausse. En l'absence de règle budgétaire, suspendue pour trois ans, elle devra agir vite pour jeter les bases de la consolidation des finances publiques, avant que la confiance des investisseurs ne s'érode davantage.

LA CROISSANCE SE REDRESSE VERS SON POTENTIEL

Au T2 2025, la croissance économique (cvs) a rebondi et atteint 2,5% en glissement annuel (g.a.). L'impact de la hausse des droits de douane étasuniens sur l'activité économique est limité, compte tenu des exemptions sur le pétrole (40% des exportations vers les États-Unis). Le reste des exportations vers les États-Unis, notamment les fleurs, les pierres et métaux précieux ainsi que le café (33% des exportations), pourrait même gagner en compétitivité-prix relativement aux sept autres pays d'Amérique latine pour lesquels les droits de douane dépassent le taux plancher de 10% depuis août¹. La croissance économique devrait continuer d'accélérer au S2 et atteindre 2,6% sur 2025, légèrement au-dessus de son rythme potentiel. Elle serait soutenue par le dynamisme de la consommation (+3,6% en g.a. au T2) grâce à un taux de chômage en baisse (8,6% en août, contre 9,2% en moyenne au S2 2024) et à la politique d'expansion budgétaire du gouvernement (les dépenses primaires sont en hausse de 15% en g.a. sur janvier-août).

En revanche, l'investissement pourrait être freiné par l'attentisme des investisseurs en amont des élections législatives et présidentielles du premier semestre 2026. Malgré son rebond récent (+3,1% en g.a. au T2), l'investissement reste inférieur de 9% à son niveau de 2022 et ne représente que 16,5% du PIB. L'investissement en machines et équipements s'est contracté de 17% depuis 2022, tandis que l'investissement dans la construction (hors logement) n'a augmenté que de 2%. Ce manque d'investissement se reflète dans la décomposition sectorielle du PIB, où la valeur ajoutée brute des secteurs intensifs en capital s'est contractée ces deux dernières années. Ainsi, au T2 2025, l'activité (mesurée sur quatre trimestres) dans les secteurs minier, manufacturier et de la construction est restée inférieure de 6%, 4% et 3% respectivement aux niveaux observés en 2022. Un rebond de l'investissement permettrait de réhausser les perspectives de croissance à moyen terme, laquelle a nettement ralenti comparé à la décennie passée (croissance annuelle moyenne de 3,7% sur 2010-2019). Le nouveau gouvernement, qui arrivera au pouvoir en août 2026, pourrait choisir de lever l'interdiction d'octroi de nouvelles licences d'exploration pour les hydrocarbures mise en place sous la présidence de G. Petro, et même relancer des projets de « fracking » jusqu'ici suspendus. L'investissement connaîtrait alors un rebond significatif.

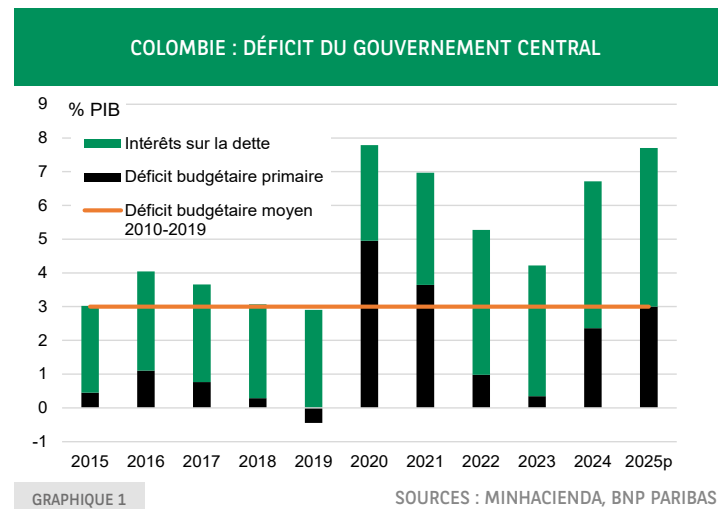
PEU DE MARGE DE MANŒUVRE MONÉTAIRE

Depuis le début de l'année, la Banque centrale n'a baissé son taux directeur que de 25 points de base (pb), en mai dernier, pour le porter à 9,25%, en dépit des nombreux appels du président Petro à baisser les taux pour soutenir la croissance. La fenêtre de tir pour une nouvelle baisse de taux d'ici fin 2025 s'est fortement réduite ces derniers mois. Depuis juin, les anticipations d'inflation à 12 mois ont sensiblement augmenté en raison de la suspension de la règle budgétaire ; et depuis juillet, l'inflation est repartie à la hausse et a atteint 5,2% en g.a. en septembre, tirée par une inflation persistante dans les services et l'alimentaire.

1 Brésil (50%), Nicaragua (18%), Bolivie, Costa Rica, Équateur, Guyana, Venezuela (15%).

PRÉVISIONS					
	2022	2023	2024	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	7,3	0,7	1,6	2,6	2,4
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	10,2	11,7	6,6	5,0	4,2
Solde du gouvernement central, % du PIB	-5,3	-4,2	-6,7	-7,7	-6,8
Dette du gouvernement central, % du PIB	60,8	56,3	61,6	64,7	67,5
Solde courant, % du PIB	-6,0	-2,3	-1,7	-2,3	-2,6
Dette externe, % du PIB	59,2	53,3	52,9	54,2	55,1
Réserves de change, mds USD	57,3	59,6	62,5	65,8	67,4
Réserves de change, en mois d'imports	7,8	9,3	9,5	9,3	9,2

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



Dernièrement, l'éventualité d'un relèvement de 11% du salaire minimum au 1^{er} janvier 2026 a également justifié la prudence de la banque centrale. L'inflation pourrait ne revenir à sa cible de 3% qu'en 2028.

DÉTÉRIORATION DES COMPTES EXTÉRIEURS À SURVEILLER

Mesuré sur quatre trimestres, le déficit du compte courant s'est creusé pour atteindre 2,1% du PIB au T2 2025. Il est grevé par le déficit commercial, qui a atteint 2,8% du PIB, son niveau le plus élevé depuis deux ans. En valeur, la croissance des importations de biens et services (+8,1% en g.a.) dépasse celle des exportations (+2,9%), qui sont notamment freinées par la baisse du cours du pétrole (38% des exportations de biens). La détérioration du solde commercial a été en partie compensée par la bonne performance des revenus de la diaspora, en hausse de 16% au T2 en g.a. et équivalant à 3% du PIB. Mais dans les prochains mois, le déficit du compte courant devrait continuer de se

creuser. D'une part, le cours du pétrole devrait stagner voire continuer de baisser jusqu'au S1 2026. D'autre part, le déficit commercial avec la Chine (2e partenaire commercial) devrait se creuser, à l'heure où celle-ci reconfigure ses exportations : au T2 2025, la valeur des exportations chinoises vers la Colombie était en hausse de 23% en g.a., alors qu'elle reculait de 5% au Mexique et de 4% au Brésil. Les revenus de la diaspora, eux, devraient être robustes grâce à la résilience de l'économie étasunienne, et malgré la taxe de 1% sur les transferts d'argent vers l'étranger créée par l'administration Trump².

Les performances du compte financier sont également mitigées. Les flux nets d'IDE ont légèrement rebondi au T2 mais ne représentaient encore que 2,3% du PIB, soit 0,5 pp sous la moyenne de 2015-2019. Les sorties nettes d'investissements de portefeuille, en cours depuis le T2 2023, ont fortement ralenti (à 0,1% du PIB). Cependant, à l'approche des élections de l'an prochain, les investisseurs étrangers risquent d'adopter une attitude prudente qui conduirait à une nouvelle baisse des IDE et à une reprise accentuée des sorties de portefeuille. Dans ce contexte de dégradation des comptes extérieurs et d'incertitude politique, le peso colombien devrait logiquement s'affaiblir face au dollar US dans les prochains mois.

CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE REMISE À DEMAIN

En 2024, le gouvernement central a été confronté à une baisse imprévue de ses recettes, qui se sont contractées de 5% en valeur nominale malgré une croissance du PIB nominal de 7,7%. À l'inverse, les dépenses budgétaires sont ressorties en hausse de 9% en dépit des restrictions qui ont principalement affecté l'investissement public au deuxième semestre. Le déficit du gouvernement central s'est donc creusé pour atteindre 6,7% du PIB, un niveau proche du plafond atteint pendant la pandémie (*graphique 1*).

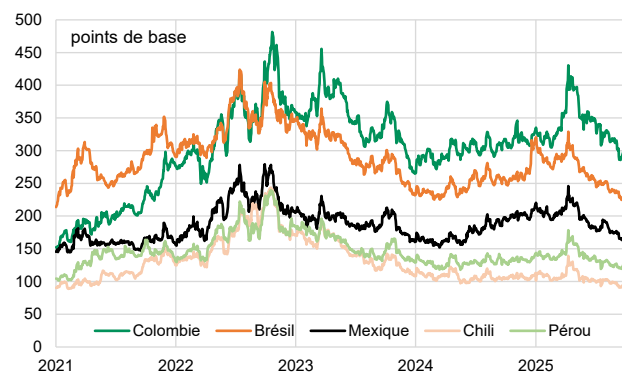
Les mesures correctives promises par le gouvernement début 2025 n'ont finalement pas été adoptées. Au contraire, le gouvernement a activé en juin dernier une clause dérogatoire de la règle budgétaire permettant de la suspendre pour une durée de trois ans. En 2025, le déficit pourrait dépasser la cible officielle de 7,1% du PIB : sur janvier-août, il atteint déjà 5,1% du PIB prévu pour l'année entière, un niveau seulement dépassé en 2020, pendant la pandémie. Un ralentissement marqué des dépenses sur les derniers mois de l'année est peu probable compte tenu du contexte électoral.

L'année 2026 pourrait bien n'être qu'une répétition de 2025. Le gouvernement central prévoit un déficit de 6,2% du PIB, mais le projet de budget 2026 récemment approuvé par le congrès repose sur de nombreuses hypothèses optimistes – notamment concernant la croissance (3% en 2026) et la charge d'intérêts sur la dette (4,2% du PIB, en baisse de 0,5 pp comparé à notre prévision pour 2025), et ce alors que i/ le coût d'emprunt obligataire pour l'État est en hausse depuis 2024 et qu'il est même devenu supérieur à la croissance nominale et ii/ le ratio de dette augmente. Surtout, le financement du Budget repose sur une réforme fiscale susceptible de rapporter COP 16 000 mds (0,9% du PIB) aux finances publiques. Or, cette réforme est loin de faire l'unanimité au congrès, qui critique la mise en place de nouvelles taxes sans un meilleur contrôle des dépenses. En outre, le CARF, un organe d'État indépendant aux prévisions plus conservatrices, estime qu'il faudrait COP 29 400 mds de mesures supplémentaires (via une baisse des dépenses et/ou une hausse des recettes) pour atteindre la cible de déficit. Dans ces conditions, et même en supposant des coupes budgétaires drastiques en fin d'année, le déficit budgétaire pourrait se maintenir proche de 7% du PIB l'an prochain.

Le report de la consolidation budgétaire chaque année implique un ajustement conséquent lorsque la règle budgétaire s'appliquera de nouveau en 2028. Cet ajustement sera d'autant plus difficile à atteindre

² En 2024, 53% des revenus de la diaspora colombienne provenaient des États-Unis.

ÉCART DE TAUX AVEC LES ÉTATS-UNIS SUR LES OBLIGATIONS SOUVERAINES EN DOLLARS À 10 ANS (CDS)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

que la grande majorité des dépenses primaires du gouvernement central (86% en 2024) sont rigides. Du côté des dépenses, éliminer les subventions sur le diesel, ramener la masse salariale publique en pourcentage du PIB à sa moyenne historique, rationaliser les transferts sociaux et remplacer les subventions aux soins de santé par une contribution accrue des employeurs permettrait d'économiser 2 points de PIB à horizon 2028, selon le FMI. Du côté des recettes, le Fonds suggère, entre autres, moins d'exemptions de TVA et la baisse des seuils minimums d'imposition sur les importations, ou encore la hausse de la taxe carbone et du taux d'imposition sur les paris. Le gain serait alors de 0,8 point de PIB.

Mais de telles mesures auraient un coût politique élevé pour la prochaine administration qui arrivera au pouvoir en août 2026. Si le congrès demeurait fragmenté après les élections législatives, la capacité du prochain gouvernement à faire adopter une réforme fiscale s'en trouverait limitée. À l'heure actuelle, les marchés ont peu réagi à la levée de la règle budgétaire et sont convaincus qu'un revirement majeur de politique budgétaire aura lieu après les élections : depuis juillet, l'écart de taux entre les obligations souveraines en dollars à 10 ans de la Colombie et celles des États-Unis est en baisse (*graphique 2*). Mais si la consolidation budgétaire était également reportée par la prochaine administration, la montée des tensions sur le marché obligataire pourrait être rapide et alourdirait davantage la charge d'intérêts.

La dette du gouvernement central a atteint 61,4% du PIB au T2 2025 : elle est 1 pp plus élevée qu'un an plus tôt et 9 pp au-dessus de son niveau de 2019. Elle est vulnérable à un resserrement des conditions de financement extérieures, compte tenu de son exposition aux risques de change et de défiance des investisseurs étrangers. En août, 28,7% de la dette était libellée en devises. Malgré la perception de risque souverain accru, les investisseurs étrangers détenaient encore 16% des obligations du Trésor (6% du PIB). Cette part est même remontée à 20% en septembre après le nouvel assouplissement monétaire de la Fed. En outre, afin de réduire la charge d'intérêts, le gouvernement a favorisé l'émission de dette de court terme ces derniers mois. Il devra notamment faire face à un pic d'amortissement de dette externe en août 2026, au moment du changement d'administration. La maturité moyenne de la dette totale a baissé de 0,7 an depuis décembre 2024, mais elle reste confortable : elle atteignait 10,1 ans en août.

Achévé de rédiger le 20 octobre 2025

Lucas Plé

lucas.ple@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ÉGYPTE

31

PERSPECTIVES FAVORABLES À COURT TERME

La stabilisation progressive de l'économie égyptienne se confirme, portée par le rétablissement de la liquidité en devises, et ce malgré le rythme inégal des réformes. Le rebond de l'activité, soutenu par la consommation des ménages, a été plus solide qu'attendu, en dépit d'un environnement budgétaire et monétaire restrictif. La baisse de l'inflation paraît inscrite dans la durée et devrait permettre la poursuite de l'assouplissement monétaire dans les trimestres à venir. Les perspectives concernant la liquidité en devises sont favorables, notamment grâce aux importants financements des créanciers bi- et multilatéraux. La situation des finances publiques est plus contrastée : l'effort de consolidation est réel, malgré la lenteur de certaines réformes, mais la charge d'intérêts demeure une source de vulnérabilité importante. Enfin, la situation du secteur énergétique est à surveiller, ses déséquilibres croissants continuant de peser sur l'activité et les comptes extérieurs égyptiens.

REPRISE PROGRESSIVE DE L'ACTIVITÉ

Malgré un environnement marqué par une inflation forte, des restrictions budgétaires et des taux d'intérêt réels élevés, la reprise de l'activité a été plus forte que prévu au cours de l'année budgétaire¹ (AB) 2025. La croissance économique a atteint 4,4%, contre 2,4% sur l'AB2024. La consommation des ménages (+8% a/a) et dans une moindre mesure l'investissement (+1,4% a/a malgré la baisse de l'investissement du secteur public) ont été les principaux moteurs de ce rebond. La dépense publique (-2% a/a) reste contrainte par la nécessité de réduire le déficit budgétaire, tandis que la hausse soutenue des importations (en raison d'un effet de rattrapage post-crise de balance des paiements et de la hausse des importations énergétiques) limite le soutien du commerce extérieur à l'activité.

À court terme, la croissance économique devrait continuer de progresser (+5,2% attendu en AB2026) grâce à la consommation des ménages (plus de 80% du PIB) et à la poursuite de la reprise de l'investissement des entreprises, favorisée par l'assouplissement monétaire. Néanmoins, il convient de rester prudent sur le potentiel d'accélération de l'activité, étant donné qu'une part conséquente du rebond enregistré en AB2025 (l'activité manufacturière a crû, par exemple, de 13,6% sur les neuf premiers mois de l'AB2025) est en grande partie due à la fin des contraintes pesant sur l'accès à la devise. *A contrario*, les perspectives du secteur des hydrocarbures restent incertaines. L'activité de l'ensemble des secteurs extractifs (principalement pétrole et gaz) s'est repliée de 9% en AB2025.

RÉDUCTION DES PRESSIONS INFLATIONNISTES

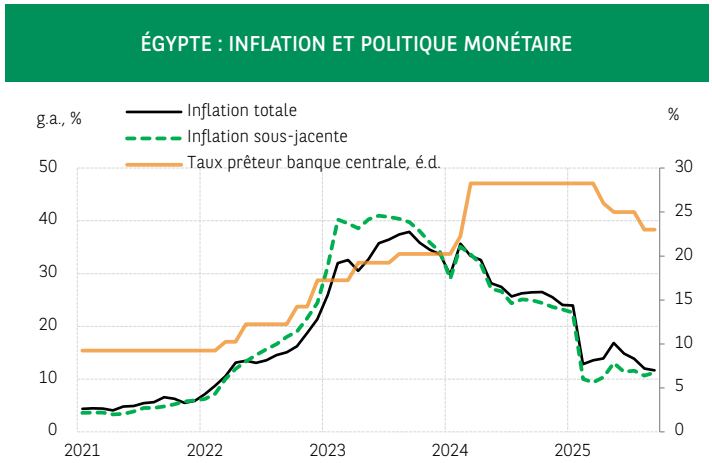
Le repli de l'inflation se poursuit grâce principalement à la décélération de l'inflation des biens alimentaires (1/3 de l'indice des prix). L'inflation urbaine a progressé de 11,7% en g.a en septembre et devrait atteindre 10,7% en moyenne en AB2026 (20,9% en AB2025). Au cours du dernier trimestre, le repli des cours du pétrole et la relative faiblesse du dollar ont aussi favorisé la réduction de l'inflation. À brève échéance, la désinflation devrait se poursuivre, mais à un rythme toujours heurté. En effet, si la baisse des prix du pétrole devrait se poursuivre au moins jusqu'au T1 2026, la trajectoire du taux de change est incertaine. Par ailleurs, la réduction de certaines subventions, éléments de la conditionnalité du plan de soutien du FMI, pourrait temporairement alimenter les pressions inflationnistes. Ainsi, les prix de l'ensemble des carburants ont augmenté de plus de 10% en octobre 2025, après une baisse des subventions à l'énergie. Néanmoins, La cible d'inflation de la Banque centrale semble atteignable (en moyenne 7% +/-2pp au T4 2026).

Dans ce contexte désinflationniste, la Banque centrale a initié la baisse de ses principaux taux d'intérêt depuis avril dernier (-525 pb après +1600 pb entre mars 2022 et avril 2025, cf. graphique 1). L'assouplissement monétaire devrait se poursuivre en 2026.

PRÉVISIONS					
	2023	2024	2025	2026e	2027e
PIB réel, variation annuelle, %	3,8	2,4	4,4	5,2	5,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	24	34	21	11	8,3
Solde budgétaire, % du PIB*	-5,7	-3,3	-7,0	-6,9	-6,0
Dette du gouv, central, % du PIB	96	91	79	74	70
Solde courant, % du PIB	-1,2	-5,4	-4,2	-3,6	-3,3
Dette externe, % du PIB	42	40	46	47	43
Réserves de change (exc, or, incl, Tier II), mds USD	31	47	46	48	50
Réserves de change, en mois d'imports	4,5	6,3	5,1	5,6	5,3

TABLEAU 1

Année budgétaire du 1er juillet de l'année n-1 au 30 juin de l'année n
* 2024 : dont revenus issus de Ras El Hekma
e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CBE, MOF, BNP PARIBAS

AMÉLIORATION DE LA LIQUIDITÉ EN DEVISES

Les comptes extérieurs connaissent une évolution favorable depuis 2024, malgré un environnement régional difficile. En AB2025, la baisse des recettes du Canal de Suez a été largement compensée par le rebond significatif de la fréquentation touristique et surtout par la hausse des transferts des expatriés. Plus inquiétante est la hausse du déficit de la balance commerciale énergétique qui risque de s'étendre du secteur du gaz (les importations de GNL ont augmenté de 85% en g.a. sur les neuf

1 Année budgétaire n du 1er juillet de l'année n-1 au 30 juin de l'année n.

premiers mois de l'AB2025) au secteur du pétrole étant donné l'évolution négative de la production locale. En AB2025, d'une part le déficit courant s'est creusé à 4,2% du PIB. D'autre part, les entrées nettes d'IDE et d'investissements de portefeuille ont diminué en raison de l'absence d'éléments exceptionnels. Les flux de dette ont été négatifs en termes nets en raison du montant élevé des amortissements de dette extérieure. Au total, les réserves en devises de la Banque centrale ont diminué. Néanmoins, la liquidité en devises de l'ensemble du système bancaire a continué de s'améliorer avec la poursuite du rétablissement de la position extérieure nette des banques commerciales. À la fin de septembre 2025, la position extérieure nette de l'ensemble du système bancaire était en excédent de près de USD21 mds.

À court terme, la réduction progressive du déficit courant (poursuite de la croissance des revenus touristiques, reprise de l'activité en mer Rouge) et les financements bi- et multilatéraux (par exemple le déboursement de EUR7,4 mds par l'UE sur la période 2024-27) devraient maintenir la liquidité en devises à un niveau satisfaisant. Une des conditions clés de la stabilisation macroéconomique réside dans la volonté des autorités de continuer la politique de flexibilisation du régime de change. Celle-ci progresse, mais les autorités ont jusqu'à présent bénéficié d'un environnement favorable, grâce à des financements extérieurs importants et, plus récemment, l'affaiblissement du dollar.

PERFORMANCES BUDGÉTAIRES CONTRASTÉES

Depuis la sortie de crise en 2024, le bilan de l'évolution des finances publiques est plutôt en demi-teinte. Au crédit du gouvernement figure la modération des dépenses primaires (hors charge d'intérêts) permise notamment par la réduction des investissements publics et des subventions (-0,5% de PIB). *A contrario*, les recettes budgétaires en % du PIB sont restées quasi stables malgré la reprise de l'activité économique, pénalisées notamment par la baisse des recettes du Canal de Suez. L'excédent primaire a cependant continué de progresser pour atteindre 3,7% du PIB en AB2025 contre 2,5% l'année précédente (hors élément exceptionnel).

La charge des intérêts sur la dette du gouvernement reste la principale source de vulnérabilité des finances publiques et empêche pour le moment toute réduction significative du déficit budgétaire (graphique 2). En AB2025, le paiement des intérêts a dépassé pour la première fois l'équivalent de 10% du PIB, soit environ 62% des revenus totaux du gouvernement. Ce niveau est de loin le plus élevé parmi les pays émergents (inférieure à 15% en moyenne). La hausse du coût de la dette domestique a largement dépassé les effets positifs des fonds de l'opération Ras El Hekma² (REH) sur les finances publiques (environ 3,7% du PIB).

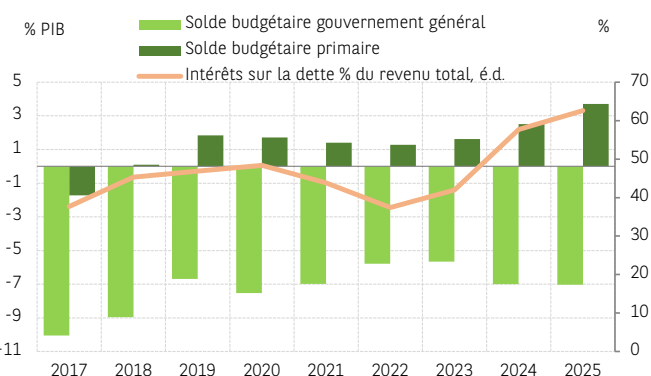
Au total, le déficit budgétaire a atteint 7,0% du PIB en AB2025 (inchangé par rapport à l'AB2024 si l'on exclut le revenu exceptionnel lié à l'opération REH). En 2026 et 2027, la poursuite des réformes du FMI, notamment la réduction des subventions énergétiques (qui devrait être favorisée par la baisse attendue du prix du pétrole en 2026), et la hausse des recettes, devraient stabiliser l'excédent primaire au-dessus de 3% du PIB. Par ailleurs, la poursuite de l'assouplissement monétaire permettra de réduire progressivement le coût de financement du gouvernement sur les maturités les plus courtes. Le déficit budgétaire devrait continuer de se réduire pour atteindre 6% du PIB en AB2027.

POURSUITE DE LA BAISSÉ DE LA DETTE PUBLIQUE

Le financement du déficit budgétaire reste dominé par les émissions de titres en monnaie locale et de maturité inférieure à un an. À ceci s'ajoutent des financements bi- et multilatéraux. L'objectif du gouvernement est d'allonger les maturités de ses émissions domestiques et de limiter l'endettement extérieur auprès des créanciers privés (les émis-

² Accord entre le gouvernement égyptien et un fonds souverain d'Abu Dhabi concernant un investissement de USD35 mds, dont USD12 mds ont été reçus par le ministère des finances égyptien.

ÉGYPTE: SOLDE BUDGÉTAIRE ET CHARGE D'INTÉRÊT



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MOF, BNP PARIBAS

sions internationales ne devraient pas dépasser USD 4 mds en AB2026 selon le gouvernement, soit environ 1% du PIB).

Depuis la période de crise de balance des paiements en 2022-23, les conditions de financement s'améliorent progressivement. La prime de risque sur les emprunts internationaux du souverain égyptien est passée de 1150 pb fin 2023 à environ 400 pb actuellement. En 2025, le gouvernement a emprunté environ USD 5 mds sur les marchés internationaux (Eurobond et Sukuk), et la maturité moyenne des émissions sur le marché local s'est allongée avec l'augmentation des émissions de *T Bonds* par le gouvernement. Celle-ci reste néanmoins modeste, durant les sept premiers mois de 2025, les *T Bonds* n'ont représenté qu'un peu plus de 10% des émissions en monnaie locale.

L'objectif du gouvernement d'allonger la maturité moyenne de la dette totale à 4,5 ans au T4 2026 (3,3 ans au T2 2025) nous semble optimiste car il se heurte à deux contraintes : la volonté de limiter l'endettement extérieur et le rythme prudent de réduction des taux d'intérêt par la Banque centrale, ce qui diminue l'intérêt pour le gouvernement d'augmenter trop rapidement la maturité de ses émissions.

La dette du gouvernement a atteint 83% du PIB en AB2025 (contre 96% en AB2023). La dette extérieure représente 27% du total, et 35% si l'on ajoute la dette émise localement détenue par des non-résidents. Selon notre scénario central, le ratio de dette sur PIB devrait continuer de se réduire et atteindre 74% du PIB en AB2027.

Le financement du déficit budgétaire étant essentiellement domestique, les conditions de financement du gouvernement ne sont pas directement exposées à l'évolution des taux d'intérêt internationaux. Cependant, une vulnérabilité existe bel et bien pour l'économie égyptienne. En effet, les besoins de financement extérieur du pays sont élevés et actuellement couverts par les montants massifs de financements internationaux (notamment FMI, Banque mondiale et Union européenne), qui s'étendent jusqu'en 2027. À moyen terme, la nécessité d'attirer des investissements de portefeuille pour équilibrer la balance des paiements restera importante. Dans ce contexte, le maintien de taux d'intérêt égyptiens suffisamment attractifs pour les investisseurs internationaux restera un objectif important de la Banque centrale.

Achévé de rédiger le 20 octobre 2025

Pascal Devaux

pascal.devaux@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LES VOYANTS ÉCONOMIQUES SONT AU VERT

L'économie marocaine poursuit sur sa lancée. Peu impactée par le resserrement de la politique douanière américaine, elle enregistre une croissance du PIB soutenue depuis le début de l'année. La demande intérieure est solide, portée par l'investissement. Malgré des vents contraires dans le secteur automobile, les risques macro-financiers sont contenus et les perspectives économiques bien orientées. La pression sociale actuelle pourrait toutefois peser sur la dynamique des finances publiques qui reste, jusqu'à présent, maîtrisée. L'amélioration des conditions de financement devrait permettre au Maroc de faire face à une éventuelle dégradation.

Le Maroc est secoué, depuis fin septembre, par une vague de protestations portée par la jeunesse. Si le gouvernement s'en trouve affaibli, ces manifestations sont largement pacifiques. Elles ne devraient donc pas compromettre la stabilité du pays ni la solide croissance de l'économie. En revanche, elles mettent en lumière l'une des faiblesses du modèle de développement marocain : un taux de chômage élevé (12,8% au T2 2025), en particulier chez les 15-24 ans (35,8%). Les raisons des difficultés de l'économie marocaine à créer suffisamment d'emplois sont multiples, à commencer par les mutations industrielles en cours au profit de secteurs à forte intensité capitalistique. Dans le même temps, ces secteurs jouent un rôle central dans la trajectoire positive sur laquelle se trouve l'économie.

↗ CROISSANCE DU PIB : SUR UNE BONNE DYNAMIQUE

Après deux années encourageantes (2023 et 2024), l'économie poursuit sur sa lancée. Le PIB réel a progressé de 5,1% en glissement annuel (g.a.) en moyenne sur les six premiers mois de 2025 ; il faut remonter à 2017 pour retrouver une telle performance (hors rebond post-pandémie). Tous les secteurs ont contribué à cette dynamique, portée par un effet de base favorable dans l'agriculture (+4,6% au S1 contre -4,8% en 2024), ainsi que par la solide croissance des activités manufacturières (+5,2%) et des services (+4,8%). En particulier, le secteur du tourisme a continué de croître rapidement avec un nouveau record de 13,5 millions de visiteurs à fin août (+15% en g.a.).

Du côté des composantes de la demande, l'investissement est resté le principal moteur de la croissance (graphique 1), avec +18,2% en g.a. au S1 2025 après avoir déjà progressé de 12,8% en 2024. La consommation des ménages s'est raffermie également (+4,7%). La contribution négative des échanges extérieurs à la croissance ne soulève pas d'inquiétudes dans la mesure où elle reflète l'effort massif d'investissement. Les importations de biens d'équipement sur les huit premiers mois de 2025 ont affiché une hausse de 13% en g.a.

Les perspectives restent bien orientées. Peu exposée au resserrement de la politique douanière américaine, l'économie marocaine bénéficie en effet d'une combinaison de facteurs qui se renforcent mutuellement.

La dynamique de l'investissement résulte autant de la poursuite de grands chantiers d'infrastructures, de l'attractivité accrue du pays pour les investisseurs étrangers, en particulier dans le secteur manufacturier (35% des IDE depuis 2021, soit 10 points de plus qu'entre 2015 et 2019), que d'un effet de rattrapage. Tombé à 24,6% au T3 2023, le taux d'investissement est revenu à un niveau proche de sa moyenne historique de 27%. Sa dynamique de hausse pourrait donc commencer à s'estomper, contribuant au ralentissement de la croissance économique.

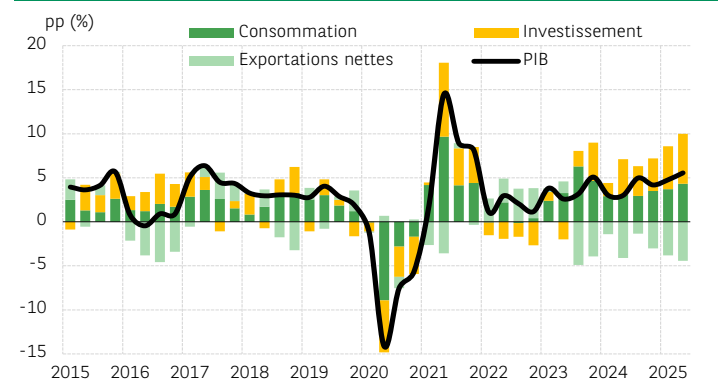
Cependant, à 4,7% en 2025 et 4,3% en 2026, la croissance du PIB resterait supérieure à sa moyenne pré-pandémie (3,2% en moyenne entre 2015 et 2019). Après des années de ralentissement structurel, le Maroc serait-il en train de franchir un nouveau palier ? Son insertion accrue dans les chaînes de valeur industrielles mondiales le laisse penser. La part des exportations de biens et services dans le PIB a bondi de 34% en 2019 à 42% en 2024 grâce au développement soutenu de la filière automobile et, dans une moindre mesure, de l'aéronautique.

PRÉVISIONS					
	2022	2023	2024	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	1,8	3,7	3,8	4,7	4,3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	6,7	6,1	1,0	1,1	1,9
Solde budgétaire, % du PIB	-5,4	-4,4	-3,9	-3,7	-3,3
Dette du gouv. central, % du PIB	71,4	68,7	67,7	67,2	66,1
Solde courant, % du PIB	-3,5	-1,0	-1,2	-2,2	-2,2
Dette externe, % du PIB	49,4	47,7	42,6	41,5	40,7
Réserves de change, mds USD	32,3	36,3	37,1	45,2	46,2
Réserves de change, en mois d'imports	5,3	5,9	5,5	5,8	5,5

TABEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

MAROC : L'INVESTISSEMENT SOUTIENT LA CROISSANCE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : HCP, BNP PARIBAS

Dans le contexte actuel, cette spécialisation peut être perçue comme une source de vulnérabilité. Les exportations d'automobiles souffrent, en effet, de la faible demande en Europe (95% des ventes d'automobile du Maroc) mais elles ne s'écroulent pas (voir ci-dessous). De plus, l'indice de production de la filière affiche encore une hausse de 9% en moyenne au S1 2025. Par ailleurs, au vu des développements en cours dans les batteries électriques, du projet d'extension de l'usine Stellantis à Kénitra ou encore de coûts de production parmi les plus bas du monde, les difficultés devraient n'être que passagères.

🔗 INFLATION CONTENUE, PRUDENCE DE LA BANQUE CENTRALE

Le reflux de l'inflation, qui a atteint un niveau bas, constitue un autre élément de soutien conjoncturel à l'économie. De 2,1% en g.a. au T1 2025, l'inflation est tombée à 0,3% en août, en lien avec le ralentis-

sement de l'inflation des prix des produits alimentaires (+0,2% en août contre +3,4% au T1). Sur les huit premiers mois de l'année, la progression de l'indice des prix à la consommation atteint seulement 1,1% en moyenne. De plus, rien n'annonce une accélération dans les mois à venir. L'inflation sous-jacente est aussi faible, à 0,7%, et les anticipations d'inflation à 2 ans sont bien ancrées.

Ce contexte offre des marges de manœuvre confortables à la Banque centrale (BAM). Après une baisse du taux directeur de 25 pb en mars, elle a depuis opté pour le statu quo. Une nouvelle baisse n'est pas à exclure en décembre mais elle serait modérée. À 2,25%, le taux directeur est, certes, au-dessus de l'inflation mais les conditions monétaires restent accommodantes. De fait, le taux réel ex ante est toujours inférieur au taux neutre (estimé à 1-1,5%). En outre, la demande intérieure est solide et la transmission de l'assouplissement de la politique monétaire n'est pas achevée. Depuis le démarrage de la phase d'assouplissement mi-2024, le taux directeur a baissé de 75 points de base (pb) contre 59 pb pour les taux débiteurs pratiqués par les banques.

La prudence de la BAM transparait également dans le pilotage de deux grands chantiers : d'une part, le passage à un système de ciblage de l'inflation ne sera effectif qu'en 2027 après une année entière de test ; d'autre part, la libéralisation du régime de change ne semble plus être une priorité. Les autorités considèrent que tous les acteurs économiques ne sont pas encore prêts pour faire face à une volatilité accrue du taux de change. Le risque est pourtant limité. Dans le même temps, le maintien de l'arrimage du dirham marocain à son panier de monnaies (60% euro, 40% dollar US avec des bandes de fluctuation de +/- 5%) ne semble pas poser de problème au développement économique du pays, comme en atteste la solidité des comptes extérieurs. La stabilité du taux de change effectif réel sur une longue période corrobore cette analyse.

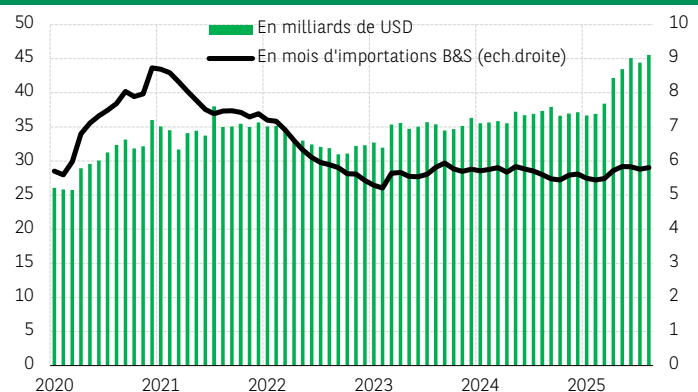
COMPTES EXTÉRIEURS SOLIDES

Le Maroc a réussi à rééquilibrer ses comptes extérieurs au cours de ces dernières années grâce au boom de ses exportations, des transferts financiers de la diaspora marocaine et des recettes du tourisme. Le contexte international est désormais moins porteur, mais la stabilité de la balance des paiements n'est pas menacée. De fait, la contraction de 15% des ventes de voitures à l'étranger sur les huit premiers mois de l'année est en grande partie compensée par les exportations soutenues d'équipements automobiles. Ainsi, les exportations du secteur (plus du tiers des exportations totales) sont quasi-stables (-2,9%) par rapport à une année 2024 où elles étaient historiquement élevées. La bonne tenue des exportations de phosphates et de produits dérivés (+21% ; 19% des exportations totales) et des recettes touristiques (+14%) réduit également la pression sur les comptes extérieurs. Attendu à un peu plus de 2% du PIB cette année et en 2026, contre 1,2% en 2024, le déficit courant resterait donc modéré. Les entrées de capitaux sont robustes et l'endettement extérieur est modéré. Par ailleurs, la dépréciation du dollar contre l'euro a contribué à gonfler un stock de réserves de change déjà élevé (graphique 2). En hausse de 24% depuis le début de l'année, elles restent proches de six mois d'importations de biens et services (celles-ci ont également fortement augmenté en 2025). À ce niveau, le taux de couverture contre un choc exogène demeure confortable.

TRAJECTOIRE BUDGÉTAIRE MAÎTRISÉE MAIS PAS SANS RISQUE

Dans un contexte de forte pression sociale, tandis que les grands chantiers d'infrastructures portent la croissance économique, une question se pose : l'État aura-t-il les marges de manœuvre budgétaire suffisantes en cas de dégradation brutale de la conjoncture ?

MAROC : LE STOCK DE RÉSERVES DE CHANGE RESTE CONFORTABLE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BAM, BNP PARIBAS

Pour l'instant, la trajectoire des finances publiques paraît maîtrisée. De 7,1% du PIB en 2020, le gouvernement est parvenu à réduire le déficit budgétaire à 3,9% en 2024, tout en maintenant un effort élevé en matière d'investissement public (7,4% du PIB en 2024 contre 5,7% en moyenne entre 2015 et 2019). L'objectif officiel est de ramener le déficit à 3,5% cette année puis à 3% à partir de 2026, ce qui permettrait à l'endettement du gouvernement de poursuivre sa baisse. Il passerait ainsi de 67,7% du PIB fin 2024 à 64,1% fin 2028.

La stratégie de consolidation des finances publiques à moyen terme est crédible, mais elle pourrait être plus difficile à mettre en œuvre à court terme. D'ores et déjà, l'exécution budgétaire sur les huit premiers mois de l'année laisse entrevoir une réduction plus lente que prévu du déficit, qui devrait atteindre 3,7% du PIB en 2025, voire se stabiliser par rapport à 2024. Des corrections à la loi de finances 2026 sont également à prévoir pour tenir compte des revendications sociales actuelles. Cela pourrait se traduire soit par une inflexion de la trajectoire de réduction du déficit budgétaire, soit par des réallocations d'enveloppes budgétaires. Le niveau élevé des investissements publics offre, en effet, un certain degré de flexibilité.

L'amélioration des conditions de financement a également renforcé la marge de manœuvre du gouvernement marocain. Le rendement exigé sur des obligations souveraines à 10 ans émises localement est de 2,7% actuellement contre plus de 4,5% début 2023. Le faible écart de taux entre les émissions à 1 an et à 10 ans (100 pb) est une autre illustration de la confiance des investisseurs dans la solidité des comptes publics. Celle-ci ne peut qu'être renforcée par la décision récente de S&P de réhausser la note du souverain pour le mettre en catégorie « *investment grade* ». À court terme, l'impact devrait être limité dans la mesure où le Maroc s'endette déjà à des conditions avantageuses sur les marchés financiers internationaux. Par ailleurs, à peine un quart du stock de la dette est libellé en devises. En revanche, le recours accru à des opérations de financements innovants (vente et crédit-bail du patrimoine immobilier de l'État) constitue une source de vulnérabilité à surveiller. Comptabilisées en tant que recettes fiscales, elles dépassent désormais les 2% du PIB. Elles devraient toutefois diminuer à moyen terme. L'État devra trouver d'autres ressources pour atteindre ses objectifs de réduction du déficit budgétaire.

Achévé de rédiger le 16 octobre 2025

Stéphane Alby

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOINSIGHT

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principales économies, développées et émergentes

ECOFASH

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

ECOWEEK

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

ECOPULSE

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

ECOCHARTS

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

ECOTV

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

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

ET

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

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



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

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

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

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

Pour les avertissements par pays (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://economic-research.bnpparibas.com/LegalNotice/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2025). Tous droits réservés.

Pour vous abonner à nos publications :

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change