

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES

# EMERGING MARKETS



“ DEPUIS SA PRISE DE FONCTION, LE PRÉSIDENT TRUMP A CONFIRMÉ SES MENACES DE HAUSSES DES TARIFS DOUANIERS SOIT POUR PROTÉGER LES PRODUCTEURS AMÉRICAINS, SOIT COMME INSTRUMENT DE PRESSION DE SA POLITIQUE MIGRATOIRE ET DE LUTTE CONTRE LE NARCOTRAFFIC. MAIS, À L'EXCEPTION DE LA CHINE, IL N'A CITÉ AUCUN AUTRE PAYS ÉMERGENT AU TITRE UNIQUEMENT DE LA POLITIQUE COMMERCIALE. ”

ÉTUDES ÉCONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

# SOMMAIRE

## COMMERCE MONDIAL: EN ATTENDANT L'AUDIT

**3** Depuis sa prise de fonction, le président américain Donald Trump a confirmé une partie de ses menaces de hausses des tarifs douaniers mais les craintes d'une application universelle et massive ne sont plus aussi fortes. Il ne décidera de mettre ses menaces à exécution qu'à l'issue d'un audit des relations commerciales des États-Unis avec l'ensemble des partenaires commerciaux, audit qui devrait lui être rendu début avril. D'ici là et même sur l'ensemble de l'année 2025, les divergences de trajectoire du commerce mondial entre pays avancés et pays émergents et en développement (PED) devraient s'accroître. Les échanges commerciaux des PED progresseraient sensiblement plus vite en 2025 (5%) que durant la période 2012-2018 d'avant covid-19 (+3,9% par an en moyenne), alors que ce serait l'inverse pour les pays avancés. Le facteur d'incertitude de la politique commerciale américaine pourrait accélérer la réorientation des exportations des pays émergents d'Asie de sorte que les effets indirects d'une augmentation des barrières tarifaires pourraient finalement compenser les effets directs négatifs.

### CHINE

**4** Ajustement des moteurs de croissance

### INDE

**6** Forte décélération de la croissance et hausse des risques

### CORÉE DU SUD

**8** Nouveaux défis

### INDONÉSIE

**10** Perspectives solides mais vulnérables aux chocs externes

### VIETNAM

**12** Le succès économique menacé par Trump 2.0 ?

### POLOGNE

**14** Vers un redressement de l'investissement

### BRÉSIL

**16** Revers de médaille

### MEXIQUE

**18** Économie sous contraintes

### ARGENTINE

**20** Remarquable stabilisation

### ARABIE SAOUDITE

**22** Le coût élevé de la diversification

### ÉGYPTE

**24** L'économie égyptienne reste vulnérable malgré une dynamique positive

### KENYA

**26** Bref répit



## ÉDITORIAL

3

## COMMERCE MONDIAL: EN ATTENDANT L'AUDIT

Depuis sa prise de fonction, le président américain Donald Trump a confirmé une partie de ses menaces de hausses des tarifs douaniers mais les craintes d'une application universelle et massive ne sont plus aussi fortes. Il ne décidera de mettre ses menaces à exécution qu'à l'issue d'un audit des relations commerciales des États-Unis avec l'ensemble des partenaires commerciaux, audit qui devrait lui être rendu début avril. D'ici là et même sur l'ensemble de l'année 2025, les divergences de trajectoire du commerce mondial entre pays avancés et pays émergents et en développement (PED) devraient s'accroître. Les échanges commerciaux des PED progresseraient sensiblement plus vite en 2025 (5%) que durant la période 2012-2018 d'avant covid-19 (+3,9% par an en moyenne), alors que ce serait l'inverse pour les pays avancés. Le facteur d'incertitude de la politique commerciale américaine pourrait accélérer la réorientation des exportations des pays émergents d'Asie de sorte que les effets indirects d'une augmentation des barrières tarifaires pourraient finalement compenser les effets directs négatifs.

Depuis sa prise de fonction, le président Trump a confirmé ses menaces de hausses des tarifs douaniers soit pour protéger les producteurs américains, soit comme instrument de pression de sa politique migratoire et de lutte contre le narcotrafic (vis-à-vis du Canada et du Mexique ou de la Colombie).

## USAGE DE LA MENACE

Toutefois, les craintes d'une application universelle et massive ne sont plus aussi fortes. D'un côté, le président fait pression sur le Mexique et le Canada d'une hausse de 25% des tarifs douaniers sur leurs importations (10% seulement sur les importations de pétrole). D'un autre côté, il a été plus tempéré vis-à-vis de la Chine que pendant la campagne électorale avec une hausse des tarifs douaniers de 10%. D. Trump a concentré ses attaques sur ses partenaires de l'USMCA au titre des politiques migratoire et sanitaire plus que la politique commerciale, conformément à la stratégie de négociation globale qu'il affectionne. Mais, à l'exception de la Chine, il n'a cité aucun autre pays émergent au titre uniquement de la politique commerciale.

Le président américain ne décidera de mettre ses menaces à exécution qu'à l'issue d'un audit des relations commerciales des États-Unis avec l'ensemble des partenaires commerciaux, audit qui devrait lui être rendu début avril.

## UN COMMERCE MONDIAL À DOUBLE VITESSE

La menace sur le commerce mondial d'un relèvement des tarifs douaniers n'interviendrait donc qu'à partir du deuxième trimestre. D'ici là, la reprise des échanges commerciaux devrait se poursuivre. D'après les prévisions du FMI de janvier, le commerce mondial devrait progresser de 3,2% après 3,4% en 2024. Les économistes du fonds ont révisé légèrement en baisse leur prévision par rapport à celle d'octobre pour tenir compte justement de l'incertitude en matière de politique commerciale. Mais cette incertitude est supposée transitoire car, à ce stade, le scénario central du FMI n'envisage pas une hausse des droits de douane généralisée de la part des États-Unis, encore moins une guerre commerciale.

Les divergences de trajectoire du commerce mondial entre pays avancés (PA) et pays émergents et en développement (PED) devraient s'accroître. Les échanges commerciaux des PED progresseraient sensiblement plus vite en 2025 (5%) que durant la période 2012-2018 d'avant covid (+3,9% par an en moyenne), alors que ce serait l'inverse pour les PA (2,1% contre 3,4% par an en moyenne sur 2012-2018). La raison est double.

Premièrement, indépendamment du facteur d'incertitude de la politique commerciale des États-Unis, la dynamique des échanges commerciaux va rester positive pour la zone Euro + Royaume-Uni (moins de 2%).

Deuxièmement, le facteur d'incertitude peut se retourner contre les États-Unis en raison de la surévaluation du dollar qui neutralisera en grande partie l'effet supposé positif des hausses tarifaires pour protéger le *made in America*. À l'inverse, le facteur d'incertitude de la politique commerciale pourrait accélérer la réorientation des exportations des économies émergentes. Les pays d'Asie émergents hors Chine seront à ce titre les premiers bénéficiaires.

## L'ASIE ÉMERGENTE DEVRAIT DE NOUVEAU TIRER SON ÉPINGLE DU JEU

Déjà, en 2024, les exportations de la zone ont été dynamiques (+6%), bénéficiant du fort effet d'entraînement exercé par les exportations chinoises, lesquelles ont progressé de plus de 10%.

D'après les enquêtes auprès des directeur d'achat (PMI), les indices d'opinion des industriels sur leurs commandes à l'exportation sont pour la plupart supérieurs au seuil de 50 et sensiblement plus élevés que sur la période 2012-2018. En Inde, l'indice a même atteint un plus haut historique en janvier.

La Chine fait exception avec un indice inférieur à 50 et en forte baisse en janvier. Il est évident que la hausse des tarifs américains de 10% sur les produits chinois constituerait un frein au commerce intra zone.

Cependant, les pays de l'ASEAN ont su tirer parti des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis depuis 2018. Dans leur rapport régional d'octobre sur la zone Asie-Pacifique, les économistes du FMI ont montré que, pour plusieurs pays de l'ASEAN, les exportations de produits visés par une augmentation des barrières tarifaires (des États-Unis sur les produits chinois, de la Chine sur les produits américains, et de la Chine ou des États-Unis sur les produits des pays du reste du monde) ont augmenté plus vite que les exportations de produits non visés (i.e. des gains relatifs de part de marché), notamment parce que les exportations des produits visés ont été réorientés vers des marchés tiers autres que la Chine et les États-Unis. Il faut rappeler que ces effets de réorientation positifs sont allés de pair avec l'intensification des investissements directs étrangers chinois vers l'ensemble de la zone au cours des dernières années. En définitive, pour les pays d'Asie, sauf à ce que Donald Trump décide une hausse des tarifs douaniers à tous les pays de la région, les effets indirects d'une augmentation des barrières tarifaires pourraient compenser les effets directs négatifs.

**François Faure**[francois.faure@bnpparibas.com](mailto:francois.faure@bnpparibas.com)

# CHINE

## AJUSTEMENT DES MOTEURS DE CROISSANCE

Après un début d'année solide, la croissance économique chinoise ralentira en 2025 en raison d'une demande intérieure encore fragile et des effets du choc protectionniste à venir sur les exportations. La Chine dispose d'armes pour riposter aux droits de douane envisagés par le Président Trump, même si sa marge de manœuvre pour compenser les effets des hausses des barrières tarifaires par une dépréciation du yuan et la baisse des prix à l'exportation s'est réduite par rapport à 2018. Les autorités continueront d'assouplir leurs politiques monétaire et budgétaire à court terme afin de soutenir l'activité, renforcer la consommation privée et accompagner un rééquilibrage du modèle de croissance de l'économie.

### 📈 CROISSANCE : ACCÉLÉRATION TEMPORAIRE

La croissance économique a continué d'accélérer au T4 2024. Elle a atteint +1,6% en rythme trimestriel, après +1,3% au T3 et +0,9% au T2, et s'est établie à +5% sur l'ensemble de l'année, exactement en ligne avec la cible fixée en mars 2024 par les autorités. La croissance devrait rester solide au T1 2025, tirée, comme au trimestre précédent, par la bonne performance des exportations et le renforcement de la consommation privée. Les exportations ont en effet affiché une forte progression au T4 2024, en valeur (+10% en g.a., après +6% au T3) comme en volume (estimée à +12% en g.a., après +10% au T3). Cela s'explique par la stratégie toujours agressive des entreprises pour gagner des parts de marché et par le fait que les importateurs américains ont anticipé la hausse des droits de douane en gonflant prématurément leurs commandes. Ce phénomène devrait persister à très court terme.

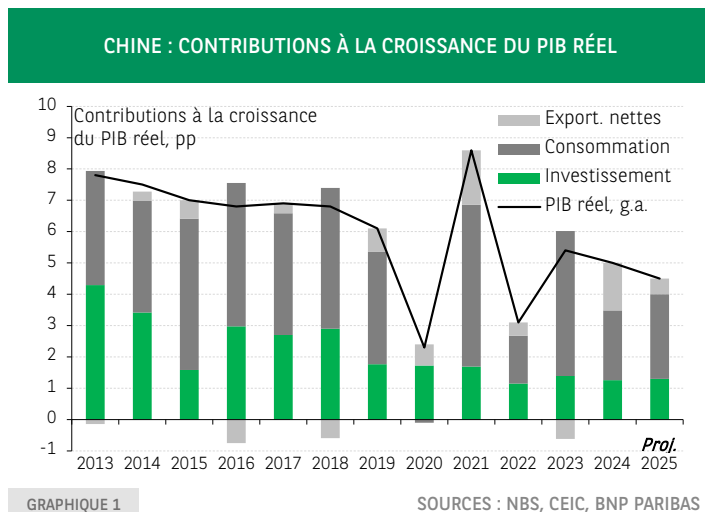
Par ailleurs, la demande des ménages s'est enfin (légèrement) renforcée grâce aux mesures de relance mises en œuvre depuis fin septembre. Premièrement, la croissance des ventes au détail a accéléré (à un taux modeste +3,6% en g.a. en volume au T4, contre +2,2% au T3), notamment encouragée par le programme de remplacement de biens de consommation subventionné par le gouvernement. À court terme, ce programme devrait rester un instrument essentiel de soutien à la consommation ; le montant total des subventions accordées s'est élevé à 0,1% du PIB en 2024 et devrait augmenter en 2025, et la liste des biens subventionnés (appareils électroménagers, produits de décoration, automobiles, etc.) doit être étendue aux biens électroniques. Deuxièmement, les transactions immobilières ont légèrement augmenté en glissement annuel depuis novembre, après plus de trois années de contraction. Cette reprise résulte de l'assouplissement continu des politiques de soutien à la demande de logements au cours des derniers mois. Elle ne signale toutefois pas la fin de la crise immobilière. L'activité de chantiers a continué de chuter au T4 et le prix moyen des logements a poursuivi sa baisse (-8,1% en g.a. à fin 2024).

Après un solide début d'année, la croissance économique devrait retrouver sa tendance baissière. Dans notre scénario central, elle ne dépasserait pas 4,5% sur l'ensemble de 2025. Le secteur manufacturier exportateur devrait subir les effets de nouvelles barrières tarifaires. Sur le marché intérieur, l'activité sera aidée par une politique économique toujours accommodante, mais continuera de se heurter à des freins puissants (correction dans l'immobilier, pressions déflationnistes, faible confiance du secteur privé). Ainsi, la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB réel devrait chuter considérablement en 2025, celle de la consommation totale augmenter modérément et celle de l'investissement se stabiliser. Sur le plan sectoriel, les dynamiques observées l'an dernier devraient s'inverser en 2025, avec une décélération de la croissance industrielle (+5,8% en 2024) et une amélioration dans les services (+5,2% en 2024).

Les pressions déflationnistes vont persister, notamment alimentées par les capacités de production industrielle excédentaires et par la baisse continue des prix immobiliers. Mais l'inflation des prix à la consommation devrait toutefois se ranimer un peu en 2025, grâce au redressement de la demande des ménages et au rebond des prix alimentaires.

PRÉVISIONS					
	2022	2023	2024e	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	3,0	5,2	5,0	4,5	4,3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,0	0,2	0,2	0,8	1,0
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-2,8	-3,9	-3,9	-4,0	-3,8
Dette officielle du gouv. général, % du PIB	50,6	54,7	61,0	66,4	70,0
Solde courant, % du PIB	2,5	1,4	1,9	1,6	1,3
Dette externe, % du PIB	13,7	13,8	14,0	14,2	14,0
Réserves de change, mds USD	3 307	3 450	3 456	3 450	3 450
Réserves de change, en mois d'imports	12,6	13,2	12,8	12,2	11,8

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS  
 TABLEAU 1 SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



### 📊 POLITIQUE BUDGÉTAIRE : PRIORITÉ À LA CONSOMMATION PRIVÉE?

Depuis septembre, la politique budgétaire a pris une orientation résolument expansionniste, que les autorités maintiendront à court terme. Les principaux objectifs seront de compenser les effets de la dégradation de l'environnement mondial sur l'activité et de renforcer la consommation intérieure. L'assouplissement devrait rester d'ampleur modérée, au moins dans un premier temps, et pourrait être ajusté au cours de l'année.

Le budget pour 2025 ne sera annoncé qu'en mars prochain. D'un côté, les autorités conservent une bonne marge de manœuvre pour augmenter les déficits grâce à des financements à taux bas sur les marchés obligataires locaux. Le déficit officiel au sens strict est attendu à 4% du PIB (contre les 3% annoncés dans le budget 2024), et le déficit au sens large du gouvernement général, tel que mesuré par le FMI, devrait être proche de 8% du PIB (contre 6,9% en 2023). D'un autre côté, les finances des col-

lectivités locales sont fragiles (chute des recettes foncières depuis trois ans, niveau excessivement élevé de la dette de leurs véhicules de financement). Cela contraint leur marge de manœuvre et obligera le gouvernement central (GC) à accroître, comme en 2024, son rôle direct dans les mesures de relance. La dette officielle du gouvernement général devrait augmenter à 61% du PIB fin 2024 (dette du GC : 26% du PIB + dette directe des collectivités : 35%) et à 66% fin 2025. À ceci s'ajoute la dette indirecte contractée par les véhicules de financement, estimée à près de 50% du PIB par le FMI (et dont une petite partie est progressivement refinancée par des émissions obligataires des collectivités locales).

Concernant les instruments de politique budgétaire, le gouvernement continuera de mettre l'accent habituel sur l'investissement, en particulier dans les secteurs manufacturiers stratégiques et les infrastructures. Mais les autorités ont également indiqué, lors de la Conférence centrale sur le travail économique de décembre dernier, que le renforcement de la consommation privée serait une priorité pour 2025. Les mesures introduites pour le moment visent surtout à stimuler les dépenses des ménages de manière temporaire, alors qu'une revalorisation des pensions et de la couverture médicale a été annoncée mais reste à préciser. Elle devra être significative, car un important renforcement du système de protection sociale sera nécessaire pour améliorer la confiance des ménages, réduire leur taux d'épargne (estimé à 37% du revenu disponible en 2024) et augmenter durablement leur consommation (proche de 38% du PIB depuis 2020). Ceci aiderait à changer le modèle de croissance de la Chine, que les autorités veulent rendre plus équilibré, « de meilleure qualité », moins dépendant de l'immobilier et de la dette, et contribuant à la « prospérité commune ».

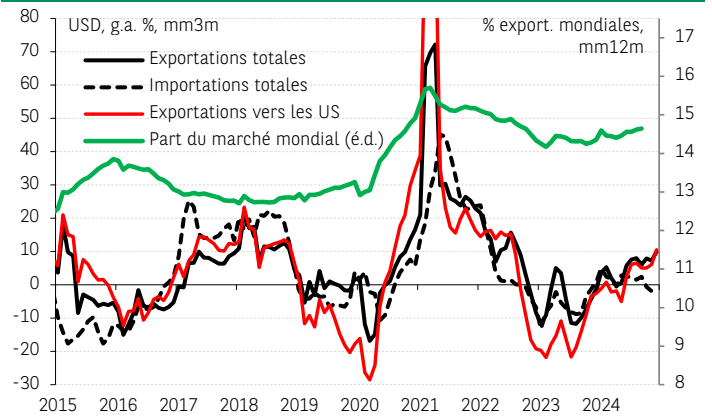
### **🏛️ POLITIQUE MONÉTAIRE : ASSOULISSEMENT SOUS CONTRAINTES**

La banque centrale a conduit depuis 2020 une politique accommodante, qualifiée de « prudente » par les autorités. Les taux d'intérêt ont été réduits de manière très graduelle (le taux reverse repo à 7 jours est passé à 1,5% fin 2024, contre 1,8% fin 2023 et 2,5% fin 2019), de même que les coefficients de réserves obligatoires (à 9,5% fin 2024 pour les grandes banques, contre 10,5% fin 2023 et 13% fin 2019). La croissance des crédits à l'économie a toutefois ralenti depuis deux ans (pour atteindre 7,9% en g.a. au T4 2024, un point bas historique), conséquence de la prudence des banques et de la faiblesse de la demande de financements.

En décembre, les autorités ont annoncé la poursuite de l'assouplissement de la politique monétaire, qui devra être « modérément souple » en 2025. Le qualificatif change, mais le rythme d'assouplissement devrait rester graduel, la marge de manœuvre de la banque centrale étant contrainte par plusieurs facteurs. Le premier est l'effet de la baisse des taux sur la rentabilité des banques. Celle-ci s'est dégradée au cours des cinq dernières années, en raison du ralentissement de l'activité de prêts, de la détérioration de la qualité des actifs et du rétrécissement des marges nettes d'intérêt (tombées à un point bas de 1,5% en moyenne mi-2024, contre 2,2% en 2019). L'action de la banque centrale est également contrainte par la dynamique de baisse des taux longs obligataires et la dépréciation du yuan. Les rendements sur les bons du Trésor ont atteint des niveaux historiquement faibles (1,65% en moyenne en janvier 2025 pour les titres à 10 ans, contre 2,17% en octobre et 2,51% en janvier 2024), traduisant les inquiétudes des investisseurs quant aux perspectives de croissance de la Chine et aux effets des hausses de droits de douane américains.

Le RMB s'est déprécié de 3,5% contre le dollar entre mi-octobre et mi-janvier (taux *spot*), conséquence du renforcement général du dollar, de l'élargissement du différentiel entre les taux américains et chinois et des sorties de capitaux. Après s'être intensifiées en début d'année, les pressions sur le yuan se sont apaisées depuis le 20 janvier, et le taux de change *spot* contre dollar (7,24 au 24 janvier) s'est éloigné de la limite supérieure de la bande de fluctuation autorisée. La banque centrale a accru ses inter-

### CHINE : COMMERCE EXTÉRIEUR



GRAPHIQUE 2

SOURCES : ADMINISTRATION DES DOUANES, CEIC, BNP PARIBAS

ventions pour défendre le yuan depuis l'automne, afin de réduire l'instabilité sur les marchés et de se laisser une certaine latitude pour répondre à des hausses des droits de douane par une nouvelle dépréciation.

### **🔍 TRUMP 2.0 : UN NOUVEAU CHOC POUR LES EXPORTATIONS**

L'évolution des relations commerciales sino-américaines en 2025 est très incertaine. Le président américain appliquera-t-il son programme de fortes hausses des droits de douane dès les prochaines semaines, ou bien cherchera-t-il d'abord à installer un nouveau rapport de force pour ensuite avancer dans des négociations commerciales. Notre scénario central à ce jour table sur une première hausse de droits de douane de 10% au T1 2025, suivie de nouvelles augmentations à partir du T3 (de +15% sur un an).

La performance globale des exportations chinoises n'a pas été affaiblie par le premier épisode de guerre commerciale débuté en 2018-2019 et par le découplage entre les États-Unis et la Chine qui en a découlé. Les effets des barrières tarifaires sur les entreprises chinoises ont été compensés, au cours des dernières années, par des baisses des prix à l'exportation (largement aidées par la dépréciation du yuan et les subventions publiques) et la réorientation des flux commerciaux. Les exportations de marchandises ont progressé de 7% par an en moyenne depuis 2018 et leur part du marché mondial s'est accrue, de 12,8% à 14,7% sur les neuf premiers mois de 2024. La Chine a dégagé un excédent commercial record de USD 992 mds en 2024 (5% du PIB) et un excédent courant estimé à 1,9% du PIB – toutefois compensé dans la balance des paiements par des sorties nettes de capitaux.

Le nouvel épisode de guerre commerciale qui s'amorce pourrait avoir des effets plus douloureux sur les exportations et la croissance chinoises. Certes, l'exposition directe de la Chine au marché américain s'est réduite, de 19% de ses exportations totales en 2017 à 14,6% en 2024 (soit 2,6% du PIB). En outre, la Chine va poursuivre la réorganisation de ses chaînes de production et de ses flux commerciaux pour contourner les droits de douane et continuer à compenser les pertes de part de marché aux États-Unis. Cependant, d'une part, la menace protectionniste s'est étendue, et les nouvelles barrières tarifaires ne viendront pas seulement des États-Unis. D'autre part, la marge de manœuvre de la banque centrale pour déprécier le yuan s'est réduite par rapport à 2018-2019 (une dépréciation de 3% à 4% est attendue d'ici fin 2025 dans notre scénario central) et les profits des entreprises se sont dégradés, réduisant leur capacité à baisser leurs prix à l'exportation pour compenser les hausses de droits de douane. La Chine pourrait voir sa part du marché mondial fléchir en 2025.

**Christine Peltier**

[christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## FORTE DÉCÉLÉRATION DE LA CROISSANCE ET HAUSSE DES RISQUES

Les prévisions de croissance pour l'année 2024/2025, qui s'achèvera le 31 mars prochain, ont été sensiblement révisées à la baisse. Les perspectives pour les trois prochaines années pourraient l'être aussi à moins que le gouvernement et le secteur privé augmentent significativement leurs investissements. Or, le contexte économique international n'est pas favorable aux investissements, tant domestiques qu'étrangers, même si l'impact direct d'une potentielle hausse des tarifs douaniers américains, sur la croissance économique indienne, serait limité. Les récentes tensions à la baisse sur les devises émergentes n'ont pas épargné la roupie indienne ; Le mouvement de dépréciation devrait se poursuivre, et ce d'autant plus que le nouveau gouverneur de la Banque centrale semble privilégier le soutien à la croissance plutôt que la stabilité de la monnaie.

### FORTE DÉCÉLÉRATION DE LA CROISSANCE

Après la Banque centrale (*Reserve Bank of India, RBI*), le CSO (*Central Statistical Office*) a révisé à la baisse ses prévisions de croissance pour l'année 2024/2025, qui s'achèvera le 31 mars prochain. Ces révisions (respectivement 6,6% et 6,4% vs. 8,2% pour l'année 2023/2024) font écho au ralentissement de la croissance enregistré entre juillet et septembre 2024. Celle-ci n'a atteint que +5,4% en glissement annuel (g.a.), le rythme le plus faible enregistré au cours des sept derniers trimestres. Ainsi, au premier semestre budgétaire, la croissance s'est établie à seulement 6% contre 8,2% à la même époque l'année dernière. Ce ralentissement s'explique par une sensible décélération de l'activité dans l'industrie manufacturière et dans la construction. L'activité dans les services est restée solide bien qu'en légère décélération. Seule l'agriculture a rebondi. Du côté de la demande, en dehors des dépenses du gouvernement, toutes les composantes ont ralenti.

Au deuxième semestre budgétaire (octobre-mars), l'activité économique devrait accélérer, mais elle ne devrait pas excéder 6,7% selon la RBI. Les effets de base devraient être défavorables et le rebond modeste. Depuis le mois de novembre 2024, tous les indicateurs sont repartis à la hausse, tant du côté de l'offre que de la demande. La production industrielle a accéléré après avoir atteint un point bas en août, notamment dans le secteur manufacturier, et le rebond de la production d'acier et de ciment laisse à penser que l'activité dans la construction a repris. La consommation des ménages ruraux devrait rester soutenue par de bonnes récoltes d'été, des niveaux de remplissage des réservoirs d'eau plus élevés que la moyenne et de meilleurs semis d'hiver que ceux enregistrés en 2024. En revanche, bien qu'attendu en hausse, le rebond de la consommation des ménages urbains pourrait être plus nuancé. Les ventes de deux-roues ont sensiblement accéléré au quatrième trimestre tandis que la croissance des ventes de voitures, bien que repassées en territoire positif au mois d'octobre après trois mois de baisse, reste poussive (+4,4% en g.a. en novembre).

Concernant les investissements, même si le gouvernement devrait accélérer les mises en chantier, les entrepreneurs privés pourraient se montrer plus prudents et attendre d'avoir une meilleure visibilité sur l'évolution de l'environnement domestique et international. Les taux d'utilisation des capacités de production ont atteint un plateau et les taux d'intérêt moyens des nouveaux crédits restent supérieurs de plus de 40 points de base (pb) au niveau de l'année passée (en termes réels), alors que la situation financière des entreprises est moins confortable qu'en début d'année (avec la hausse de leur charge d'intérêts et une décélération de leurs profits). Au cours des trois prochaines années, le rythme de croissance est attendu à 6,5% en moyenne mais les risques baissiers sont élevés et le ralentissement des investissements est à surveiller. En l'absence d'un rebond significatif, les perspectives de croissance à court et moyen terme pourraient être révisées à la baisse.

### PRÉVISIONS

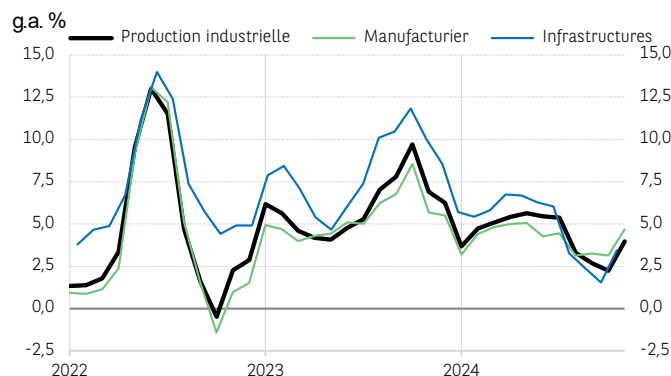
	2022	2023	2024e	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, % (1)	7,0	8,2	6,3	6,6	6,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, % (1)	6,7	5,4	4,8	4,4	4,3
Solde budgétaire gouv et adm., % du PIB (1)	-9,6	-8,5	-7,9	-7,4	-7,0
Dette gouv. et adm., % du PIB (1)	84,8	82,5	82,3	82,9	82,3
Solde courant, % du PIB (1)	-2,0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

(1) Année budgétaire du 1er avril de l'année N au 31 mars de l'année N+1

TABEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS  
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

### INDE : LÉGER REBOND DE LA PRODUCTION INDUSTRIELLE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CEIC, BNP PARIBAS

### L'INFLATION RALENTIT GRÂCE AUX PRIX ALIMENTAIRES

En novembre, l'inflation a ralenti à 5,5% en g.a. principalement en raison de la nette décélération des prix alimentaires et d'un effet de base favorable. Hors alimentation et énergie, la hausse des prix est restée relativement stable à 3,6%. Au cours des prochains mois, les pressions inflationnistes devraient continuer de ralentir permettant à la RBI d'assouplir sa politique monétaire lors de ses trois prochains comités de politique monétaire, en abaissant le taux directeur à 5,75%, en dépit des tensions baissières sur la roupie. Le nouveau gouverneur de la Banque centrale semble, en effet, vouloir privilégier le soutien de la croissance à



la stabilité de sa monnaie. Une telle politique est cependant risquée car elle alimenterait les pressions inflationnistes et pénaliserait la consommation des ménages les plus défavorisés, à moins qu'elle s'accompagne d'une baisse des taxes à l'importation ou d'une politique sociale expansionniste. Cela réduirait ses marges budgétaires pour accroître ses dépenses d'investissement.

↔ **COMPTES EXTÉRIEURS : HAUSSE DES TENSIONS**

Les comptes extérieurs de l'Inde sont structurellement robustes. Ses réserves de change sont abondantes (mi-janvier, elles couvraient 1,8 fois les besoins de financement à court terme du pays), le déficit de son compte courant est modéré (0,8% du PIB en moyenne sur les cinq dernières années), et sa dette extérieure est faible (19,3% du PIB). En outre, bien que vulnérable aux chocs sur les prix des matières premières et notamment au pétrole en tant qu'importateur net, l'Inde est parvenue à réduire son exposition en important son pétrole de Russie à un prix inférieur à celui du marché. Les principaux points d'attention portent sur le niveau très faible des IDE (en baisse depuis deux ans) et la plus grande vulnérabilité du pays aux chocs extérieurs avec l'intégration des obligations souveraines dans les indices émergents.

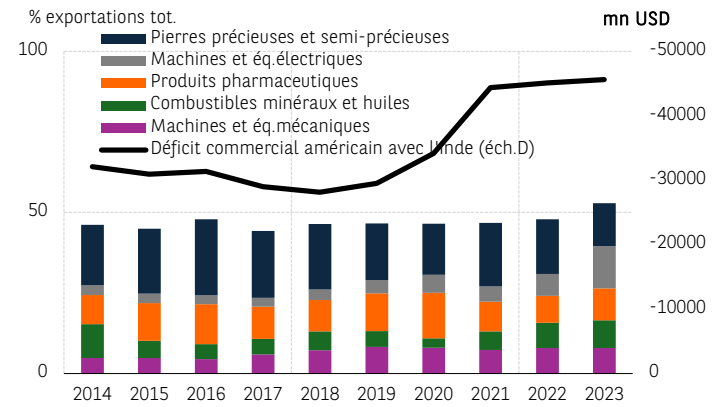
Le déficit du compte courant, en légère hausse aux T2-T3 2024 (à 1,2% du PIB), n'est plus couvert par les flux nets d'IDE (qui ont baissé à seulement 0,2% du PIB). Les tensions sur la balance des paiements ont été malgré tout limitées grâce aux investissements de portefeuille étrangers. Mais, depuis le mois d'octobre, en raison des importantes sorties de capitaux induites par la perspective d'un statut quo de la politique monétaire américaine, les pressions baissières sur la roupie ont sensiblement augmenté et les réserves de change ont baissé de plus de 11,5% (USD-70mds). Mi-janvier, le cours de la roupie approchait les INR87 pour USD1, un niveau historiquement bas. Cette tendance devrait se poursuivre avec la hausse attendue du déficit du compte courant et la baisse des taux d'intérêt domestiques. Par ailleurs, le nouveau gouverneur de la Banque centrale semble adopter une stratégie différente de celle de son prédécesseur qui avait fait de la stabilité de la roupie son objectif principal. Laisser la roupie se déprécier augmenterait la compétitivité des exportations indiennes mais pourrait aussi attirer l'attention de la nouvelle administration Trump.

🔍 **TRUMP 2.0 : QUELLES CONSÉQUENCES ?**

La hausse potentielle des tarifs douaniers américains aura un impact modéré sur l'économie indienne.

En 2018, le gouvernement Trump avait imposé des droits de douane sur certains produits indiens, notamment sur l'acier (25%) et l'aluminium (10%), lesquels constituaient alors environ 6% des exportations indiennes à destination des États-Unis. Il avait également supprimé en 2019 la politique tarifaire préférentielle (0% de droit de douane) en vigueur notamment sur les composants automobiles, les produits chimiques et les réacteurs nucléaires, qui constituaient alors près de 12% des exportations. La mise en place de ces tarifs douaniers avait généré une baisse des exportations au cours des deux années qui avait suivi (en particulier pour les composants automobiles), mais elles avaient ensuite fortement rebondi. Les États-Unis sont restés le premier partenaire à l'exportation de l'Inde (17,6% de ses exportations totales). En 2024, le déficit commercial des États-Unis avec l'Inde, bien que supérieur à celui de l'Indonésie et de la Malaisie, est resté modeste (USD 45mds) comparé à celui avec la Chine et le Vietnam (respectivement USD293mds et USD122mds). Mais, à l'image de ce qui a été enregistré dans les autres pays d'Asie (hormis en Malaisie), ce déficit a sensiblement augmenté depuis 2020 (+62%). Cependant, la forte hausse des exportations indiennes vers les États-Unis ne traduit pas un

**INDE : EXPORTATIONS VERS LES ÉTATS-UNIS**



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CEIC, BNP PARIBAS

déplacement de la production chinoise vers l'Inde mais plutôt celui des entreprises américaines vers des pays « amis ». Même si les pierres précieuses constituent toujours le premier produit exporté vers les États-Unis (13,4% des exportations à destination des États-Unis), la part des machines et équipements électriques a très sensiblement augmenté depuis 2020 jusqu'à atteindre 13% des biens exportés sur le sol américain en 2023 (vs. 3,2% en 2018). Les exportations de smartphones et de semi-conducteurs ont été multipliées par 3,2 entre 2022 et 2023. Cette très forte augmentation est la conséquence de l'afflux d'IDE dans ces secteurs d'activité à partir de 2020.

Malgré un excédent commercial modeste avec les États-Unis, et bien qu'elle ne soit pas accusée de manipuler sa monnaie, l'Inde, en tant que neuvième partenaire à l'importation des États-Unis, pourrait toutefois subir une nouvelle hausse des tarifs douaniers américains, à moins qu'elle baisse ses droits de douane sur les produits américains importés. Mais ses marges de manœuvre pour « négocier » avec les États-Unis sont limitées. Ces derniers bénéficient déjà d'une politique tarifaire plus favorable que les autres partenaires commerciaux. Le taux tarifaire moyen pondéré sur ses importations de produits agricoles en provenance des États-Unis était de seulement 1,8% en 2022 (contre 4,7% pour l'UE, son premier partenaire commercial pour ce type de biens). Concernant ses importations de produits non-agricoles, le taux était de seulement 2,7% en 2022 sur les produits américains (contre 3,5% sur les produits de l'UE). Si le nouveau gouvernement Trump décidait toutefois d'augmenter ses tarifs douaniers sur les produits importés en provenance d'Inde, l'impact sur l'économie indienne serait a priori modeste. Les exportations à destination des États-Unis représentaient 2% de son PIB en 2023. L'adoption d'un tarif de 10% sur les biens indiens exportés vers les États-Unis pourrait générer une baisse de son PIB de 0,2pp (à supposer que l'élasticité des exportations aux droits de douane soit de 1,3 comme indiquée dans l'étude de Haberkorn, Hoang, Lewis, Mix et Moore de 2024).

Dans le cas où le gouvernement Trump épargnerait l'Inde, le pays pourrait bénéficier d'une redirection des flux commerciaux ayant comme destination finale les États-Unis car le coût de sa main d'œuvre, très abondante, reste très inférieur à ce qui prévaut dans les autres pays d'Asie et ses performances en matières logistiques sont équivalentes à celles du Vietnam. Encore faudrait-il que le gouvernement parvienne à lever les contraintes qui pèsent sur le développement de son secteur manufacturier et pénalisent les IDE, lesquelles restent fortes en dépit des efforts du gouvernement Modi.

**Johanna Melka**

[johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)



# CORÉE DU SUD

## NOUVEAUX DÉFIS

La croissance économique de la Corée du sud a ralenti tout au long de 2024 et les perspectives de rebond sont limitées. La crise politique et l'instabilité gouvernementale, d'ampleur inédite dans le pays, devraient se traduire par un net ralentissement de la demande interne. Les perspectives du secteur exportateur (semi-conducteurs principalement) dépendront en partie de la politique commerciale retenue par la nouvelle administration américaine. La Corée du Sud n'est pas directement visée par des mesures tarifaires pour le moment mais le bouleversement des chaînes de valeurs qu'elles induisent pèsera sur les exportations. La politique économique restera accommodante : la Banque centrale et le gouvernement intérimaire ont déjà proposé des mesures de soutien, mais le stimulus ne suffira pas à relancer significativement la croissance, qui devrait continuer de ralentir en 2025.

### CRISE POLITIQUE INÉDITE

Le climat politique s'est brusquement dégradé au début du mois de décembre 2024, après que le président Yoon Suk Yeol a brièvement instauré la loi martiale. Une procédure de destitution est en cours et le président est suspendu en attendant qu'elle soit menée à son terme. Après plusieurs semaines de rebondissements, il a finalement été arrêté le 15 janvier dernier et inculpé pour insurrection le 25 janvier (un des chefs d'accusation pour lesquels le président ne bénéficie pas d'immunité). Il devra répondre de plusieurs autres chefs d'accusation, dont trahison, corruption et abus de pouvoir. À ce jour, deux présidents intérimaires se sont déjà succédé et les tensions restent très importantes, l'opposition des deux « camps » (pro/anti-président) occasionnant de nombreuses confrontations.

Cette séquence politique n'est pas surprenante mais son ampleur est inédite en Corée du Sud. La polarisation de la vie politique s'est accélérée au cours des dernières années et une crise politique était latente depuis les dernières élections législatives d'avril 2024. La coalition (conservatrice) présidentielle, menée par le parti « Pouvoir des nationaux », n'a remporté que 108 sièges, alors que la coalition d'opposition, menée par « Le Parti démocrate », a remporté 170 sièges. La conjonction de la popularité présidentielle très faible et d'une majorité d'opposition au Parlement avait déjà conduit au blocage de nombreuses propositions gouvernementales.

La solidité des institutions coréennes ne s'est toutefois pas démentie. La Banque centrale a annoncé dès le début de la crise qu'elle se tenait prête à intervenir si nécessaire pour assurer la stabilité des marchés financiers. Dans le même temps, faute de vote, le Parlement a reconduit le budget de l'année 2024 et d'éventuelles dépenses supplémentaires seront étudiées au cas par cas (le budget 2025 était en discussion au Parlement lors de la tentative d'instauration de la loi martiale).

Pour le moment, les conséquences financières restent limitées. Les pressions initiales sur le won se sont partiellement résorbées (fin janvier, le won restait déprécié de 2,5% vis-à-vis du dollar américain par rapport à début décembre). La vulnérabilité externe de la Corée du Sud est de toute façon limitée : les réserves de change représentent environ sept mois d'importations et la position extérieure nette du pays est créditrice (et se renforce continuellement depuis près de 15 ans), ce qui réduit sa vulnérabilité aux chocs financiers et aux fuites de capitaux.

### RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE

Les conséquences sur la croissance du PIB seront sans doute plus significatives. Après +2,2% en moyenne annuelle en 2024, on s'attend à une croissance de 1,6% en 2025. La croissance a déjà ralenti

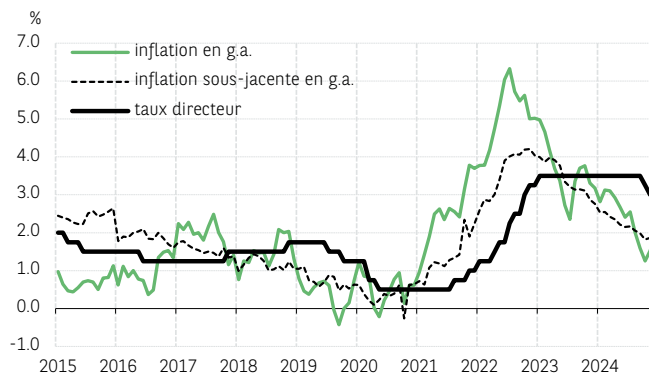
### PRÉVISIONS

	2022	2023	2024e	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	2.6	1.4	2.2	1.6	1.9
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	5.1	3.7	2.3	1.9	2.0
Solde budgétaire, % du PIB	-2.8	-1.5	-1.8	-1.7	-1.5
Dette des adm. publiques, % du PIB	49.8	53.6	54.1	54.9	55.3
Balance courante, % du PIB	1.4	1.9	4.2	2.5	2.4
Dette externe, % du PIB	40.0	34.9	31.8	31.0	29.5
Réserves de change, mds USD	423	420	419	421	428
Réserves de change, en mois d'imports	6.2	6.6	6.8	6.6	6.4

TABEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS  
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

### CORÉE DU SUD : RALENTISSEMENT DE L'INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

tout au long de l'année 2024, atteignant 1,2% en g.a. au dernier trimestre, et la capacité de rebond est limitée. La situation politique devrait entraîner un ralentissement de la consommation privée et de l'investissement. Les indices mesurant la confiance des consommateurs et des investisseurs ont chuté en décembre dernier. Dans le secteur de la construction, l'investissement a déjà ralenti au cours des trois derniers trimestres. Dans le même temps, les perspectives du secteur exportateur (semi-conducteurs principalement) dépendront en partie de la politique commerciale de la nouvelle administration américaine.



Le *policy mix* devrait rester accommodant : des mesures destinées à soutenir la croissance seront très certainement votées dans les prochains mois (c'est quasi systématiquement le cas en Corée en période de ralentissement de l'économie), mais le stimulus ne devrait pas être suffisant pour renforcer significativement la croissance.

### SOUTIEN DE LA BANQUE CENTRALE

La Banque centrale a indiqué qu'elle cherchera à soutenir la croissance économique au cours des prochains trimestres. Compte tenu de la crise politique et de ses potentielles répercussions financières, le taux directeur est resté inchangé (à 3%) lors de la réunion du 16 janvier dernier, mais l'accès au crédit a été facilité pour les petites et moyennes entreprises. Le communiqué de la Banque centrale laisse entendre que plusieurs baisses de taux sont probables au cours des mois à venir. En dépit de la dépréciation de la monnaie et des fluctuations des prix des matières premières, l'inflation devrait rester contenue (celle-ci est ressortie à 1,9% en g.a. en décembre, après 1,5% en novembre). Par ailleurs, les prévisions de croissance viennent d'être révisées à la baisse : la Banque centrale n'attend plus qu'une croissance du PIB réel de 1,6-1,7% en 2025 (contre 1,9% en lors du dernier exercice de prévision de novembre dernier).

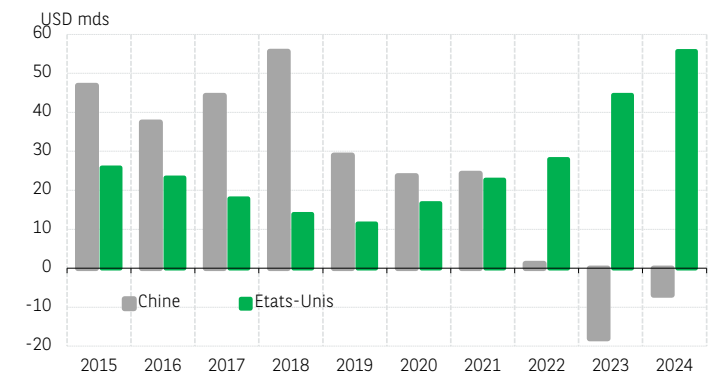
Cela dit, la politique monétaire coréenne est toujours contrainte par les risques financiers liés à la dette élevée des ménages (environ 90% du PIB). Les nombreuses mesures macroprudentielles mises en place ont jusqu'à présent permis de contenir ces risques. En dépit de la volonté de certains membres du comité de « traduire la baisse des taux dans le crédit aux ménages », la Commission des services financiers a indiqué vouloir contenir la hausse de la dette à moins de +3,8% (en termes réels) en 2025.

### NOUVEAU BOULEVERSEMENT DES CHAINES DE VALEUR ?

La Corée du Sud ne devrait pas être épargnée par le changement de politique économique américaine. La situation est très différente de celle qui prévalait lors du premier mandat de Donald Trump. En effet, la structure du commerce extérieur coréen et l'intégration du pays dans les chaînes de valeur se sont modifiées au profit des États-Unis et au détriment de la Chine.

En 2024, 18,7% du total des exportations était à destination des États-Unis (12% en 2017) et 19,5% à destination de la Chine (25% en 2017). Entre 2017 et 2024, l'excédent commercial avec les États-Unis a presque triplé, alors que le solde commercial avec la Chine est progressivement passé de l'excédent au déficit (voir *graphique 2*). En novembre dernier, le Trésor américain avait d'ailleurs replacé la Corée sur la liste des économies « à surveiller », ce qui pourrait attirer l'attention de l'administration Trump, même si aucune augmentation de droits de douane n'a pour le moment été annoncée. Le déficit commercial bilatéral américain avec la Corée (USD 55 mds en 2024) reste toutefois largement inférieur à celui enregistré avec la Chine (environ USD 300 mds). D. Trump ne s'est pour le moment pas prononcé en faveur d'une potentielle renégociation de l'accord de libre échange avec la Corée (KORUS), comme cela avait été le cas lors du premier mandat.

## CORÉE DU SUD : LE SURPLUS COMMERCIAL AVEC LES ÉTATS UNIS PROGRESSE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : KOREA CUSTOM SERVICE, BNP PARIBAS

Plusieurs éléments pourraient jouer en faveur de la Corée du Sud : en 2023, les États-Unis ont capté près de 45% du total des IDE coréens (soit USD 28 mds), loin devant la Chine (moins de 3%, soit USD 1,9 md). Le secteur des semi-conducteurs est un des principaux bénéficiaires. En 2017, les États-Unis recevaient 33% du total des IDE coréens dans ce secteur et la Chine 7%. Par ailleurs, la valeur ajoutée des exportations coréennes est très élevée, et la Corée du Sud ne figure pas sur la liste des pays « connecteurs » qui permettent à la Chine de contourner les tarifs douaniers américains (les exportations de ces pays contiennent une valeur ajoutée locale relativement faible et une valeur ajoutée chinoise élevée).

Cela dit, même si elle ne subit pas d'augmentation spécifique des tarifs douaniers, l'économie coréenne sera affectée par les hausses des droits de douane américains imposées aux produits chinois. Le secteur exportateur coréen serait indirectement touché. D'éventuelles représailles chinoises pourraient également avoir des conséquences, notamment une dévaluation compétitive qui pourrait déstabiliser les monnaies asiatiques. De plus, un contrôle renforcé des exportations chinoises pourrait désordonner les chaînes de valeur de la région, dans lesquelles la Corée est très intégrée. À court terme, les mesures de soutien proposées par le gouvernement et la Banque centrale ne suffiraient sans doute pas à contrebalancer les effets de la dépréciation du yuan sur les exportations et la croissance coréennes si la Banque centrale chinoise menait une stratégie de dévaluation compétitive.

La mise en œuvre des réformes structurelles visant à renforcer la compétitivité industrielle, prévues de longue date, est par ailleurs menacée par la crise politique actuelle. Or, ces réformes sont cruciales pour le secteur exportateur du pays, notamment face à la concurrence grandissante de la Chine, de l'Union européenne et du Japon dans le secteur des semi-conducteurs notamment.

**Hélène Drouot**

[helene.drouot@bnpparibas.com](mailto:helene.drouot@bnpparibas.com)

# INDONÉSIE

## PERSPECTIVES SOLIDES MAIS VULNÉRABLES AUX CHOCS EXTERNES

La croissance du PIB est restée robuste en 2024 et les perspectives pour 2025 sont bien orientées. La consommation des ménages devrait rester solide mais les investissements devraient ralentir. La Banque centrale devrait être contrainte dans sa politique d'assouplissement monétaire par les tensions sur la roupie, alors que les taux d'intérêt réels, déjà élevés, ont augmenté. Au niveau budgétaire, le gouvernement devrait privilégier sa politique sociale aux dépenses d'investissement. Cela pèsera sur la croissance à court et moyen terme. Les exportations devraient pâtir du ralentissement économique chinois. Par ailleurs, bien que modeste, l'impact direct d'une hausse potentielle des droits de douane américains pourrait également pénaliser l'économie indonésienne.

### LA CROISSANCE RESTE STABLE

En 2024, la croissance est restée stable à 5%. La contribution des exportations nettes a été négative en dépit d'une croissance soutenue des exportations. La demande intérieure est restée le principal moteur. La consommation des ménages et les investissements ont atteint respectivement 52,7% et 31% du PIB. En dépit de taux d'intérêt réels en hausse, les investissements ont continué leur progression bien qu'à un rythme moins soutenu que l'année dernière (+4%) grâce, notamment, au dynamisme des investissements publics dans les infrastructures. Les investissements en machines et biens d'équipement ont principalement augmenté au second semestre mais restent modestes (4% du PIB).

L'activité a été très dynamique dans le secteur des services et, en particulier, dans les services à forte valeur ajoutée (+6,2%). Elle a été plus modeste dans le secteur manufacturier (+4,4%), qui présente toutefois des disparités importantes entre secteurs. Ces divergences reflètent les transformations structurelles en cours depuis plusieurs années. D'une part, les activités de transformation des métaux ont continué d'enregistrer une croissance très dynamique (+13,3%), stimulées par la stratégie du gouvernement Widodo d'interdire les exportations brutes de nickel, afin de développer les activités de transformation des matières premières. D'autre part, la croissance dans les industries intensives en main d'œuvre (textile, ameublement) a été beaucoup plus contenue (+4,2%). Cela est à mettre en perspective avec la forte hausse des importations en provenance de Chine. En trois ans, la part des secteurs manufacturiers à forte intensité de main d'œuvre dans le PIB a baissé de 0,3 point pour s'établir à 1,8% du PIB fin 2024, tout comme la part dans l'emploi total (-1pp), qui s'est établie à 13,8% en 2023. Les indicateurs disponibles pour l'année 2024 laissent à penser que la baisse s'est accentuée et expliquent la décision du gouvernement d'augmenter les droits de douane sur les produits textiles en juin 2024.

Les perspectives de croissance pour les trois prochaines années sont bien orientées. Elle devrait atteindre 5,1% en moyenne, soutenue par le dynamisme de la consommation des ménages et une hausse des investissements publics. Les principaux risques pour 2025 portent sur l'évolution des exportations en raison de la fragmentation du commerce mondial, du ralentissement économique chinois (principal partenaire commercial de l'Indonésie) et d'une hausse potentielle des tarifs douaniers américains. Par ailleurs, la hausse anticipée des pressions inflationnistes et le renforcement du dollar face aux devises émergentes (notamment la roupie) pourraient contraindre l'assouplissement monétaire et ainsi peser sur les investissements privés.

### L'INFLATION DEVRAIT REBONDIR EN 2025

En 2024, la hausse des prix a ralenti à 2,3% (vs. 3,7% en 2023). Pour l'année 2025, une légère accélération est attendue en raison de l'augmentation de 1 point de pourcentage (pp) du taux de TVA à 12% au 1<sup>er</sup> janvier 2025. Certains produits de première nécessité en sont cependant exonérés.

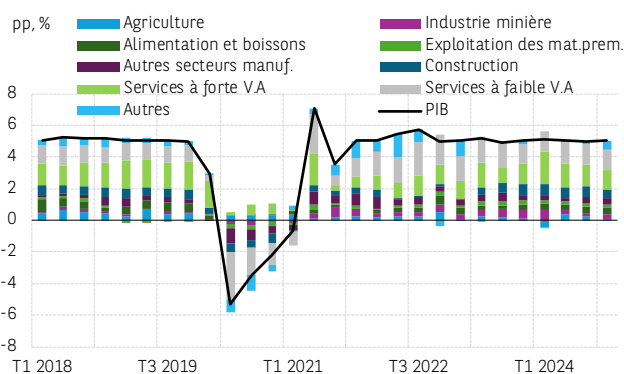
### PRÉVISIONS

	2022	2023	2024e	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	5,3	5,0	5,0	5,0	5,1
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	4,2	3,7	2,3	2,5	2,6
Solde budgétaire, % du PIB	-2,4	-1,7	-2,3	-2,5	-2,7
Dette des adm. publiques, % du PIB	39,7	39,2	38,8	38,7	38,6
Balance courante, % du PIB	1,1	-0,2	-0,9	-1,4	-1,6
Dette externe, % du PIB	30,1	29,8	31,3	31,5	31,3
Réserves de change, mds USD	124	133	140	138	139
Réserves de change, en mois d'imports	5,5	6,0	6,1	6,1	6,1

TABEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS  
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

### INDONÉSIE : LA CROISSANCE RESTE SOLIDE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CEIC, BPS, BNP PARIBAS

L'inflation des prix à la consommation est attendue à 2,8% à fin 2025. Elle devrait rester dans la cible fixée par la banque centrale (2,5% +/- 1pp) sur l'ensemble de l'année.

En dépit des pressions inflationnistes modérées, les marges de manœuvre de la Banque centrale pour assouplir sa politique monétaire sont contraintes par l'évolution du taux de change. Sa récente décision d'abaisser ses taux directeurs (-25 points de base [pb] en janvier), pour soutenir sa croissance alors que les tensions baissières sur la roupie sont déjà fortes, pourrait fragiliser les comptes extérieurs.



## LES INVESTISSEMENTS RESTENT INSUFFISANTS

Le nouveau gouvernement de Prabowo Subianto a l'objectif de porter le taux de croissance de 5% en moyenne sur la période 2014-2024 (hors Covid) à 8% d'ici 2 à 3 ans. Pour ce faire, il va soutenir la consommation des ménages les plus défavorisés grâce à une politique sociale expansionniste. Mais cet objectif de croissance à 8% paraît irréaliste si elle n'est pas accompagnée d'une augmentation significative des investissements. En dépit de la hausse enregistrée au cours des deux dernières années, le taux d'investissement dans le pays reste inférieur à son niveau prépandémique. Il faudrait qu'il atteigne entre 39% et 45% du PIB (vs. 30,7% du PIB aujourd'hui) pour que la croissance s'élève à 7% compte tenu du taux d'efficacité du capital (*incremental capital output ratio*), légèrement supérieur à 6 en Indonésie. Pourtant, en 2025, le gouvernement prévoit de réduire ses dépenses d'investissement de 0,7pp à 0,8% du PIB. La priorité est donnée aux dépenses sociales, alors que les besoins en infrastructures du pays restent très importants. Si l'on se réfère au dernier indice de performance logistique du pays publié par la Banque mondiale, la qualité des infrastructures ne s'est pas améliorée au cours des cinq dernières années. En 2023, l'Indonésie était classée 59e sur 139 pays, loin derrière la Chine, la Thaïlande et le Vietnam. Les défaillances en matières d'infrastructures pèsent sur son attractivité et son développement industriel. Les investissements privés ne devraient pas non plus rebondir sensiblement. Les taux d'utilisation des capacités de production restent en-dessous de leur moyenne de long terme et les taux d'intérêt sur les prêts aux investissements ont augmenté de 120pb en termes réels au cours des douze derniers mois.

## QUELLE VULNÉRABILITÉ FACE À TRUMP 2.0 ?

Depuis l'élection de Donald Trump, les rendements obligataires américains ont augmenté et entraînent dans leur sillage les taux longs indonésiens qui ont enregistré une hausse de 32pb entre décembre 2024 et mi-janvier. Cette évolution est à surveiller. En effet, la charge d'intérêt sur la dette publique a continué d'augmenter en 2024 pour atteindre un point haut à 2,3% du PIB (l'équivalent de 17,6% des recettes budgétaires), réduisant d'autant les marges de manœuvre budgétaires.

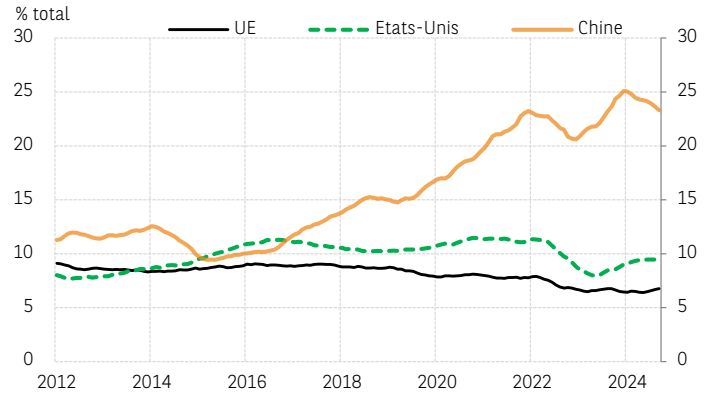
Par ailleurs, même si ses comptes extérieurs sont relativement robustes, l'Indonésie a d'ores et déjà été fragilisée par d'importantes sorties de capitaux depuis l'arrivée au pouvoir de D. Trump.

Le déficit du compte courant est structurellement modeste, la dette extérieure de l'Indonésie est modérée et ses réserves de change suffisent à couvrir l'intégralité de ses besoins de financement à court terme. La principale source de fragilité est la faiblesse des entrées nettes d'investissements directs étrangers (IDE), qui se sont établis à seulement 1,3% du PIB en moyenne sur les cinq dernières années. Cela rend le pays dépendant des flux de dette et des investissements de portefeuille (volatils) pour financer son déficit courant. Sur les trois premiers trimestres de l'année 2024, le déficit du compte courant a augmenté de 0,7pp à 0,8% du PIB, principalement en raison de la baisse des prix des matières premières. Sur l'ensemble de l'année, il ne devrait pas avoir dépassé 1% du PIB et devrait donc être entièrement couvert par les flux d'IDE. En revanche, en 2025, le déficit courant devrait s'élever à 1,4% du PIB et pourrait ne plus être couvert par les IDE nets. Cela pourrait alors accroître la vulnérabilité de l'Indonésie aux sorties de capitaux volatils.

Or, depuis les résultats des élections américaines, l'Indonésie a enregistré, comme les autres pays d'Asie émergente, d'importantes sorties de capitaux, les marchés financiers craignant que la Réserve fédérale américaine laisse ses taux inchangés. La roupie s'est dépréciée face au dollar US de près de 4% depuis le mois de novembre 2024.

<sup>1</sup> Global Trade Patterns in the wake of the 2018-2019 US-China Tariff Hikes, Haberkorn, Hoang, Lewis, Mix, Moore (2024).

## INDONÉSIE : RÉPARTITION DES EXPORTATIONS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CEIC, BI, BNP PARIBAS

À titre de comparaison, la roupie indienne, le ringgit malais et le baht thaïlandais ont perdu respectivement 2,1%, 3,3% et 2,5%. Les risques générés par cette dépréciation restent toutefois contenus. La dette extérieure totale du pays n'atteignait que 31,1% du PIB au T3 2024 et la dette des entreprises ne bénéficiant d'aucune couverture naturelle contre le risque de change constituait seulement 5,3% du PIB. Par ailleurs, la Banque centrale (*Bank Indonesia*, BI) détient des réserves de change suffisantes pour défendre sa monnaie (USD 140,1 mds, soit l'équivalent de 6,1 mois d'importations de biens et services). De plus, elle peut choisir d'émettre davantage de SRBI (*Sekuritas Rupiah Bank Indonesia*), des titres financiers libellés en roupies adossés à des obligations gouvernementales qu'elle détient, en offrant des rendements attractifs pour attirer les investisseurs étrangers. Pour contenir les tensions sur sa monnaie et préserver ses réserves, elle a aussi imposé aux entreprises exportatrices de matières premières de laisser en dépôt, auprès des banques commerciales, toutes leurs recettes en devises, et ce pour une durée d'un an minimum à compter du 1<sup>er</sup> mars.

Sur le plan commercial, le gouvernement Trump pourrait augmenter les droits de douane sur les produits en provenance d'Indonésie. Même si le déficit commercial américain avec l'Indonésie est modeste (« seulement » USD18mds en 2024) et sans commune mesure avec celui avec la Chine et le Vietnam (respectivement USD293mds et USD122mds), il a sensiblement augmenté au cours des cinq dernières années (+32,9%). En outre, l'Indonésie bénéficie aujourd'hui d'une politique commerciale tarifaire préférentielle, notamment pour les produits électroniques, les produits chimiques, le mobilier et le caoutchouc. Mais ces produits ne constituent que 1,4% de ses exportations vers les États-Unis. Plus globalement, tous produits confondus (produits intermédiaires et finaux), la valeur ajoutée de ses produits exportés à destination des États-Unis était estimée à 2,3% du PIB en 2020 (selon la base TiVA de l'OCDE), soit l'équivalent de 2,5% du PIB aujourd'hui si on appliquait la même structure commerciale. En nous appuyant sur les travaux de la littérature<sup>1</sup>, qui estiment que l'élasticité des exportations à une hausse du tarif douanier serait de 1,3, on peut en déduire que l'adoption d'un droit de douane de 10% sur tous les biens indonésiens exportés vers les États-Unis (directement ou non) pourrait générer une baisse de son PIB de 0,3pp.

Johanna Melka

[johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)



# VIETNAM

## LE SUCCÈS ÉCONOMIQUE MENACÉ PAR TRUMP 2.0 ?

L'économie vietnamienne a affiché une croissance forte de 7,1% en 2024. Cette réussite devrait se poursuivre en 2025 : le secteur exportateur bénéficie du dynamisme de la demande électronique mondiale et ses capacités de production continuent d'augmenter grâce aux IDE ; l'immobilier se remet de la crise de 2022-2023, et la consommation privée devrait gagner en vigueur. De plus, le gouvernement dispose d'une large marge de manœuvre pour augmenter ses dépenses et investissements. Cependant, des risques baissiers élevés pèsent sur les perspectives économiques du pays. D'une part, un dollar fort et des taux d'intérêt inchangés aux États-Unis pourraient entraîner de nouvelles sorties de capitaux ; les pressions sur le dong et la liquidité externe contraindraient alors la politique monétaire. D'autre part, le Vietnam est vulnérable au risque protectionniste car il est fortement dépendant des exportations. Surtout, son rôle de « connecteur » entre les producteurs chinois et les importateurs américains, et son important excédent commercial avec les États-Unis pourraient amener l'administration Trump à taxer les produits vietnamiens.

### 📈 CROISSANCE FORTE TIRÉE PAR LE SECTEUR EXPORTATEUR

La croissance du PIB réel a atteint +7,1% en 2024 : un redressement impressionnant après le ralentissement des années 2020-2023. En 2025, la croissance devrait ralentir à 6,2%, un rythme toujours solide, soutenu notamment par la consommation privée et le maintien de politiques économiques accommodantes. Les perspectives d'exportation et d'investissement dans le secteur manufacturier sont plus incertaines.

Les exportations de marchandises ont rebondi rapidement à partir de l'automne 2023. Elles ont augmenté de +14% en g.a. en valeur en 2024 (contre -4,6% en 2023) et accompagné un solide redressement de la production industrielle (+7,8% en 2024, après +1,7% en 2023) et de l'investissement (+7,2% en 2024, après +4,1% en 2023). Le secteur manufacturier exportateur a largement profité du renforcement de la demande mondiale de biens technologiques, de l'expansion continue de ses capacités de production et de gains de parts du marché mondial dans une diversité de secteurs (allant des produits agricoles aux biens électroniques et ordinateurs). La part du Vietnam dans les exportations mondiales totales a augmenté à 1,7% en 2024, après avoir stagné à 1,5% en 2021-2023. En 2025, le pays reste bien positionné pour bénéficier du dynamisme de la demande électronique mondiale, augmenter ses capacités de production grâce aux investissements directs étrangers (IDE) et gagner des parts de marché. En même temps, la menace de barrières tarifaires, que pourraient imposer les États-Unis, constitue un risque baissier majeur sur les exportations.

Le secteur du tourisme s'est bien redressé depuis 2022, plus rapidement que dans les pays voisins. En 2024, le nombre de visiteurs a quasiment retrouvé son niveau d'avant-Covid (17,6 millions) et le montant des recettes touristiques l'a dépassé, atteignant 7% du PIB. Les exportations totales de services ont augmenté de +18% en g.a. en valeur sur les trois premiers trimestres de 2024. L'activité liée au tourisme va rester solide en 2025 : les autorités ambitionnent une hausse des recettes du secteur de près de 20%, notamment grâce au retour des touristes chinois, dont le nombre en 2024 était encore 40% en dessous de son niveau de 2019.

En 2024, la contribution des exportations nettes a été légèrement négative (graphique 1), le rebond en volume des importations ayant dépassé celui des exportations (dont le contenu en importations est élevé). La croissance solide du secteur exportateur et du tourisme a néanmoins eu des effets d'entraînement sur le reste de l'économie. De plus, la demande intérieure a bénéficié de la politique budgétaire accommodante et de l'assouplissement des conditions de crédit à partir du printemps 2023. L'activité dans l'immobilier et la construction (9,5% du PIB) s'est progressivement redressée et la croissance de la consommation privée a accéléré (de +3,4% en 2023 à +6,7% en 2024). Les ménages sont de nouveau restés prudents en raison des pressions inflationnistes et de la crise immobilière. Leur consommation pourrait se renforcer plus vigoureusement en 2025.

L'inflation des prix à la consommation a accéléré de +2,4% en g.a. au T2 2023 à +4,4% au T2 2024, tirée par les prix alimentaires (+4% en 2024).

### PRÉVISIONS

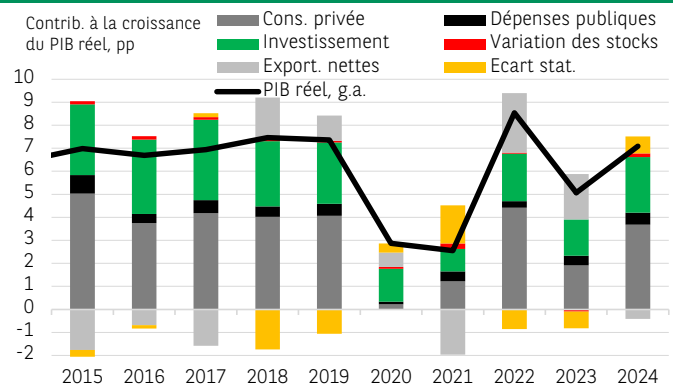
	2022	2023	2024e	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	8.5	5.1	7.1	6.2	6.3
Inflation IPC, moyenne annuelle, %	3.2	3.3	3.6	3.3	3.4
Solde budgétaire, % du PIB	0.7	-2.5	-2.6	-2.6	-2.4
Dette du gouvernement, % du PIB	34.7	34.4	33.8	33.6	33.3
Balance courante, % du PIB	-0.3	6.5	5.0	4.3	3.8
Dette externe, % du PIB	35.9	32.7	30.5	28.7	27.3
Réserves de change, mds USD	86.5	92.2	86.7	87.8	97.3
Réserves de change, en mois d'imports	2.8	3.3	2.6	2.5	2.6

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

### VIETNAM : CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : GENERAL STATISTICS OFFICE, CEIC, BNP PARIBAS

L'inflation IPC a fléchi depuis et est passée en-dessous de 3% au T4 2024. L'inflation sous-jacente est restée proche de +2,7% en g.a. en 2024, soit un niveau modérément élevé. En 2025, l'inflation IPC devrait rester dans la bande cible de 4%-4,5% de la Banque centrale.

### 📊 AMÉLIORATION DE LA GESTION DES FINANCES PUBLIQUES

Le gouvernement vietnamien dispose d'une bonne marge de manœuvre pour maintenir une politique budgétaire expansionniste. Les déficits sont inférieurs à 3% du PIB et la dette du gouvernement est modérée, estimée à 34% du PIB en 2024 (sur la base des données du FMI).



En 2025, le déficit budgétaire devrait rester stable, à 2,6% du PIB. Les dépenses publiques devraient continuer d'augmenter modérément, tirée par les dépenses courantes et les investissements. La part de ces derniers dans les dépenses totales devrait croître – signe, à la fois, d'une amélioration de la gestion des finances publiques et de la nécessité de renforcer les infrastructures (les réseaux d'eau et d'énergie en particulier). En outre, la réalisation des projets d'investissement public a été fortement ralentie de 2022 à 2024 par une vaste campagne anti-corruption menée par les dirigeants du Parti communiste vietnamien, dont les effets devraient s'estomper cette année.

Du côté des recettes, d'une part, la base fiscale devrait continuer de s'élargir progressivement, grâce à la poursuite de réformes administratives, au dynamisme de l'activité et au nouveau taux d'imposition minimum de 15% pour les entreprises multinationales (introduit en 2024). D'autre part, le gouvernement devrait reconduire les mesures fiscales de soutien à la demande intérieure.

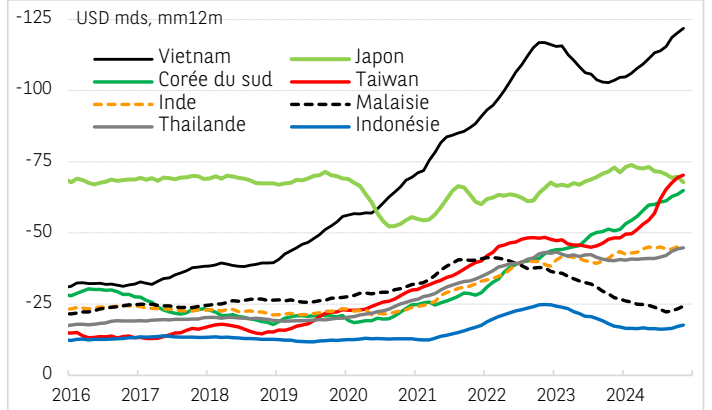
### COMPLEXITÉ DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET DE CHANGE

Depuis le T2 2023, la Banque centrale (State Bank of Vietnam, SBV) a maintenu une politique monétaire et de crédit visant à favoriser le redressement du secteur immobilier et de l'activité économique. Sa marge de manœuvre a toutefois été limitée du fait de l'accélération de l'inflation jusqu'à la mi-2024 et des pressions à la baisse sur le dong (VND). Ainsi, SBV a laissé ses taux directeurs inchangés depuis juin 2023 (4,5% pour le taux de refinancement, après l'avoir réduit de 150 points de base au cours du T2 2023) et encouragé l'offre de prêts bancaires via l'ajustement de règles macroprudentielles. La croissance de l'encours de crédits au secteur privé a rebondi vigoureusement (+16% en g.a. fin 2024 contre +9% à la mi-2023). Elle devrait accélérer encore un peu en 2025, en ligne avec la cible fixée par les autorités.

D'un côté, le dong est soutenu par les excédents de la balance courante (5% du PIB attendu en 2024) et les entrées nettes d'IDE (4,2% attendu en 2024). D'un autre côté, le Vietnam reste exposé à d'importantes sorties de capitaux : en dépit du processus de stabilisation macroéconomique de ces dernières années, la confiance des résidents dans leur monnaie et leurs banques reste fragile. Ainsi, depuis 2022, le Vietnam a connu d'importantes sorties nettes de capitaux, d'abord sous l'effet du resserrement monétaire américain, dans un contexte de crise de confiance dans l'immobilier et le secteur financier vietnamiens, et récemment sous l'effet des changements d'anticipations sur la politique de la Réserve fédérale américaine et le dollar. Pour contrer les pressions à la baisse sur le dong, SBV a augmenté ses interventions sur le marché des changes, consommant ses réserves (selon le régime de change « flottant administré », le taux spot du dong contre dollar fluctue dans une bande de ± 5% autour du taux de référence fixé par la Banque centrale).

Au total, le taux de change spot VND/USD s'est déprécié de 4,5% sur l'année 2024, et de 10% depuis la fin 2021. La dépréciation est restée sous contrôle, mais au prix d'une réduction des réserves de change (passées de USD92 mds fin 2023 à USD84 mds fin septembre). Les réserves couvrent dorénavant moins de 3 mois d'importations de biens et services, ce qui constitue une maigre protection contre de nouveaux chocs externes. Certes, le Vietnam n'est pas très dépendant des financements externes et ne présente pas de risque de solvabilité ; le pays n'a pas besoin de contracter de nouvelle dette car sa balance de base (excédent courant + IDE nets) est positive. De plus, la dette extérieure est très modérée et en baisse graduelle (environ 30% du PIB en 2024, contre 37% en 2019). En revanche, à court terme, le Vietnam reste exposé au risque de sorties de capitaux et de pressions sur le taux de change, dans un contexte de dollar fort et de taux d'intérêt inchangés aux États-Unis. Des pressions excessivement fortes ou prolongées sur le dong et sur la liquidité externe pourraient forcer les autorités à élargir la bande de fluctuation du VND/USD et/ou durcir les contrôles de capitaux.

### VIETNAM : DÉFICITS COMMERCIAUX BILATÉRAUX DES ÉTATS-UNIS VIS-À-VIS DE PAYS ASIATIQUES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : U.S. CENSUS BUREAU, CEIC, BNP PARIBAS

### TRUMP 2.0 : DANGER ?

Le Vietnam est également exposé au risque de hausse des barrières douanières. D'abord, parce que son économie est très dépendante des exportations de marchandises (84% du PIB en 2024), et donc vulnérable au ralentissement de la demande mondiale que devrait provoquer la montée du protectionnisme. Une large part des exportations du pays est, en outre, destinée au marché nord-américain (29% en 2024, contre 19% en 2017). Ensuite, parce que le Vietnam remplit plusieurs critères qui retiendront l'attention de l'administration Trump. Premièrement, le déficit commercial des États-Unis avec le Vietnam a augmenté rapidement et est devenu le plus important, derrière la Chine, au sein des pays asiatiques. Il a atteint USD120 mds en 2024, contre USD38 mds à la veille du premier mandat de Trump en 2017 (graphique 2). Deuxièmement, le Vietnam est sur la « liste de surveillance » des politiques macroéconomiques et de change des partenaires commerciaux des États-Unis. Troisièmement, la part de la valeur ajoutée chinoise intégrée dans les exportations du Vietnam vers les États-Unis est élevée (estimée à 19% en 2024).

Depuis 2018, les entreprises chinoises ont en effet réorganisé leurs chaînes de production, en délocalisant une partie de leurs usines pour produire dans des pays aux coûts de production plus bas et contourner les droits de douane américains. Les pays d'Asie du Sud-Est, en particulier le Vietnam, en ont largement profité. Leur intégration commerciale avec la Chine s'est accrue, et ils ont renforcé leur rôle de plateforme de production et d'exportation, tout en montant en gamme. Ils ont ainsi gagné une bonne partie des parts du marché nord-américain que la Chine a perdu depuis six ans. Par conséquent, les États-Unis pourraient augmenter les droits de douane sur les importations en provenance du Vietnam et d'autres pays intermédiaires dans lesquels les entreprises chinoises finalisent leurs produits.

Le Vietnam conserve pourtant des avantages comparatifs importants (niveau de formation adéquat et coût modéré de la main d'œuvre, avantage géographique, politiques proactives pour attirer les IDE, position neutre dans les conflits géopolitiques). Par conséquent, si les États-Unis n'imposent pas à l'avenir de droits de douane sur les biens vietnamiens, le pays devrait continuer de bénéficier des ajustements dans les chaînes de production mondiales, d'attirer des IDE et d'étendre sa base d'exportations. À l'inverse, l'introduction de barrières douanières américaines pénaliserait à la fois ses exportations et les IDE.

**Christine Peltier**

[christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)



# POLOGNE

## VERS UN REDRESSEMENT DE L'INVESTISSEMENT

La Pologne se démarque des pays voisins par une surperformance de son économie. Elle affiche, en outre, une croissance positive ininterrompue de son PIB depuis 1992, à l'exception de 2020. Les perspectives de croissance sont solides en 2025 et en 2026 en dépit des incertitudes liées aux élections présidentielles de mai 2025, et ce, grâce au rebond attendu de l'investissement public. L'inflation accélère à nouveau cette année et ne devrait pas converger vers sa cible avant 2026. Les autorités monétaires vont probablement maintenir leur statu quo dans un premier temps, puis s'orienter vers un assouplissement plus tard dans l'année. Concernant les répercussions du « Trump 2.0 », la Pologne a une exposition commerciale directe limitée vis-à-vis des États-Unis, mais reste vulnérable à la montée du protectionnisme.

### COISSANCE PROCHE DE SON POTENTIEL

L'activité économique reste bien orientée pour l'ensemble de l'année 2024, même si la croissance du PIB a ralenti au T3 et qu'un rebond notable au T4 est peu probable. L'acquis était déjà de 2,2% au T3, ce qui signifie que la Pologne pourrait enregistrer une croissance supérieure à ses voisins sur l'année écoulée.

Avec le rebond attendu en 2025 et 2026, principalement attribué au redressement de l'investissement public, la croissance économique dépasserait même le potentiel de moyen terme estimé à 3% par le FMI. L'amélioration des perspectives d'investissement repose sur le soutien des fonds européens prévus pour la Pologne dans le cadre du programme pour la reprise et la résilience qui doivent être déboursés d'ici fin 2026. Les montants alloués à la Pologne s'élèvent à EUR 25,3 mds au titre des subventions et à EUR 34,5 mds pour les prêts à taux préférentiels, soit l'équivalent de 8% du PIB de 2023. Le pays bénéficie aussi des fonds à hauteur de EUR 76 mds dans le cadre du budget européen, échelonnés sur la période 2021-2027.

Le dynamisme de l'investissement public sera sans doute suffisamment important pour compenser les freins à la croissance. Il est attendu que la consommation perde un peu de son élan en raison d'une certaine prudence des ménages, perceptible déjà, dans les enquêtes sur les intentions d'achats de biens durables. De même, l'impulsion tant espérée de la demande extérieure peine à se concrétiser étant donné que l'Allemagne, principal partenaire de la Pologne, ne devrait pas voir un rebond significatif de sa croissance à court terme.

### REMONTÉE DE L'INFLATION EN MOYENNE EN 2025

Le léger reflux de l'inflation en novembre et en décembre (4,2% en g.a. en octobre, à 3,9% en g.a. en novembre et décembre) est sans doute temporaire. Les pressions inflationnistes sont plutôt orientées à la hausse depuis juillet 2024 et devraient se maintenir au moins jusqu'au T1 2025. Ce regain d'inflation provient de la hausse du plafond sur les prix de l'électricité depuis juillet dernier, lequel restera en vigueur jusqu'en septembre 2025. Le poste « alimentation » tire aussi l'indice des prix à la consommation vers le haut. En revanche, une inflation plus modérée que prévu sur les trois derniers trimestres de cette année pourrait provenir d'une progression salariale moins prononcée que les années précédentes. En moyenne, l'inflation en 2025 pourrait être plus élevée que l'an dernier et le retour à la cible d'inflation ne se fera pas avant 2026.

En matière de politique monétaire, la Banque centrale polonaise a été la première dans la région à démarrer le cycle d'assouplissement en septembre 2023, avec deux baisses consécutives du taux directeur (première baisse de 75 points de base [pb] et de 25 pb le mois suivant),

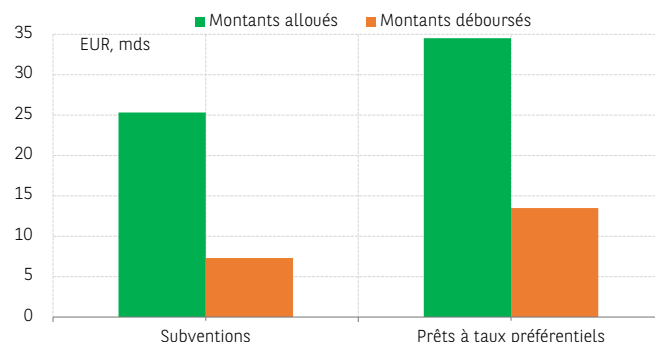
#### PRÉVISIONS

	2022	2023	2024e	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	5,5	0,1	2,8	3,5	3,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	14,4	11,4	3,7	4,2	2,8
Solde budgétaire, % du PIB	-3,4	-5,3	-6,7	-5,7	-5,2
Dette publique, % du PIB	48,8	49,7	53,2	55,0	56,9
Solde courant, % du PIB	-2,3	1,8	0,2	-0,7	-1,1
Dette externe, % du PIB	53,7	49,5	49,2	46,7	44,3
Réserves de change, mds EUR	156,5	175,4	214,2	220,0	225,0
Réserves de change, en mois d'imports	5,2	6,1	7,3	7,3	7,1

TABEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS  
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

#### POLOGNE : FONDS EUROPÉENS POUR LA REPRISSE ET LA RÉILIENCE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

suivie d'une pause par la suite. Ce recalibrage s'explique par l'anticipation d'une inflation légèrement plus forte de la mi-2024 jusqu'au T1 2025. Par ailleurs, les incertitudes électorales ainsi que la volatilité attendue sur le marché des devises face à la montée du protectionnisme vont sans doute inciter à une plus grande prudence, ce qui renforce le scénario d'une pause monétaire au moins sur la première moitié de l'année. La reprise du cycle d'assouplissement monétaire, prévue pour le second semestre, se poursuivrait l'an prochain. Selon notre scénario, le taux directeur sera probablement ramené à 4,00% fin 2025 et à 3,50% en 2026.

## DETTES PUBLIQUES SUPÉRIEURE À 60% DU PIB D'ICI 2026

Le creusement du déficit budgétaire depuis 2020 résulte de mesures généreuses du gouvernement pour soutenir l'économie. Le déficit serait proche de 6% du PIB en 2024 selon les estimations et resterait supérieur à 5% en 2025.

Cette année, la marge de consolidation budgétaire est limitée compte tenu des enjeux électoraux (élections présidentielles prévues en mai 2025) et de l'ampleur des dépenses militaires (4,7% du PIB en 2025). Le budget contient aussi un volet social important, comprenant, entre autres, une hausse de 16% des dépenses de santé, une revalorisation des salaires dans certains secteurs de la fonction publique et une re-conduction du programme d'aide à la famille (*Family 800+*).

La détérioration de la trajectoire budgétaire ne remet pas en cause la solvabilité de l'État. Sa dette est majoritairement libellée à taux fixe, et la capacité du Trésor à se refinancer est solide. De même, la charge d'intérêt de l'État reste contenue, à 9,2 % des recettes (1,5% du PIB). Toutefois, la proportion de la dette publique rapportée au PIB pourrait dépasser le seuil de 60% du PIB à horizon 2026, seuil inscrit dans la constitution polonaise, en plus des règles budgétaires de l'UE. En attendant, les perspectives d'un ajustement limité des comptes publics à court terme se traduit sur le marché obligataire par des taux qui demeurent largement supérieurs à la situation pré-Covid (5,7% mi-janvier pour le titre d'État à 5 ans contre 1,8% fin décembre 2019).

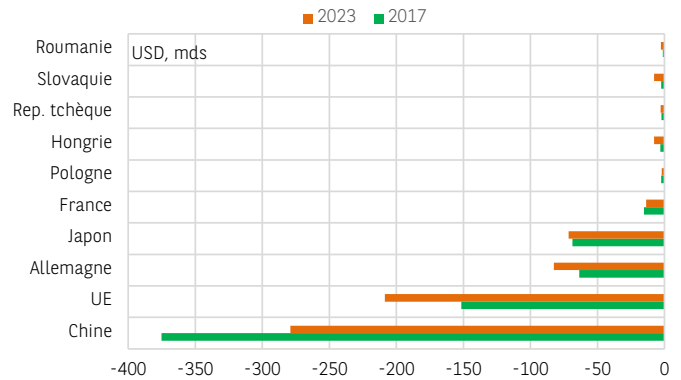
## TRUMP 2.0 : LA POLOGNE EST EXPOSÉE AUX MESURES DOUANIÈRES

La Pologne n'échappera pas aux mesures tarifaires de l'administration Trump, même si le pays affiche depuis des années une balance commerciale bilatérale (de biens) marginale et à peine déficitaire vis-à-vis des États-Unis (USD -2,2 mds en 2023 ; USD -208,7 mds pour l'UE). Les mesures douanières envisagées par l'administration Trump seront sans doute appliquées à l'ensemble des pays de l'UE de façon indifférenciée. L'excédent de la balance commerciale bilatérale de l'UE vis-à-vis des États-Unis qui, de surcroît, s'est accentué depuis le premier mandat de Donald Trump, laisse supposer des tarifs douaniers conséquents.

L'économie polonaise est exposée à la politique de l'administration Trump par le biais des canaux commercial, financier et du taux de changes. Sur le premier volet commercial, l'exposition directe de la Pologne est marginale et suggère un impact a priori limité puisque la proportion des exportations de biens vers les États-Unis a été de seulement 2,9% des exportations totales en moyenne sur ces 5 dernières années (1,4% du PIB). En revanche, l'impact indirect par le biais de l'Allemagne, davantage exposée aux États-Unis, pourrait être non négligeable. Au total, l'exposition directe et indirecte des exportations polonaises aux mesures douanières représente environ 15% du PIB. Les principaux postes d'exportations de la Pologne vers l'Allemagne, concernent l'automobile (9,8% du total en 2022) et les machines et équipements (26,4%). Par ailleurs, la Pologne étant une économie relativement ouverte (exportations/PIB : 46,8% en 2023), est vulnérable aux chocs externes compte tenu des répercussions négatives des mesures douanières sur le commerce à l'échelle mondiale.

Sur le volet financier, le ralentissement probable des flux d'investissements directs étrangers (IDE), dont l'essentiel vient d'Allemagne, pourrait mettre un sérieux coup de frein aux ambitions de la Pologne de monter en gamme dans la chaîne de valeur à court terme. La montée des incertitudes économiques et géopolitiques entraînera inévitablement un report des projets d'investissements étrangers.

## BALANCE COMMERCIALE BILATÉRALE (DE BIENS) DES ÉTATS-UNIS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : US CENSUS BUREAU, BNP PARIBAS

Par ailleurs, une réallocation des flux de capitaux en faveur des États-Unis est probable à court terme. Cette situation reste pour autant gérable et ne présente pas de risque majeur pour les comptes externes. Le déficit courant attendu pour cette année reste modéré et la Pologne dispose de liquidités très confortables (réserves de change de EUR 214,2 mds en décembre 2024) pour combler ses besoins en cas de besoin.

Sur le volet du taux de change, la volatilité des devises et la trajectoire haussière du dollar fragilisent davantage les pays avec une forte proportion de leur dette libellée en monnaie étrangère. En Pologne, la proportion de la dette du gouvernement en devises étrangères est modérée, s'élevant à 24,4% de la dette totale en 2023 (12,1% du PIB). Toutefois, l'exposition au risque de change a quand même augmenté depuis 2024 car le gouvernement polonais est très actif sur le marché des euro-obligataires (EUR 7,7 mds levés en 2024) pour combler en partie ses besoins de financement. Cette année, la Pologne a déjà levé EUR 3 mds en janvier sur les EUR 10,2 mds prévus par le gouvernement pour 2025. L'exposition du gouvernement au risque de change reste gérable en raison des règles prudentielles en vigueur. La proportion autorisée de la dette publique en devises étrangères est fixée à 25% en Pologne.

La tendance attendue en 2025 est une légère dépréciation du zloty polonais contre l'euro et le dollar. La prudence en matière de politique monétaire et les perspectives d'une croissance solide dans la région devraient en effet atténuer les pressions à la baisse sur le zloty. L'an dernier, la devise polonaise a affiché une appréciation modeste de 2,2% contre l'euro et une dépréciation limitée de 3,3% par rapport au dollar.

**Cynthia Kalasopatan Antoine**

[cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com](mailto:cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com)



# BRÉSIL

## REVERS DE MÉDAILLE

L'économie a fini l'année 2024 en situation de surchauffe (réaccélération de l'inflation, tensions sur le marché du travail) créée notamment par le prolongement des soutiens publics. Cette situation a engendré en cours d'année une défiance accrue de la part des marchés. Celle-ci s'est matérialisée, en décembre, par d'importantes sorties de capitaux générant des tensions importantes sur la bourse, les taux d'intérêt et le taux de change provoquant une réaction défensive de la part de la banque centrale. En 2025, un tassement graduel de l'activité paraît inévitable, la demande intérieure étant contrainte par des mesures de consolidation budgétaire, le durcissement des conditions de crédit, une inflation persistante et un climat des affaires dégradé. Les tensions commerciales et géopolitiques sur le plan international, constituent des facteurs supplémentaires de risque même si le Brésil affiche une certaine résilience face aux velléités protectionnistes américaines.

### BILAN 2024 : REGARDS CROISÉS

Le Brésil sort d'une année 2024 où les indicateurs macroéconomiques et financiers ont évolué de façon diamétralement opposée aux anticipations de la plupart des observateurs : l'activité et l'emploi se sont renforcés, l'inflation est repartie à la hausse et la politique monétaire s'est durcie. De surcroît, le réal a connu un plus bas historique et enregistré une baisse de 22% sur l'année tandis que la bourse a perdu 30% en dollars (contre une progression de 7,5% pour l'indice MSCI *Emerging Markets* et 11% en monnaie locale). Les rendements à 10 ans sur les obligations d'État sont passés de 10,3% début 2024 à 15,1% à la fin de l'année et le coût de l'assurance contre un défaut souverain à 5 ans s'est renchéri de près de 75 points de base sur l'année. Malgré un bilan globalement positif en matière de croissance et d'emploi, le Président Luiz Inacio da Silva « Lula » a vu sa popularité s'effriter -- à un peu plus de la moitié de son mandat.

La défiance des marchés au cours de l'année s'explique en grande partie par i/ l'orientation expansionniste de la politique budgétaire ii/ les freins exercés par les partis de centre-droit à l'adoption des réformes qui auraient permis une augmentation des recettes fiscales. Bien que moins prononcée qu'en 2023, l'impulsion budgétaire<sup>1</sup> a participé à la réaccélération de l'inflation au S2 2024<sup>2</sup>, directement en maintenant la production effective au-dessus de son niveau potentiel (*output gap* positif), et indirectement via la dépréciation du change. La révision à la baisse des objectifs budgétaires (avril 2024), l'insuffisance des plans d'économies présentés par le gouvernement<sup>3</sup>, et un déficit avoisinant finalement 9% du PIB (dont 7,2% de PIB de charge d'intérêts pour le gouvernement central) ont provoqué d'importantes tensions sur les marchés financiers. En décembre, celles-ci se sont matérialisées par une crise de confiance sur le réal et d'autres classes d'actifs, agitées - de surcroît - par la remontée des risques politiques (hémorragie intracrânienne de Lula, débat sur sa succession au sein du Parti des Travailleurs). Les flux de capitaux nets sortants ont atteint en décembre près de USD 29 mds, un pic depuis 1982. Pour l'année 2024, les sorties nettes se sont établies à USD 18 mds (3<sup>e</sup> épisode le plus important depuis septembre 2008). Pour stabiliser le réal, les autorités monétaires ont injecté un peu plus de USD 30 mds en intervenant sur le marché des changes (au comptant et à terme) avec un impact dans l'ensemble très limité.

Le Brésil déjouera-t-il encore une fois les attentes en 2025 ? Le bras de fer engagé avec les marchés perdurera-t-il ? Quelles seront les implications du retour en force de Trump à la présidence américaine ?

<sup>1</sup> Variation en glissement annuel du solde structurel primaire (excluant les effets conjoncturels et la charge d'intérêts).

<sup>2</sup> L'inflation a clôturé l'année 2024 à 4,8 % sur un an - au-dessus du plafond de l'objectif de 3 % +/- 1,5 point de pourcentage. C'est la 8e fois depuis la mise en place du ciblage de l'inflation en 1999, que les autorités monétaires ne parviennent pas à atteindre l'objectif. D'après la BCB, le surplus d'inflation en 2024 serait entre autres imputable à i/ l'inflation importée (+0,7pp), ii/ l'effet de l'inflation passée sur les prix courants (inertie dans les contrats notamment, +0,5pp), iii/ la persistance d'un *output gap* positif (+0,5 pp) et les anticipations d'inflation (+0,3 pp).

<sup>3</sup> Le dernier en date, présenté en novembre, dévoilait une réduction des dépenses s'élevant à environ USD 12 mds au cours des deux prochaines années, en limitant, notamment la hausse du salaire minimum et de certaines allocations sociales, ainsi que l'abrogation de certains privilèges pour les militaires. La présentation conjointe d'une réforme de l'impôt sur le revenu (destinée à alléger la fiscalité de la classe moyenne) a été beaucoup moins bien reçue en raison notamment de son caractère procyclique.

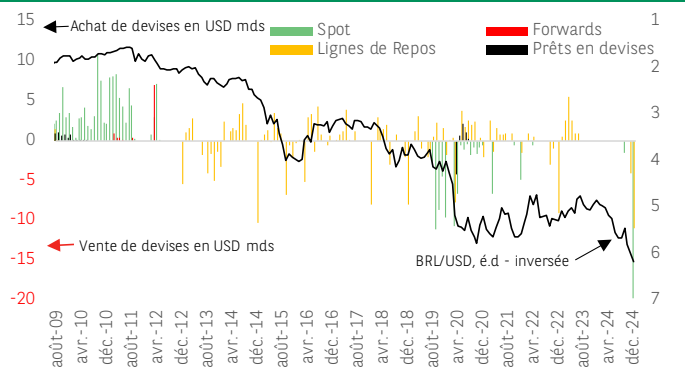
### PRÉVISIONS

	2022	2023	2024e	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	3.1	3.2	3.6	2.1	1.0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	9.3	4.6	4.4	5.3	4.8
Solde budgétaire, % du PIB	-4.6	-8.9	-8.4	-8.7	-8.9
Dette publique, % du PIB	71.7	74.4	78.9	82.1	84.1
Solde courant, % du PIB	-2.9	-1.3	-2.5	-2	-1.6
Dette externe, % du PIB	36	34	36	37	34
Réserves de change, mds USD	324	355	329	334	352
Réserves de change, en mois d'imports	11	12.4	11.2	11.9	12.3

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS  
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

### BRÉSIL : INTERVENTIONS PAR LA BCB SUR LE MARCHÉ DES CHANGES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BCB, BNP PARIBAS

### INFLATION ET POLITIQUE MONÉTAIRE : À CONTRE-COURANT

À l'inverse de plusieurs émergents et pays avancés, les conditions financières au Brésil devraient se durcir davantage en 2025. Les pressions inflationnistes persisteraient à des niveaux supérieurs à l'objectif fixé par la banque centrale (BCB) sous l'effet conjugué de plusieurs facteurs :



i/ la rigidité à la baisse des prix dans les services et un marché du travail tendu ; ii/ la faiblesse du réal<sup>4</sup> tant que les anticipations d'inflation ne convergent pas vers la cible ; et iii / sous l'effet du renforcement du dollar, conséquence de la politique commerciale américaine.

Depuis septembre, les autorités ont procédé à 275 points de base de hausse du taux directeur (SELIC) pour le porter à 13,25% fin janvier. Celui-ci pourrait culminer à 14,75% d'ici mai 2025 – un plus haut depuis 2006<sup>5</sup>. Le taux réel pourrait osciller à près de 10% – un plus haut en 20 ans et près du double du taux neutre – signe d'une politique monétaire très restrictive. Un tel niveau de taux devrait encourager les stratégies de portage (*carry trade*). En revanche, il pèsera sur la consommation des ménages et l'investissement.

### POLITIQUE BUDGÉTAIRE : PRIS EN ÉTAU

Depuis la prise de fonction de Lula, la politique budgétaire a permis de stimuler la croissance et réduire la pauvreté. Mais elle a accru les vulnérabilités inhérentes à un endettement public élevé (78% du PIB pour le gouvernement général fin 2024). Les autorités se retrouvent face à des marges de manœuvre limitées: i/ la hausse des taux d'intérêt va amplifier les déséquilibres budgétaires (hausse de la charge de la dette, ralentissement de l'activité et donc des recettes fiscales) ; ii/ la structure très rigide des dépenses – dont plusieurs postes sont protégés par la Constitution – et un Congrès fragmenté rendent les ajustements difficiles ; de surcroît, iii/ le mécanisme de contrôle budgétaire voté en 2023 a perdu en crédibilité ; et iv / la pression des marchés bride la capacité des autorités à réagir à des chocs de demande ou d'offre (aléas climatiques).

Pour restaurer la confiance des marchés et atteindre les objectifs de déficit primaire (i.e. hors intérêts) un nouveau plan de réduction des dépenses est nécessaire. Toutefois, pour améliorer les perspectives de moyen terme, c'est une réforme en profondeur des règles régissant les dépenses obligatoires qu'il faudrait mettre en œuvre (nouvelle réforme des retraites, décorrélacion des allocations sociales et des pensions du salaire minimum, suppression des planchers de dépenses pour la santé et l'éducation). La plupart de ces mesures entrent en conflit avec le programme économique du président Lula. L'hypothèse d'un recalibrage crédible des dépenses – en dépit des coûts politiques que cette action engendrerait – semble cependant l'issue la plus probable. Se soustraire aux contraintes de marchés pourrait potentiellement se révéler plus onéreux en doublant les effets macroéconomiques (accélération de l'inflation,) d'une instabilité des prix des actifs financiers (crise de change, explosion du coût de la dette).

### ACTIVITÉ : MODÉRATION EN VUE

Au vu de l'environnement de taux d'intérêt très restrictif, des contraintes qui pèsent sur la politique budgétaire, et des incertitudes concernant la demande externe, notre scénario central table sur une progression du PIB réel de 2,1% en 2025 après une année 2024 où l'économie a été en surchauffe<sup>6</sup>. L'acquis de croissance de 2024, combiné à des perspectives favorables dans le secteur agricole, explique le maintien de la croissance au-dessus de 2%. La croissance reviendrait vers son potentiel, ce qui devrait favoriser la résorption progressive des tensions sur les salaires et l'emploi. Ce scénario fait l'hypothèse d'un ralentissement de l'activité plus marqué au S2 2025, même si certains indicateurs annoncent, d'ores et déjà, les prémices d'un tassement (ralentissement dans la création d'emplois, décélération du crédit, baisse de la confiance).

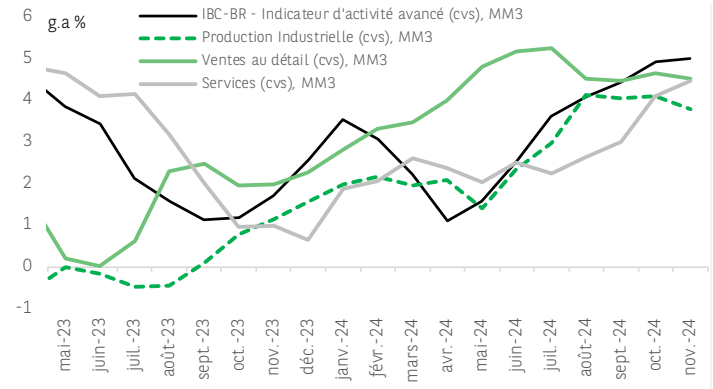
4 Une étude publiée par la BCB dans le rapport d'inflation du T2 2024 estime que, toute chose égale par ailleurs, une hausse permanente 10% du taux de change ajoute près d'un point de pourcentage à l'inflation globale.

5 À sa réunion de décembre, la BCB a réintroduit sa politique de *forward guidance* annonçant des hausses de 100 pbs à ses réunions de janvier et de mars.

6 Pour rappel, le niveau de chômage est, selon les estimations, entre 2 et 3 points en deçà du niveau jugé non-inflationniste (NAIRU) : -8.5% et 9.5%. Au T4 2024, les salaires affichaient une progression proche de 5% en termes réels.

7 Importations + exportations ne représentaient que 34% du PIB en 2023 contre 95% en moyenne dans le monde. La sensibilité du PIB aux exports est donc moindre.

## BRÉSIL : BONNE RÉSISTANCE DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : IBGE, BCB, BNP PARIBAS

Cette prévision est assortie de plusieurs risques haussiers en particulier si les autorités recourent, comme par le passé, à des leviers extra-budgétaires pour dynamiser l'activité (ingérence dans les politiques d'investissement des grandes entreprises d'État, stimulation de l'activité de prêts des banques publiques). Par ailleurs, la faiblesse du réal et des matières premières pourraient apporter un soutien plus important que prévu aux exportations en volume. Les effets d'aléas climatiques sur la production agricole et le coût de l'énergie constituent, à l'inverse, des risques baissiers autour de la projection centrale.

### LE BRÉSIL FACE AU PROTECTIONNISME AMÉRICAIN

Le Brésil semble a priori moins vulnérable aux menaces protectionnistes du nouveau président américain que d'autres émergents (e.g Mexique). Tout d'abord, le Brésil est peu intégré dans les chaînes de valeurs mondiales et est une des économies les plus fermées au monde<sup>7</sup>. Ensuite, les États-Unis n'affichent pas de déficit commercial avec le pays. Enfin, le Brésil exporte trois fois plus à destination de la Chine que des États-Unis. Pour autant, les États-Unis restent un partenaire économique majeur : ils représentent 10% des exportations brésiliennes (USD 75 mds en 2023) et sont la première destination des exportations de produits manufacturés. Ils sont le troisième fournisseur du Brésil et la première source d'investissements directs étrangers. Des simulations à l'aide du modèle GTM de l'OMC indiquent, par ailleurs, que certains secteurs brésiliens seraient particulièrement vulnérables à l'imposition de droits de douanes de 20% par les États-Unis (pétrole, métaux, équipements de transports). Au-delà du canal commercial, les répercussions de la politique américaine sur le dollar et les taux d'intérêt mondiaux peuvent peser sur la croissance et la politique monétaire brésilienne. Enfin, le rapprochement opéré par le gouvernement du président Lula avec la Chine (les deux pays ont signé 37 nouveaux accords de coopération stratégique au lendemain du G20 fin novembre), les tensions historiques entre la justice brésilienne et Elon Musk, ainsi que la volonté de Lula de se détourner du dollar pourraient placer le Brésil dans le collimateur de Washington.

**Salim Hammad**

[salim.hammad@bnpparibas.com](mailto:salim.hammad@bnpparibas.com)



# MEXIQUE

## ÉCONOMIE SOUS CONTRAINTES

L'économie mexicaine ralentit et les perspectives ne sont pas favorables à court terme. Les réformes constitutionnelles adoptées au cours des derniers mois (dont celle du système judiciaire) pèsent sur le cadre institutionnel et pénalisent l'investissement. De plus, la consommation pourrait pâtir du plan de consolidation budgétaire annoncé par le gouvernement. Surtout, le Mexique est l'un des pays les plus vulnérables au changement de politique économique américaine. Les nouvelles mesures migratoires pourraient faire diminuer significativement les transferts d'argent des travailleurs étrangers, soutien important de la croissance du pays. L'application probable de tarifs douaniers aurait également de lourdes conséquences sur l'économie mexicaine en matière de croissance et d'inflation.

### RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE

L'activité a ralenti au cours des derniers mois (l'indice PMI est ressorti inférieur à 50 tout au long du deuxième semestre 2024) et les perspectives restent dégradées à court terme.

L'incertitude politique, aux États-Unis comme au Mexique, pèsera sur les dépenses d'investissement et la consommation privée. Si le renforcement des mesures anti-immigration promis par la nouvelle administration américaine était appliqué, entraînant un retour massif au Mexique de citoyens travaillant sur le sol américain, les transferts des travailleurs étrangers, soutien important de la consommation privée, seraient durablement affectés.

Ceux-ci ont progressé continuellement au cours des cinq dernières années et sont estimés à près de 3% du PIB en 2024. Une baisse de 30% de ces transferts diminuerait la croissance du PIB de près de 0,75 point de pourcentage. La consolidation budgétaire promise par le gouvernement devrait également peser sur les dépenses publiques.

Enfin, les exportations seront affectées par les décisions politiques de la nouvelle administration américaine. Au total, la croissance du PIB ne devrait progresser que de 0,5% en 2025 et restera largement inférieure à son potentiel (estimé à 1,8% par le FMI) en 2026.

### PRESSIONS INFLATIONNISTES PERSISTANTES

Le taux d'inflation a diminué continuellement au cours du deuxième semestre 2024, pour atteindre 4,2% en décembre. Les pressions inflationnistes restent cependant tangibles : les salaires ont augmenté de près de 10% en 2024, à la suite des hausses successives du salaire minimum (+135% en termes réels depuis le début de la présidence d'AMLO en 2018), et l'augmentation des prix à la production reste supérieure à 5%.

Les tensions inflationnistes seront entretenues par la hausse des salaires au cours des prochains mois : la nouvelle présidente, Claudia Sheinbaum, a repris à son compte les mesures de la « quatrième transformation » et prévoit plusieurs augmentations du salaire minimum lors de son mandat. L'objectif est d'atteindre, d'ici 2030, un salaire minimum équivalant à 2,5 fois le panier de biens essentiels (contre 1,8 aujourd'hui). Dans ce cadre, le salaire minimum a été de nouveau relevé, de 12%, au 1<sup>er</sup> janvier 2025 dans les zones franches de la frontière nord.

D'après les dernières estimations de la Banque centrale du Mexique, la cible d'inflation (3%) ne serait atteinte qu'au T3 2026.

La Banque centrale a baissé son principal taux d'intérêt à cinq reprises en 2024, pour atteindre 10% en décembre. Dans son communiqué, elle a indiqué que la baisse pourrait se poursuivre au cours des prochains mois si la désinflation se poursuivait. Cependant, plusieurs membres ont insisté sur le risque que représente la nouvelle politique économique américaine qui pourrait contraindre la politique monétaire mexicaine. Les effets sur l'inflation sont difficilement quantifiables pour le moment :

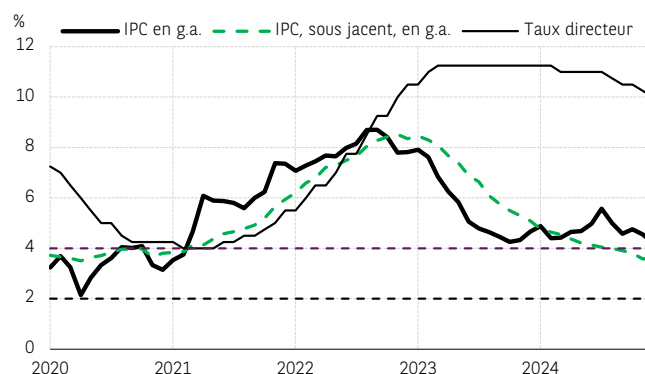
### PRÉVISIONS

	2022	2023	2024e	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	3.9	3.2	1.5	0.5	1.2
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	7.9	5.6	4.7	3.8	3.8
Solde budgétaire, % du PIB	-4.3	-3.3	-5.1	-4.4	-4.2
Dette publique, % du PIB	46.9	46.5	49.1	51.5	53.2
Solde courant, % du PIB	-1.2	-0.3	-0.1	-0.1	-0.3
Dette externe, % du PIB	41.9	33.3	31.0	32.0	33.0
Réserves de change, mds USD	194	207	214	219	226
Réserves de change, en mois d'imports	4.8	4.1	4.3	4.5	4.2

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS  
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

### MEXIQUE : PRESSIONS INFLATIONNISTES PERSISTANTES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

d'une part l'application de tarifs douaniers affaiblirait le peso, ce qui augmenterait le prix des importations, les prix à la production et finalement l'inflation (effet renforcé par la probable hausse de l'inflation aux États-Unis, qui serait répercutée dans les chaînes de valeur). Mais d'autre part, l'effet recessif sur la croissance pourrait au contraire accélérer le processus de désinflation.

### DÉGRADATION DES FINANCES PUBLIQUES

Le déficit public s'est creusé significativement au cours des cinq dernières années jusqu'à atteindre 5,1% du PIB en 2024 (-2,7% du PIB en 2020). Conformément à ses engagements de campagne, la présidente Sheinbaum a annoncé une politique de consolidation budgétaire :

le budget adopté par le Parlement vise une réduction du déficit public à 3,5% du PIB en 2025. Celle-ci devrait cependant prendre plus de temps. D'une part, parce que les hypothèses de croissance retenues dans le budget paraissent trop optimistes (autour de 2,5% du PIB), et, d'autre part - et surtout - en raison de la rigidité des dépenses publiques et du nécessaire soutien financier de PEMEX, la compagnie nationale pétrolière. L'inscription de l'accès aux transferts sociaux dans la constitution, mesure adoptée par le Sénat à la fin du mois d'octobre dernier, accroît encore ces rigidités. Même si les détails de cette réforme ne sont pas encore connus, notamment les moyens d'application, la capacité d'ajustement des dépenses sera d'autant plus réduite pour le gouvernement dans les années à venir. En outre, les intentions de la présidente quant à l'adoption d'une réforme fiscale de grande ampleur (qui permettrait de rationaliser les dépenses et améliorer la collecte) restent vagues.

Les paiements d'intérêts ont progressé au cours des dernières années et devraient atteindre 15% des revenus du pays en 2025 (contre 12% en 2018), reflétant la hausse prolongée des taux auxquels le gouvernement a pu se financer. Le risque de refinancement et de marché est faible à court terme pour l'État (les maturités sont longues, l'exposition en devises reste limitée) mais ce dernier reste vulnérable à un retournement de la confiance des investisseurs (30% de la dette publique libellée en peso est détenue par des investisseurs étrangers).

### LE RISQUE POLITIQUE PÈSE LOURDEMENT SUR LES PRÉVISIONS

Premier partenaire commercial des États-Unis (15% des importations) devant la Chine (13%), le Mexique figure parmi les pays les plus vulnérables au changement de politique économique américaine.

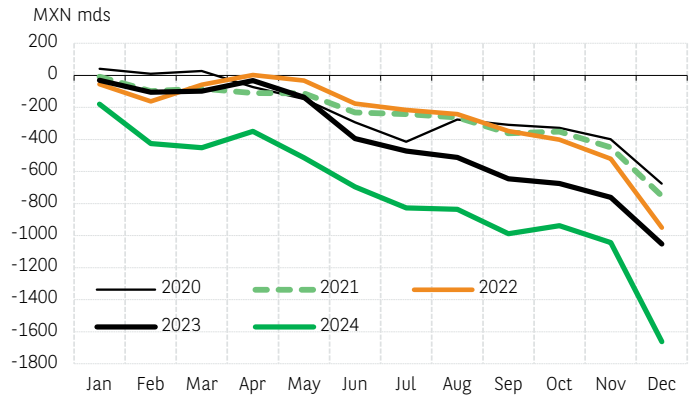
Conformément à ses promesses de campagne, D. Trump a annoncé dès son arrivée au pouvoir, le 20 janvier dernier, plusieurs mesures concernant le Mexique. Plus que l'ampleur du déficit commercial (estimé à près de USD 170 mds pour 2024), D. Trump se dit alarmé par le flux d'immigrants illégaux et le trafic de drogues en provenance du Mexique sur le sol américain. L'état d'urgence nationale a été déclaré à la frontière et les cartels de drogue seront désormais classés comme organisations terroristes et les demandeurs d'asile devront rester au Mexique en attendant l'examen de leur dossier (et non plus sur le sol américain).

Surtout, une hausse des tarifs douaniers de 25% pourrait concerner l'ensemble des importations en provenance du Mexique dès le 1<sup>er</sup> Mars. Une augmentation serait également appliquée aux produits canadiens (25% également) et chinois (10%).

Cette annonce peut être vue comme une volonté d'ouvrir dès à présent les négociations relatives à la révision du traité commercial USMCA liant les trois pays (États-Unis, Canada et Mexique), qui auraient dû débiter au dernier trimestre 2025. Il est également probable que D. Trump souhaite, non pas une révision, mais une renégociation du traité, comme cela avait déjà été le cas lors de son premier mandat (la signature de l'USMCA en 2020 avait débuté par la révision du NAFTA en 2017).

Du côté mexicain, les intentions sont claires. Depuis la signature de l'USMCA en 2020, le Mexique a lui aussi progressivement imposé des droits de douane sur certains produits en provenance d'Asie. Dans le même temps, plusieurs mesures visant à réguler le flux de travailleurs illégaux vers les États-Unis et le trafic de drogue ont été instaurées, mais les effets sont plus difficiles à quantifier. Enfin, quelques jours avant le 20 janvier, la présidente Sheinbaum a présenté un plan nommé « Plan Mexico » destiné à rassurer l'administration américaine en annonçant des mesures visant à limiter la présence chinoise, notamment dans le secteur automobile, à toutes les étapes de production. Les détails ne sont pas encore connus mais la présidente a parlé dans son discours de « substitution des importations », de besoin « d'augmenter les investissements directs étrangers

### MEXIQUE : LA DÉGRADATION DU SOLDE PUBLIC S'ACCÉLÈRE



GRAPHIQUE 2 SOURCES : SECRETARY OF FINANCE AND PUBLIC CREDIT, BNP PARIBAS

permettant de créer de la valeur ajoutée » et de « montée en gamme ». L'intention est d'augmenter significativement la part de la valeur ajoutée mexicaine, qui reste faible, dans les exportations. Le plan vise également la concrétisation des opportunités de *nearshoring* pour le moment peu visibles. Un alignement des tarifs douaniers vis-à-vis de la Chine a également été suggéré.

Malgré ces annonces, les marges de négociation mexicaines sont réduites et d'importants progrès restent à réaliser. Aucune des difficultés structurelles de l'économie mexicaine n'a été mentionnée dans le plan (faible productivité, manque d'infrastructure, faible niveau de la dépense publique en R&D notamment). De plus, l'ensemble des politiques économiques initiées lors du précédent mandat (et reprises par l'administration actuelle), à l'image de la réforme du secteur de l'énergie (présence renforcée de l'Etat, manque de transparence, limitation des investisseurs privés, notamment étrangers), semble aller à l'encontre des engagements demandés par D. Trump. Les réformes constitutionnelles engagées l'année dernière (notamment celle du système judiciaire, qui affaiblit le cadre institutionnel) ont davantage diminué l'attractivité du pays pour les investisseurs. Surtout, ces réformes ne sont pas conformes aux critères d'adhésion à l'USMCA.

Cela dit, bien que les négociations s'annoncent musclées, notre scénario central reste celui de la conclusion d'un accord et d'un renouvellement du traité USMCA. Le Mexique apparaît comme le pays le plus vulnérable, mais l'imposition de tarifs douaniers aurait en fait des conséquences macroéconomiques potentiellement très fortes pour tous les pays impliqués.

L'intégration des économies américaine et mexicaine s'est considérablement renforcée au cours des dernières années, et plus particulièrement depuis le premier mandat de D. Trump. Les exportations mexicaines à destination des États-Unis représentent à présent près de 85% du total des exportations du pays (soit près de 30% du PIB). Elle se sont diversifiées et occupent une part croissante des chaînes de valeur connectées aux États-Unis. Dans le secteur automobile, par exemple, les biens intermédiaires passent plusieurs fois la frontière entre les États-Unis et le Mexique avant l'assemblage final, de telle sorte que l'imposition de tarifs douaniers élevés à chaque étape de la fabrication serait extrêmement coûteux pour les deux pays.

**Hélène Drouot**

[helene.drouot@bnpparibas.com](mailto:helene.drouot@bnpparibas.com)



# ARGENTINE

## REMARQUABLE STABILISATION

L'économie argentine retrouve des couleurs. Depuis la mi-2024, la croissance du PIB est de retour et l'inflation a sensiblement ralenti. Le coût social des coupes sévères dans les dépenses publiques est élevé mais le budget de l'État est excédentaire pour la première fois depuis 2010. L'impact récessif initial de l'austérité budgétaire a permis également aux comptes extérieurs de revenir dans le vert. Les exportations ont été aussi très dynamiques malgré la faiblesse des prix des matières premières agricoles. Pour l'instant, les réserves de change de la banque centrale restent insuffisantes pour lever le contrôle des changes avant les élections de mi-mandat (octobre) ; le renouvellement d'un accord avec le FMI est déjà un prérequis. La reprise économique devrait se confirmer en 2025, d'autant plus que le changement de gouvernement aux États-Unis pourrait avoir des effets positifs pour l'Argentine.

### 📈 CROISSANCE : LA FIN DE LA RÉCESSION

Le PIB réel de l'Argentine a fortement rebondi au T3 2024 (+3,9% t/t) après trois trimestres consécutifs de baisse. Toutes les composantes de la demande privée ont contribué positivement au redressement de l'activité, y compris les échanges extérieurs nets grâce à une progression plus forte des exportations que des importations. Par secteur, le rebond a été particulièrement marqué dans la construction (+11%) et la production industrielle (+3,4%) mais il ne corrige que très partiellement la chute enregistrée fin 2023-début 2024 (cf. graphique 1). Mesurée sur un an, l'évolution du PIB est encore négative (-2%) et ce dernier reste inférieur de près de 5% à son précédent point haut du T4 2018.

Sur les derniers mois de l'année 2024, l'évolution de la production industrielle et celle des exportations de biens manufacturés, agricoles et industriels en dollars (75% du total des exportations) confirment la reprise de la croissance. Seule l'activité dans la construction s'est de nouveau contractée mais cela ne reflète pas une tendance car, même désaisonnalisée, la série est très volatile. La confiance des ménages, qui avait fortement chuté au premier semestre, a retrouvé son niveau de fin 2024, revigorée par les progrès de la désinflation (cf. infra). Entre janvier et octobre 2024, les salaires se sont effectivement redressés. Cependant, sur un an, leur évolution restait négative, surtout dans le secteur public (-18% contre -2,5% pour les salariés déclarés du secteur privé). Dans le même temps, les pertes d'emplois s'étant accentuées et, en termes réels, les prestations sociales ayant été coupées, le rebond de la consommation des ménages a reposé largement sur la baisse du taux d'épargne.

Pour 2025, un retour à la croissance en année pleine repose i/ sur une poursuite de la désinflation, qui permettrait au revenu disponible des ménages de se redresser et constituerait une base plus solide pour la consommation, et sur ii/ un rebond de l'investissement grâce à la déréglementation et au programme d'incitation fiscale (programme RINGI). En revanche, la contribution positive des échanges extérieurs pourrait se réduire, voire s'inverser, en raison de la très forte appréciation du taux de change réel. De plus, les prix des principales matières premières agricoles exportées (soja, maïs, blé) ne sont pas porteurs<sup>1</sup>.

### 📉 INFLATION : PREMIER SUCCÈS DE LA STRATÉGIE D'ANCRAGE

L'inflation a sensiblement ralenti au cours des derniers mois. Elle est passée de 4,2% par mois en moyenne entre mai et août à 2,8% entre septembre à décembre. La désinflation s'explique principalement par une appréciation du taux de change réel, conséquence de la fixation d'un taux de dépréciation nominale du peso contre dollar de 2% par mois et de la réduction de l'écart entre le principal taux de change parallèle utilisé pour les instruments de marché (*blue chip swap rate*)

<sup>1</sup> Seuls les prix du maïs se sont redressés depuis la mi-2024 et sont actuellement 11% supérieurs par rapport à la moyenne 2024. À l'inverse, les prix du soja stagnent et ceux du blé sont déprimés, en baisse de respectivement 2% et 9% par rapport à 2024.

#### PRÉVISIONS

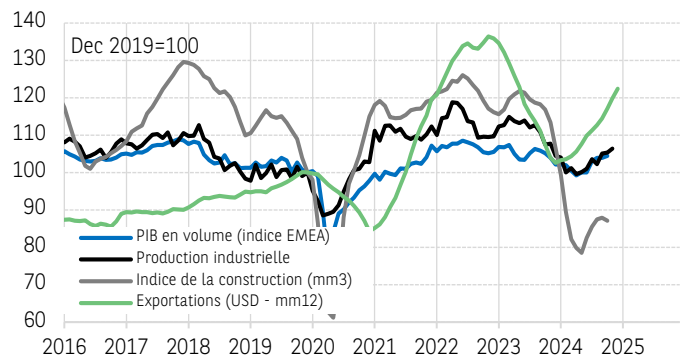
	2022	2023	2024e	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	5,3	-1,6	-2,6	3,9	2,8
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	72,4	133,5	219,9	42,0	29,0
Solde budgétaire, % du PIB	-3,8	-4,4	0,0	0,2	0,9
Dette publique, % du PIB	85,6	156,5	87,4	74,8	69,4
Solde courant, % du PIB	-0,6	-3,2	1,5	0,7	0,0
Dette externe, % du PIB	43,8	44,4	51,4	40,4	33,1
Réserves de change, mds USD	41,2	19,0	22,0	34,8	46,7
Réserves de change, en mois d'imports	5,1	2,5	3,4	5,0	6,3

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

#### ARGENTINE : INDICATEURS D'ACTIVITÉ



GRAPHIQUE 1

SOURCES : INDEC - ISAC - BNP PARIBAS

et le taux de change officiel (écart ramené à 30% en moyenne en 2024 [17% à la mi-janvier 2025] contre plus de 200% avant la dévaluation). La désinflation s'explique aussi par le ralentissement de la croissance de la masse monétaire depuis juillet 2024. Cette stratégie d'ancrage des anticipations sur le taux de change réel et de contrôle de la base monétaire a été facilitée par la baisse des salaires réels et la rigueur budgétaire extrême imposée par le gouvernement de Javier Milei.



## FINANCES PUBLIQUES : CURE D'AUSTÉRITÉ

L'ajustement budgétaire a été spectaculaire en 2024. Le budget de l'État central a ainsi dégagé un surplus de 0,3% du PIB pour la première fois depuis 2010. L'excédent du solde primaire a atteint 1,9% du PIB contre un déficit de 2,7% en 2023. L'essentiel de ce redressement spectaculaire provient d'une coupe drastique dans les dépenses de 4,5 points de PIB. Les prestations sociales et les transferts courants ont diminué à eux seuls de 2,6 points de PIB. Le coût social est élevé avec un taux officiel de pauvreté qui a atteint un record à 52,9% en juin 2024. Grâce à la désinflation, il serait revenu en dessous de 40% au cours du deuxième semestre<sup>2</sup>. Toutefois, d'après les calculs de l'Observatoire de la dette sociale de l'université catholique UCA, le taux de pauvreté a, au contraire, augmenté au cours de l'année 2024 et dépasse toujours 40% en raison de la hausse des prix des services (électricité, eau, gaz et transports) et de la réduction des prestations sociales de base.

Les recettes en pourcentage du PIB sont restées à peu près stables entre la fin 2023 et la fin 2024 grâce notamment à la progression en termes réels des taxes sur les échanges extérieurs. Enfin, la charge nette d'intérêts est également restée stable à 1,6% du PIB.

Pour 2025, l'objectif du gouvernement est de maintenir à l'équilibre son budget, et donc de dégager à nouveau un excédent primaire d'au moins 1,5% du PIB. Or, la suppression de l'Impuesto Pais sur les importations et les dépenses touristiques des Argentins devrait faire perdre 1% de PIB de recettes. De nouvelles coupes dans les dépenses seront donc nécessaires.

Le ratio de dette publique en pourcentage du PIB reste encore très élevé, à 94% du PIB. L'ampleur des évolutions entre fin 2022 et fin 2024 (cf. tableau de prévisions) reflète quasi-uniquement celle du taux de change réel (+190% contre dollar en 2024 après -40% en 2023). La dette en devises demeurant majoritaire dans la dette totale (56% fin 2024), le ratio devrait continuer de baisser fortement dans les deux années à venir si les autorités monétaires maintenaient un taux cible de dépréciation nominale du taux de change sensiblement inférieur au taux d'inflation, et que la convergence entre le taux parallèle et le taux effectif se poursuivait ou du moins ne s'inversait pas. Ces deux dernières conditions présupposent de maintenir la crédibilité budgétaire et de renforcer la liquidité et la solvabilité extérieures, et donc l'amélioration durable du compte courant.

## COMPTES EXTÉRIEURS : DES RÉSERVES DE CHANGE ENCORE INSUFFISANTES MALGRÉ L'EXCÉDENT DE RÉCESSION

Le solde du compte courant est redevenu excédentaire en 2024 (+USD 5 mds au T1-T3 2024). Il s'agit principalement d'un excédent de récession consécutif au durcissement extrême de la politique budgétaire ; les importations hors produits pétroliers se sont contractées de 14% et la balance énergie a dégagé un excédent significatif de USD 4 mds. Mais l'excédent s'explique également par des exportations très dynamiques au regard de la croissance poussive du commerce mondial (3,4%). Les exportations de produits manufacturés agricoles et industriels ont progressé de +16%, ce qui compense largement la baisse des exportations de produits agricoles bruts. En octobre et novembre, le solde commercial (source douanière) est resté nettement excédentaire (USD 1,6 md en cumul).

Entre le T1 et le T3 2024, les entrées nettes d'investissements directs (USD 8,9 mds) ont largement compensé les sorties nettes d'investissements de portefeuille (USD -5,1 mds). Les flux nets de capitaux des résidents argentins (non compris dans les IDE et les IP) ont été insignifiants après les sorties nettes massives de 2023 (USD 15,3 mds).

Pour autant, les réserves de change n'ont augmenté que de USD 6 mds entre fin 2023 et fin 2024 en raison notamment du remboursement de la dette publique extérieure (USD 5,7 mds). L'amnistie fiscale sur les dollars détenus « sous le matelas » ou en dépôts à l'étranger a permis de rapatrier jusqu'à USD 15 mds, mais ils sont restés sous forme de dépôts dans les banques locales. Fin janvier, les réserves officielles de change n'étaient que de 30 mds.

En 2025, l'amortissement de la dette extérieure publique va pratiquement doubler (USD 11,1 mds) malgré l'absence de remboursement au FMI. L'excédent budgétaire en 2024 a permis au Trésor de reconstituer ses réserves en devise, achetées auprès de la Banque centrale, lui permettant de couvrir les échéances d'obligations internationales de janvier et juillet 2025 (USD 5,8 mds d'amortissement, USD 3,1 mds d'intérêts).

## POLITIQUE MONÉTAIRE ET DE CHANGE : VERS UNE LEVÉE DU CONTRÔLE DES CHANGES APRÈS LES ÉLECTIONS DE MI-MANDAT

La Banque centrale a procédé à seulement deux baisses modérées de son taux directeur depuis la fin avril 2024 pour le ramener à 32% depuis début décembre. La BCRA avait été contrainte de le relever très fortement lors de la dévaluation de la fin 2023 pour ensuite l'abaisser par paliers rapprochés, une fois passée la période de stress entre la fin 2023 et le début 2024. Le niveau du taux directeur est en ligne avec les anticipations d'inflation (26% d'après l'enquête de décembre de la BCRA).

La politique de change consiste à monitorer étroitement le taux de change nominal pour consolider la convergence des différents taux avant de procéder à la levée du contrôle des changes. La BCRA a abaissé le taux de dépréciation du taux de change officiel à 1% par mois pour 2025. En revanche, la levée du contrôle des changes est peu probable avant les élections de mi-mandat en octobre, l'équipe gouvernementale estimant qu'entre USD 11 mds et USD 20 mds sont nécessaires pour assurer sa réussite. Cela suppose le renouvellement de l'accord du FMI (qui est acquis mais avec a priori très peu de financements supplémentaires) et un retour durable des investissements privés.

## TRUMP 2.0 : UNE AUBAINE ?

Les conséquences du changement de gouvernement aux États-Unis pourraient être positives pour l'Argentine. La menace d'une hausse de 10% ou 20% des tarifs douaniers ne concernerait que 8% des exportations du pays. De plus, la balance commerciale vis-à-vis des États-Unis est d'ordinaire déficitaire (l'excédent en 2024 était exceptionnel mais de seulement USD 229 millions). En outre, les autorités monétaires argentines ne peuvent pas être suspectées de manipuler le taux de change pour doper leur compétitivité, bien au contraire. Javier Milei et Donald Trump entretiennent des relations très cordiales. Il est même possible que le dirigeant argentin cherche à négocier un accord de libre-échange bilatéral, quitte à sortir du Mercosur qu'il a qualifié de « prison protectionniste » par le passé. Les États-Unis sont les premiers détenteurs d'investissements directs en Argentine, or l'orientation très libérale de la politique économique du gouvernement Milei devrait attirer les investisseurs américains.

François Faure

[francois.faure@bnpparibas.com](mailto:francois.faure@bnpparibas.com)

<sup>2</sup> 38,9% au T3 selon le Consejo Nacional de Coordinación de Políticas Sociales (CNCPS), 34,8% au T4 2024 selon une étude d'un économiste de l'Université Torcuato di Tella.



# ARABIE SAOUDITE

## LE COÛT ÉLEVÉ DE LA DIVERSIFICATION

La croissance économique est bridée par les restrictions de production pétrolière décidées par l'OPEP+. Hors hydrocarbures, l'activité demeure néanmoins solide, tirée par la consommation et la politique d'investissements massifs des autorités dans le cadre du programme de diversification économique Vision 2030. Cette solidité s'accompagne d'importants déficits budgétaires et désormais courants nécessitant des émissions de dette records. Heureusement, les marges de manœuvre financières restent confortables. En revanche, la nouvelle présidence de Trump pourrait bouleverser en profondeur de nombreux équilibres.

### UNE CROISSANCE SOLIDE MAIS BRIDÉE

Après une contraction de son PIB de 0,8% en 2023, l'économie saoudienne a retrouvé le chemin de la croissance. Mais son élan demeure bridé par les coupes de production de pétrole mises en place dans le cadre de la politique de l'OPEP+. L'Arabie Saoudite a produit 9 millions de barils/jour (mbj) en 2024 contre 9,6 mbj en 2023 et 10,5 mbj en 2022. Si le PIB réel pétrolier n'est plus en récession depuis le T3 (graphique 1), il aura diminué de l'ordre de 4% sur l'ensemble de l'année 2024, contribuant à tirer la croissance économique vers le bas à 1,3%. Comparé aux attentes initiales (4,4%) lors de l'élaboration du budget, l'atterrissage est donc assez brutal. Les espoirs de rattrapage pour 2025 risquent de se heurter au même écueil mais dans une moindre mesure.

Nos prévisions de croissance pour cette année ont été d'ores et déjà été ramenées à 3,4% (4,6% pour le gouvernement) afin de tenir compte des annonces faites en décembre par l'OPEP+ à savoir : 1/ la prolongation de trois mois des restrictions volontaires de production de pétrole; 2/ la levée très progressive des restrictions jusqu'à fin septembre 2026, soit un an plus tard que prévu. Pour l'Arabie Saoudite, qui supporte une grande partie de l'effort, cela va se traduire par un manque de 0,4 mbj en 2025. À 9,2 mbj, la production de pétrole saoudienne progresserait ainsi seulement de 2% contre 6% prévu initialement, et il existe un risque que l'OPEP+ procède à de nouveaux ajustements dans l'année tant le marché mondial du pétrole demeure fragile. Néanmoins, une contraction de la production pétrolière apparaît peu probable à ce stade. L'aléa pétrolier, bien que significatif, ne devrait donc pas avoir d'effet récessif comme lors deux dernières années.

Dans ce contexte, l'essentiel de la croissance viendra une nouvelle fois du secteur non pétrolier. L'activité y reste solide (+3,9% en moyenne sur les neuf premiers mois de 2024), portée par l'investissement (+4,1%) et la consommation des ménages (+2,9%). Les perspectives sont bien orientées. La poursuite des mégaprojets d'infrastructures dans le cadre du programme de diversification économique Vision 2030 et la vigueur du marché du travail (taux de chômage historiquement bas à 3,7% ; hausse continue du taux de participation, en particulier des femmes) devraient ainsi permettre au secteur hors hydrocarbures de continuer de croître à un rythme d'au moins 4%.

### L'INFLATION RESTE CONTENUE

Malgré la robustesse de la demande domestique et une hausse de plus de 10% des loyers (21% de l'indice des prix à la consommation, de loin sa principale composante), alimentée par une urbanisation soutenue et l'expansion de la population active, le risque inflationniste est contenu. La hausse de l'IPC s'est établie à 1,7% en moyenne en 2024 contre 2,3% en 2023. Elle ne devrait pas excéder 2% cette année. Plusieurs facteurs de modération sont en effet à l'œuvre, en particulier la force du dollar US sur lequel est ancrée la monnaie saoudienne.

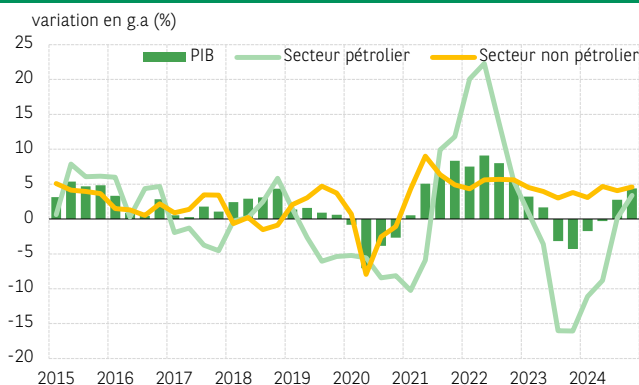
### PRÉVISIONS

	2022	2023	2024e	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle (%)	7,5	-0,8	1,3	3,4	4,3
Inflation moyenne (IPC, %)	2,5	2,3	1,7	2,0	2,0
Solde budgétaire / PIB (%)	2,5	-2,0	-2,9	-3,7	-3,5
Dette publique / PIB (%)	23,8	26,2	29,8	32,6	34,1
Solde courant / PIB (%)	13,7	3,2	0,2	-1,6	-1,6
Dette extérieure / PIB (%)	23,8	28,1	30,3	32,5	35
Réserves de change, mds USD	460	437	437	423	414
Réserves de change, en mois d'imports	21,4	18,0	17,1	15,3	13,8

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS  
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

### ARABIE SAOUDITE : LE SECTEUR NON PÉTROLIER, PRINCIPAL MOTEUR DE LA CROISSANCE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : GASTAT, BNP PARIBAS

Revers de la médaille, la politique monétaire de l'Arabie Saoudite est étroitement liée à celle de la Réserve fédérale américaine (Fed). Bien que le choc inflationniste mondial ait relativement épargné le pays, le taux directeur est passé d'un point bas de 1% début 2022 à 6% mi-2023, avant d'être graduellement réduit à partir de septembre 2024. Il est actuellement de 5% et devrait se maintenir si l'assouplissement monétaire aux États-Unis s'interrompait. Pour l'instant, la politique monétaire « importée » n'a pas de conséquence négative sur la dynamique du crédit. La croissance du crédit bancaire au secteur privé est restée supérieure à 10% en 2024, soutenue par une forte demande des entreprises. Au regard des perspectives solides de croissance hors hydrocarbures, il y a peu de raisons que cela change en 2025.

## ↔ RETOUR DES DÉFICITS JUMEAUX EN 2025

La vigueur de la croissance non pétrolière a un coût. L'accélération du programme de diversification Vision 2030 s'est traduite par le gonflement total de 30% des dépenses budgétaires au cours des trois dernières années. Dans le même temps, les recettes pétrolières (plus de 60% des revenus budgétaires) ont subi un double effet prix-volume défavorable, dont l'impact a été en partie compensé par le versement exceptionnel d'un « dividende de performance » de la compagnie pétrolière nationale Aramco. D'un montant de 1,8% du PIB en 2023 et de 4% du PIB en 2024, cette opération a permis de contenir le déficit budgétaire entre 2% et 3% du PIB. Mais le versement est supposé s'arrêter cette année, alors que la baisse attendue des cours mondiaux du pétrole va continuer de peser sur les ressources du gouvernement. Face à cela, les autorités ont présenté un budget conservateur. Les dépenses y sont attendues en baisse de 4,5%, ce qui représenterait le plus gros effort de consolidation en 20 ans (hormis en 2015 et 2016). Les dérapages budgétaires sont néanmoins fréquents. Ainsi, les dépenses budgétaires devraient - au mieux - se stabiliser à un niveau élevé, et le déficit budgétaire se creuser à 3,7% du PIB.

La bascule de la balance courante dans le rouge au T3 2024 (déficit de USD 9 mds) est un autre révélateur des pressions macroéconomiques induites par l'envolée des dépenses publiques (graphique 2). Traditionnellement excédentaire, l'économie saoudienne a désormais besoin d'un cours du Brent autour de USD 80/baril pour équilibrer sa balance courante contre moins de USD 55 en 2022. Le pays devrait donc enregistrer en 2025 des déficits budgétaires et courants, situation inédite depuis la pandémie.

## 📊 VERS UN NOUVEAU MONTANT DE DETTE RECORD

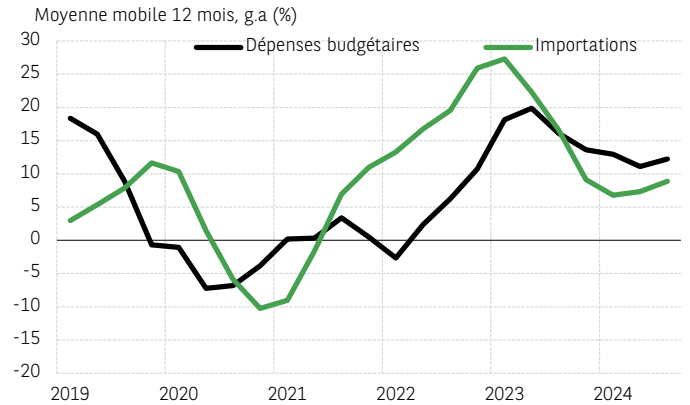
L'Arabie Saoudite va continuer d'émettre de gros volumes de dette après déjà avoir été l'un des pays émergents les plus actifs sur les marchés financiers internationaux en 2024. Sans compter les prêts syndiqués, le gouvernement a levé USD17 mds de dette euro-obligataire l'an dernier, auxquels se sont ajoutés USD9 mds pour le fonds souverain PIF (principal véhicule du programme Vision 2030), ainsi que USD 9 mds pour Aramco.

Ces montants records d'émission pourraient être dépassés en 2025. En effet, le gouvernement doit couvrir USD 6,6 mds d'amortissement de dette euro-obligataire cette année (contre USD 1 md en 2024). Pour l'instant, la capacité de l'État saoudien à s'endetter reste forte : la position extérieure créditrice représente plus de 70% du PIB à fin 2023, la dette du gouvernement central est modérée (30% du PIB) avec une structure favorable (maturité moyenne de 9,2 ans, 61% du stock domestique) et un coût faible (les charges d'intérêts absorbent 3,6% des ressources budgétaires).

## 🔍 TRUMP 2.0 : UN EXERCICE D'ÉQUILIBRISTE POUR LE ROYAUME

Le recours massif à l'endettement change profondément le rôle du pays au niveau mondial. De fournisseur net de capitaux, l'Arabie Saoudite est désormais un importateur net afin de couvrir ses besoins de développement. Sur les neuf premiers mois de 2024, la balance financière a affiché un solde net positif de USD 34 mds contre un flux négatif d'un montant similaire l'année précédente. Hors opérations spéciales dans le secteur des hydrocarbures, les investissements directs étrangers ne représentent que 1% à 1,5% du PIB. L'entrée en vigueur cette année d'une nouvelle législation sur l'investissement est censée renforcer l'attractivité du Royaume.

### ARABIE SAOUDITE : PRESSIONS MACROÉCONOMIQUES SOUTENUES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, MINISTÈRE DES FIN., BNP PARIBAS

En attendant que ces espoirs se matérialisent, les autorités devront donc continuer d'assumer une grande partie de la charge de la transformation économique via de l'investissement public. Malgré un recalibrage du programme Vision 2030, cette période de transition s'accompagne ainsi d'une hausse de la vulnérabilité de l'économie aux fluctuations pétrolières.

Dans ce contexte, la stabilité de l'environnement extérieur en général, et du marché du pétrole en particulier, est primordiale pour l'Arabie Saoudite. Or, la nouvelle présidence de Trump risque de bouleverser de nombreux équilibres, notamment en raison de sa politique énergétique qui vise à accroître la production pétrolière américaine à moyen terme tout en cherchant à maintenir des cours mondiaux assez bas. L'Arabie Saoudite pourrait ainsi être mise à contribution, dans un premier temps, en augmentant sa production, mais le *timing* est incertain. Sur le plan commercial, le pays ne devrait pas être directement visé par une hausse des droits de douane. Néanmoins, une intensification des tensions entre les États-Unis et la Chine devrait rendre l'exercice d'équilibriste entre ses deux partenaires stratégiques encore plus délicat. Si la Chine est désormais le principal partenaire commercial de l'Arabie Saoudite (18% des échanges totaux en 2023 contre 6,5% pour les États-Unis), les États-Unis conservent une longueur d'avance en matière d'investissement. Des opportunités seront également à saisir. De fait, les autorités saoudiennes et l'administration Trump partagent une même approche transactionnelle en matière de relations internationales. L'Arabie Saoudite pourrait notamment en profiter pour renforcer son influence dans un Moyen-Orient en pleine reconfiguration. Celle-ci sera déterminante pour éviter que les tensions autour de l'Iran dégénèrent en un nouveau conflit régional, même si l'Arabie Saoudite pourrait aussi bénéficier indirectement d'un durcissement de sanctions sur le pétrole iranien (capacité de substitution, pressions haussières sur les cours du pétrole).

**Stéphane Alby**

[stephane.alby@bnpparibas.com](mailto:stephane.alby@bnpparibas.com)



# ÉGYPTE

## L'ÉCONOMIE ÉGYPTIENNE RESTE VULNÉRABLE MALGRÉ UNE DYNAMIQUE POSITIVE

Le soutien massif de bailleurs internationaux a redonné un certain optimisme aux perspectives économiques égyptiennes. La dépréciation du taux de change est sous contrôle et l'inflation est clairement sur une trajectoire baissière, ce qui devrait permettre un assouplissement de la politique monétaire. Néanmoins, les problèmes structurels demeurent et ne se résorberont que très progressivement, tant au niveau des finances publiques que des comptes extérieurs. La politique de la nouvelle administration américaine devrait avoir des conséquences limitées sur les comptes extérieurs égyptiens.

### INCERTITUDES SUR LA REPRISE ÉCONOMIQUE

Après une chute de l'activité en année budgétaire 2024 (AB2024) en raison d'une grave crise de la balance des paiements, l'économie égyptienne est dans une phase de reprise graduelle et la croissance devrait atteindre 4% en moyenne au cours de l'AB2025. La stabilisation du marché des changes et l'apaisement des tensions sur la liquidité en devises dans les deux prochaines années seront des éléments clés de la reprise de l'activité, en raison notamment de la forte dépendance aux importations et aux transferts des expatriés. Cette reprise devrait initialement reposer sur la consommation des ménages, traditionnel moteur de la croissance égyptienne (environ 80% du PIB) qui a montré des signes de reprise au cours du premier semestre de l'AB2025. Néanmoins, certaines incertitudes subsistent à court terme et nous anticipons une reprise plus équilibrée à partir du début 2026. Le revenu disponible des ménages reste affecté par la persistance d'une inflation élevée. L'investissement du secteur public ne devrait pas être un facteur de soutien significatif en raison de l'effort de consolidation budgétaire mené dans le cadre du programme de FMI. De son côté, l'investissement productif du secteur privé ne devrait repartir réellement qu'à partir de 2026. Pour le moment, les capacités d'utilisation restent en moyenne inférieures à 70%, un niveau insuffisant pour déclencher une dynamique d'investissement (à partir de 90%). Par ailleurs, en terme nominal, le niveau des taux d'intérêt reste très élevé et l'assouplissement monétaire devrait être graduel en raison de risques sur le rythme de baisse de l'inflation. Dans ce contexte, nous prévoyons une accélération modérée de la croissance en AB2026 à 4,7%.

### DÉPRÉCIATION SOUS CONTRÔLE DE LA LIVRE ÉGYPTIENNE

La crise de balance des paiements provoquée par le choc géopolitique de 2022 a entraîné une dépréciation massive de la livre et des rationnements multiples pour l'accès au dollar. Le soutien financier des EAU puis des bailleurs internationaux a permis de rétablir un fonctionnement normal du marché des changes. Les principaux déséquilibres ont été corrigés (notamment la position extérieure nette des banques commerciales), les réserves de changes de la banque centrale ont atteint USD 46,4 mds en décembre (excluant l'or et incluant les réserves Tier II), soit l'équivalent de 6,5 mois d'importations de biens et services (USD 33,2 mds et 4,8 mois en décembre 2023) et la livre a gagné en flexibilité. Celle-ci ne s'est dépréciée que de 5,5% au cours du second semestre 2024 notamment en raison de l'appréciation du dollar US contre l'ensemble des monnaies. La faible volatilité du change durant cette période a signalé la volonté de la banque centrale de garder une certaine influence sur ce marché. À court terme, la livre devrait continuer de se déprécier en raison de la force du dollar sur les marchés internationaux et de l'augmentation du déficit des comptes courants, à un rythme toutefois modéré.

### ASSOULISSEMENT ATTENDU DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

L'inflation des prix à la consommation a atteint 24,1% en décembre, confirmant la décrue initiée en septembre dernier, grâce notamment à

#### PRÉVISIONS

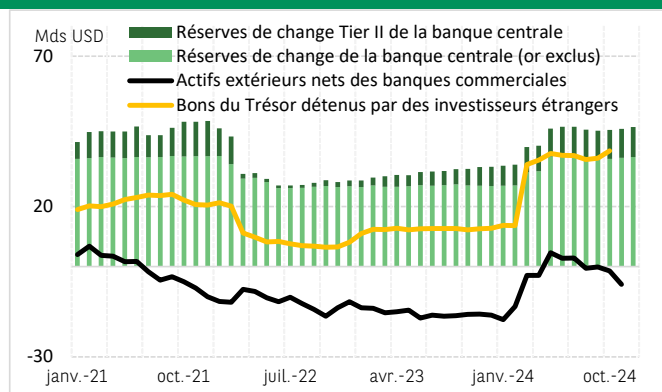
	2022	2023	2024e	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	6,6	3,8	2,6	4,0	4,7
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	8,5	24	34	20	10
Solde budgétaire, % du PIB	-5,8	-5,7	-3,3	-6,8	-5,3
Dette du gouv. central, % du PIB	89	96	94	83	76
Solde courant, % du PIB	-3,5	-1,2	-5,4	-4,4	-4,2
Dette externe, % du PIB	33	42	40	46	44
Réserves de change (exc. or, incl. Tier II), mds USD	27	31	46	52	57
Réserves de change, en mois d'imports	3,1	4,5	6,3	6,9	7,0
Année budgétaire du 1er juillet de l'année n au 30 juin de l'année n+1					

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABEAU 1

### ÉGYPTE : RÉTABLISSEMENT DE LA LIQUIDITÉ EN DEVISES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE D'EGYPTE, BNP PARIBAS

la forte baisse des prix des biens alimentaires et à la stabilisation du change. Néanmoins, l'inflation d'ensemble reste largement au-delà de la cible de la banque centrale à cette date (7% +/-2%). L'inflation sous-jacente suit une tendance identique. En raison notamment d'effets de base, l'inflation devrait descendre d'un cran à partir de février 2025 et atteindre en moyenne 19,8% pour l'ensemble de l'AB2025 et environ 10% pour l'AB2026. Si la tendance à la baisse paraît assurée pour les prochains 18 mois, certains éléments pourraient en ralentir le rythme, notamment la consolidation budgétaire, surtout si elle se traduit par des hausses de TVA et des baisses de subvention. Par ailleurs, la dépréciation attendue de la livre, même sous contrôle, pourrait alimenter les pressions inflationnistes.

L'accélération attendue de la baisse de l'inflation au cours du T1 2025 devrait permettre à la banque centrale d'amorcer un cycle d'assouplissement monétaire, après 1 900 points de base de hausse depuis février 2022. Le rythme de cette baisse de taux met la banque centrale face à





un choix difficile : d'un côté, la forte hausse des taux réels à partir de février va constituer un frein à la reprise de l'investissement. À taux nominal inchangé, le taux prêteur de la banque centrale devrait passer de 4% en décembre 2024 à plus de 16% en février 2025 en terme réel. D'un autre côté, les incertitudes pesant sur les perspectives d'inflation devraient inciter la Banque centrale à la prudence. On peut donc anticiper une baisse graduelle des taux en 2025.

### UN OBJECTIF AMBITIEUX D'EXCÉDENT PRIMAIRE

Les performances budgétaires en AB2024 ont été remarquables mais ont un caractère exceptionnel en raison de l'apport de fonds liés à l'opération Ras El-Hekma (USD 24 mds, environ 7% du PIB, d'IDE provenant des Émirats Arabes Unis). Le déficit budgétaire a atteint 3,3% du PIB tandis que le solde primaire était excédentaire de plus de 6% du PIB. Pour l'année en cours, l'objectif budgétaire du gouvernement reste ambitieux puisqu'il prévoit d'atteindre un excédent primaire équivalent à 3,5% du PIB. Cet objectif devrait être atteint grâce à des mesures d'élargissement de la base fiscale, une réduction de certaines subventions (énergie principalement), la réduction de certaines dépenses d'investissement public et l'augmentation de la TVA sur certaines catégories de produits. Au cours des cinq premiers mois de l'année budgétaire en cours, le surplus primaire est estimé à 1% du PIB par le ministère des Finances, par rapport à 0,4% pour la même période de l'exercice précédent. Le déficit budgétaire total restera élevé (6,8% du PIB attendu cette année) en raison de la charge d'intérêts qui représentaient 47% des revenus du gouvernement général en AB2024 (55% cette année), soit un des niveaux les plus élevés parmi les pays émergents. Une gestion active de la dette devrait permettre d'en réduire le coût, notamment en allongeant les maturités. L'objectif du gouvernement est d'atteindre une maturité moyenne de 4,5 années en AB2026 (3,2 en AB2023). Le caractère graduel de la baisse des taux rendra ce processus assez lent. Le gouvernement a intérêt à continuer à émettre sur des maturités courtes dans un premier temps pour bénéficier de la baisse progressive des taux.

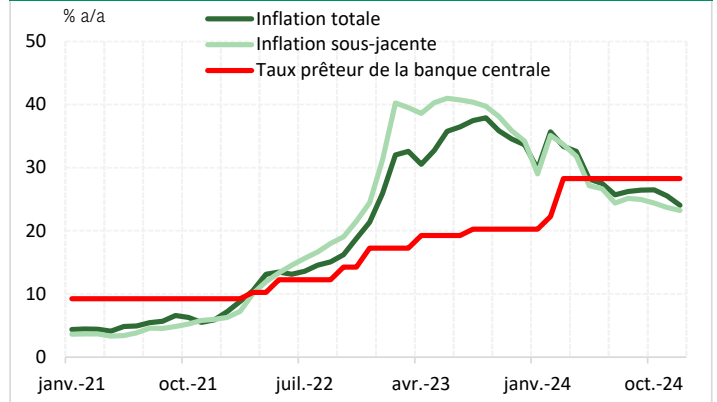
### TRUMP 2.0, QUELLES CONSÉQUENCES SUR LES COMPTES EXTÉRIEURS ?

Du point de vue américain, l'Égypte n'est pas un partenaire commercial significatif, elle représente moins de 0,05% des importations américaines totales. Cela réduit le risque lié à une hausse unilatérale des droits de douanes. Les conséquences sur les comptes extérieurs égyptiens de la politique du gouvernement Trump sont plus indirectes.

Sur le plan géopolitique, le soutien américain à un accord de cessez-le-feu entre Israël et le Hamas, s'il est durable, aura des effets positifs. Les tensions en mer Rouge devraient se réduire et permettre la reprise progressive du trafic maritime passant par le Canal de Suez. Les recettes de ce dernier (9% des recettes en devises du pays) ont baissé de 60% au cours des neuf premiers mois de 2024. Les recettes touristiques devraient aussi bénéficier de la réduction des tensions géopolitiques. Néanmoins, l'apaisement actuel reste précaire et les objectifs américains dans la région ainsi que les moyens pour y parvenir demeurent incertains.

La question énergétique est centrale en Égypte, et la détérioration du solde extérieur des hydrocarbures accroît la vulnérabilité des comptes extérieurs aux variations des prix du pétrole et du gaz. La baisse plus rapide qu'attendue de la production gazière égyptienne et l'augmentation constante de la consommation oblige l'Égypte à importer une quantité croissante de gaz naturel liquéfié (GNL) en complément des importations en provenance d'Israël par gazoduc. Ces importations de GNL ont coûté environ USD 1 mds en AB2024. Malgré les résultats encourageants d'exploration de compagnies gazières, la mise en œuvre progressive de nouvelle capacité de production électrique d'origine solaire et l'importation possible d'électricité en provenance d'Arabie saoudite, le déficit gazier égyptien pourrait encore perdurer dans les

### ÉGYPTE : REFLUX DES PRESSIONS INFLATIONNISTES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE D'ÉGYPTE, BNP PARIBAS

2-3 prochaines années au moins. L'augmentation des capacités de production et d'exportation de GNL, au centre de la politique énergétique américaine à venir, ne devrait pas avoir de conséquences positives à court terme sur la facture énergétique égyptienne. La hausse des exportations de GNL américain attendue en 2025 est liée à des décisions prises sous la précédente administration. Les effets des nouvelles autorisations d'exportation ne se feront pas avant quelques années et seront alors seulement un des vecteurs de l'augmentation de la production de GNL, le Qatar devant y être dominant.

La politique monétaire américaine joue un rôle important pour i/la couverture du besoin de financement extérieur de l'Égypte au travers des flux de portefeuille (*carry-trade*) et ii/le coût du service de la dette extérieure.

Même si les opérations de *carry-trade* devraient être moins importantes qu'avant 2022, en raison de la hausse des financements bilatéraux et des IDE, elles restent un élément important dans l'équilibre de la balance des paiements. Nous estimons que les entrées nettes d'investissement liées aux opérations de *carry-trade* devraient couvrir 19% et 12% du besoin de financement externe total (déficit courant et amortissement de la dette extérieure) respectivement en AB2025 et AB2026. Mais la Fed pourrait laisser ses taux inchangés cette année. Or, mécaniquement, une stabilité des taux américains et une réduction des taux en Égypte réduirait l'attractivité des titres égyptiens libellés en monnaie locale. La poursuite de la dépréciation de la livre, même a priori modérée, ajoute un facteur négatif supplémentaire à l'attractivité des titres égyptiens en monnaie locale.

Le service de la dette en devise a augmenté significativement depuis quelques années et contribue à la vulnérabilité des finances extérieures égyptiennes. En AB2024, le paiement des intérêts de la dette en devise était équivalent à 9% du total des recettes en devises contre 3% en moyenne entre 2018 et 2022. Le gouvernement égyptien, qui vient d'émettre des obligations internationales (en USD) pour un montant de USD 2 mds, prévoit des émissions pour un montant d'environ USD 3 mds (pas uniquement en USD) au cours du premier semestre 2025.

Au total, les conséquences possibles de la politique de la nouvelle administration américaine sur les comptes extérieurs nous paraissent relativement équilibrées et a priori d'une ampleur limitée. Ils pourraient être plutôt positifs sur le solde courant et neutres voire négatifs sur la partie financement.

Pascal Devaux

[pascal.devaux@bnpparibas.com](mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com)



# KENYA

## BREF RÉPIT

Au Kenya, poursuivre la consolidation budgétaire s'avère de plus en plus difficile. Les efforts demandés à la population ont suscité une forte contestation, qui a contraint le gouvernement à retirer son projet de loi de finances élaboré avec le FMI. Désormais, pour l'exercice en cours, le déficit serait réduit principalement par une baisse des dépenses, ce qui pèse sur la croissance économique. Si cette alternative offre un bref répit, une hausse pérenne des recettes publiques demeure essentielle pour assurer la soutenabilité de la dette et conserver à moyen terme le soutien financier du FMI. Celui-ci pourrait s'avérer d'autant plus nécessaire que le retour de Donald Trump à la Maison Blanche pourrait poser de nouveaux risques pour les comptes publics et extérieurs du Kenya.

### RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Depuis le début de l'année 2024, la croissance économique ralentit. De 5,6% au T4 2023, la progression mesurée sur 4 trimestres a reculé à 4,7% en glissement annuel (g.a.) au T3 2024. L'activité ne devrait pas connaître un net rebond au T4, et la croissance sur l'année entière sera inférieure à la prévision initiale de la Banque centrale, qui était de 5,1%.

D'une part, l'activité des mois de juin à août a été affectée par les manifestations contre le projet de loi de finances du gouvernement. D'autre part, la politique monétaire restrictive de la Banque centrale du Kenya (CBK) a rapidement fermé le robinet du crédit au secteur privé (25% du PIB). En octobre 2024, la croissance nominale du crédit au secteur privé était nulle en g.a., contre 14% en décembre 2023. Malgré une première baisse du taux directeur en août 2024, les taux d'emprunt auprès des banques commerciales ont continué d'augmenter pour atteindre 17,1% en octobre, un record depuis 2016. Le resserrement monétaire et la détérioration du climat des affaires depuis 2022 ont fortement pénalisé l'investissement privé. De plus, avec les efforts de consolidation budgétaire entrepris par l'administration Ruto, arrivée au pouvoir en 2022, les dépenses publiques de développement, qui incluent l'investissement public, se sont contractées de 8,5% en valeur nominale au cours de l'année budgétaire (AB) 2023/2024.

Par conséquent, en 2023 le taux d'investissement total avait déjà chuté à 16% du PIB, contre 19% en 2022 et 20% en moyenne sur 2015-2021. Cette baisse dégrade les perspectives économiques de moyen terme du pays. L'objectif du Trésor kenyan de porter la croissance économique au-delà de 7% d'ici 2028 paraît ambitieux, tout comme celui de doubler la part du secteur manufacturier dans le PIB d'ici là. À l'heure actuelle, le secteur manufacturier ne compte que pour 7,3% du PIB et cette part a légèrement décliné depuis 2019. Ce secteur est pourtant le deuxième fournisseur d'emplois formels derrière le secteur agricole. Son développement est donc nécessaire pour réduire la taille du secteur informel (estimée à environ 80% de l'emploi total), ce qui permettrait d'augmenter les recettes budgétaires.

### INFLATION SOUS CONTRÔLE ET ASSOULISSEMENT MONÉTAIRE

En 2022, la hausse du cours du pétrole (26% des importations) et le resserrement monétaire mondial ont contribué à une forte dépréciation de la monnaie locale et une hausse marquée de l'inflation. Le shilling kenyan s'est déprécié de 27% face au dollar US entre fin 2021 et fin 2023, tandis que l'inflation a atteint en moyenne 7,7% sur 2022 et 2023. La CBK a relevé son taux directeur de 600 points de base (pb) entre mai 2022 et février 2024, pour le porter à 13%. Par la suite, l'amélioration des comptes extérieurs, notamment grâce au retour du gouvernement sur les marchés internationaux de capitaux en février dernier, a permis au shilling kenyan de se réapprécier (de 23% contre le dollar entre février et avril) puis de se stabiliser. Depuis mai 2024, l'inflation est repassée sous la cible de 5% de la Banque centrale, pour atteindre 3% en décembre. Ces deux facteurs ont permis à la CBK de baisser de 175 pb son taux directeur entre août et décembre.

#### PRÉVISIONS

	2022	2023	2024e	2025e	2026e
PIB réel, variation annuelle, %	4.9	5.6	4.6	5.0	4.8
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	7.6	7.7	4.5	5.0	5.0
Solde budgétaire, % du PIB (1)	-5.3	-5.2	-4.8	-4.4	-4.0
Dette du gouvernement, % du PIB	67.8	73.1	68.2	70.7	70.5
Balance courante, % du PIB	-5.0	-4.0	-4.1	-4.3	-4.8
Dette externe, % du PIB	34.6	39.4	34.9	37.0	37.4
Réserves de change, mds USD	7.4	6.6	9.2	8.9	8.6
Réserves de change, en mois d'imports	4.2	3.5	4.7	4.4	4.2

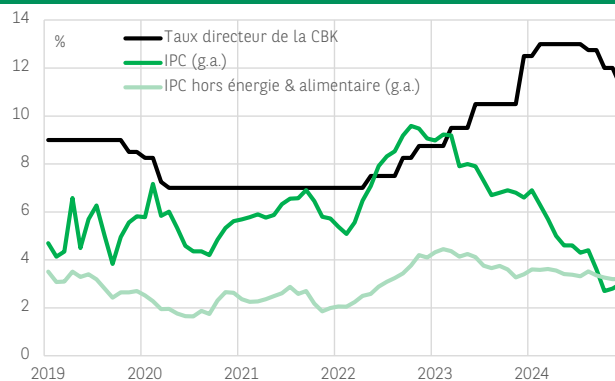
(1) Année budgétaire du 1er juillet de l'année N au 30 juin de l'année N+1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABEAU 1

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

#### KENYA : PRIX À LA CONSOMMATION ET POLITIQUE MONÉTAIRE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CBK, BNP PARIBAS

Le cycle d'assouplissement monétaire devrait se poursuivre au prochain comité de février 2025, compte tenu de la stagnation du crédit au secteur privé et du taux d'inflation actuel. Toutefois, la marge de manœuvre de la CBK s'est réduite depuis le retour de Donald Trump à la Maison Blanche et le risque d'un *statu quo* de la politique monétaire aux États-Unis en 2025.

### CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE PÉRILLEUSE

Depuis 2022, le gouvernement est engagé dans un processus de consolidation budgétaire. Il vise à corriger des années de déficits conséquents (7,2% de PIB en moyenne sur 2015-2022) qui ont porté le ratio de dette publique à 73% du PIB au T4 2023 (contre 45% en 2015). La charge d'intérêts sur la dette publique, qui a systématiquement absorbé plus de 25% des recettes budgétaires sur les cinq dernières années, est un obstacle majeur à la soutenabilité de la dette.



Sur l'AB 2023/24, des mesures impopulaires comme le doublement de la TVA sur le carburant et la création de nouvelles taxes ont permis aux recettes publiques de croître de 14%, contre une croissance du PIB nominal de 9%. Cependant, à 17% du PIB, les recettes sont restées faibles, alors que le paiement des intérêts sur la dette s'est élevé à 5,3% du PIB, soit 31% des recettes budgétaires. Ainsi, malgré un solde budgétaire primaire légèrement positif, le déficit budgétaire s'est maintenu à 5,2% du PIB.

Le Trésor a tenté de redoubler d'efforts pour l'AB en cours (juillet 2024-juin 2025). Toutefois, le projet de loi de finances (PLF) initial, qui tablait sur une réduction drastique du déficit (à 3,3% du PIB) par la hausse des recettes fiscales, a suscité une violente contestation. Les manifestations, qui ont culminé avec la prise d'assaut du Parlement fin juin, ont contraint le gouvernement à retirer son PLF, qui avait été conçu en collaboration avec le FMI. À la place, la loi de finances finalement adoptée prévoit un déficit budgétaire de 4,4% du PIB, et la consolidation budgétaire ne se fait plus via la hausse des revenus mais via une baisse des dépenses. Plus précisément, les dépenses de développement sont une fois de plus revues à la baisse (-14% comparé au PLF initial) tandis que les revenus totaux devraient stagner à 17% du PIB, contre 18,5% dans le PLF initial.

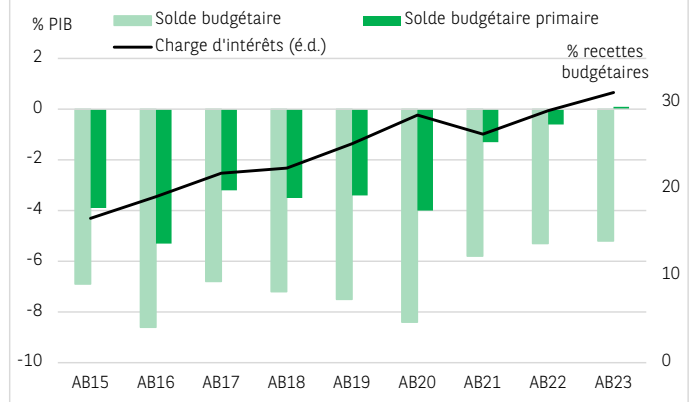
Les coupes budgétaires envisagées ne s'attaquent pas aux dépenses récurrentes du gouvernement. Parmi celles-ci, la taille de la masse salariale du secteur public est un défi majeur. Sur l'AB 2022/23, elle absorbait 42% des recettes budgétaires. Le gouvernement a pour ambition de réduire cette part à 35% d'ici 2028, mais cet objectif est ambitieux, tant les pressions pour augmenter les salaires sont fortes. En outre, pour assurer la soutenabilité de la dette publique, accroître les revenus du gouvernement demeure nécessaire. Cela devra s'accompagner de mesures pour rétablir la confiance des contribuables : améliorer la transparence des dépenses publiques, engager davantage la responsabilité publique et lutter contre la corruption. La mise en place de ces mesures sera indispensable si le gouvernement veut renouveler à moyen terme le soutien financier du FMI, dont le programme expire en avril 2025.

### ↔ EMBELLIE DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

Les comptes extérieurs sont fragiles. Le compte courant est structurellement déficitaire (-5,5% de PIB en moyenne sur 2015-2022). Depuis 2023, en raison de la baisse de l'investissement public et de la reprise des exportations agricoles après deux ans de sécheresse, le déficit courant s'est contracté pour atteindre 4% du PIB au T3 2024. Cependant, les mêmes vulnérabilités persistent et le déficit de la balance commerciale reste important (8% du PIB). D'une part, la base d'exportation du pays est limitée à une production agricole à faible valeur ajoutée et vulnérable aux aléas climatiques. D'autre part, une grande partie des importations est incompressible, car le Kenya est importateur net d'énergie et de produits alimentaires.

Pour financer le déficit courant, le Kenya se repose principalement sur l'émission de dette publique en devises : la dette représente 86% des entrées brutes de capitaux étrangers en moyenne sur 2015-2023. Avec le resserrement monétaire mondial de 2022-2023, le gouvernement a perdu son accès aux marchés internationaux de capitaux. Malgré le renforcement du soutien financier des bailleurs multilatéraux, le Kenya a dû puiser dans ses réserves de change pour couvrir ses besoins de financement externe. Celles-ci ont chuté de USD 1,1 md entre février 2022 et mi-février 2024. Depuis l'émission d'un Eurobond en février, la confiance des créanciers extérieurs privés est revenue et les flux nets de portefeuille sont repassés en territoire légèrement positif (USD 700 mn en cumulé sur 12 mois). Les réserves de change ont progressivement augmenté de USD 2,1 mds entre février et janvier 2025, pour atteindre USD 9,2 mds. À ce niveau, elles couvrent 4,7 mois d'importations, un niveau relativement confortable. Cependant, sans le soutien financier du FMI, les réserves de change devraient de nouveau diminuer en 2025 et 2026.

### KENYA : CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE DIFFICILE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CBK, BNP PARIBAS

### 🔍 LES RISQUES ASSOCIÉS AU RETOUR DE D. TRUMP

Compte tenu de la vulnérabilité des comptes extérieurs, le retour de Donald Trump à la Maison Blanche est un facteur de risque pour le Kenya. Son programme devrait retarder l'assouplissement monétaire de la Fed, ce qui pourrait contribuer à un resserrement des conditions de financement internationales. Cela pourrait perturber les plans de financement extérieur du gouvernement kényan en amont des nombreuses tombées de dette qui l'attendent à moyen terme : entre 2025 et 2031, le pays devra notamment rembourser un total de USD 4,2 mds d'Eurobonds qui arrivent à échéance, dont un amortissement de USD 1 md en 2028. De plus, un assouplissement monétaire de la CBK moins important que prévu pourrait entraîner des répercussions négatives sur la charge d'intérêts de la dette publique domestique (80% du total des intérêts versés) et sur la consolidation budgétaire. Pour le moment, le taux de change USD/KES a fait preuve de stabilité depuis l'élection de D. Trump (-0,3% entre la première semaine de novembre 2024 et la mi-janvier). Cependant, les pressions sur les comptes extérieurs et le taux de change pourraient s'accroître dès avril 2025 avec la fin du programme FMI.

Les exportations du Kenya vers les États-Unis, et celles du continent africain dans son ensemble, pourraient également pâtir du protectionnisme de Trump. À l'heure actuelle, le Kenya ainsi que 31 autres pays d'Afrique bénéficient d'une exemption de droits de douane pour de nombreux biens sur le marché étasunien grâce à la loi sur la croissance et les possibilités économiques en Afrique (AGOA). De ce fait, en 2023, les droits de douane sur les exportations du Kenya aux États-Unis n'étaient que de 0,3%. Cependant, l'AGOA expire en septembre 2025, et ses termes devront être réexaminés par le congrès étasunien. Toutefois, les États-Unis ne comptent que pour 6% des exportations kényanes (en majorité du textile), l'impact devrait être limité. De plus, le Kenya pourrait parvenir à rediriger ses exportations textiles vers l'Union européenne, avec laquelle il a signé un accord de libre-échange en vigueur depuis juillet 2024.

Enfin, le montant de l'aide publique au développement (APD) versé par les États-Unis pourrait être revu à la baisse. En moyenne sur 2019-2023, les flux d'APD depuis les États-Unis ont atteint USD 0,8 md, soit près d'un quart des flux totaux d'APD et 0,8% du PIB. De ce montant, 40% sont dédiés à des programmes d'urgence alimentaire qui, en théorie, ne devraient pas être suspendus. Cependant, le programme de lutte contre le VIH (29% de l'APD), ainsi que d'autres programmes de santé et d'éducation, sont exposés à des coupes budgétaires.

Lucas Plé

[lucas.ple@bnpparibas.com](mailto:lucas.ple@bnpparibas.com)



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

Isabelle Mateos y Lago  
Cheffe économiste +33 1 87 74 01 97 isabelle.mateosyago@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon  
Adjointe à la cheffe économiste - Responsable +33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Stéphane Colliac  
France, Allemagne +33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien  
Zone euro, Royaume-Uni - Commerce international +33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Anis Bensaidani  
États-Unis, Japon +33 1 87 74 01 51 anis.bensaidani@bnpparibas.com

Lucie Barette  
Europe du Sud +33 1 87 74 02 08 lucie.barette@bnpparibas.com

Tarik Rharrab  
Statistiques +33 1 43 16 95 56 tarik.rharrab@bnpparibas.com

## PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat  
Responsable +33 1 58 16 73 32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com

## ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon  
Responsable +33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Céline Choulet +33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot +33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

Marianne Mueller +33 1 40 14 48 11 marianne.mueller@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure  
Responsable – Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation +33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier  
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie +33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby  
Afrique francophone +33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Pascal Devaux  
Moyen-Orient, Balkans +33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot  
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins +33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad  
Amérique latine +33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Cynthia Kalasopatan Antoine  
Ukraine, Europe centrale +33 1 53 31 59 32 cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan +33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

Lucas Plé  
Afrique anglophone et lusophone +33 1 40 14 50 18 lucas.ple@bnpparibas.com

## CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce +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

## ECOFFLASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.

## ECOWEEK

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

## ECOPULSE

Baromètre mensuel des indicateurs conjoncturels des principales économies développées.

## ECOCHARTS

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

## ECOTV

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

## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

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 déterminer 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 desquelles elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

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

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

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site

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

© BNP Paribas (2025). Tous droits réservés.

Pour vous abonner à nos publications :

ÉTUDES **ÉCONOMIQUES**



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



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change