

POLOGNE

19

CROISSANCE SOLIDE ET SANS DÉSÉQUILIBRES MAJEURS EN DEHORS DU DÉFICIT PUBLIC

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

UNE CROISSANCE SOUTENUE PAR LA DEMANDE INTÉRIEURE

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

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

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

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

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

INFLATION SOUS CONTRÔLE

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

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

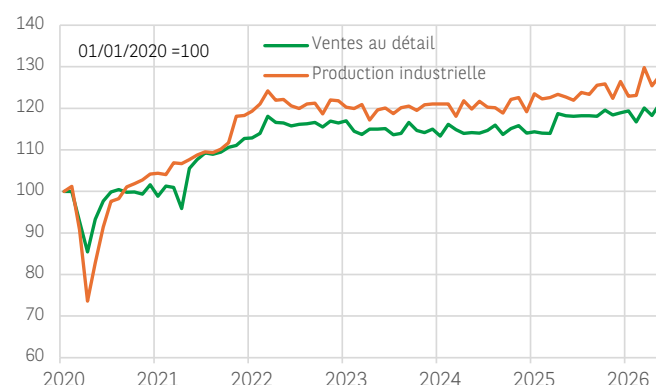
Prévisions économiques

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

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Pologne: L'activité économique résiste



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

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


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

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

UNE POLITIQUE MONÉTAIRE PRUDENTE

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

LES COMPTES EXTERNES ABSORBENT LE CHOC

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

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

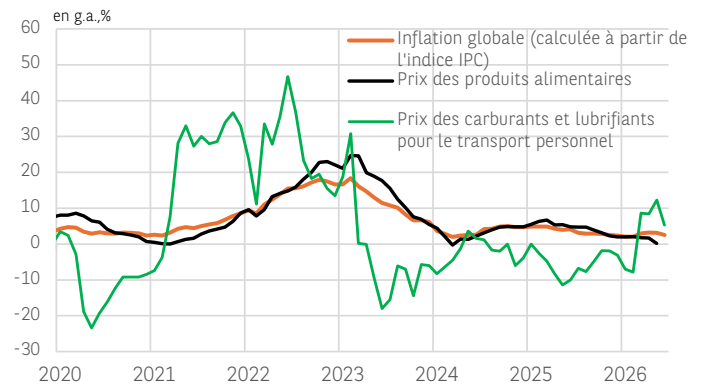
Cette situation reste gérable même si la balance commerciale et le compte courant sont structurellement déficitaires. En effet, le pays bénéficie d'une capacité de financement externe solide. À EUR19,2mds sur les quatre premiers mois, les entrées d'investissements directs étrangers et d'investissements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

UNE MARGE DE MANŒUVRE BUDGÉTAIRE LIMITÉE

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

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

Pologne: l'inflation est contenue



GRAPHIQUE 2

SOURCES : STATISTICS POLAND, BNP PARIBAS

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

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

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

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

Achévé de rédiger le 10 juillet 2026

Cynthia Kalasopatan Antoine

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change