

Rapport sur la Politique monétaire

5 mai 2026

Sommaire

Préambule	1
Communiqué de presse :	2
Note de conjoncture économique	4
Contexte international	4
Contexte national – Secteur réel	9
Contexte national - Secteur extérieur.....	11
Contexte national - Secteur Etat	18
Contexte national - Secteur monétaire.....	19
Perspectives	22
Annexe 1. Informations économiques [En glissement annuel en %, sauf indication contraire].....	28
Annexe 2. Historique des décisions depuis la réforme du cadre de politique monétaire	28

Préambule

Le premier objectif de Banky Foiben'i Madagasikara (BFM) est de veiller à la stabilité interne et externe de la monnaie, conformément à l'article 5 de la Loi n°2016-004 du 29 juillet 2016, complétée par la Loi n°2016-057 du 2 février 2017, portant statuts de la Banque Centrale de Madagascar. Sans préjudice de ce premier objectif, elle soutient également la politique économique du Gouvernement.

Cette mission fondamentale de lutte contre l'inflation constitue la finalité de la politique monétaire, dont les principaux objectifs sont de préserver le pouvoir d'achat, d'encourager l'investissement et de favoriser une croissance soutenable. Les statuts de BFM ont institué le Comité monétaire, chargé de la formulation et de la mise en œuvre de la politique monétaire. Ce comité se réunit quatre fois par an pour procéder à la revue trimestrielle des instruments de politique monétaire. Le calendrier de ses réunions est publié en début d'année sur le site web de BFM.

BFM conduit sa politique monétaire dans un cadre opérationnel de ciblage du taux d'intérêt. Elle intervient sur le marché monétaire pour réguler la liquidité bancaire à l'aide d'instruments tels que le taux directeur et le coefficient des réserves obligatoires. La gestion de la liquidité vise à aligner le taux interbancaire TAHA (Taha miAntoka ny Herin'ny Ariary) sur le taux directeur, afin d'en renforcer la prévisibilité, d'en faire une référence fiable pour les acteurs du marché monétaire et de permettre la transmission efficace des décisions de politique monétaire à travers ses différents canaux de transmission. Les décisions de BFM se répercutent ainsi sur les taux d'intérêt pratiqués sur les différents segments du marché financier domestique, notamment les taux bancaires et le taux des titres publics. Elles façonnent également les anticipations des agents économiques et, à terme, la valorisation des actifs financiers. Ces variations se traduisent progressivement par un effet sur la demande globale de biens et de services dans l'économie de Madagascar et, *in fine*, sur le niveau général des prix.

Compte tenu des délais nécessaires à la transmission des effets de la politique monétaire, BFM accorde une importance stratégique aux prévisions dans l'exercice de sa responsabilité de formulation et de mise en œuvre de la politique monétaire. Pour remplir efficacement sa mission de stabilisation des prix, BFM élabore des projections à moyen terme à partir d'un système d'analyse prospective de la politique monétaire. Ce dispositif s'articule autour d'un outil central d'analyse et de prévision, le modèle de projection trimestriel, *Quarterly Projection Model* (QPM), enrichi et consolidé par des modèles satellites adaptés aux spécificités de l'économie Malagasy. Ce modèle adopte une approche néo-keynésienne, reposant sur une modélisation semi-structurelle, conciliant les fondements théoriques des modèles d'équilibre général avec une calibration empirique fondée sur les données économiques de Madagascar.

Dans un souci de transparence en matière de décisions de politique monétaire, BFM diffuse, à l'issue de chaque réunion ordinaire du Comité monétaire, un communiqué de presse et publie sur son site web le Rapport de politique monétaire (RPM), qui présente l'ensemble des analyses ayant sous-tendu ses décisions. Le RPM est structuré en trois parties. La première partie présente le contexte international, notamment l'évolution économique des principaux partenaires de Madagascar, la dynamique des prix des matières premières et la situation de l'inflation mondiale. La deuxième partie décrit le contexte national, en mettant particulièrement l'accent sur les quatre grands secteurs de l'économie : *le secteur réel, le secteur extérieur, le secteur public et le secteur monétaire*. Enfin, la troisième partie donne les perspectives économiques pour les prochains trimestres.

Communiqué de presse :
Décision de politique monétaire du 5 mai 2026

Le taux directeur est maintenu à 12,00 %.

Le Comité monétaire de Banky Foiben'i Madagasikara (BFM) a décidé de maintenir le taux directeur à 12,00 % et réaffirme sa détermination à ramener l'inflation vers l'objectif de 5,0 % à moyen terme, malgré les incertitudes liées au contexte international.

Après le ralentissement de l'inflation observé l'année dernière, la baisse s'est poursuivie au début de l'année 2026. La variation du niveau général des prix, en glissement annuel, est descendue jusqu'à 6,1 % en janvier 2026, avant de remonter légèrement à 6,8 % en mars. Cette évolution de l'inflation entre janvier et mars 2026 s'explique principalement par des prix élevés des produits alimentaires, malgré une tendance à la stabilité des prix des produits première nécessité.

L'analyse des risques pesant sur l'inflation pour le reste de l'année met en évidence la persistance de pressions à la hausse, liées notamment à des chocs d'offre externes et de demande. Les chocs d'offre incluent l'évolution des prix du pétrole, du transport maritime et des intrants agricoles. S'agissant des facteurs de demande, l'augmentation des salaires pourrait engendrer des effets de second rang. Dans ce contexte, même sous l'hypothèse du maintien d'une politique monétaire restrictive, l'inflation pourrait augmenter temporairement sous l'effet de ces chocs, avant de ralentir progressivement à partir de 2027.

Au niveau mondial, selon le FMI¹, la prévision de la croissance économique est révisée à 3,1 % en 2026, contre 3,2 % estimés précédemment, avec un risque de repli jusqu'à 2,5 % en cas d'escalade des tensions au Moyen-Orient. L'inflation mondiale pourrait, dans le même temps, remonter à 4,4 % après avoir été projetée à 3,7 % en janvier, traduisant des pressions persistantes sur les prix.

Selon les perspectives du FMI pour l'Afrique subsaharienne, la croissance régionale ralentirait à 4,3 %, contre 4,6 % en janvier, les économies importatrices de pétrole restant fortement exposées à la hausse des coûts de l'énergie. Face à cette situation, les grandes banques centrales maintiennent une posture prudente quant à l'orientation de leur politique monétaire.

Ces chocs externes se transmettent à Madagascar via plusieurs canaux, notamment la hausse du prix du *Brent* et des engrais, qui alourdit les coûts de production. Les résultats de l'Enquête de conjoncture économique (ECE) au premier trimestre 2026 font ressortir une dégradation des activités, traduisant un recul généralisé dans l'ensemble des catégories d'entreprises. Cette évolution reflète un environnement économique moins favorable. Pour le deuxième trimestre 2026, les chefs d'entreprise anticipent une poursuite de la morosité de leurs activités, comme l'indique l'Indicateur d'activité économique (IAE), qui demeure négatif. Néanmoins, la croissance économique est estimée à 3,8 % pour l'année 2026. Selon la même ECE, la proportion des chefs d'entreprise prévoyant une inflation supérieure à 10,0 % augmente entre mars et juin 2026, atteignant 43,3 %, puis diminue nettement pour s'établir à 14,5 % en septembre 2026. En revanche, à l'instar des analyses au niveau international, l'incertitude entourant l'évolution de l'inflation à Madagascar augmente significativement, comme en témoigne la hausse marquée des non-réponses, passant de 12,8 à 41,7 %.

A fin mars 2026, l'Ariary s'est apprécié de 10,7 % face à l'euro et de 8,9 % vis-à-vis du dollar US par rapport à fin décembre 2025. Cette évolution du taux de change s'explique, d'une part, par l'allègement du déficit commercial et, d'autre part, par la poursuite des entrées de devises liées aux projets de développement. L'amélioration du solde commercial résulte du renforcement des exportations conjugué à une baisse des importations. Grâce à ces flux constants de devises, les réserves de change de BFM sont estimées à 7,3 mois d'importations à fin mars 2026.

¹ World economic outlook, Avril 2026.

Après le ralentissement observé en 2025, la croissance annuelle de la masse monétaire a enregistré une légère tendance à la hausse pour s'établir à 9,4 % à la fin du premier trimestre 2026, un niveau contenu dans la fourchette cible de 8,0 à 16,0 %. Cette évolution résulte essentiellement du renforcement des réserves de change, ainsi que de la progression des crédits bancaires, bien que ces derniers aient connu un léger ralentissement, révélant une certaine prudence des banques dans le financement de l'économie. En glissement annuel, les créances bancaires sur l'économie se sont établies à 10,3 % en mars 2026, tirées essentiellement par les crédits à moyen et long terme et, dans une moindre mesure, par les crédits à court terme. Pour l'année 2026, BFM table sur une légère hausse de la masse monétaire, toutefois maîtrisée et compatible avec les objectifs de stabilité monétaire et de soutien à l'activité économique. La croissance est ainsi estimée à 11,5 % en juin et 11,7 % en septembre 2026, pour un atterrissage autour de 12,5 % à fin 2026.

Les perspectives d'inflation pour 2026 restent incertaines en se référant à une possible intensification des tensions géopolitiques et à la volatilité des prix des produits de base susceptibles d'exercer des pressions sur les prix intérieurs.

Compte tenu de l'évolution récente de l'ensemble des secteurs et des perspectives économiques, BFM estime que le maintien du taux directeur à 12,00 % apparaît approprié. Cette orientation de la politique monétaire est nécessaire pour consolider la trajectoire de désinflation et préserver la stabilité financière.

Informations économiques [Variation en glissement annuel en %, sauf indication contraire]

Rubriques	2025T2	2025T3	2025T4	2026T1 [**]	2026T2 [**]	2026 [**]
Indicateur Infra Annuel d'Activité Economique [IAE] [*]	6,0	2,9	-2,5	-3,8	1,2	3,8
Inflation	8,2	7,5	7,2	6,8	7,8	9,3
Inflation sous-jacente [***]	7,3	6,6	7,5	8,5	9,1	9,2
Réserves en mois d'importation (en niveau)	6,2	6,2	6,9	7,3	7,3	7,0
Taux de pression fiscale nette (en % du PIB)	4,8	7,2	9,9 [i]	2,2	4,8	10,7 [ii]
Croissance annuelle des crédits bancaires	13,9	14,3	12,0	10,3	12,5	15,0

[*] Proxy de la croissance du PIB, [**] Projections effectuées par BFM, [***] Inflation du panier de consommation hors riz et énergies, [i] Provisoire [ii] Chiffres de la Loi des Finances.

Contexte international

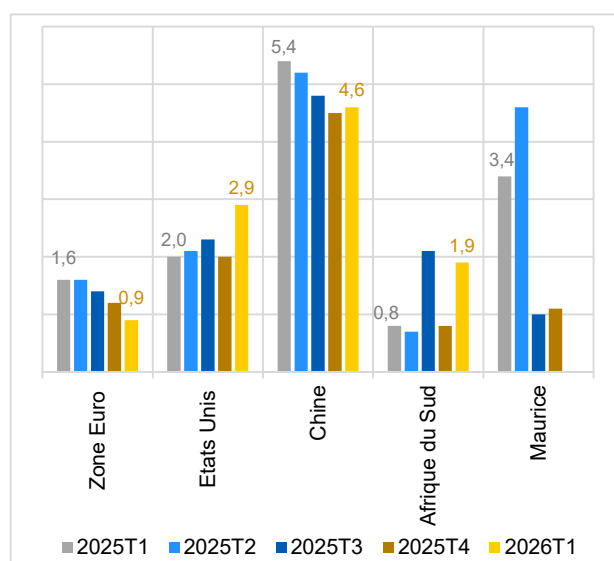
Ralentissement de l'économie mondiale dans un contexte d'incertitudes accrues

Dès la fin du mois de février 2026, le déclenchement d'un conflit armé d'envergure au Moyen-Orient a constitué le principal choc macroéconomique mondial de l'année. La fermeture temporaire du *détroit d'Ormuz*, point de passage stratégique pour près de 20,0 % du commerce mondial de pétrole, ainsi que pour une part importante du gaz naturel liquéfié et des engrais, a fortement perturbé les flux commerciaux internationaux, provoquant une flambée des prix de l'énergie, une hausse des coûts logistiques et des primes d'assurance maritime. Ce double choc, à la fois d'offre et de confiance, a alimenté les pressions inflationnistes, accentué la volatilité des marchés financiers et conduit à une réallocation vers les actifs refuges, pénalisant en priorité les économies émergentes disposant de marges budgétaires étroites.

Au niveau mondial, ce choc est venu amplifier des vulnérabilités préexistantes, notamment les tensions commerciales liées aux politiques tarifaires américaines, le niveau élevé d'endettement dans les pays émergents et une désinflation encore incomplète. Après une performance solide en 2025, marquée par une croissance estimée à 4,5 %, son niveau le plus élevé depuis une décennie, **l'Afrique subsaharienne** aborde l'année 2026 sur une dynamique initialement favorable, mais désormais fragilisée. Cette évolution s'explique par le renchérissement des importations énergétiques et alimentaires, le durcissement des conditions de financement international et la réduction de l'aide extérieure, avec de fortes disparités entre pays exportateurs et importateurs de pétrole.

Concernant plus particulièrement des partenaires commerciaux de Madagascar, **l'économie américaine** a affiché une dynamique relativement soutenue au premier trimestre 2026, selon les premières estimations disponibles. La croissance du PIB en glissement annuel est provisoirement estimée à 2,9 %, contre 2,0 % au même trimestre de l'année précédente. Cette progression s'explique principalement par la solidité de la demande intérieure. Les analystes anticipent toutefois que les effets du conflit au Moyen-Orient sur l'activité et les conditions financières ne se matérialiseront pleinement qu'à partir du deuxième trimestre.

Croissance économique des principaux pays partenaires de Madagascar



Sources: Bloomberg; Mauritius Statistics

Au premier trimestre 2026, l'activité économique dans **la zone euro** a ralenti, avec une croissance annuelle estimée à 0,9 %, contre 1,5 % un an auparavant. Ce fléchissement traduit principalement les effets d'un environnement extérieur dégradé, pesant les exportations et freine les perspectives d'investissement. La demande intérieure, portée par une consommation privée globalement résiliente grâce à un marché du travail historiquement solide, continue de soutenir la croissance, bien que de manière atténuée par l'érosion partielle du pouvoir d'achat liée à l'inflation énergétique.

Ces facteurs conjoncturels s'ajoutent à des contraintes structurelles persistantes, notamment les pertes de compétitivité et le retard dans le domaine des technologies numériques, limitant ainsi le potentiel de croissance à moyen terme de la zone.

Au premier trimestre 2026, **l'économie chinoise** a enregistré une croissance de 4,6 % en glissement annuel, en retrait par rapport aux 5,4 % observés un an plus tôt, tout en affichant une légère amélioration en variation trimestrielle. L'activité a été soutenue par l'accélération de la production industrielle, notamment dans les secteurs de haute technologie, ainsi que par le dynamisme des exportations. Ce dernier reflète en partie un phénomène de *front-loading*. En d'autres termes, face à l'escalade des droits de douane sino-américains, importateurs et exportateurs ont anticipé leurs échanges avant l'entrée en vigueur des nouvelles mesures tarifaires, gonflant temporairement les volumes exportés au-delà de leur tendance structurelle. En revanche, la demande intérieure demeure le principal point de fragilité de la reprise, pénalisée par la persistance de la crise immobilière et le recul de l'investissement privé. Face à ces déséquilibres structurels entre une offre productive dynamique et une demande intérieure contrainte, les autorités maintiennent une orientation macroéconomique accommodante, dont l'efficacité reste conditionnée à une stabilisation du secteur immobilier et à l'issue des négociations commerciales avec Washington.

Au premier trimestre 2026, la croissance économique de **l'Afrique du Sud** s'est redressée, atteignant 1,9 % en glissement annuel, contre 0,8 % un an auparavant, portée par la reprise progressive de l'activité industrielle et une amélioration de la confiance des investisseurs. Cette dynamique demeure néanmoins modeste et structurellement contrainte par un niveau de chômage élevé, qui pèse sur la demande intérieure et limite la portée de la reprise. Ainsi, l'amélioration observée au premier trimestre traduit un mieux conjoncturel, sans pour autant signaler un redressement durable et généralisé de l'activité.

L'analyse de la **conjoncture mauricienne** repose essentiellement sur les indications prospectives de la *Bank of Mauritius* et de *Statistics Mauritius*. L'économie mauricienne a poursuivi sa reprise, soutenue par la vigueur du tourisme, la résilience des services et la bonne tenue des activités liées au commerce et aux transports. La demande intérieure a également contribué à l'activité, portée par l'amélioration graduelle de la consommation des ménages et par un climat des affaires demeuré favorable. Cette dynamique reste toutefois exposée à plusieurs fragilités, notamment la dépendance aux échanges extérieurs, la sensibilité de l'économie aux chocs sur les prix de l'énergie et la nécessité de préserver la compétitivité dans un environnement international plus incertain.

Inflation mondiale : désinflation interrompue et pressions renouvelées

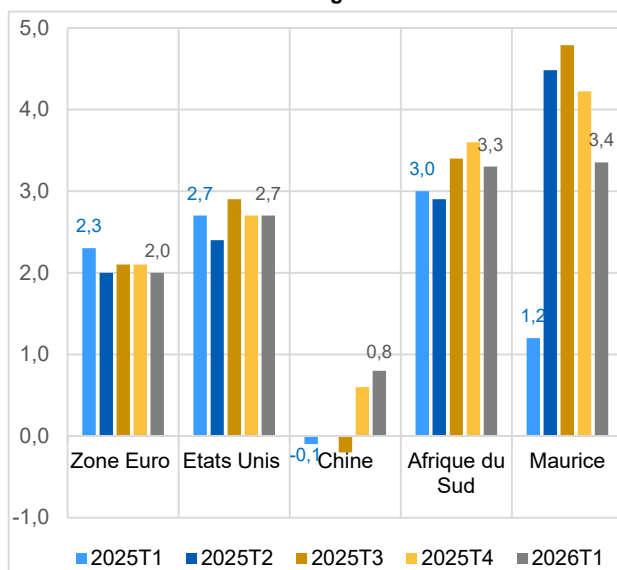
Le déclenchement du conflit au Moyen-Orient a entraîné une remontée des prix de l'énergie, des engrais, des coûts de transport et des primes d'assurance maritime, ravivant des pressions inflationnistes à l'échelle mondiale. Dans un contexte de persistance de l'inflation et de croissance modérée, les banques centrales font face à un arbitrage délicat entre la nécessité contenir les anticipations, d'une part, et celle de ne pas accentuer le ralentissement économique, d'autre part.

Au premier trimestre 2026, l'inflation mondiale s'inscrit dans une tendance globalement modérée, soutenue par l'atténuation des pressions sur les prix de l'énergie et la normalisation progressive des chaînes d'approvisionnement, dans un contexte de politiques monétaires encore restrictives. En Afrique subsaharienne, la désinflation se poursuit mais demeure incomplète, l'inflation restant à des niveaux élevés dans plusieurs économies, en lien notamment avec les contraintes de change, les pressions sur les prix alimentaires et les rigidités structurelles de l'offre.

Aux Etats-Unis, l'inflation s'est maintenue à 2,7 % en glissement annuel au premier trimestre 2026. La hausse des droits de douane décidée par l'administration américaine a alimenté un regain de l'inflation des biens importés, tandis que l'inflation des services a montré des signes de modération, notamment dans le logement, traduisant une normalisation progressive des tensions

post-pandémiques. Le déclenchement du conflit au Moyen-Orient fin février 2026 a par ailleurs ravivé les anticipations inflationnistes à court terme, via la hausse des prix de l'énergie, compliquant la lecture de la trajectoire désinflationniste.

Evolution de l'inflation dans les principaux pays partenaires de Madagascar



Sources: Bloomberg; Mauritius Statistics

Dans ce contexte, la *Federal Reserve* a maintenu ses taux directeurs inchangés dans la fourchette de 3,50 à 3,75 %, adoptant une posture prudente, tout en conditionnant explicitement tout assouplissement ultérieur à une désinflation durable et à la préservation des conditions du marché du travail. La robustesse de ce dernier reste un pilier central du cadre de décision de l'autorité monétaire américaine.

Au premier trimestre 2026, l'inflation dans la **zone euro** s'est établie à 2,0 % en glissement annuel, contre 2,3 % un an auparavant, atteignant ainsi la cible de la BCE.

Ce résultat s'explique en grande partie par la détente des prix de l'énergie observée en janvier-février, avant le déclenchement du conflit. Ce choc a toutefois rapidement introduit de nouvelles pressions inflationnistes, conduisant à une révision à la hausse des prévisions d'inflation pour la zone euro. Par ailleurs, la dynamique des services, qui demeure rigide à la baisse en raison de la persistance des tensions salariales, accentue ces pressions. Dans ce contexte d'incertitude accrue, la BCE a maintenu son taux directeur inchangé à 2,0 %, niveau correspondant à son taux neutre estimé, adoptant une posture d'attente, tout en arbitrant entre le risque d'un regain inflationniste et celui d'amplifier le ralentissement économique de la zone en cas de resserrement prématuré.

Au premier trimestre 2026, **l'inflation en Chine** s'est établie en moyenne autour de 0,8 % en glissement annuel, contre -0,1 % un an auparavant. Cette évolution traduit une sortie partielle de la phase déflationniste, tout en masquant une forte volatilité mensuelle. Le pic de 1,3 % enregistré en février reflète en grande partie un effet saisonnier lié au *Nouvel An lunaire*, plutôt qu'un raffermissement structurel de la demande. Par ailleurs, l'indice des prix à la production demeure en territoire négatif, signalant la persistance de pressions déflationnistes en amont de la chaîne de valeur, dans un contexte de déséquilibre structurel entre une offre productive dynamique et une demande intérieure encore insuffisante. Face à cette situation, la *People's Bank of China* a adopté une politique monétaire officiellement qualifiée de « *modérément souple* », mobilisant des réductions du taux de réserves obligatoires et des baisses de taux d'intérêt² afin de maintenir une liquidité suffisante et de favoriser une reprise graduelle des prix.

Sur les trois premiers mois de 2026, **l'inflation en Afrique du Sud** s'est établie à 3,3 % en glissement annuel, contre 3,0 % un an auparavant, portée par des facteurs domestiques, notamment la hausse des prix des services, les ajustements des tarifs administrés de l'électricité et les tensions salariales, malgré la modération des coûts d'importation liée à la stabilisation du *rand* et à la détente du fret avant le déclenchement du conflit au Moyen-Orient. Ce niveau, proche de la borne inférieure de la cible de la *South African Reserve Bank* (3,0–6,0 %), s'accompagne de perspectives orientées à la hausse, sous l'effet du renchérissement du pétrole et d'un *rand* fragilisé par la volatilité des marchés émergents. Dans ce contexte, la banque centrale a maintenu son taux

² La Banque populaire de Chine a abaissé en janvier 2026 le taux de la facilité de prêt à moyen terme à 1 an de **1,50 % à 1,25 %**

directeur à 6,75 %, conditionnant tout assouplissement au caractère transitoire du choc énergétique et à l'absence d'effets de second tour sur les anticipations et les dynamiques salariales.

Au premier trimestre 2026, l'inflation à l'île Maurice a atteint 3,4 % en glissement annuel, contre 1,2 % un an auparavant. Cette hausse reflète principalement des facteurs externes. Le renchérissement des prix de l'énergie et des matières premières alimentaires sur les marchés internationaux se répercute directement sur une économie insulaire structurellement dépendante des importations, d'autant plus que la dépréciation de la *roupie* amplifie mécaniquement l'inflation importée. Des tensions sur les prix alimentaires domestiques ont également contribué à cette dynamique haussière. Selon la *Bank of Mauritius*, l'inflation devrait se stabiliser autour de 3,6 % pour l'ensemble de 2026, demeurant dans la fourchette cible (2,0–5,0 %), bien que des risques à la hausse subsistent en lien avec la persistance des tensions géopolitiques. Dans ce contexte, la banque centrale a maintenu son taux directeur inchangé à 4,50 %, adoptant une posture d'attente prudente visant à ancrer les anticipations inflationnistes sans compromettre la dynamique de croissance.

Marchés des matières premières : disparités accrues sous l'effet du choc géopolitique

Au premier trimestre 2026, les marchés des matières premières ont été profondément recomposés par le déclenchement du conflit au Moyen-Orient, interrompant brutalement la tendance baissière généralisée observée tout au long de l'année 2025. Les marchés énergétiques ont constitué l'épicentre du choc, entraînant dans leur sillage une remontée des prix des engrais et des métaux industriels via les canaux des coûts de production et des perturbations logistiques. À l'opposé, les marchés céréaliers sont restés relativement résilients, soutenus par une offre mondiale abondante, tandis que l'or a poursuivi et amplifié sa trajectoire haussière structurelle, confirmant son rôle de valeur refuge dans un contexte de stress géopolitique et financier élevé.

Evolution des prix de ces produits

Rubriques	Unité	2025				2026	Var (%) T1 à T1
		T1	T2	T3	T4	T1	
Pétrole brut, Brent	USD/bbl	75,6	67,8	69,0	63,7	80,5	+6,5
Riz de Thaïlande à 25,0 % de brisure	USD/TM	431,0	408,3	370,7	375,7	395,0	-8,4
Engrais (Di Ammonium de Phosphate)	USD/TM	600,5	673,2	770,6	696,6	634,7	+5,7
Nickel	USD/TM	15 583,0	15 154,0	15 030,0	14 882,0	17 339,0	+11,3
Or	USD/Once	2 863,0	3 293,0	3 459,0	4 152,0	4 876,0	+70,3

Source : Word Bank Commodities Price Data, Avril 2026

Au premier trimestre 2026, le **prix du pétrole brut Brent** a évolué en deux phases distinctes. En moyenne trimestrielle, il s'est établi à 80,5 dollars US par baril, en hausse de 6,5 % par rapport au premier trimestre 2025, reflétant des niveaux de prix encore contenus en janvier et en février. Le déclenchement du conflit au Moyen-Orient fin février 2026 a toutefois provoqué une rupture brutale. Les prix ont amorcé une forte hausse tout au long du mois de mars, pour atteindre 126,7 dollars US par baril en fin de période, soit une progression de 67,6 % en glissement annuel. Cette envolée s'explique principalement par la fermeture du détroit d'Ormuz, qui a généré un choc d'offre significatif dans un contexte de capacités excédentaires déjà limitées. La prime de risque géopolitique s'est ainsi progressivement intégrée dans les cours à mesure que l'incertitude sur la durée du conflit s'intensifiait.

À l'inverse, le prix du **riz thaïlandais** (25,0 % de brisure) a poursuivi sa baisse, s'établissant à 395,0 dollars US par tonne métrique au premier trimestre 2026, soit un recul de 8,4 % en glissement annuel par rapport à la même période de 2025. Cette évolution reflète une offre mondiale abondante, soutenue par de bonnes récoltes et des niveaux de stocks confortables, dans un contexte de demande internationale modérée. Les marchés céréaliers ont ainsi, à ce stade, été relativement épargnés par les tensions géopolitiques, dont la transmission vers les prix alimentaires s'opère principalement via les coûts des engrais et du transport, plutôt que directement par l'offre agricole.

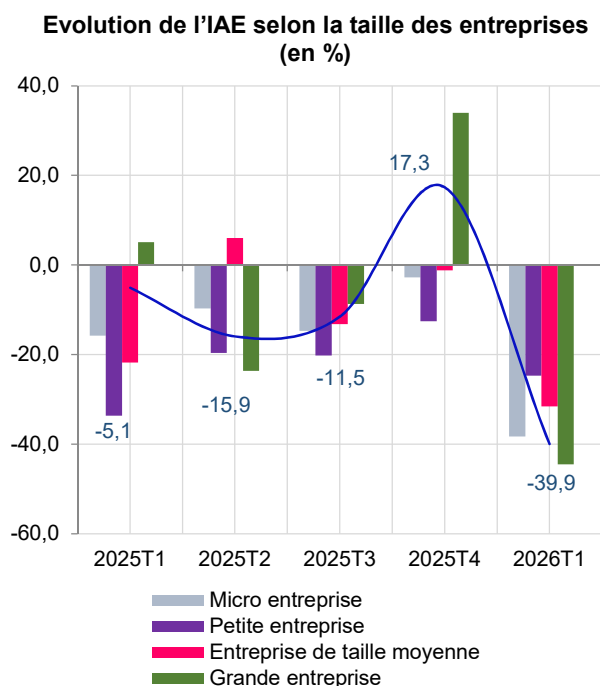
Le prix de **l'engrais DAP** s'est établi à 634,7 dollars US par tonne métrique au premier trimestre 2026, en hausse de 5,7 % par rapport à la même période de 2025, prolongeant la tendance haussière amorcée l'année précédente. Cette progression s'explique par la combinaison

d'une demande agricole soutenue et de contraintes persistantes sur l'offre. Le renchérissement du gaz naturel, qui peut représenter jusqu'à 80,0 % des coûts de production des engrais azotés, a également contribué à cette dynamique. Cette hausse des intrants agricoles constitue un risque inflationniste indirect, susceptible de se transmettre aux prix alimentaires, notamment dans les économies importatrices.

Le prix du **nickel** a atteint 17 339,0 dollars US par tonne métrique au premier trimestre 2026, en hausse de 11,3 % en glissement annuel, marquant un retournement après la tendance baissière observée au cours des trois trimestres précédents. Ce rebond s'explique principalement par un resserrement de l'offre mondiale, consécutif à la décision de l'Indonésie, premier producteur mondial, de plafonner sa production en dessous de 260,0 millions de tonnes en 2026, contre 379,0 millions en 2025. Les perturbations logistiques liées au conflit au Moyen-Orient, se traduisant par une hausse des coûts de fret et des primes d'assurance maritime, ont par ailleurs accentué la volatilité des prix dans un marché déjà sous tension.

Enfin, le **cours de l'or** a enregistré une progression marquée, atteignant 4 876,0 dollars US l'once au premier trimestre 2026, soit une hausse de 70,3 % en glissement annuel, confirmant la poursuite d'une tendance haussière entamée en 2024. Cette dynamique s'explique par la conjonction de plusieurs facteurs : *l'intensification des incertitudes géopolitiques liées au conflit au Moyen-Orient, qui alimente la demande d'actifs refuges ; les achats soutenus des banques centrales dans un contexte de diversification des réserves internationales ; et l'affaiblissement relatif du dollar américain dans un environnement marqué par des tensions commerciales accrues.*

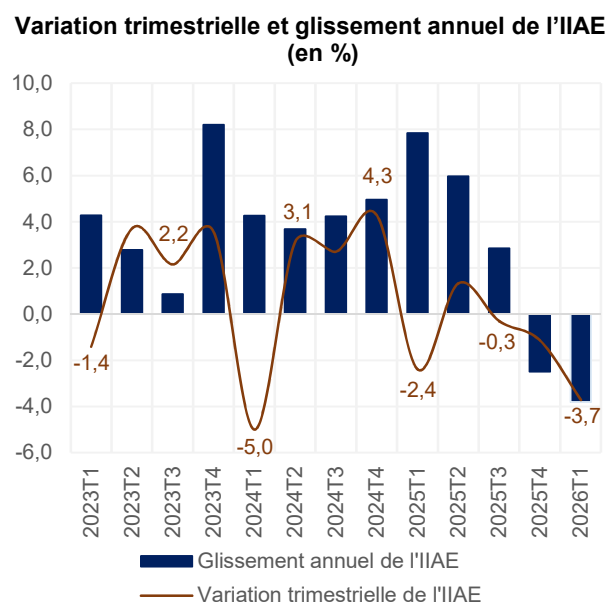
Repli de l'Indicateur synthétique des activités des entreprises au premier trimestre 2026



Source : ECE Avril 2025 à Avril 2026

L'Enquête de Conjoncture Economique (ECE) est réalisée quatre fois par an auprès des entreprises formelles sur l'ensemble du territoire. Les résultats de l'enquête menée entre mars et avril 2026 mettent en évidence une contraction de l'activité des entreprises formelles au premier trimestre 2026. Sur cette période, l'Indicateur Synthétique des Activités des Entreprises (IAE) s'est replié à -39,9 %, après 17,3 % au quatrième trimestre 2025. Ce constat contraste avec les anticipations formulées lors de l'ECE de décembre 2025, au cours de laquelle la plupart des entreprises avaient envisagé une quasi-stabilité de leur activité au premier trimestre 2026.

Recul de l'activité économique au premier trimestre 2026 sous l'effet des chocs climatiques

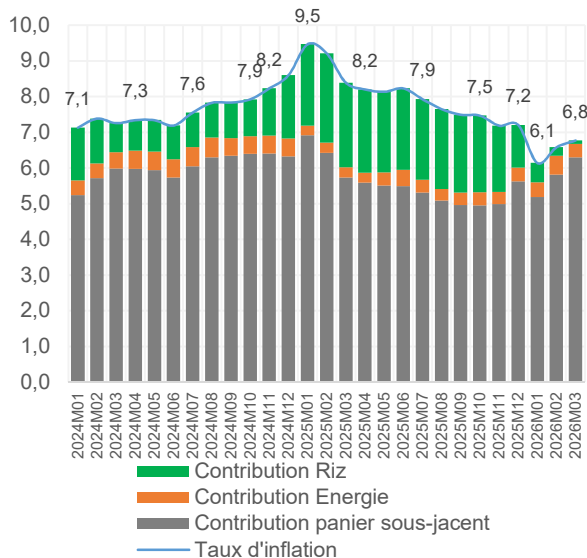


Sources : Estimations avancées de DSA/BFM avec les données de BFM de l'INSTAT et de la JIRAMA

Afin de suivre l'évolution de l'activité économique à court terme, BFM utilise l'Indicateur Infra-annuel d'Activité Economique (IIAE). Sur les trois premiers mois de 2026, selon cet indicateur, l'économie s'est ainsi contractée de 3,7 %, sous l'effet notamment du passage des cyclones tropicaux *Fytia* et *Gezani*. Ces derniers ont endommagé une partie des récoltes, des bâtiments commerciaux et des infrastructures essentielles dans plusieurs localités, en particulier à Mahajanga et à Toamasina. Par ailleurs, l'intensification du conflit armé au Moyen-Orient a perturbé les chaînes d'approvisionnement, affectant partiellement l'activité économique.

Ralentissement de l'inflation au premier trimestre 2026

Inflation en glissement annuel et contribution des groupes de produits (en %)



Sources : INSTAT/DSCVM, calcul de BFM/DSA

Les données de mars 2026 font ressortir un taux d'inflation en glissement annuel de 6,8 %, après 6,6 % en février.

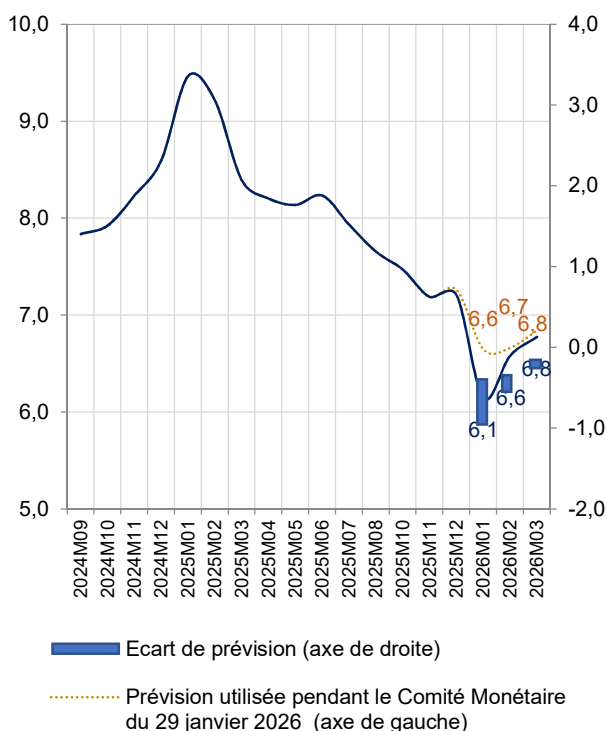
Selon les principales composantes, les prix du « riz » ont ralenti à 0,5 % en glissement annuel, contribuant à hauteur de 1,5 % à la variation globale.

La variation des prix de l'« énergie » s'est établie à 6,1 % en un an, avec une contribution de 5,5 %.

Les prix du panier « sous-jacent », hors « riz et énergie », ont progressé de 8,5 %, représentant 93,0 % de la variation totale.

Analyse des écarts de prévision de l'inflation

Evolutions comparées des prévisions et des réalisations des taux d'inflation en glissement annuel (en %)



Sources : INSTAT/DSCVM, calcul de BFM/DSA

Les réalisations de mars 2026 font apparaître des écarts globalement modérés par rapport aux prévisions du Comité monétaire du 29 janvier 2026. Dans l'ensemble, l'inflation en glissement annuel s'est établie à 6,8 %, soit un niveau proche de la prévision. Pour le « riz », la hausse des prix a été limitée à 0,5 %, soit un écart négatif de 5,2 points par rapport à la prévision de 5,7 %. Les prix de l'« énergie » ont progressé de 6,1 %, soit 1,7 point en deçà des prévisions. Les prix des « produits alimentaires » ont enregistré une hausse de 7,6 %, soit 0,8 point au-dessus de la prévision. Les prix du sous-ensemble « riz et énergie » ont augmenté de 1,9 %, traduisant une surestimation de 4,3 points. Enfin, l'inflation « sous-jacente », hors « riz et énergie », s'est établie à 8,5 %, soit 1,4 point au-dessus des prévisions.

Contexte national - Secteur extérieur

Au cours du premier trimestre 2026, le déficit des « *transactions courantes* » s’est réduit à 1,8 % du PIB, contre 3,4 % sur la même période en 2025. Parallèlement, le solde excédentaire des « *opérations en capital et financières* » s’est renforcé, atteignant 2,9 % du PIB, contre 2,6 % un an auparavant. Dans ce contexte, le solde global des paiements extérieurs s’est amélioré à 0,9 % du PIB, contre 0,3 % en 2025.

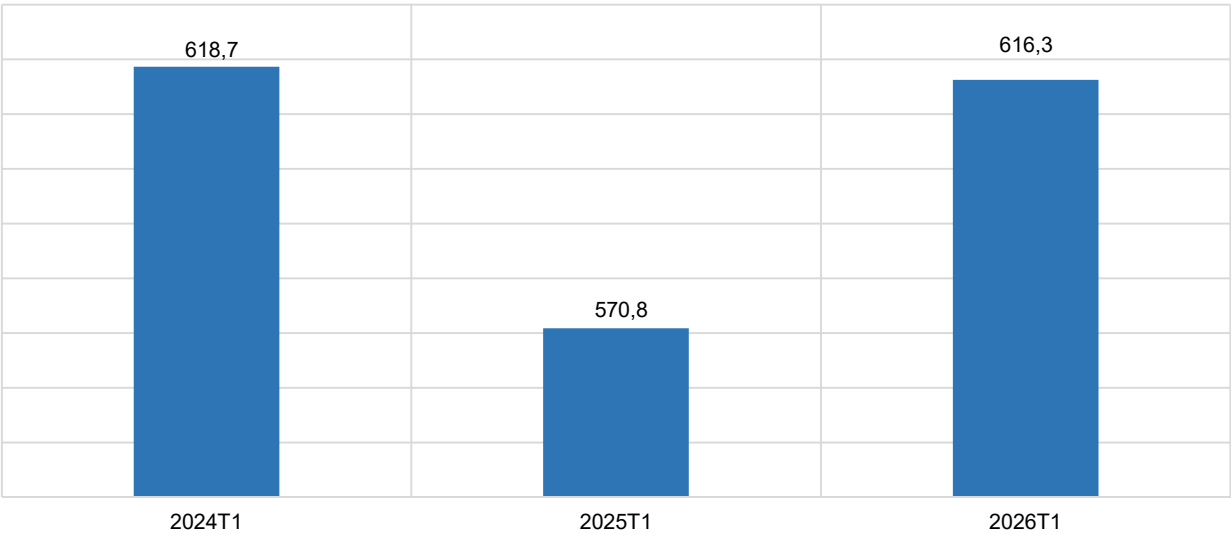
Extrait de la balance des paiements

(en % du PIB)	2024T1	2025T1	2026T1 [*]
Compte courant	-0,5	-3,4	-1,8
Compte en capital et financier	1,1	2,6	2,9
Balance globale	-0,1	0,3	0,9

Source : BFM/DSA, [*] Provisoire

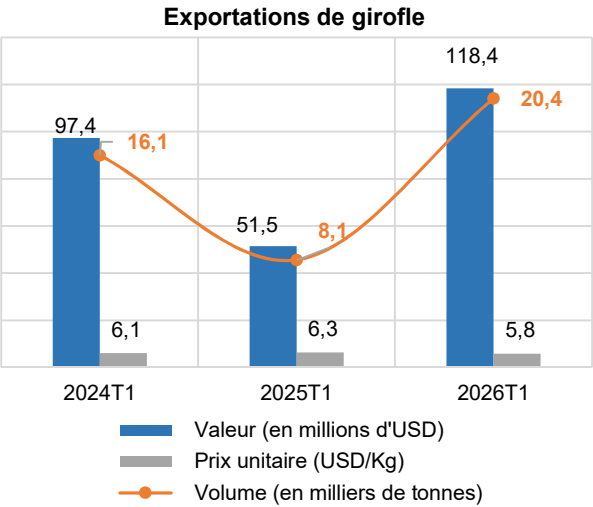
Hausse inattendue des exportations de 8,0 % ...

Exportations (en millions de dollars US)



Source : BFM/DSA

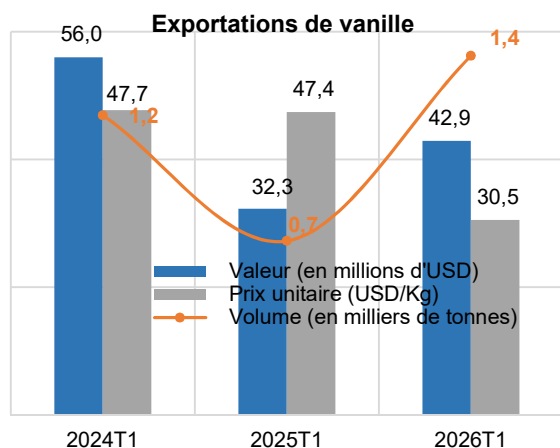
... expliquée principalement par le « girofle » ...



Source : BFM/DSA

Les exportations de « *girofle* » ont progressé de 130,1 %, sous l’effet d’une hausse marquée des volumes (+150,2 %), en dépit d’un recul des prix (-8,0 %). Cette performance s’explique par le dynamisme de la demande, notamment dans les secteurs alimentaire, cosmétique et pharmaceutique, ainsi que par une orientation accrue vers les marchés asiatiques, dans un contexte de baisse progressive de la production en Indonésie liée aux effets du changement climatique.

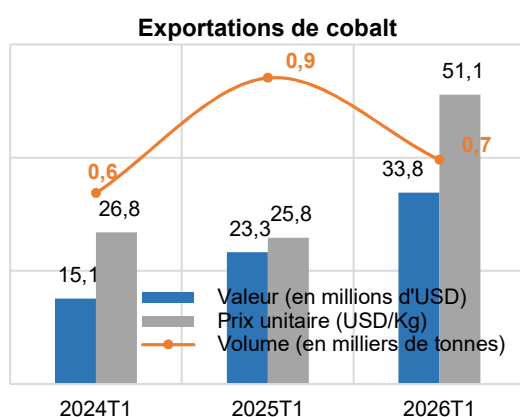
... la vanille



Source : BFM/DSA

Les recettes issues des exportations de la « *vanille* » ont augmenté de 32,9 %, tirées par une forte progression des volumes exportés (+106,5 %), malgré une contraction des prix (-35,6 %). Cette évolution reflète la résorption progressive des stocks accumulés à l'issue de la campagne 2024, ainsi que l'assouplissement des procédures d'agrément des exportateurs pour la campagne 2025-2026, dans un contexte de baisse continue des prix FOB, en dépit de l'existence de prix de référence.

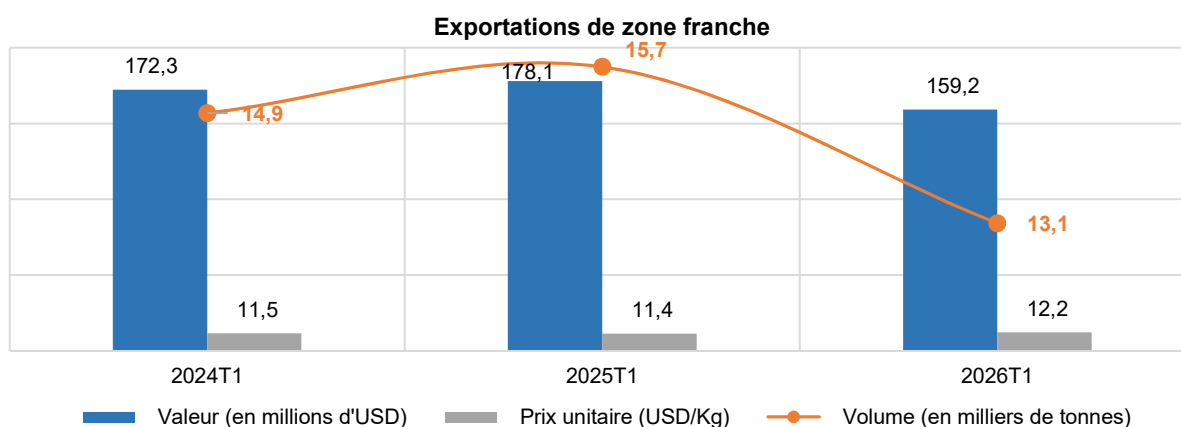
... et le cobalt,



Source : BFM/DSA

Les recettes d'exportation du « *cobalt* » se sont accrues de 45,1 %, soutenues par une hausse des prix (+98,1 %), en dépit d'une diminution des volumes exportés (-26,8 %). Cette évolution s'explique notamment par les mesures adoptées par la République démocratique du Congo en 2025, incluant l'instauration de quotas après des restrictions d'exportation, dans un contexte de demande croissante liée aux énergies renouvelables.

...Malgré le repli des exportations de la « zone franche ».

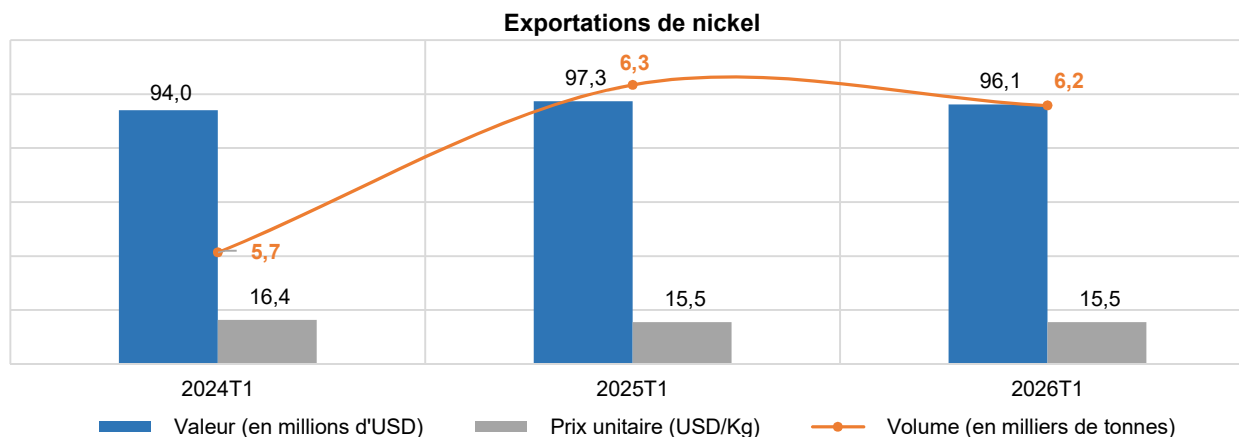


Source : BFM/DSA

Les exportations de la « *zone franche* » ont reculé de 10,6 %, en lien principalement avec une baisse des commandes (-16,5 %), partiellement compensée par une hausse des prix (+7,1 %). Cette contraction reflète le ralentissement de la demande des principaux partenaires, en particulier les Etats-Unis (-10,3 %), dans un contexte d'incertitudes liées à l'AGO, ainsi qu'une réorientation des commandes vers des pays plus compétitifs, tels que l'Egypte et le Kenya.

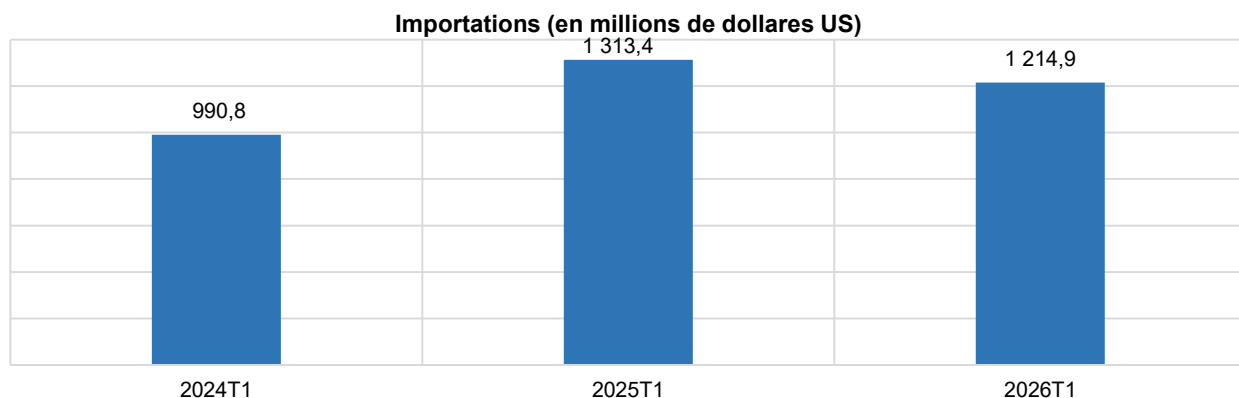
Et du « nickel »

Les recettes liées au « nickel » ont légèrement diminué de 1,2 %, sous l'effet d'une baisse modérée des volumes exportés (-1,0 %), dans un contexte de relative stabilité des prix. Le marché mondial du nickel demeure excédentaire, malgré les mesures de limitation de l'offre par l'Indonésie, et une demande soutenue des industries de l'acier inoxydable et des batteries.



Source : BFM/DSA

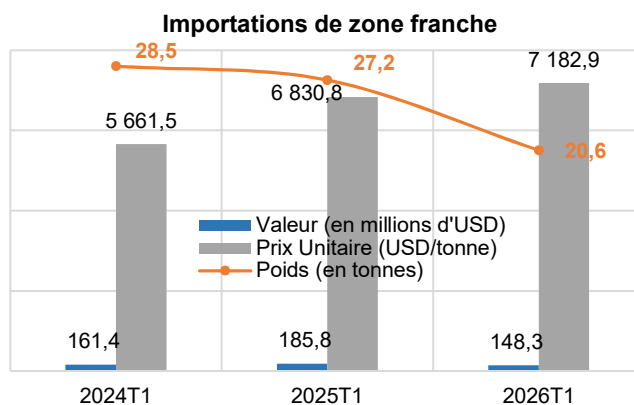
Baisse des importations de 7,5 %



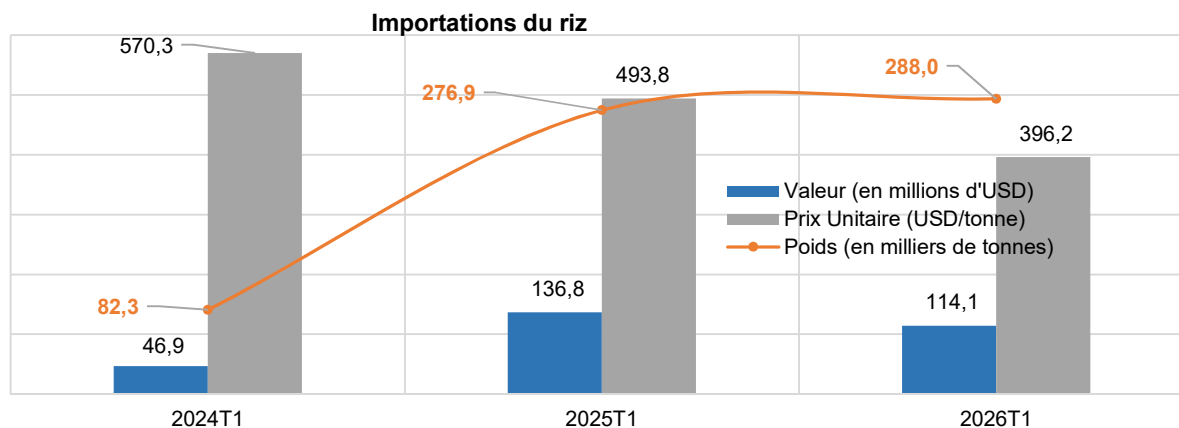
Source : BFM/DSA, DGD, OMH

Expliquée principalement par les « intrants zone franche »

Du côté des importations, la contraction observée s'explique principalement par les « intrants de la zone franche ». Les importations de cette catégorie ont diminué de 20,2 %, en raison d'une baisse des volumes (-24,1 %), malgré une hausse du prix moyen (+5,2 %), traduisant les difficultés rencontrées par ce secteur.



Source : BFM/DSA

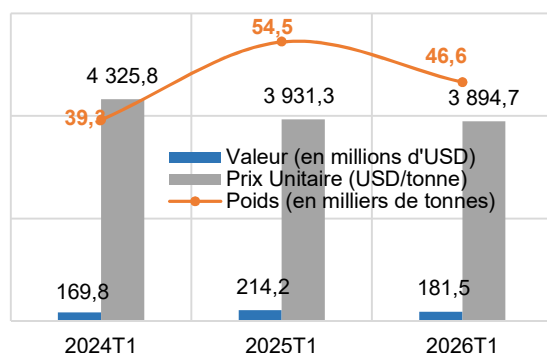


Source : BFM/DSA

...l'alimentation, dont le riz

Les importations de « *biens alimentaires* » ont reculé de 14,1 %, en lien avec la baisse des achats de « *riz* » (-16,6 %), consécutive à une diminution du prix moyen (-19,8 %), malgré une hausse des volumes importés (+4,0 %) visant à stabiliser l'offre domestique.

Importations de biens d'équipement



Source : BFM/DSA

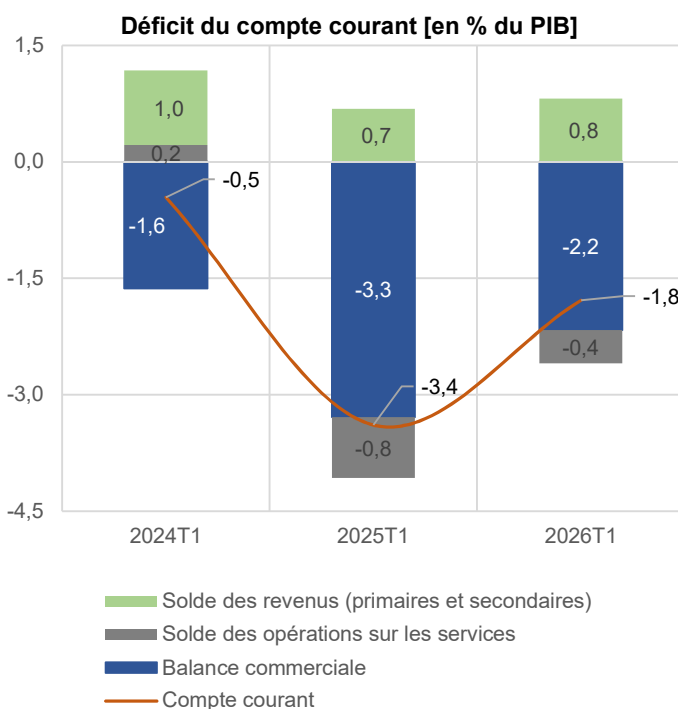
Et les biens d'équipement

Les importations de biens d'équipement ont diminué de 15,3 %, sous l'effet d'une contraction des volumes (-14,5 %) et, dans une moindre mesure, des prix (-0,9 %). Cette évolution s'explique notamment par le recul des importations de matériels de construction d'infrastructures routières ainsi que d'équipements solaires.

D'où l'amélioration du déficit courant

Le déficit du compte courant s'est amélioré entre le premier trimestre 2025 (-3,4 % du PIB) et le premier trimestre 2026 (-1,8 %). Cette évolution s'explique principalement par l'amélioration de la balance commerciale, renforcée par la réduction du déficit des services et, dans une moindre mesure, par l'évolution favorable du solde des revenus des investissements.

Le déficit de la « *balance commerciale* » s'est amélioré, s'établissant à -1,8 % du PIB au premier trimestre 2026, contre -3,4 % à la même période en 2025. Parallèlement, le solde net des « *services* » s'est redressé à -0,4 % du PIB, contre -0,8 % un an auparavant.

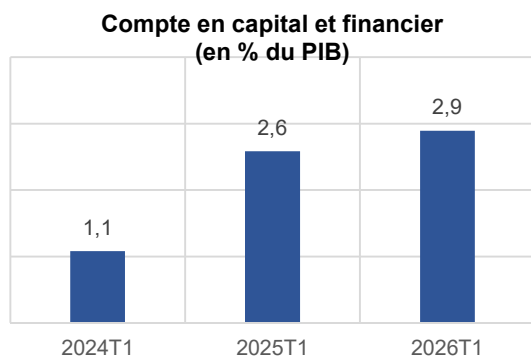


Source : BFM/DSA

Cette évolution reflète notamment la résilience des services de « *voyage* », avec une hausse des arrivées touristiques de 8,2 %, tirée par les non-croisiéristes (+45,8 %), malgré le recul des croisiéristes (-58,1 %). Elle s'explique également par la bonne tenue des « *services privés* » (notamment informatiques et de télécommunication), néanmoins contrebalancée par la contraction des services de « *transport* », en lien avec la baisse des importations de biens.

En outre, le solde des opérations sur « *revenus* » s'est également amélioré, atteignant 0,8 % du PIB, contre 0,7 % en 2025. Cette évolution s'explique par la diminution des paiements de dividendes (78,7 millions de dollars US, contre 93,2 millions en 2025) ainsi que par la progression des « *transferts courants privés* » (255,0 millions de dollars US, contre 205,7 millions en 2025).

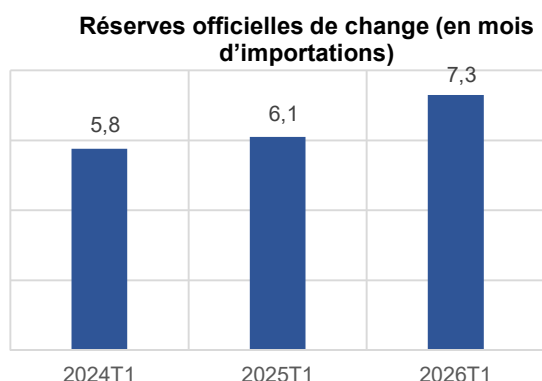
Affermissement du solde des « opérations en capital et financières »



Source : BFM/DSA

Le solde du compte des « *opérations en capital et financières* » s'est également amélioré, atteignant 2,9 % du PIB, contre 2,6 % en 2025. Cette performance s'explique principalement par le renforcement des flux des opérations financières, notamment les « *autres investissements* », incluant le décaissement d'aides budgétaires octroyées par la Banque mondiale à l'administration publique pour un montant de 101,9 millions de dollars US.

Renforcement des réserves de change



Source : BFM/DSA

A fin mars 2026, les réserves officielles de change se sont établies à 3 654,9 millions de dollars US, correspondant à 7,3 mois d'importations, contre 3 008,5 millions de dollars US (6,1 mois d'importations) en mars 2025. Cette progression a été soutenue par un achat net de devises sur le marché interbancaire des devises (MID) par BFM, pour un montant total de 122,0 millions de dollars US.

Evolution des taux de change

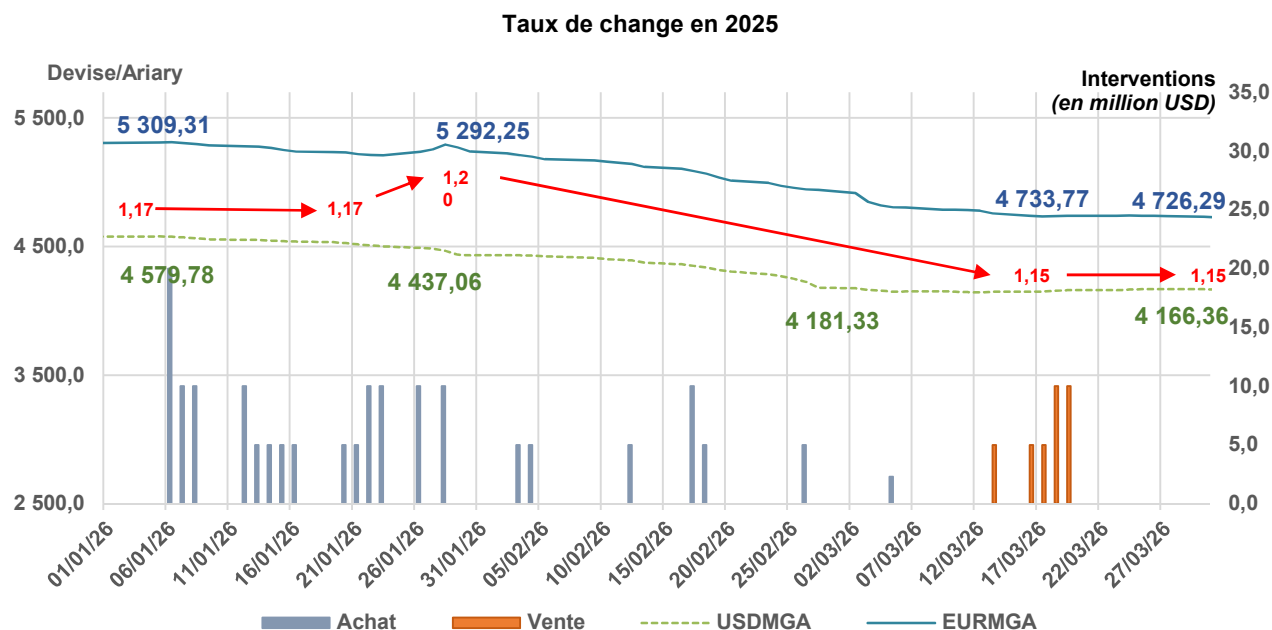
Entre fin décembre 2025 et fin mars 2026, l'ariary s'est apprécié de 8,9 % par rapport au dollar US et de 10,9 % vis-à-vis de l'euro.

Variation du Taux de change

Rubriques	USD/MGA	EUR/MGA
30/12/2024	4 692,38	4 873,41
30/03/2025	4 636,19	4 984,71
Variation en %	-56,19 -1,2%	111,30 2,3%
30/12/2025	4 575,39	5 303,68
30/03/2026	4 166,36	4 726,29
Variation en %	-409,0 -8,9%	-577,4 -10,9%

Au total, le premier trimestre 2026 a été marqué par une amélioration de l'offre de devises, portée par le dynamisme des exportations et des transferts liés aux projets, dans un contexte de

contraction des importations. Cette configuration, combinée à une progression modérée de la demande de devises, a favorisé l'appréciation de l'ariary par rapport au dollar US.

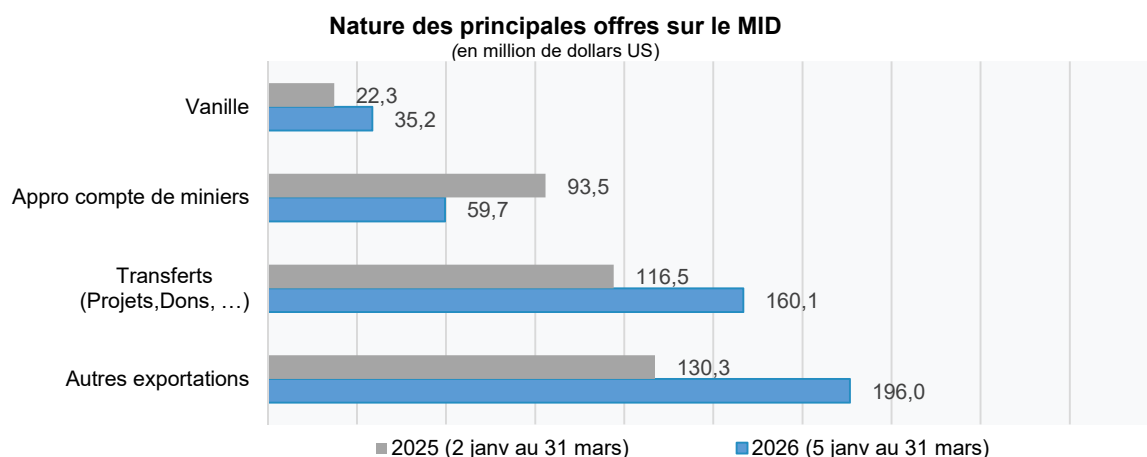


La parité EUR/USD a évolué selon une tendance baissière, enregistrant une dépréciation d'environ 4,0 %. Après un soutien initial lié aux anticipations d'assouplissement de la *Federal Reserve*, la paire s'est repliée dès février, sous l'effet de la pause de la *Banque centrale européenne*. Par ailleurs, la solidité des indicateurs économiques américains et la décision de la *Federal Reserve* de maintenir ses taux directeurs dans une fourchette de 3,50 à 3,75 % en mars, dans un contexte de pressions inflationnistes persistantes, ont soutenu le dollar américain. Les tensions géopolitiques et énergétiques, ainsi que les risques de stagflation dans la zone euro, ont accentué cette dynamique.

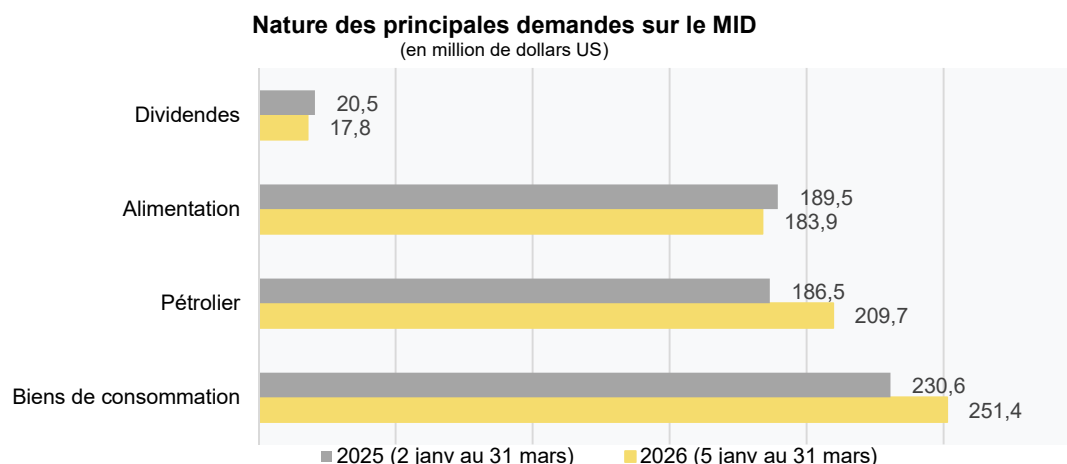
Opérations sur le MID

Le volume moyen journalier du marché s'est accru, atteignant 110,3 millions de dollars US et 97,7 millions d'euros, soit des hausses respectives de 24,0 et 37,7 % par rapport à 2025. Cette progression s'explique principalement par l'intensification des opérations pour compte propre des banques.

Comparativement à 2025, les offres sur le MID ont été soutenues par la bonne tenue des exportations, notamment hors « vanille », qui se sont renforcées de 50,4 %. Les transferts liés aux projets ont également progressé de 37,9 %. En revanche, les « approvisionnements de comptes » des sociétés minières ont reculé de 36,2 %.



Du côté de la demande, les achats de devises pour importations des biens alimentaires combinées à celles des matières premières ont diminué de 6,1 %. En revanche, la facture pétrolière ainsi que les importations de biens de consommation et de biens d'équipement ont augmenté respectivement de 12,4 %, 9,0 % et de 8,8 %.



Evolution de l'offre et de la demande sur le MID

Au premier trimestre 2026, après deux premiers mois marqués par une dynamique vendeuse, le marché a enregistré un retournement en devenant acheteur au mois de mars. Les recettes totales ont diminué progressivement, passant de 414,2 millions de dollars US en janvier à 374,3 millions à fin mars, sous l'effet notamment du repli des recettes des « *autres exportations* » et de la baisse des « *approvisionnements de comptes* » des sociétés minières.

La demande a amorcé une hausse à partir de février, portée principalement par les règlements liés aux transferts ainsi que par les importations de biens de consommation et alimentaires.

Interventions de BFM sur le MID

Au cours des trois premiers mois de 2026, les interventions de BFM se sont traduites par des achats nets de devises de 122,3 millions de dollars US, contre 10,0 millions de dollars US sur la même période en 2025.

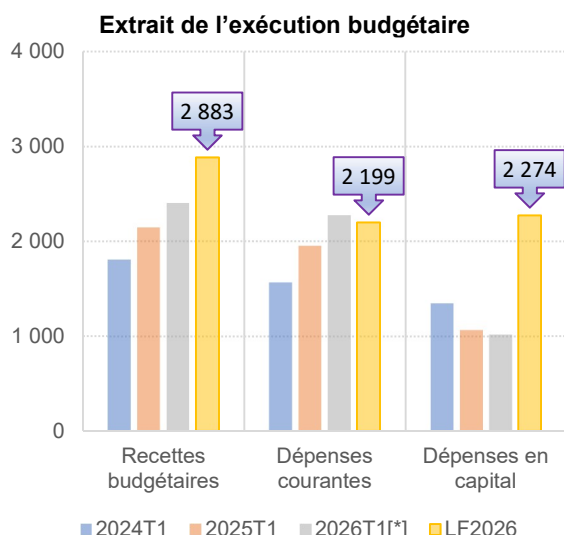
Achats et ventes sur le MID						
En million USD	2025			2026		
	Achat	Vente	Interventions nettes [*]	Achat	Vente	Interventions nettes [*]
Janvier	10,0	-	10,0	120,0	-	120,0
Février	-	-	-	35,0	-	35,0
Mars	-	-	-	2,3	35,0	-32,7
Avril	50,0	-	50,0	-	-	-
Mai	-	-	-	-	-	-
Juin	20,0	25,0	-5,0	-	-	-
Juillet	10,0	5,0	5,0	-	-	-
Août	35,0	-	35,0	-	-	-
Septembre	32,0	-	32,0	-	-	-
Octobre	96,0	-	96,0	-	-	-
Novembre	165,0	-	165,0	-	-	-
Décembre	165,5	-	165,5	-	-	-
Total Année	583,5	30,0	553,5	157,0	35,0	122,3

Source : BFM/DPM, [*] (-) Vente nette (+) : Achat net

Situation récente

Entre le 1^{er} et le 17 avril 2026, l'USD/MGA s'est replié avant de se stabiliser autour de 4 135,7 ariary. Parallèlement, l'EUR/MGA a progressé dans le sillage de l'appréciation de l'EUR/USD sur le marché international, évoluant autour de 1,17–1,18. La trêve géopolitique observée pendant deux semaines au Moyen-Orient a contribué à atténuer les tensions, réduisant l'attrait du dollar américain en tant que valeur refuge.

La pression acheteuse observée sur le MID s'est progressivement atténuée, traduisant un retour vers une relative stabilité du marché. Il convient de noter que BFM n'est pas intervenu durant cette période.



Source : MEF, calcul BFM/DSA

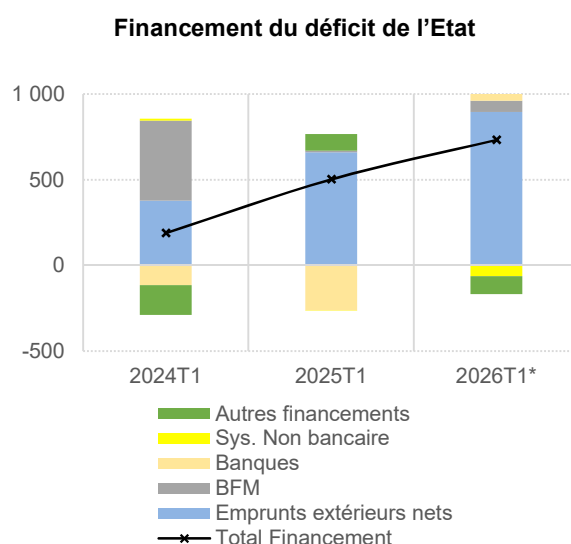
Les « *dons en capital* » ont enregistré un taux de réalisation de 13,2 % et ont représenté 0,3 % du PIB, contre 0,5 % un an auparavant.

S'agissant des dépenses, malgré un taux de réalisation des dépenses courantes de 25,8 %, la faible exécution des dépenses en capital a pesé sur la performance globale. Celles-ci ont affiché un taux de réalisation de 11,2 % et se sont établies à 1,0 % du PIB.

Dans ce contexte, le solde global (base caisse) s'est établi à -0,8 % du PIB, contre -0,6 % au premier trimestre 2025.

Au premier trimestre 2026, l'exécution des Opérations globales de l'Etat (OGT) s'est caractérisée par des taux de réalisation relativement faibles, tant du côté des recettes que des dépenses.

Le taux de réalisation des recettes a atteint 19,5 % des prévisions de la Loi de finances 2026, représentant 2,7 % du PIB, soit un niveau légèrement inférieur à celui observé à la même période en 2025 (2,9 % du PIB). Les recettes fiscales nettes se sont établies à 2,2 % du PIB, un niveau globalement comparable à celui enregistré à la même période en 2025

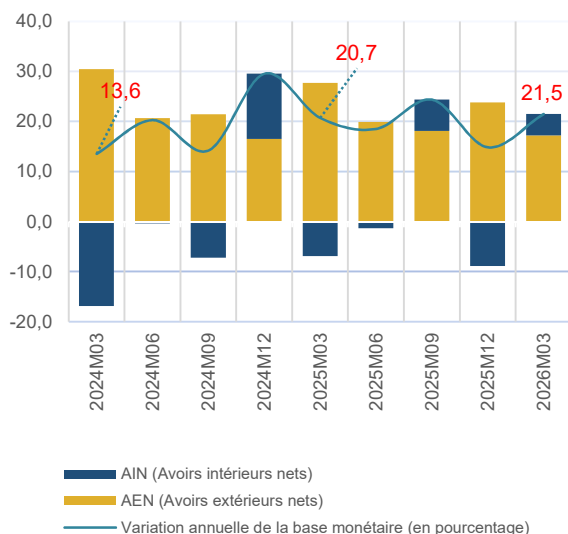


Source : MEF, Calcul BFM/DSA, [*] Estimation

Le financement du déficit a été principalement assuré par des ressources extérieures, notamment des « *prêts-projets* » (0,8 % du PIB) et des « *prêts-programmes* » (0,6 % du PIB). Le financement intérieur a également contribué, via le système bancaire, à hauteur de 0,1 % du PIB, principalement en provenance de BFM au titre des mobilisations de ses dépôts.

Légère tendance à la hausse de la monnaie Evolution de la base monétaire

Contribution des contreparties de la base monétaire dans sa variation annuelle (en points de %)



Source : BFM/DSA, Décembre 2025 et Mars 26 provisoire

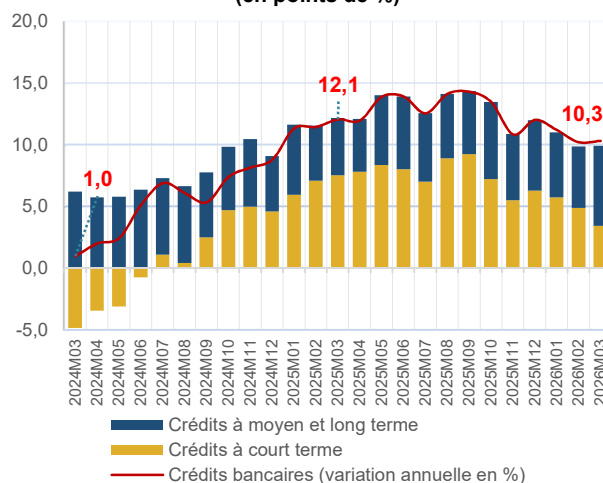
Sur le premier trimestre 2026, la base monétaire a progressé de 3,8 %, principalement attribuable à la progression des AIN, atténuée par la baisse des AEN. Les AIN ont augmenté de 654,4 milliards d'ariary, portés par la hausse des Créances Nettes sur l'Etat, dont l'encours a atteint 1 510,1 milliards d'ariary. Cette évolution résulte de l'augmentation des créances brutes, partiellement compensée par la reconstitution des dépôts de l'Etat auprès de BFM. Par ailleurs, les interventions de BFM sur le marché monétaire ont entraîné une ponction nette de liquidité de 110,0 milliards d'ariary. En revanche, les AEN de BFM ont diminué de 126,4 millions de DTS au premier trimestre 2026, contre une hausse de 20,9 millions de DTS sur la même période en 2025.

Evolution des crédits bancaires et qualité du portefeuille

Après une légère progression en fin d'année 2025, les crédits bancaires ont enregistré une croissance modérée de 10,3 % en glissement annuel à fin mars 2026. Dans un contexte d'incertitude, les banques ont maintenu une approche prudente en matière de distribution de crédits.

Cette évolution concerne à la fois les crédits à moyen et long terme (+13,2 %) et les crédits à court terme (+6,8 %). Les financements ont principalement porté sur les crédits d'équipement (38,1 %) et immobiliers (9,1 %), tandis que les crédits de trésorerie ont représenté 40,3 % de l'ensemble.

Contribution des crédits par terme dans l'explication de la variation annuelle des crédits bancaires (en points de %)

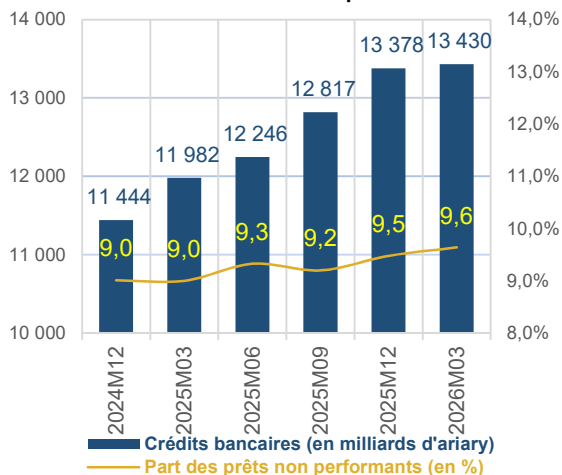


Sources : BFM/DSA

La structure des crédits reflète un équilibre entre court terme et moyen/long terme. Les entreprises privées non franches (56,6 %) et les ménages (38,4 %) concentrent l'essentiel des encours.

A fin mars 2026, les concours bancaires totaux ont atteint 13 510,1 milliards d'ariary. La qualité du portefeuille est restée globalement stable, avec un taux de créances en souffrance de 9,6 %, en lien notamment avec la diminution des créances douteuses sur les crédits à moyen terme.

Part des prêts non performants dans le portefeuille brut de crédits des banques



Source : BFM/DSA

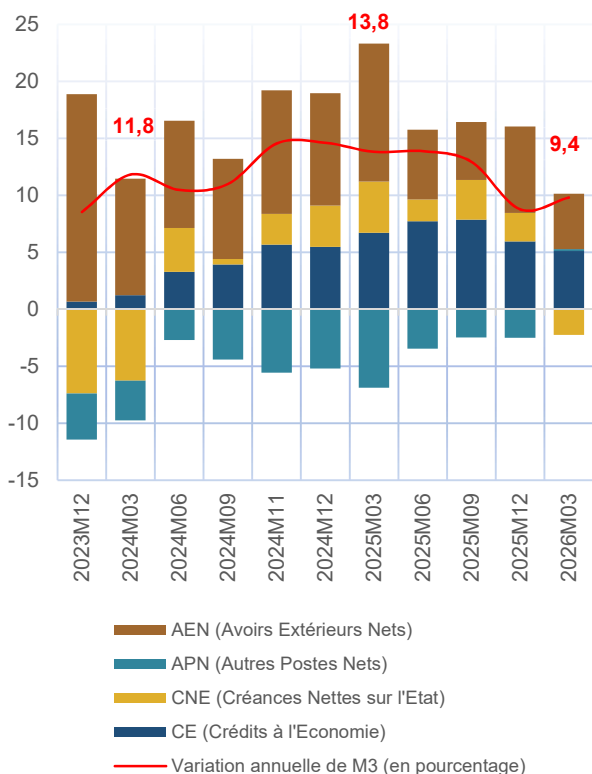
En glissement annuel, l'analyse des composantes des crédits à court terme fait ressortir une évolution contrastée : *une progression soutenue des préfinancements de collecte de produits (83,7 %) et des crédits garantis par des produits (64,6 %), contre un repli des créances sur effets de commerce (-18,7 %) ainsi que des mobilisations de ventes à crédit (-12,6 %).*

Au cours du premier trimestre, les crédits bancaires ont évolué de manière globalement stable (+0,7 %), contre une hausse de 2,2 % sur la même période en 2025. Cette tendance a été tirée par la progression des crédits à moyen et long terme, tandis que les crédits à court terme ont reculé sur la période.

Evolution de la masse monétaire

En glissement annuel à fin mars 2026, la croissance de la masse monétaire M3 a ralenti, avec une progression ramenée à 9,4 %, après 13,8 % un an auparavant. Cette évolution s'explique principalement par la progression simultanée des crédits bancaires et des avoirs extérieurs nets.

Contribution des contreparties de la masse monétaire dans sa variation annuelle (en points de %)



Source : BFM/DSA, Décembre 2025 et mars 2026 provisoire.

L'encours de M3 est estimé à 24 601,7 milliards d'ariary à la fin du premier trimestre 2026. Cette évolution s'explique par la hausse des concours bancaires (+10,3 %) ainsi que par l'accroissement des AEN.

Pour leur part, les Créances Nettes sur l'Etat (CNE) du système bancaire ont enregistré une légère diminution au cours de la période étudiée.

Au premier trimestre 2026, la masse monétaire M3 a progressé de 0,3 %, après un recul de 0,2 % sur la même période en 2025. Cette évolution s'explique notamment par l'augmentation des CNE du système bancaire, en particulier celles de BFM, ainsi que par une progression modérée des créances bancaires.

En revanche, les Avoirs Extérieurs Nets (AEN) du système se sont repliés, tant pour BFM que pour les banques. La baisse des AEN des banques s'explique par la hausse de leurs engagements extérieurs, en dépit de la progression de leurs avoirs extérieurs bruts.

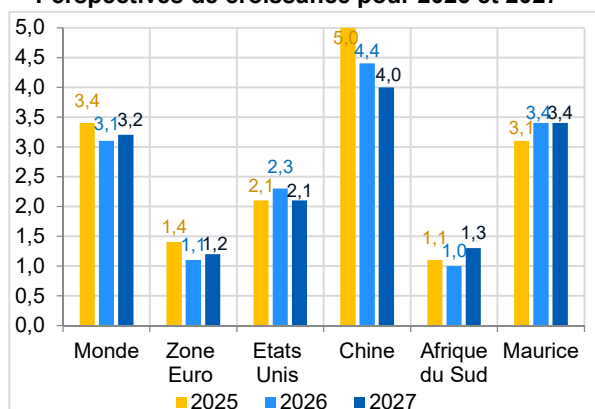
Evolution de la liquidité bancaire [du 7 janvier au 17 avril 2026]

Entre le 7 janvier et le 17 avril 2026, la liquidité bancaire s'est accrue. Le solde des Facteurs autonomes (FA) est passé de 3 369,9 milliards d'ariary à 3 715,9 milliards d'ariary. Parallèlement, les réserves obligatoires (RO) ont augmenté à 2 690,0 milliards d'ariary, contre 2 634,2 milliards en début de période, soit une absorption supplémentaire de 55,8 milliards d'ariary.

Malgré la hausse des réserves à constituer par les banques, l'excédent moyen de liquidité est demeuré à un niveau élevé, en dépit d'une amorce de modération à partir de la quatrième période. Il s'élevait à 1 018,3 milliards d'ariary au 17 avril 2026, soit 37,9 % des RO (niveau de liquidité avant intervention de la BFM).

Les perspectives mondiales se sont brusquement assombries avec le déclenchement du conflit au Moyen-Orient. Selon le scénario de référence du FMI (Avril 2026), qui présuppose néanmoins un conflit de courte durée et de portée limitée, la croissance mondiale ralentirait à 3,1 % en 2026, en recul de 0,2 point par rapport aux projections de janvier, avant de se stabiliser à 3,2 % en 2027, en deçà de la moyenne historique. En cas d'escalade ou de prolongation du conflit, ce rythme pourrait tomber à 2,5 %, voire à 2,0 % dans le scénario le plus sévère.

Perspectives de croissance pour 2026 et 2027

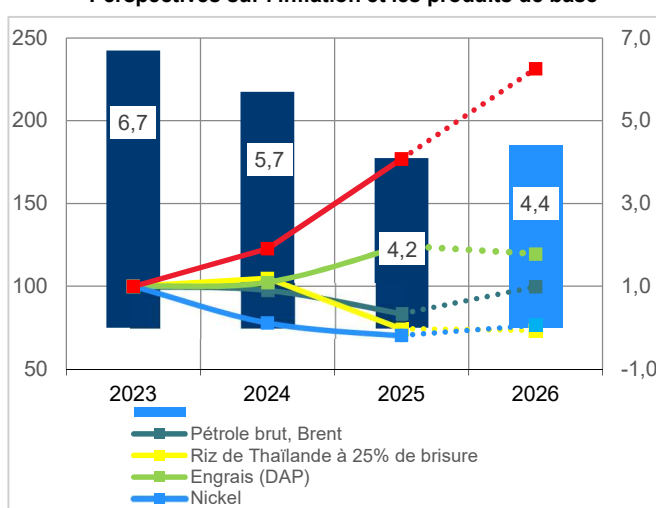


Source: WEO – FMI – Avril 2026

En Afrique subsaharienne, les prévisions de croissance sont ramenées à 4,3 % en 2026, contre 4,6 % anticipés en janvier, sous l'effet du renchérissement de l'énergie et des engrais, ainsi que du maintien de conditions financières restrictives. Cette dynamique, portée par les politiques de stabilisation macroéconomique et les réformes structurelles engagées dans plusieurs pays, reste néanmoins fragilisée par la réduction de l'aide internationale et le resserrement des financements extérieurs, qui accentuent les pressions budgétaires dans les pays à faible revenu.

Parallèlement, l'inflation mondiale devrait s'accélérer à 4,4 % en 2026, après 4,2 % en 2025, marquant une interruption du processus de désinflation engagé depuis 2023 et plaçant les banques centrales face à un arbitrage délicat entre l'ancrage des anticipations inflationnistes et le soutien à la croissance.

Perspectives sur l'inflation et les produits de base



Sources : FMI, Avril 2026 et CMO/Banque Mondiale, Avril 2026

La région demeure exposée à la volatilité des flux de capitaux et à la hausse des prix importés, avec de fortes disparités entre pays exportateurs et importateurs de pétrole.

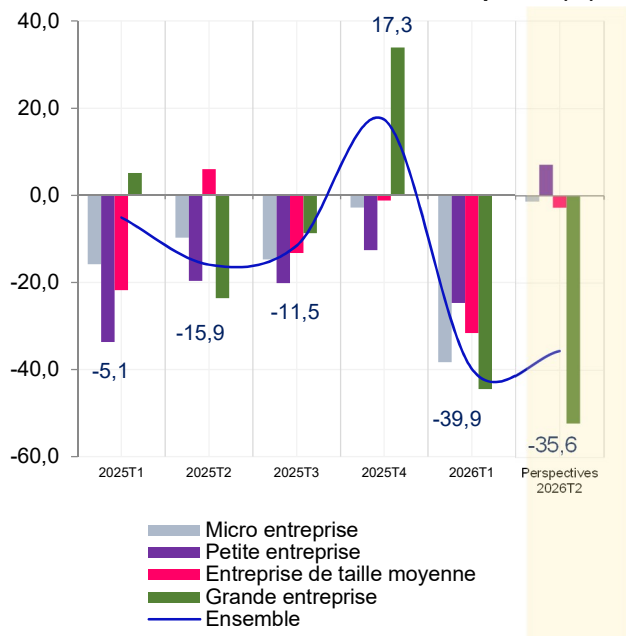
S'agissant des matières premières, les perspectives ont été profondément révisées à la suite du conflit. Les prix du pétrole, après leur flambée historique du premier trimestre, demeurent orientés à la hausse, soutenus par la persistance des perturbations d'approvisionnement liées au blocage du détroit d'Ormuz et aux risques d'extension du conflit. Les engrais se maintiennent à des niveaux élevés, sous l'effet du renchérissement du gaz naturel, principal intrant de leur production. Cette pression sur les coûts des engrais devrait se répercuter sur les prix du riz, qui seraient tirés à la hausse malgré une offre mondiale initialement abondante, les incertitudes sur les récoltes à venir alimentant des tensions supplémentaires. Le nickel resterait soutenu à court terme par le resserrement de l'offre indonésienne, dans un marché structurellement excédentaire mais volatile. Quant à l'or, sa tendance haussière structurelle demeure intacte. Après avoir franchi des niveaux historiquement élevés, son cours resterait

orienté à la hausse, porté par les achats soutenus des banques centrales, la montée des incertitudes géopolitiques et l'attrait persistant des actifs refuges dans un contexte de volatilité accrue des marchés émergents.

Perspectives nationales

Contraction de l'activité des entreprises prévue au deuxième trimestre 2026

Evolution de l'IAE selon la taille des entreprises (%)



Source : ECE Avril 2025 à Avril 2026

Les perspectives pour le deuxième trimestre 2026 laissent entrevoir une poursuite du recul de l'activité des entreprises formelles, principalement en raison d'une contraction attendue au niveau des grandes entreprises. Dans ce contexte, l'IAE est projeté à -35,6 %.

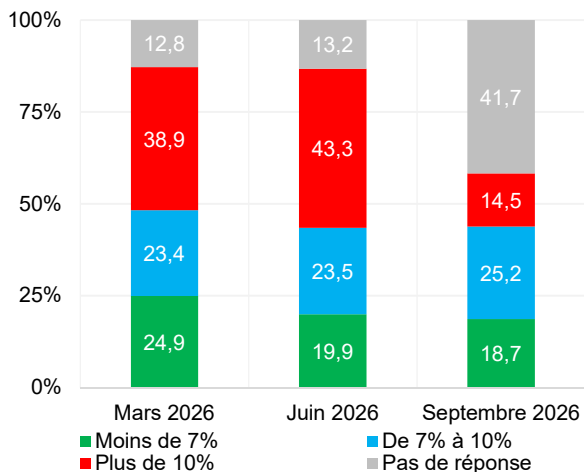
Selon les prévisions immédiates, la croissance économique annuelle est estimée à 3,8 % en 2026. Cette estimation intègre les effets des cyclones *Fytia* et *Gezani*.

Anticipations d'inflation des entreprises et des banques

S'agissant des anticipations d'inflation des entreprises, la proportion de celles prévoyant une hausse supérieure à 10,0 % s'établit à 38,9 % en mars 2026. Cette proportion augmenterait à 43,3 % en juin 2026, avant de redescendre à 14,5 % en septembre 2026. La tranche comprise entre 7,0 % et 10,0 % resterait relativement stable sur la période, avec 23,4 % en mars, 23,5 % en juin et 25,2 % en septembre 2026. La part des entreprises anticipant une inflation inférieure à 7,0 % s'établirait à 24,9 % en mars, avant de revenir à 19,9 % en juin et à 18,7 % en septembre 2026.

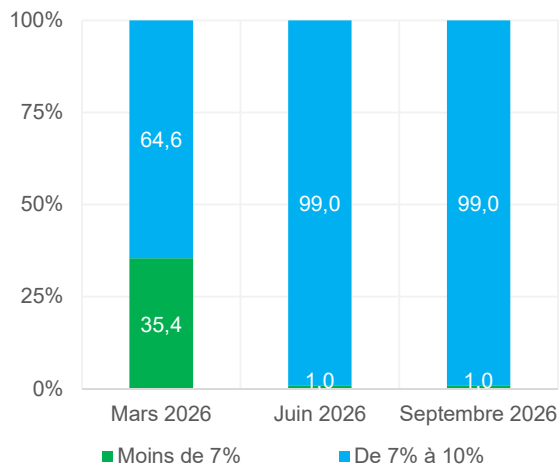
Du côté des banques, environ quatre établissements sur dix, soit 35,4 %, anticipent une inflation inférieure à 7,0 % en mars 2026, tandis que les autres, soit 64,6 %, envisagent une inflation comprise entre 7,0 % et 10,0 %. Pour juin et septembre 2026, la quasi-totalité des banques, soit 99,0 %, prévoit une inflation comprise entre 7,0 % et 10,0 %.

Anticipation d'inflation par les Entreprises (en %)



Source : BFM/DSA/ ECE d'Avril 2026

Anticipation d'inflation par les Banques (en %)

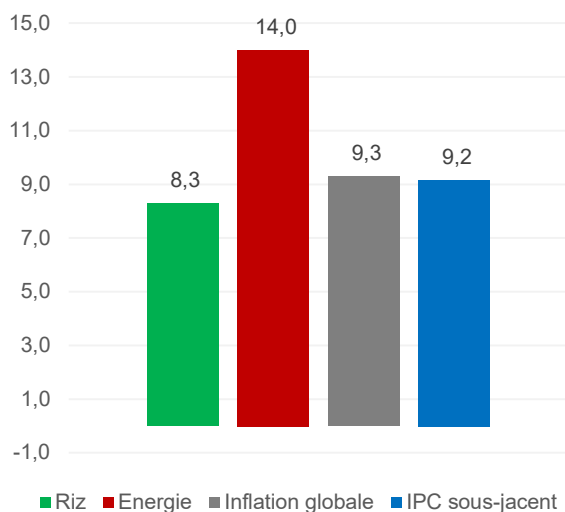


Source : BFM/DSA/ ECE d'Avril 2026

Prévisions d'inflation prudentes face aux incertitudes liées au conflit au Moyen-Orient

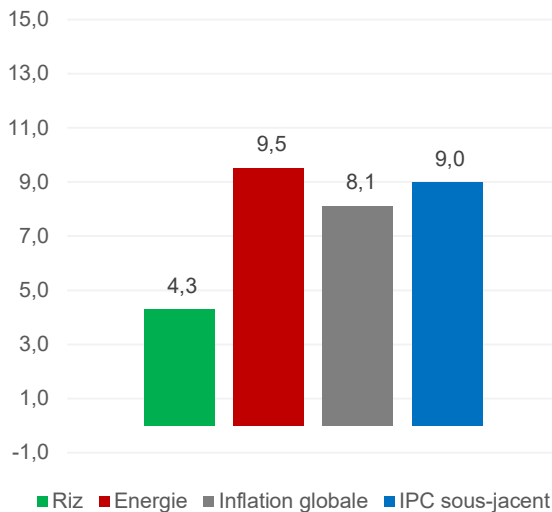
En raison du conflit au Moyen-Orient, qui a entraîné une flambée des prix du *Brent* au niveau mondial, un scénario a été élaboré afin d'appréhender l'impact de cette crise sur les projections de l'*IPC* et de ses composantes. Selon les prévisions immédiates, l'inflation globale en glissement annuel atteindrait 9,3 % en décembre 2026, avec une hausse des prix du « *riz* » de 8,3 % et de l'« *énergie* » de 14,0 %, tandis que l'inflation *sous-jacente* s'établirait à 9,2 %. En variation des moyennes annuelles, l'inflation globale serait de 8,1 % en 2026. Les prix du « *riz* » augmenteraient de 4,3 %, ceux de l'« *énergie* » de 9,5 %, tandis que les prix du panier *sous-jacent* progresseraient de 9,0 %.

Prévision de l'inflation pour 2026 en glissement annuel de fin de période (en %)



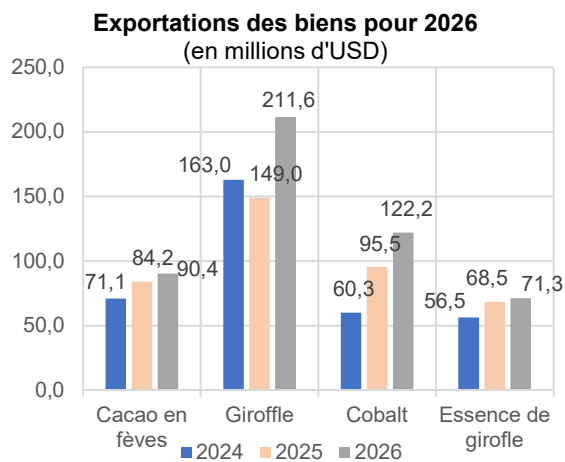
Sources : INSTAT/DSCVM, calcul de BFM/DSA

Prévision de l'inflation pour 2026 en variation des moyennes annuelles (en %)

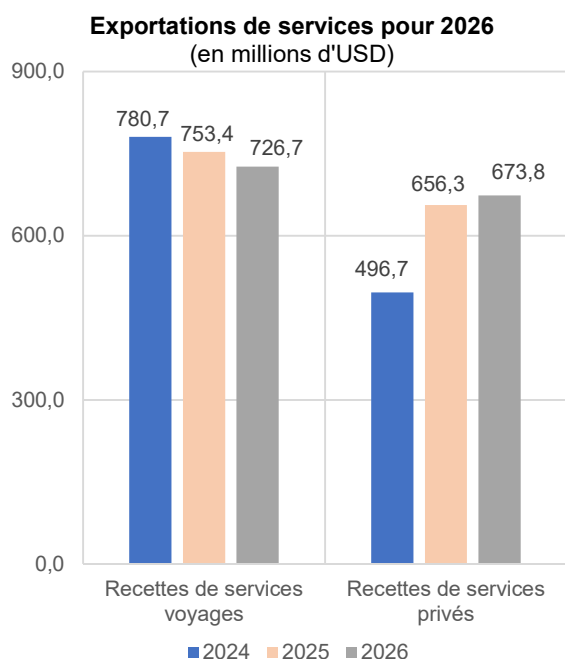


Sources : INSTAT/DSCVM, calcul de BFM/DSA

Situation du secteur extérieur dépendante de l'évolution des contextes internationaux



Source : BFM/DSA



Source : BFM/DSA

Les exportations de « *cobalt* » devraient rebondir sous l'effet de la poursuite des mesures de restriction des exportations mises en place par la *République démocratique du Congo*. D'autres produits, tels que le « *cacao en fèves* », le « *girofleur* » et les « *huiles essentielles* », poursuivraient leur dynamique favorable, contribuant à contenir le déficit commercial.

La guerre au Moyen-Orient, déclenchée fin février 2026, devrait peser sur la balance des services. En effet, la hausse des coûts, notamment du prix du carburant à la pompe, affecte le pouvoir d'achat des ménages. Par ailleurs, les incertitudes liées au conflit incitent les touristes à adopter un comportement plus prudent, entraînant une réduction des déplacements. Une compagnie aérienne a notamment suspendu ses vols depuis le début du conflit, et des reports ainsi que des annulations de voyages ont déjà été enregistrés. Dans ce contexte, les recettes touristiques devraient diminuer d'ici la fin de l'année 2026. Toutefois, les « *services privés* » devraient continuer de se développer, contribuant ainsi à atténuer le déficit du solde des services.

A l'international, les marchés devraient évoluer dans un environnement marqué par l'anticipation d'un *statu quo* monétaire de la *Federal Reserve* et de la *Banque centrale européenne*, ainsi que par une vigilance accrue face aux incertitudes liées à la croissance mondiale et à la persistance des tensions géopolitiques au Moyen-Orient. Dans ce contexte, la volatilité de la parité *EUR/USD* demeure un facteur clé d'ajustement des marchés des changes.

Sur le MID, la trajectoire des cours reste incertaine. Entre fin mars et le 21 avril 2026, l'ariary s'est apprécié face au dollar US, passant de 4 166,4 à 4 136,9 ariary. En revanche, il s'est déprécié face à l'euro, évoluant de 4 726,3 à 4 793,1 ariary, dans le sillage de la consolidation de la parité *EUR/USD* sur les marchés internationaux. Cette évolution s'inscrit dans un contexte marqué par des demandes non satisfaites moyennes de 9,0 millions de dollars US, contre des offres non satisfaites de 3,0 millions de dollars US, ainsi que par l'absence d'intervention de BFM.

Les perspectives d'offre de devises laissent entrevoir une dynamique plus soutenue au cours des trois prochains mois. Les exportations devraient se consolider, avec des recettes attendues à plus de 150,0 millions de dollars US au deuxième trimestre 2026. Les « *approvisionnements de comptes* » des sociétés minières devraient reprendre de manière plus dynamique, pour atteindre environ 100,0 millions de dollars US sur la même période. Les transferts liés aux projets devraient également se poursuivre.

Du côté de la demande, les sorties de devises devraient augmenter, en lien avec la reprise économique. Les importations alimentaires pourraient dépasser 150,0 millions de dollars US, tandis que celles de biens de consommation pourraient atteindre 250,0 millions de dollars US. La période de paiement des dividendes devrait exercer une pression additionnelle, avec des flux attendus à plus de 60,0 millions de dollars US. Par ailleurs, une hausse des importations pétrolières est anticipée, avec une facture susceptible de dépasser 200,0 millions de dollars US.

Dans ce contexte, la persistance des incertitudes sur le MID pourrait conduire BFM à intervenir en cas de déséquilibre significatif entre l'offre et la demande de devises.

→ Les rentrées de devises en hausse

- Les exportations pourraient se consolider ;
- La reprise des approvisionnements de compte des miniers soutiendrait l'offre ;
- Les transferts des projets pourraient s'accélérer.

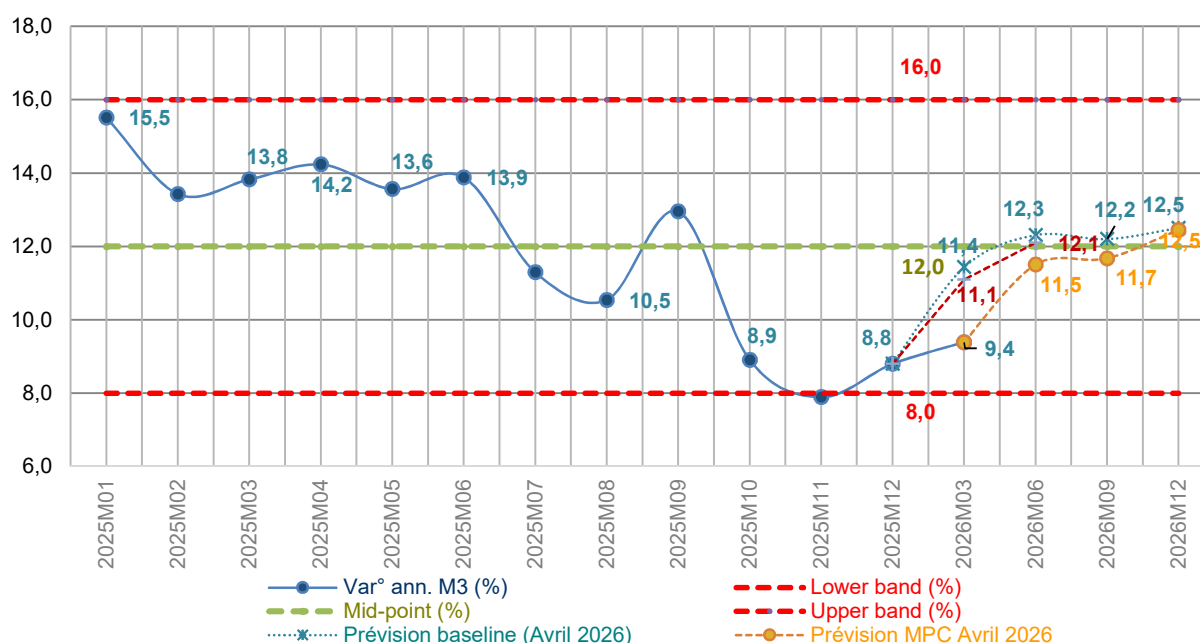
→ Les sorties de devises sous condition

- Une reprise des achats portée par la relance ;
- La période de paiement des dividendes pourrait accentuer la demande ;
- Une hausse des importations pétrolières pourrait alourdir la demande de devises.

Croissance monétaire contenue à court terme avec accélération progressive d'ici fin 2026

A fin mars 2026, sur la base des réalisations provisoires, la masse monétaire (M3) a enregistré une croissance annuelle de 9,4 %, marquant une légère accélération par rapport à celle observée à fin décembre 2025. Elle est néanmoins restée contenue à l'intérieur de la bande de référence [8,0 %–16,0 %], dont le point médian est fixé à 12,0 %, conformément à la clause de consultation sur la politique monétaire (MPCC)³.

Perspectives de croissance de M3



Source : BFM/DSA

Cette évolution demeure inférieure aux projections issues de la dernière réunion du Comité monétaire ainsi qu'au scénario de référence, qui anticipaient une progression autour de 11,0 %. Cette situation s'explique principalement, au premier trimestre 2026, par un niveau des réserves en devises du système bancaire légèrement inférieur aux prévisions, une contribution plus faible

³ La clause MPCC (Monetary Policy Consultation Clause) est la conditionnalité inscrite dans le programme FEC qui stipule que la croissance annuelle de M3 doit être autour de 12 %, avec une bande de tolérance comprise entre 8,0 % et 16,0 %.

qu'attendu des opérations de l'Etat, ainsi qu'une expansion des crédits bancaires moins soutenue qu'escompté.

Après une progression modérée au premier trimestre 2026, la dynamique du financement de l'économie par le secteur bancaire devrait reprendre progressivement au cours des prochains trimestres, pour atteindre une croissance de l'ordre de 15,0 % en fin d'année, soutenue par la reprise économique attendue.

Ainsi, les projections monétaires suggèrent une trajectoire de croissance de la masse monétaire à la fois ascendante et maîtrisée. Celle-ci atteindrait 11,5 % à fin juin, 11,7 % à fin septembre, puis 12,5 % à fin 2026. Cette évolution serait principalement portée, par ordre d'importance, par la poursuite de la distribution de crédits bancaires, l'effet expansif des opérations de l'Etat à la suite à l'exécution des dépenses publiques, ainsi que par la progression des réserves de change.

Annexe 1. Informations économiques [En glissement annuel en %, sauf indication contraire]

Rubriques	2025T2	2025T3	2025T4	2026T1 [**]	2026T2 [**]	2026 [**]
Indicateur Infra Annuel d'Activité Economique [IAE] [*]	6,0	2,9	-2,5	-3,8	1,2	3,8
Inflation	8,2	7,5	7,2	6,8	7,8	9,3
Inflation sous-jacente	7,3	6,6	7,5	8,5	9,1	9,2
Réserves en mois d'importation (en niveau)	6,2	6,2	6,9	7,3		
Taux de pression fiscale nette (en % du PIB) [***]	4,8	7,2	9,9	2,2		
Croissance annuelle des crédits bancaires	13,9	14,3	12,0	10,3	12,5	15,0

[*] Proxy de la croissance du PIB, [**] Projections effectuées par BFM, [***] Opérations Globales du Trésor et Loi des Finances 2026

Annexe 2. Historique des décisions depuis la réforme du cadre de politique monétaire

Mesure	Date de décision	Motivation
Maintien du taux directeur à 12,00 %.	3 février 2026	Déviations de l'inflation encore importante par rapport à la cible de moyen-terme de 5,0% et processus de désinflation fragile.
Maintien du taux directeur à 12,00 %.	4 novembre 2025	Observation des effets des mesures précédentes car la désinflation en cours demeure non encore consolidée.
Maintien du taux directeur à 12,00 %.	5 août 2025	Observation et évaluation de l'impact de la dernière hausse décidée lors de la précédente réunion.
Réintroduction du taux directeur comme instrument principal Hausse du taux directeur à 12,00 %	5 mai 2025	Prévention d'une accélération de l'inflation et inversement de la tendance à la hausse des prix.
Maintien des taux de FDD à 9,50 % et FPM 11,50 %	4 février 2025	Conditions monétaires jugées appropriées pour éviter une accélération de l'inflation tout en permettant aux activités économiques de progresser.
Maintien des taux de FDD et FPM	5 novembre 2024	Pression inflationniste d'origine monétaire maîtrisée.
Resserrement de la politique monétaire : 9,50 % pour le FDD et 11,50 % pour le FPM	6 août 2024	Persistance de l'inflation depuis le début de l'année.
Maintien des taux de FDD et FPM	7 mai 2024	Niveau de l'inflation élevé et poursuite probable par suite des impacts des cyclones et de la poursuite des tensions géopolitiques.
Première publication de la cible opérationnelle TAHA	7 février 2024	Poursuite de la réforme sur la conduite de la politique monétaire.
Maintien des taux de FDD et FPM	6 février 2024	Ralentissement de l'inflation mais reste à un niveau élevé.
Maintien des taux de FDD et FPM	7 novembre 2023	Ralentissement de l'inflation, mais incertitude au niveau mondial.
Resserrement de la politique monétaire : 9,00 % pour le FDD et 11,00 % pour le FPM	9 août 2023	Persistance des pressions inflationnistes domestiques.
Resserrement de la politique monétaire : 8,50 % pour le FDD et 10,50 % pour le FDD	10 mai 2023	Ajustement du corridor des taux d'intérêt en accord avec l'évolution de l'inflation dans les prochains trimestres et assurer la reprise des activités économiques
Maintien des taux de FDD et FPM	7 février 2023	Poursuite de l'inflation mondiale par suite des tensions géopolitiques et vigilance face à la poursuite des cyclones.
Resserrement de la politique monétaire : 8,10 % pour le FDD et 10,10 % pour le FPM, et maintien du coefficient des RO	18 octobre 2022	Montée du cours du dollar et forte volatilité des prix à l'international.
Resserrement de la politique monétaire : 6,90 % pour le FDD et 8,90 % pour le FPM, et maintien du coefficient des RO	2 août 2022	-Pression inflationniste menée par la hausse du carburant et contexte géopolitique ; -Maîtrise des anticipations.
Resserrement de la politique monétaire et du corridor des taux : 6,00 % pour le FDD et 8,00 % pour le FPM, et maintien du coefficient des RO	3 mai 2022	-Constat de pression inflationniste sur la conjoncture économique ; -Préservation du potentiel de croissance économique.

Resserrement de la politique monétaire et du corridor des taux : 4,10 % pour la FDD et 7,30 % pour la FPM et maintien du coefficient des RO	1 février 2022	Effort de resserrement des taux pour stabiliser les taux d'intérêt à court terme dans un contexte international très volatil à la suite de la reprise des échanges internationaux et la hausse du prix de transport maritime.
Resserrement du corridor des taux : 3,80 % pour le FDD et 7,20 % pour le FPM, et fixation d'un coefficient des RO unique à 13,00 %	2 novembre 2021	-Pression inflationniste au niveau national et international ; -Avancée dans la réforme ; -Considération des activités de crédit des banques.
Resserrement de la politique monétaire : 2,80 % pour le FDD et 7,20 % pour le FPM, et maintien du coefficient des RO	6 août 2021	Pression inflationniste en raison des tensions au niveau des chaînes de production mondiale
Resserrement de la politique monétaire : 1,76% pour le FDD et 6,16% pour le FPM, et maintien du coefficient des RO	7 mai 2021	Inflation relativement stable mais excédent élevé de monnaie en circulation par rapport au niveau adéquat
Maintien des taux de FDD et FPM mais introduction de coefficient de RO différé : 11,00 % pour les dépôts en Ariary et 24% pour les avoirs en devises	4 novembre 2020	Prévision de stabilité de l'inflation Objectif de raffermir la monnaie nationale
Maintien des taux de FDD et FPM, et du coefficient des RO	8 mai 2020	Mesures encore cohérentes au contexte
Resserrement de la politique monétaire : 0,90 % pour le FDD et 5,30 % pour le FPM, et maintien du coefficient des RO.	25 octobre 2019	Forte croissance des agrégats monétaires et risque de résurgence de l'inflation
Introduction du corridor de taux : 0,00 % pour le FDD et 4,40 % pour le FPM. En parallèle, maintien du taux directeur à 9,50 % et maintien du coefficient des RO à 13,00 %.	3 mai 2019	-Réforme de la conduite de la politique monétaire ; -Tendance baissière de l'inflation, mais excédent d'encaisses réelles élevé.