



BANKY FOIBEN'I MADAGASIKARA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONETAIRE

4 août 2026

Sommaire

Préambule	1
Communiqué de presse :	2
Note de conjoncture économique	4
Contexte international.....	4
Contexte national – Secteur réel.....	8
Contexte national - Secteur extérieur.....	10
Contexte national - Secteur État.....	17
Contexte national - Secteur monétaire.....	18
Perspectives	20
Annexe 1. Informations économiques [En glissement annuel en %, sauf indication contraire]	26
Annexe 2. Historique des décisions depuis la réforme du cadre de politique monétaire	26

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-Taba 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 4 août 2026

Le taux directeur est relevé à 12,50 %.

Le Comité monétaire de Banky Foiben'i Madagasikara (BFM) a décidé de relever le taux directeur à 12,50 % afin de ramener l'inflation vers son objectif de moyen terme fixé à 5,0 %, et de préserver la stabilité financière.

Au deuxième trimestre 2026, la désinflation observée au cours des derniers trimestres s'est interrompue, avec une nouvelle hausse du niveau général des prix. L'inflation en glissement annuel a atteint 8,6 % en juin 2026, contre 6,8 % à fin mars 2026. Cette accélération est principalement due à l'inflation sous-jacente, qui s'est établie à 11,4 % à fin juin 2026. Cet indicateur mesure l'évolution des prix hors produits volatils, notamment le riz et l'énergie. Les prix de l'énergie ont augmenté de 3,9 %, tandis que ceux du riz ont légèrement reculé de 0,7 %. Le conflit au Moyen-Orient pèse sur l'économie mondiale, notamment en perturbant les chaînes d'approvisionnement et en alimentant la hausse des prix de nombreux produits.

Dans ce contexte, le Comité monétaire estime que les maintiens successifs du taux directeur à 12,00 % se sont révélés pleinement justifiés, en contribuant de manière déterminante à contenir la progression de l'inflation, alors que les risques précédemment identifiés se sont matérialisés. Néanmoins, le Comité monétaire considère que les conditions monétaires, qui se sont sensiblement assouplies au deuxième trimestre, ne sont plus suffisamment restrictives pour absorber les pressions inflationnistes dans l'économie malagasy. Plusieurs banques centrales à travers le monde ont déjà engagé un nouveau cycle de resserrement de leur politique monétaire afin d'éviter des effets de second-rang sur l'inflation.

L'activité économique nationale montre des signes de reprise. Au deuxième trimestre 2026, l'Indicateur Infra-annuel d'Activité Economique à court terme (IIAE) s'est redressé de 4,8 % par rapport au trimestre précédent, soit une hausse de 0,3 % en glissement annuel. Bien que le climat des affaires soit resté globalement morose durant ces deux premiers trimestres selon les indicateurs d'activités des entreprises (IAE), la prévision de croissance économique nationale pour l'ensemble de l'année 2026 est de 3,0 %¹, soutenue principalement par la dynamique du secteur des services qui contribue à hauteur de 2,2 % à cette croissance.

Sur le marché des changes, l'Ariary s'est apprécié au premier semestre respectivement de 9,3 % face à l'euro et de 7,0 % face au dollar US. Cette dynamique s'explique par une détente de la demande en devises et par des rentrées régulières de flux. Grâce à ces rentrées de devises, les réserves de change se trouvent à un niveau solide de 3 676,2 millions de dollars US à fin juin 2026, ce qui garantit l'équivalent de 7,0 mois d'importations.

La masse monétaire, quant à elle, a progressé de 15,1 % en juin 2026, un rythme plus rapide que prévu. Cette hausse s'explique par l'augmentation des avoirs extérieurs et, dans une moindre mesure, par la progression des crédits bancaires de 8,8 % sur un an.

Pour le reste de l'année, plusieurs risques pourraient maintenir les prix sous pression, dont la poursuite des conflits, pouvant entretenir la hausse prolongée des cours mondiaux des produits de base, les coûts de l'assurance maritime, mais aussi l'augmentation du salaire minimum.

¹ Calculs de BFM

Le Comité Monétaire de BFM a ainsi décidé de consolider sa proactivité, en relevant le taux directeur de 12,00% à 12,50 % pour atténuer l'ampleur de l'accélération prévisionnelle des prix, préserver la stabilité financière et sécuriser fermement l'ancrage des anticipations vers l'objectif de 5,0 % d'inflation à moyen terme. BFM suit de près l'évolution de l'environnement économique aussi bien national qu'international et prendra les mesures jugées nécessaires pour maintenir la stabilité macroéconomique et financière, condition propice à la croissance économique.

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

Rubriques	2025T3	2025T4	2026T1	2026T2	2026T3 [**]	2026 [**]
Indicateur Infra Annuel d'Activité Economique [IIAE] [*]	2,9	-2,5	-3,0	0,3	5,9	3,0
Inflation	7,5	7,2	6,8	8,6	9,3	10,1
Inflation sous-jacente [***]	6,6	7,5	8,5	11,4	11,3	11,0
Réserves en mois d'importation (en niveau)	6,2	6,9	7,3	7,0	7,0	7,0
Taux de pression fiscale (en % du PIB)	7,2	5,2	2,2	5,2[i]	8,3	11,5 [ii]
Croissance annuelle des crédits bancaires	14,3	12,0	10,3	8,8	12,6	13,5

[*] Proxy de la croissance du PIB, [**] Projections effectuées par BFM, [***] Inflation du panier de c

Note de conjoncture économique

[Evolution récente et perspectives]

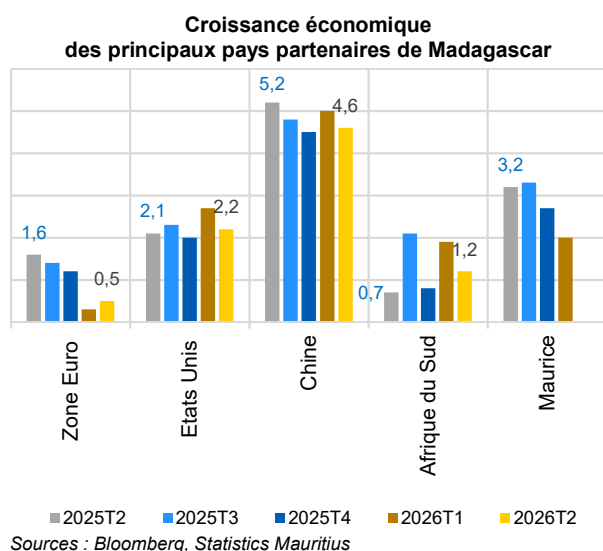
Contexte international

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

Au deuxième trimestre 2026, les données économiques récentes font état d'une perte de dynamisme de l'**économie mondiale** sous l'effet du conflit au Moyen-Orient. Celui-ci a provoqué un choc d'offre négatif, des perturbations des chaînes d'approvisionnement ainsi qu'une hausse des prix de l'énergie et des intrants. Malgré la détente des cours par rapport aux pics atteints en avril, le renchérissement de l'énergie, du fret et de l'assurance maritime a continué de peser sur les coûts de production, le pouvoir d'achat et la confiance des agents économiques. Néanmoins, l'accélération du cycle technologique mondial, portée par les investissements, les exportations et l'adoption croissante de l'intelligence artificielle, a soutenu les économies les mieux intégrées aux chaînes de valeur technologiques. Par ailleurs, la transmission des chocs d'offre à l'activité est demeurée relativement contenue au cours du trimestre, grâce à la mobilisation des stocks, qui a compensé une partie de la diminution des flux énergétiques transitant par le détroit d'Ormuz.

Le ralentissement des échanges et la persistance des incertitudes commerciales ont accentué les divergences entre les économies. Les pays exportateurs d'énergie situés en dehors de la zone de conflit, ainsi que ceux étroitement intégrés au cycle technologique, ont mieux résisté. En revanche, les pays importateurs nets d'énergie, notamment ceux qui sont les moins intégrés au cycle technologique actuel, ont davantage souffert de la hausse des coûts et du ralentissement de l'activité. Dans les pays émergents et en développement, les économies asiatiques fortement intégrées aux chaînes de valeur technologiques mondiales, en particulier dans les secteurs des semi-conducteurs, des centres de données et de l'intelligence artificielle, ont ainsi maintenu une activité relativement soutenue. À l'inverse, les petits États insulaires en développement ont été davantage pénalisés par la hausse des coûts énergétiques, le ralentissement du tourisme et la diminution des transferts de fonds.

En **Afrique subsaharienne**, l'activité est demeurée relativement résiliente, mais cette évolution masque d'importantes disparités entre les pays. Les pays importateurs d'énergie et faiblement dotés en ressources naturelles ont été particulièrement exposés au renchérissement de l'énergie et des denrées alimentaires, tandis que certaines grandes économies de la région ont continué de bénéficier des réformes et des mesures de stabilisation mises en œuvre antérieurement. La région est toutefois restée confrontée à la réduction de l'aide publique au développement, ce qui a limité les marges de manœuvre budgétaires, ainsi qu'à des conditions de financement extérieur contraignantes.



S'agissant des principaux partenaires commerciaux de Madagascar, l'**économie américaine** a conservé une dynamique soutenue au deuxième trimestre 2026. Selon les estimations de *Bloomberg*, la croissance du PIB en glissement annuel s'est établie à 2,2 %, contre 2,1 % au même trimestre de 2025. Les investissements technologiques, notamment dans les centres de données, les équipements de haute technologie et les logiciels, ont fortement soutenu l'investissement productif et les échanges de biens technologiques, tandis que la consommation des ménages et la demande intérieure privée sont demeurées robustes.

Les Etats-Unis étant un important producteur et exportateur d'énergie, leur niveau élevé de production nationale a permis de réduire leur dépendance à l'égard des approvisionnements extérieurs et de limiter les effets directs du choc énergétique. Toutefois, les prix intérieurs restant liés aux cours mondiaux, les ménages et les entreprises américains ont malgré tout subi une hausse des prix de l'énergie.

Toujours selon ces estimations, l'activité économique dans la **Zone euro** s'est nettement ralentie au deuxième trimestre 2026. La croissance du PIB en glissement annuel est estimée à 0,5 %, contre 1,6 % un an auparavant. Ce fléchissement reflète notamment le renchérissement de l'énergie, qui a érodé les revenus réels, détérioré la confiance des ménages et des entreprises, et pesé sur la consommation ainsi que sur l'investissement privé. La perte de dynamisme a été particulièrement marquée dans les services, malgré une activité manufacturière relativement résiliente. Certaines mesures budgétaires destinées à atténuer les effets du choc énergétique ont néanmoins contribué à limiter le ralentissement, notamment l'accroissement des dépenses publiques consacrées à la défense et aux infrastructures.

Au deuxième trimestre 2026, **l'économie chinoise** a ralenti après une croissance plus forte que prévu en début d'année. La production industrielle et les exportations sont néanmoins restées dynamiques, notamment dans les secteurs de haute technologie et les activités liées à l'intelligence artificielle. Ce soutien n'a que partiellement compensé la faiblesse persistante de la demande intérieure, caractérisée par une consommation atone et un investissement peu dynamique, en particulier dans le secteur immobilier. Parallèlement, le renchérissement de l'énergie a accru les coûts de production, surtout dans les secteurs à forte intensité énergétique.

L'économie sud-africaine a poursuivi son amélioration au deuxième trimestre 2026, mais à un rythme encore modéré par rapport au trimestre précédent. La consommation des ménages a continué de soutenir l'activité, bien que son dynamisme ait été freiné par la hausse des prix de l'énergie et ses effets sur le pouvoir d'achat. Par ailleurs, l'amélioration de la confiance, la plus grande stabilité de l'approvisionnement en électricité et les réformes engagées dans les secteurs de l'énergie, du transport et de la logistique ont soutenu les perspectives économiques. La reprise est néanmoins restée inégale. La production manufacturière s'est affaiblie en avril et en mai, le marché du travail est demeuré fragile et la croissance est restée insuffisante pour absorber pleinement l'offre de travail. Enfin, le renchérissement de l'énergie a accru les coûts de production des entreprises.

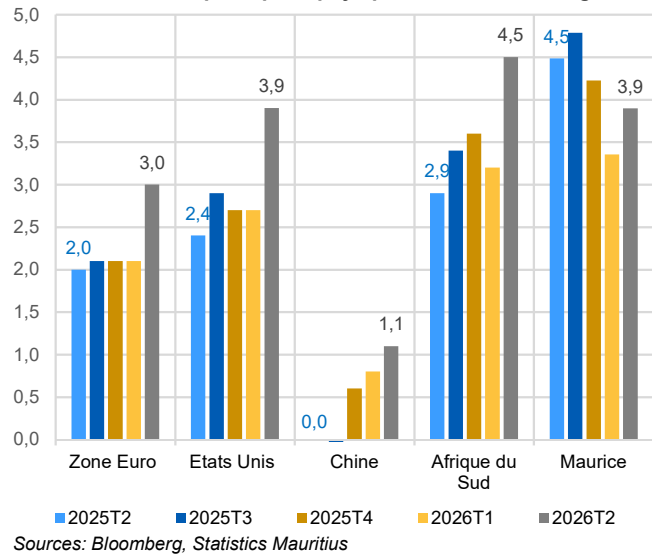
L'analyse de la **conjoncture mauricienne** repose sur les informations publiées par la Bank of Mauritius. L'activité est demeurée globalement résiliente, mais la croissance devrait ralentir, passant de 3,2 % en 2025 à 2,8 % en 2026, sous l'effet de l'affaiblissement de la demande extérieure et des incertitudes mondiales. La hausse des prix du carburant et de l'électricité devrait peser sur le pouvoir d'achat et sur l'activité, tandis que les secteurs de l'hébergement et de la restauration, de l'industrie manufacturière, de l'agriculture et de la construction seraient particulièrement exposés à l'augmentation des coûts et aux perturbations des chaînes d'approvisionnement. Le tourisme est demeuré résilient. Toutefois, le recul des arrivées aériennes en avril, la hausse des tarifs et l'affaiblissement de la confiance des consommateurs à l'échelle mondiale font apparaître des signes d'essoufflement.

Inflation mondiale : interruption de la désinflation sous l'effet du choc énergétique

Au deuxième trimestre 2026, la désinflation mondiale a marqué une pause, principalement sous l'effet du renchérissement des prix de l'énergie. Celui-ci, conjugué aux tensions sur les prix des produits alimentaires, des engrais, du fret et des services logistiques, a entraîné une reprise de l'inflation globale et pourrait se diffuser progressivement aux autres composantes des prix à la consommation. Cette transmission est toutefois inégale selon le degré de dépendance énergétique des économies, l'évolution des taux de change, les mesures nationales mises en œuvre et la persistance des tensions inflationnistes dans les services.

Dans ce contexte, les banques centrales ont renforcé leur prudence. Plusieurs d'entre elles ont maintenu ou relevé leurs taux directeurs afin de prévenir les effets de second tour et de préserver l'ancrage des anticipations d'inflation.

Inflation dans les principaux pays partenaires de Madagascar



En **Afrique subsaharienne**, la dynamique de l'inflation est restée contrastée selon les pays. Les effets des resserrements monétaires antérieurs et la stabilisation de certaines monnaies ont contribué à modérer l'inflation dans plusieurs économies. En revanche, le choc énergétique a accentué les pressions sur les prix intérieurs dans les pays importateurs nets de pétrole. Le renchérissement du carburant, des denrées alimentaires, des engrais et du transport, conjugué, dans certains pays, aux dépréciations monétaires, aux aléas climatiques et aux contraintes pesant sur l'offre, a maintenu l'inflation à des niveaux élevés dans d'autres économies.

Au deuxième trimestre 2026, l'**inflation américaine** s'est nettement accélérée en glissement annuel, sous l'effet de la hausse des prix intérieurs de l'énergie. Cette évolution a été renforcée par la répercussion progressive des relèvements des droits de douane sur les prix des biens et des intrants, ainsi que par la persistance de tensions inflationnistes dans certains services. Un reflux a toutefois été observé en fin de trimestre, à la faveur de la détente des prix de l'énergie, tandis que l'inflation sous-jacente a continué de se modérer progressivement. Dans ce contexte, la *Federal Reserve (FED)* a opté pour le statu quo, en conservant la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à 3,50-3,75 %. En effet, bien que l'inflation soit restée supérieure à son objectif, la *FED* a estimé que le niveau déjà restrictif des taux demeurerait approprié pour la ramener vers sa cible.

Dans la **Zone Euro**, l'inflation s'est nettement accélérée en glissement annuel, s'éloignant de nouveau de la cible de 2,0 %, après les niveaux relativement faibles enregistrés au début de l'année 2026. Cette remontée a principalement été alimentée par le renchérissement de l'énergie. Les effets indirects du choc sont également devenus plus visibles à travers la hausse des prix des produits pétroliers raffinés, des plastiques, des engrais, des services de transport et de certains produits importés. Malgré un reflux en fin de trimestre, les tensions inflationnistes sous-jacentes sont demeurées persistantes, bien que la progression des salaires ait commencé à se modérer. Face au risque d'une diffusion plus large et plus durable du choc énergétique, la *Banque centrale européenne (BCE)* a relevé ses trois taux directeurs de 25,0 points de base en juin, portant le taux de la facilité de dépôt à 2,25 %, celui des opérations principales de refinancement à 2,40 % et celui de la facilité de prêt marginal à 2,65 %.

En Chine, le renchérissement de l'énergie et des matières premières s'est principalement répercuté sur les coûts de production et les prix des intrants industriels, portant l'inflation à environ 1,0 %, après plusieurs trimestres de très faible inflation. Sa transmission aux prix à la consommation est toutefois restée limitée par la faiblesse persistante de la demande intérieure et par la baisse des prix de certains produits alimentaires. Au début du mois de juillet 2026, la *People's Bank of China (PBoC)* a maintenu une orientation monétaire modérément accommodante, reposant sur des interventions davantage prospectives, flexibles et ciblées, ainsi que sur le maintien d'une liquidité abondante. Dans ce contexte, les taux préférentiels de prêt, ou *Loan Prime Rates*, ont été maintenus à 3,00 % à un an et à 3,50 % à cinq ans, la *PBoC* privilégiant un soutien ciblé à l'économie plutôt qu'un assouplissement monétaire généralisé.

En **Afrique du Sud**, l'inflation s'est nettement accélérée, principalement sous l'effet du renchérissement des carburants. Les prix des services ont également augmenté, notamment dans les secteurs des transports, de l'assurance et des services financiers. Malgré le ralentissement de l'inflation alimentaire au cours du trimestre, la hausse des coûts du diesel et des engrais a continué de peser sur les prix des denrées alimentaires. Face au risque d'effets de second tour sur les salaires et les anticipations d'inflation, la *South African Reserve Bank (SARB)* a relevé son taux directeur de 25,0 points de base lors de la réunion de son Comité de politique monétaire du 28 mai 2026, le portant à 7,00 %, afin de favoriser le retour de l'inflation vers sa cible.

À **Maurice**, l'inflation moyenne s'est légèrement modérée par rapport à la même période de l'année précédente. Le niveau général des prix a néanmoins progressé de 2,4 % entre mars et juin, sous l'effet notamment du renchérissement de l'électricité, des carburants et de certains produits alimentaires. Dans un contexte marqué par d'importants risques haussiers sur l'inflation et par une forte incertitude, le Comité de politique monétaire de la *Bank of Mauritius (BoM)* a relevé, le 20 mai 2026, le taux directeur de 25,0 points de base, pour le porter à 4,75 %. Cette décision vise à préserver l'ancrage des anticipations d'inflation, tout en maintenant une évolution équilibrée de l'activité économique.

Marchés des produits de base : hausse généralisée sur un an, mais évolution contrastée par rapport au trimestre précédent

Au deuxième trimestre 2026, les marchés mondiaux des produits de base sont restés fortement influencés par le conflit au Moyen-Orient et par les perturbations du trafic maritime dans le détroit d'Ormuz. En moyenne trimestrielle, les cours des principaux produits considérés se sont maintenus au-dessus de leurs niveaux du deuxième trimestre 2025, avec des hausses particulièrement marquées pour le pétrole, l'or et le nickel. Les prix des engrais et du riz ont également progressé. Les difficultés persistantes de circulation dans le détroit d'Ormuz ont continué d'alimenter les risques pesant sur l'approvisionnement énergétique, ainsi que sur les coûts du transport et de l'assurance maritime.

Evolution des prix de ces produits

Rubriques	Unité	2025			2026		Var (%) T2 à T2
		T2	T3	T4	T1	T2	
Pétrole brut, Brent	USD/bbl	67,8	69,0	63,7	80,5	104,4	+54,0
Riz de Thaïlande à 25,0% de brisure	USD/TM	408,3	370,7	375,7	395,0	437,7	+7,2
Engrais (Di Ammonium de Phosphate)	USD/TM	673,2	770,6	696,6	634,7	759,5	+12,8
Nickel	USD/TM	15 154,0	15 030,0	14 882,0	17 339,0	18 119,0	+19,6
Or	USD/Once	3 293,0	3 459,0	4 152,0	4 876,0	4 512,0	+37,0

Source: Word Bank Commodities Price Data, Juillet 2026

Au deuxième trimestre 2026, le cours moyen du **pétrole brut Brent** a progressé de 54,0 % en glissement annuel. Après le pic enregistré en avril, les cours se sont progressivement détendus en mai et en juin, sous l'effet des prélèvements sur les stocks et de l'atténuation des risques immédiats entourant l'approvisionnement énergétique. Cette détente est toutefois restée limitée par les contraintes logistiques, les surcoûts liés à l'assurance maritime et la persistance d'une prime de risque géopolitique.

Le prix du **riz thaïlandais** à 25,0 % de brisure a augmenté de 7,2 % en glissement annuel, inversant la tendance baissière observée au trimestre précédent. La remontée des cours, particulièrement marquée en mai et en juin, semble principalement liée au renchérissement des intrants agricoles, de l'énergie et des coûts logistiques. L'abondance relative de l'offre mondiale et la concurrence entre les principaux pays exportateurs, notamment l'Inde, le Vietnam et la Thaïlande, ont néanmoins limité l'ampleur de la hausse.

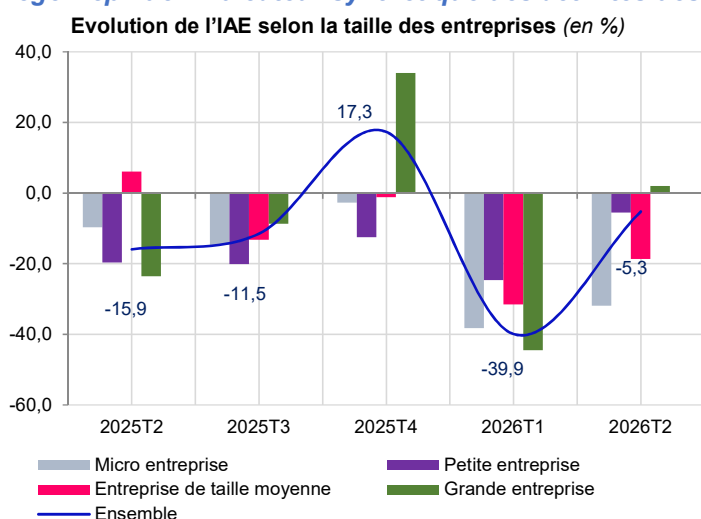
Le prix de l'**engrais DAP** s'est accru de 12,8 % en glissement annuel, poursuivant sa progression tout au long du trimestre. Cette évolution traduit la persistance de tensions sur certains intrants nécessaires à sa fabrication, amplifiées par le renchérissement de l'énergie et du fret. La hausse des prix des engrais a ainsi alourdi les coûts de production agricole et pourrait accentuer les pressions sur les prix alimentaires dans les économies importatrices.

Le prix du **nickel** a enregistré une hausse de 19,6 % en glissement annuel, confirmant le redressement amorcé au premier trimestre. Cette progression a notamment été soutenue par la décision de l'Indonésie de réduire ses quotas d'extraction afin de limiter l'excédent d'offre et de stabiliser les cours. La diminution des volumes de minerai disponibles a toutefois contraint les fonderies à fonctionner en deçà de leurs capacités. A cette contrainte se sont ajoutés le renchérissement du minerai et les difficultés d'approvisionnement en soufre, indispensable à certains procédés de raffinage. Le repli des cours en juin souligne néanmoins la fragilité de cette progression, compte tenu du niveau encore élevé des stocks mondiaux et d'une demande relativement modérée.

Enfin, le cours moyen de l'or a progressé de 37,0 % en glissement annuel, tout en entrant dans une phase de consolidation après les records atteints au début de l'année. Cette hausse a principalement résulté du renforcement de la demande d'actifs refuges face à l'intensification des tensions géopolitiques au Moyen-Orient et aux incertitudes économiques et financières mondiales. Les achats soutenus des banques centrales, qui cherchent notamment à diversifier leurs réserves de change, ont également contribué à la progression du métal précieux. Après les sommets atteints au début de l'année, le cours de l'or s'est ainsi stabilisé à un niveau élevé au deuxième trimestre.

Contexte national – Secteur réel

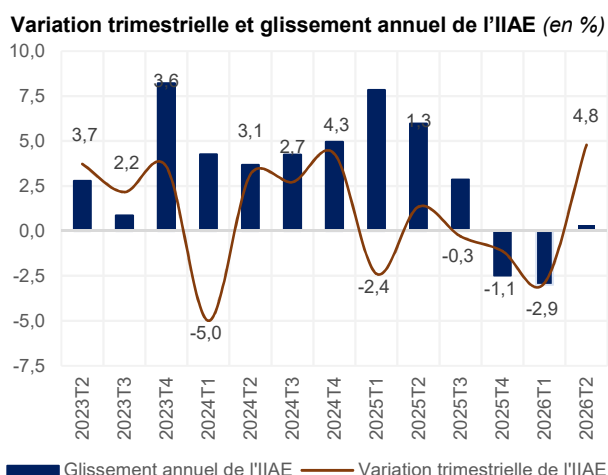
Léger repli de l'Indicateur synthétique des activités des entreprises au deuxième trimestre 2026



Source : ECE Juillet 2025 à juillet 2026

Les résultats de l'Enquête de conjoncture économique (ECE), réalisée entre juin et juillet 2026, font ressortir un léger recul de l'activité des entreprises formelles au deuxième trimestre 2026. L'Indicateur synthétique des activités des entreprises (IAE) s'est établi à -5,3 %, contre -39,9 % au premier trimestre, traduisant une nette atténuation de la contraction de l'activité. Le recul a concerné la plupart des catégories d'entreprises, à l'exception des grandes entreprises, dont l'activité a enregistré un léger rebond au deuxième trimestre 2026.

Reprise modérée de l'activité économique au deuxième trimestre 2026



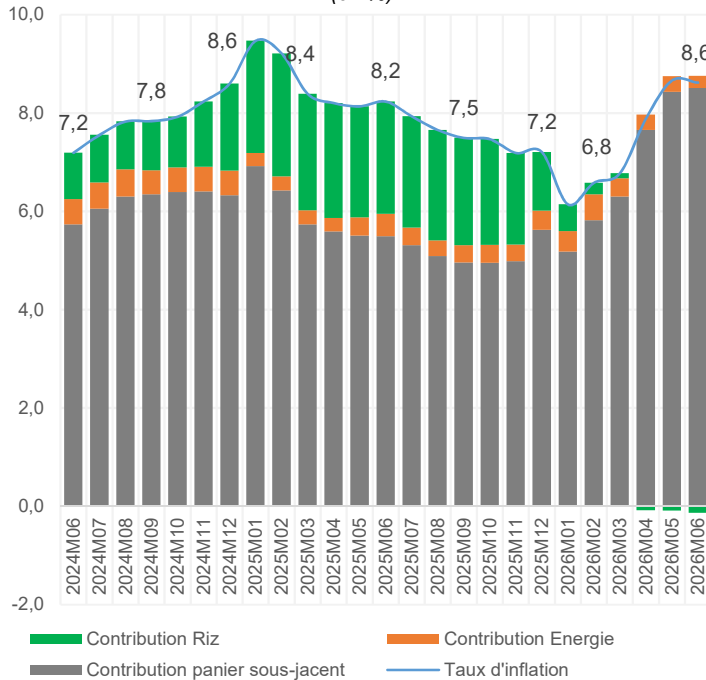
Sources : Estimations avancées de DSA/BFM avec les données de BFM de l'INSTAT et de la JIRAMA

Notes : Les données sont corrigées des variations saisonnières ; Révision des estimations du premier trimestre 2026 à la suite de la mise à jour des données des OGT au 2026T1 : Variation trimestrielle de -2,9 % de l'IAE au 2026T1, contre -3,7 % lors du MPC d'avril 2026.

L'Indicateur Infra-annuel d'Activité Économique (IIAE) est un outil statistique permettant d'estimer l'évolution de l'activité productive dans son ensemble. Il est obtenu par l'agrégation des estimations de la valeur ajoutée brute des différentes branches d'activité de l'économie. Après une période marquée par les perturbations engendrées par les passages successifs des cyclones *Fyfia* et *Gezani*, ainsi que par l'intensification des tensions géopolitiques au Moyen-Orient au premier trimestre 2026, l'activité économique a enregistré une légère amélioration au deuxième trimestre. La croissance trimestrielle, mesurée par la variation de l'IIAE, est ainsi estimée à 4,8 % sur cette période.

Accélération de l'inflation au deuxième trimestre 2026

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



Sources : INSTAT/DSCVM, calcul de BFM/DSA

Les données disponibles à fin juin 2026 font ressortir une accélération de l'inflation au deuxième trimestre. Le taux d'inflation en glissement annuel s'est établi à 8,6 % en juin, après 8,7 % en mai et 7,9 % en avril 2026.

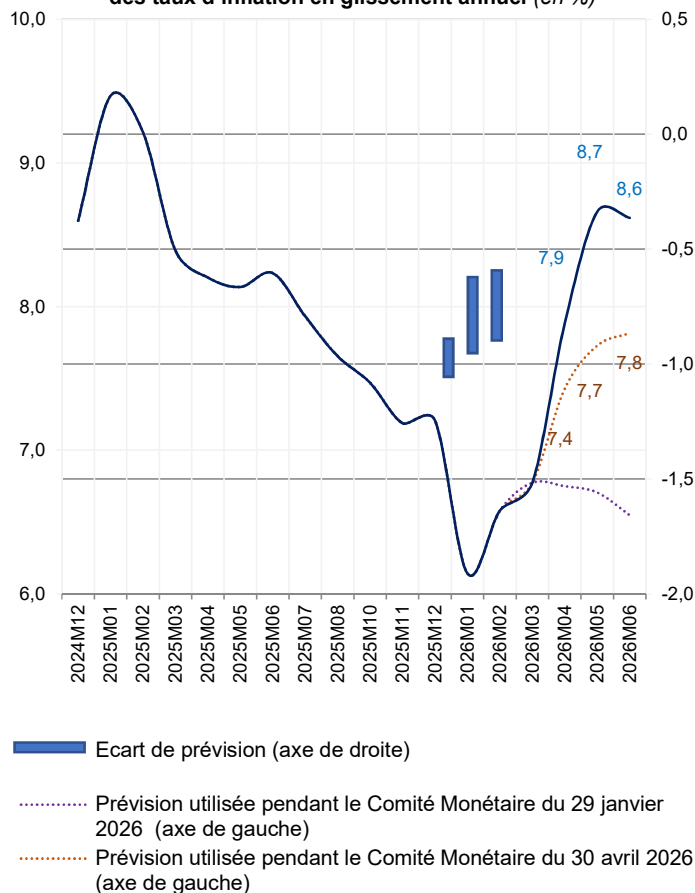
Les prix du riz ont reculé de 0,7 % en glissement annuel, contribuant négativement à hauteur de 1,6 % à la variation globale des prix.

Les prix de l'énergie ont augmenté de 3,9 % en glissement annuel, avec une contribution de 2,9 % à l'inflation totale.

Les prix du panier *sous-jacent* ont progressé de 11,4 % en glissement annuel, principalement sous l'effet de l'accélération des prix des « *produits alimentaires* ». Leur contribution à la variation globale s'est établie à 98,7 %.

Analyse des écarts de prévision de l'inflation

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



Sources : INSTAT/DSCVM, calcul de BFM/DSA

Les données observées en juin 2026 font apparaître des écarts notables par rapport aux prévisions établies lors du Comité monétaire du 30 avril 2026. L'inflation mesurée par l'Indice des Prix à la Consommation (IPC) en glissement annuel s'est établie à 8,6 %, soit 0,8 point de pourcentage au-dessus de la prévision. L'IPC des produits alimentaires a progressé de 10,5 % en glissement annuel, contre une prévision de 8,8 %, soit un écart positif de 1,7 point de pourcentage. De même, l'inflation sous-jacente s'est établie à 11,4 %, dépassant la prévision de 2,3 points de pourcentage. À l'inverse, les composantes « *riz* » et « *énergie* » ont affiché des évolutions inférieures aux prévisions. Les prix du riz ont reculé de 0,7 % en glissement annuel, soit un niveau inférieur de 3,6 points de pourcentage à la prévision. S'agissant de l'énergie, l'inflation observée s'est établie à 3,9 %, soit 3,1 points de pourcentage en deçà de la prévision.

Contexte national - Secteur extérieur

Au cours du premier semestre 2026, le déficit du compte des « *transactions courantes* » a été réduit à 5,2 % du PIB, contre 5,4 % au cours de la même période en 2025. Parallèlement, l'excédent du compte des opérations en « *capital et financières* » s'est renforcé pour atteindre 6,4 % du PIB, contre 3,9 % un an auparavant. Au total, le solde global de la balance des paiements est ressorti excédentaire à hauteur de 1,0 % du PIB, contre 0,1 % au premier semestre 2025.

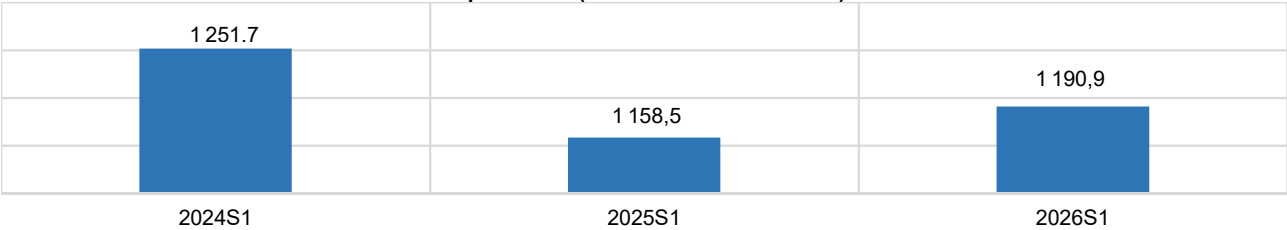
Extrait de la balance des paiements

En % du PIB	2024S1	2025S1	2026S1[*]
Compte courant	-2,9	-5,4	-5,2
Compte en capital et financier	3,2	3,9	6,4
Balance globale	0,1	0,1	1,0

Source : BFM/DSA, [*] Provisoire

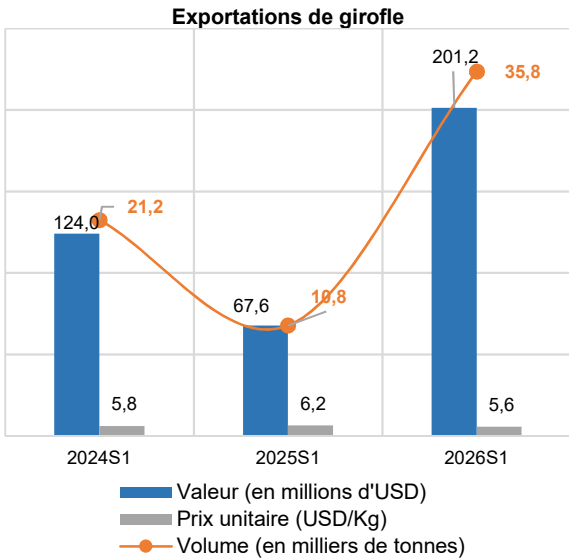
Hausse de 2,8 % des exportations ...

Exportations (en millions de dollars US)



Source : BFM/DSA

... expliquée principalement par le « girofle »

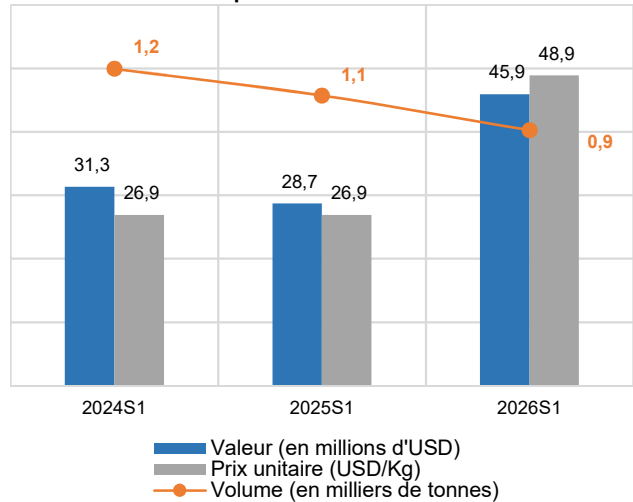


Source : BFM/DSA

Les exportations de girofle ont progressé de 197,4 %, sous l'effet d'une forte augmentation des volumes exportés (+230,0 %), malgré un recul des prix moyens (-9,9 %). Cette performance s'explique par le dynamisme de la demande internationale, notamment dans les industries alimentaire, cosmétique et pharmaceutique. Le renforcement des débouchés sur les marchés asiatiques, en particulier en Inde, en Indonésie, à Singapour, au Vietnam et au Pakistan, a également contribué à cette amélioration. Par ailleurs, le girofle malagasy a bénéficié de la diminution progressive de la production indonésienne, liée aux effets du changement climatique et à la libéralisation du secteur.

Le cobalt

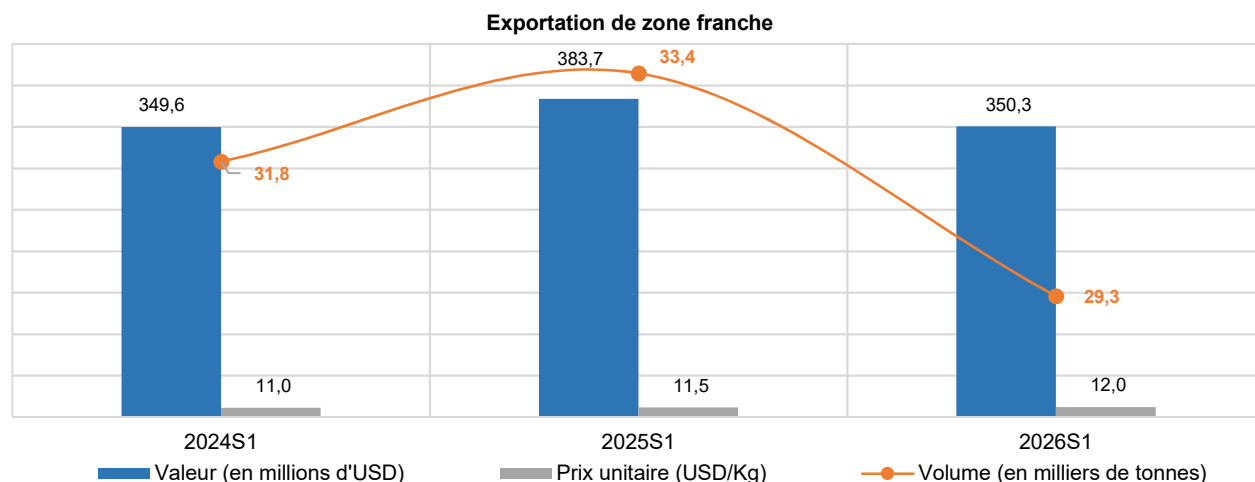
Exportations de cobalt



Source : BFM/DSA

Les recettes d'exportation de cobalt se sont accrues de 60,0 %, soutenues par une forte hausse des prix (+81,7 %), malgré une diminution des volumes exportés (-12,0 %). Cette progression des cours résulte principalement des mesures mises en œuvre par la République Démocratique du Congo (RDC) en 2025, particulièrement la suspension des exportations de cobalt brut afin de favoriser sa transformation locale et d'accroître la valeur ajoutée produite dans le pays. Compte tenu du poids prépondérant de la RDC, qui représente plus de 70,0 % de l'offre mondiale, ces mesures ont contribué à soutenir les prix du cobalt.

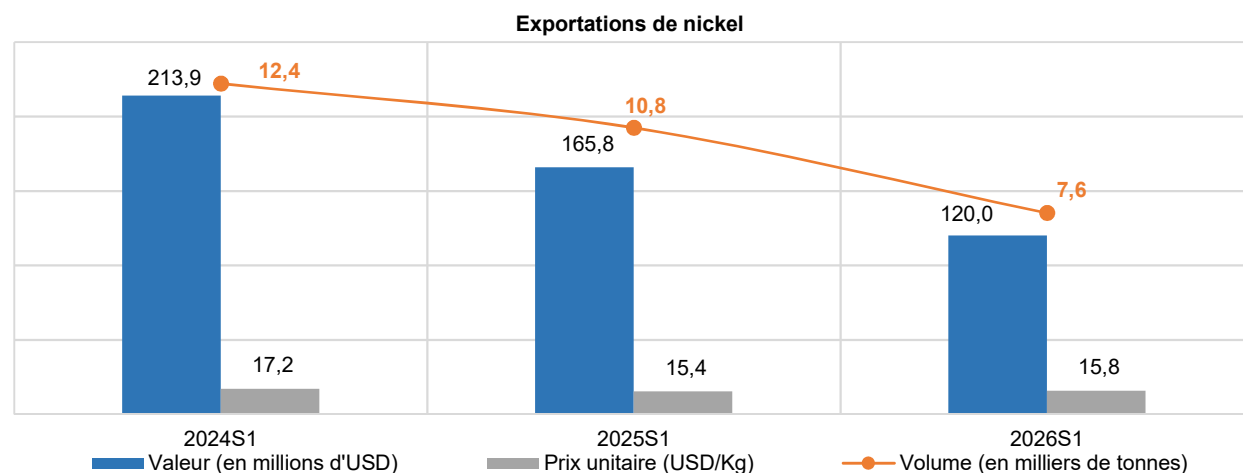
...Malgré le repli des exportations de la « zone franche ».



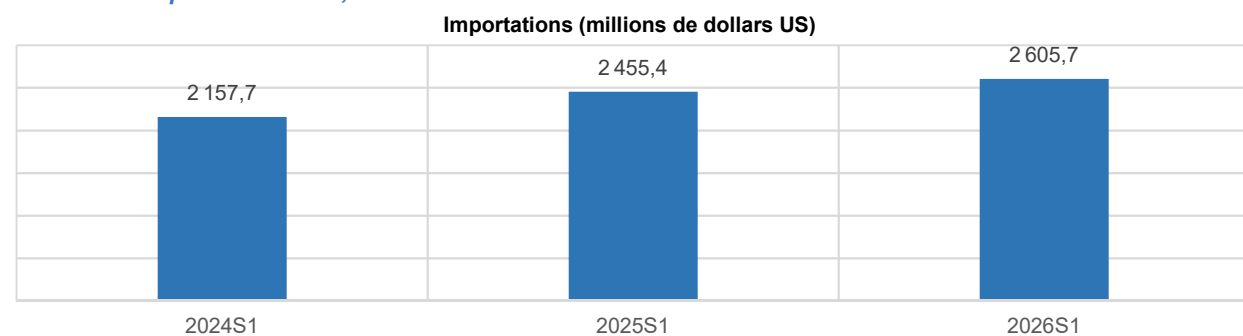
Les exportations de la « zone franche » ont reculé de 8,7 %, principalement en raison d'une baisse des commandes (-12,5 %), partiellement compensée par une hausse des prix moyens (+4,3 %). Les principaux partenaires commerciaux ont réduit leurs commandes, notamment les Etats-Unis (-21,2 %), en raison des incertitudes entourant l'AGO. Cette évolution s'explique également par une réorientation progressive des commandes américaines vers des pays jugés plus compétitifs, tels que l'Egypte et le Kenya.

Et du « nickel »

Les recettes d'exportation de nickel ont diminué de 27,7 %, principalement sous l'effet d'un recul des volumes exportés (-29,7 %), malgré une légère hausse du prix moyen (+3,0 %). Cette évolution s'explique par la suspension temporaire des exportations d'Ambatovy, consécutive aux dommages matériels provoqués par le passage du cyclone *Gezani*. La reprise complète des activités est attendue au cours du second semestre 2026.

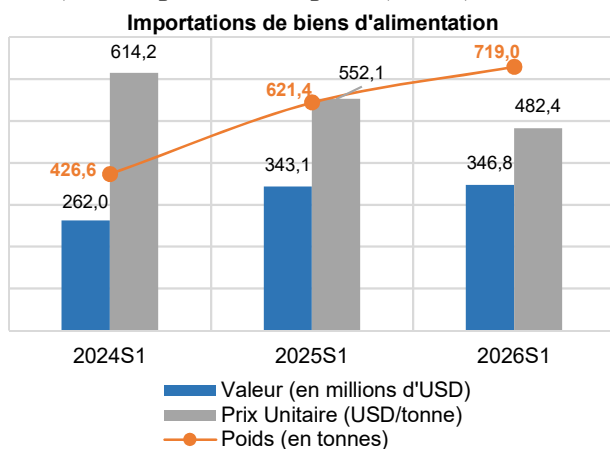
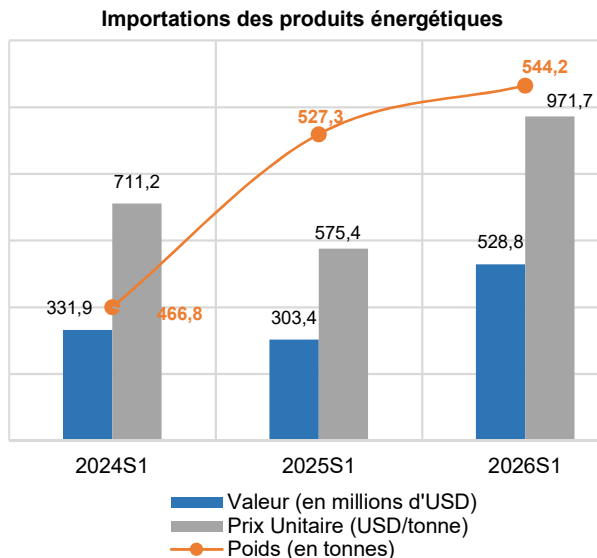


Hausse des importations de 6,1 %



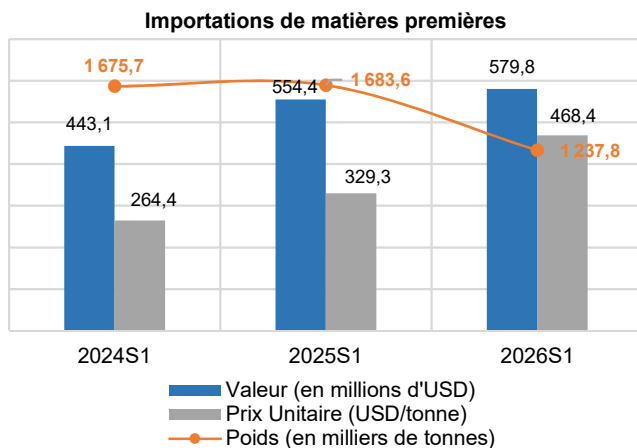
Expliquée principalement par l'« énergie »

Les importations d'énergie se sont accrues de 74,3 %, avec la forte hausse du prix moyen (+68,9 %), dans un contexte marqué par la poursuite du conflit au Moyen-Orient. L'augmentation des volumes importés (+3,2 %) a également contribué à cette progression. Elle s'explique notamment par le renforcement des approvisionnements destinés à soutenir la production d'électricité et à atténuer les délestages. Les principaux produits énergétiques importés ont été le gasoil, qui a représenté 57,3 % du total, suivi du supercarburant (14,6 %), de l'huile lourde (9,9 %), des houilles bitumineuses (3,8 %) et du pétrole lampant (3,2 %).



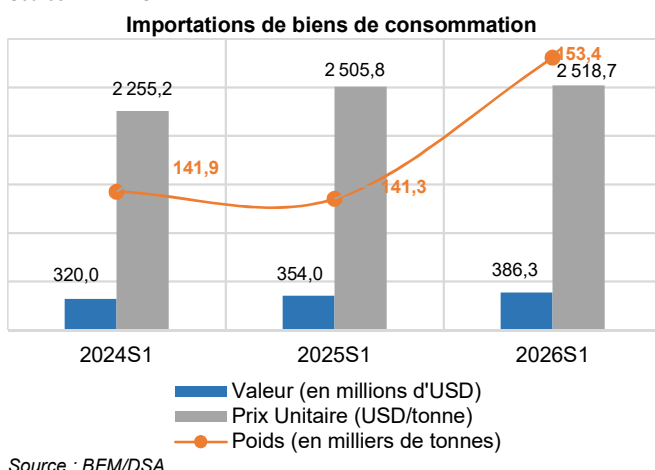
...l'alimentation, dont le riz

Les importations de « biens d'alimentation » ont progressé de 1,1 %, soutenues par la hausse des achats d'« autres produits alimentaires », sachant les importations de riz ont reculé de 12,8 %, sous l'effet d'une baisse du prix moyen de 18,2 %, malgré une augmentation de 6,5 % des quantités importées.



...les matières premières

Les importations de matières premières ont augmenté de 4,6 %, sous l'effet de la hausse du prix moyen (+42,2 %), malgré une contraction de 26,5 % des quantités importées. Cette évolution s'explique notamment par la progression, en valeur, des achats d'huile de palme brute, de soufre, d'huile de soja, de poils fins et de ciment, principalement sous l'effet de la hausse des prix.



Et les biens de consommation

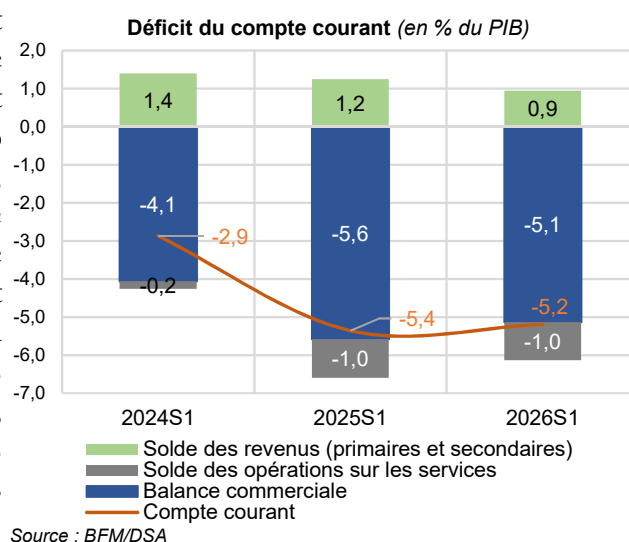
Les importations de « biens de consommation » ont repris de 9,1 %, en raison de l'augmentation des quantités importées (+8,6 %) et, dans une moindre mesure, de la hausse du prix moyen (+0,5 %). Cette évolution a principalement été soutenue par la progression des achats de médicaments, de vêtements et de friperie, d'étoffes de bonneterie en coton, d'autres tissus de soie, d'étoffes en fibres synthétiques ainsi que de véhicules à moteur diesel.

D'où la dégradation du déficit courant

Le déficit du « *compte courant* » s'est creusé au premier semestre 2026 pour s'établir à 1 204,0 millions de dollars US, contre 1 018,8 millions au cours de la même période de 2025. Cette évolution est principalement attribuable à la détérioration du déficit de la balance commerciale, qui a atteint 1 192,1 millions de dollars, contre 1 063,2 millions un an auparavant.

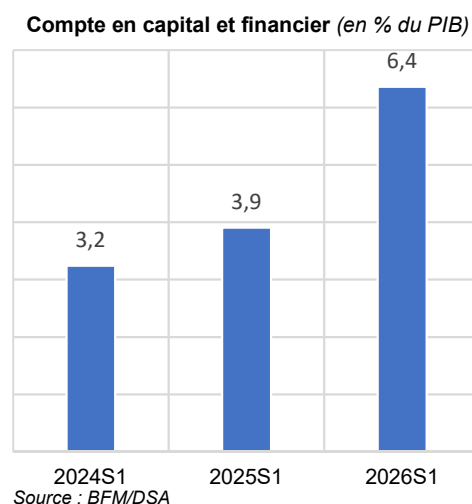
Par ailleurs, le déficit des échanges de « *services* » s'est accentué, passant de 192,9 millions de dollars au premier semestre 2025 à 229,7 millions au premier semestre 2026. Cette évolution s'explique en grande partie par la hausse des paiements au titre des « *services de voyage* » (+54,2 %), notamment des dépenses liées aux frais de scolarité à l'étranger et aux évacuations sanitaires. Les échanges de « *services de transport* » ont également progressé en valeur, tant du côté des exportations (+16,4 %) que des importations (+10,7 %), en lien avec les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales. Cette dégradation a toutefois été partiellement atténuée par la bonne performance du secteur touristique. En effet, le nombre d'arrivées de touristes non-croisiéristes a progressé de 15,6 % au cours des six premiers mois de 2026, pour atteindre 136 378 visiteurs, contre 117 978 un an auparavant. Cette reprise a été soutenue par le redressement progressif des flux touristiques internationaux, favorisé par l'amélioration du contexte politique à Madagascar.

En outre, le déficit des « *revenus primaires* » s'est également creusé, passant de 248,0 millions de dollars américains à 316,9 millions, sous l'effet essentiellement de l'augmentation de 22,5 % des paiements de dividendes. En revanche, l'excédent des « *transferts courants* » s'est renforcé pour atteindre 534,8 millions de dollars, contre 485,2 millions au premier semestre 2025, soit une progression de 10,2 %. Cette amélioration s'explique principalement par la hausse des « *transferts courants* » reçus par les autres secteurs, en particulier les « *envois de fonds* » au profit des ménages, ou *remittances* (+23,2 %), ainsi que les transferts destinés aux ONG (+5,4 %).



Affermissement du solde des « opérations en capital et financières »

Le solde du compte des opérations en « *capital et financières* » s'est amélioré pour atteindre 6,4 % du PIB, contre 3,9 % du PIB en 2025. Cette performance a été soutenue par l'affermissement des « *opérations financières* », notamment tiré par autres investissements, parmi lesquels figure le décaissement d'aides budgétaires de la Banque mondiale au titre de l'opération à l'appui des politiques de développement (DPO).

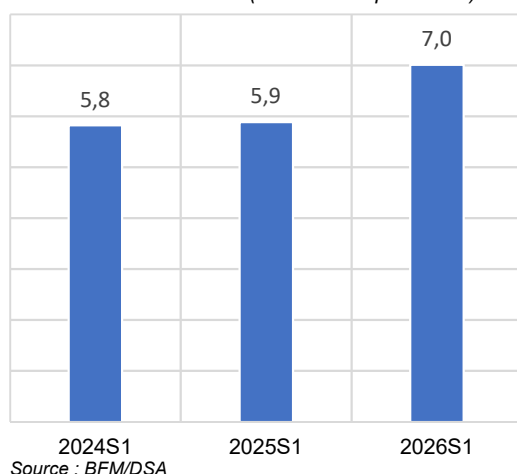


Par ailleurs, les entrées d'Investissements directs étrangers (IDE) ont progressé de 12,1 % par rapport aux flux du premier semestre 2025. Cette évolution a été principalement soutenue par les investissements réalisés dans le secteur de la construction, ainsi que par la reprise des investissements dans le secteur minier à la suite des dommages causés par les cyclones survenus au premier trimestre 2026. Le secteur des télécommunications a également contribué à cette dynamique.

Enfin, la position extérieure des banques commerciales s'est nettement renforcée, notamment grâce à l'augmentation de leurs « *avoirs extérieurs bruts* », portée par la hausse des « *prêts et placements* » à terme ainsi que des « *avoirs en comptes courants* ».

Renforcement des réserves de change

Réserves de BFM (en mois d'importations)



À fin juin 2026, les réserves officielles de BFM se sont établies à 3 676,2 millions de dollars US, contre 3 067,4 millions de dollars US à fin juin 2025. En termes de couverture des importations de biens et services, ce niveau représente l'équivalent de 7,0 mois d'importations, contre 5,9 mois un an auparavant. Cette évolution s'explique principalement par les achats nets de devises effectués sur le MID, qui ont totalisé 217,5 millions de dollars US. Ceux-ci résultent de la progression des offres de devises sur le marché, alimentées essentiellement par les prestations de services, les recettes d'exportations de biens, les « dons et projets », ainsi que les « autres transferts ».

Evolution des taux de change

De fin décembre 2025 à fin juin 2026, l'ariary s'est apprécié de 7,0 % par rapport au dollar US et de 9,3 % par rapport à l'euro.

Variation du Taux de change

Rubriques	USD/MGA	EUR/MGA
30/12/2024	4 692,38	4 873,41
30/12/2025	4 575,39	5 303,68
Variation	-116,99	430,27
En %	-2,49%	8,83%
30/12/2025	4 575,39	5 303,68
30/06/2026	4 256,40	4 810,95
Variation	-318,99	-492,73
En %	-6,97%	-9,29%

Source : BFM/DPM

Cette dynamique résulte principalement de l'évolution observée au premier trimestre, marqué par une hausse des recettes d'exportation et des transferts liés aux projets, conjuguée à un niveau modéré des importations. Toutefois, cette tendance s'est progressivement essoufflée au deuxième trimestre, avec une dépréciation graduelle de l'ariary sous l'effet de la reprise des importations, notamment de « biens de consommation » et de produits pétroliers.

Taux de change en 2026

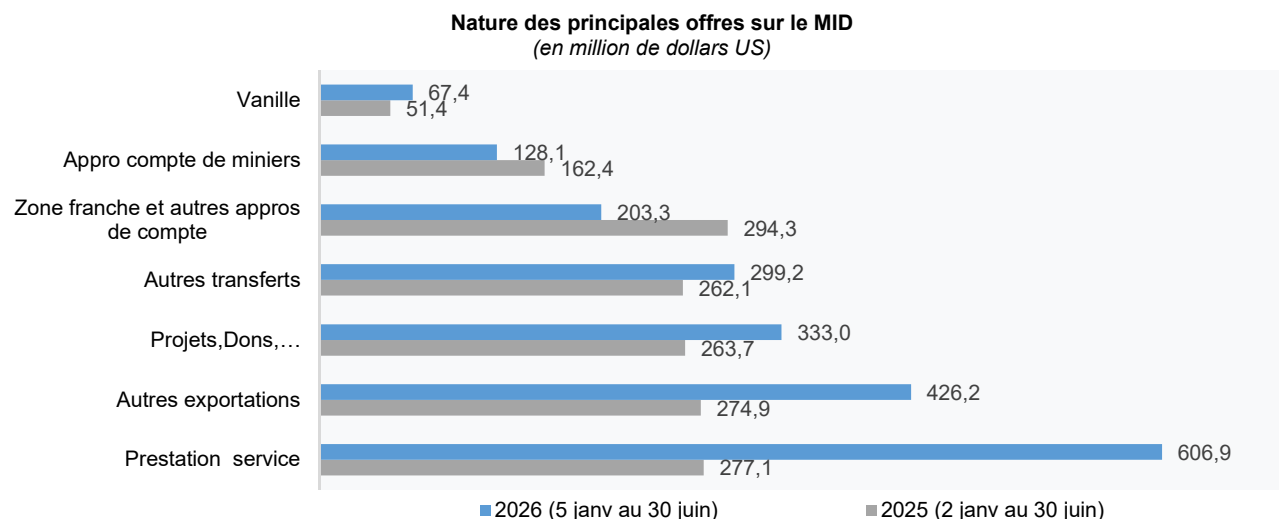


Le taux de change EUR/USD a suivi une tendance globalement baissière, dans un contexte marqué par la divergence entre une économie américaine plus résiliente et une économie de la Zone Euro en ralentissement, ainsi que par les conflits au Moyen-Orient et en Ukraine.

La parité a enregistré un rebond temporaire en avril avant de reprendre sa baisse en mai et en juin, reflétant les fréquents revirements des anticipations du marché concernant l'orientation de la politique monétaire de la *Federal Reserve*. Le relèvement de 25,0 points de base des taux directeurs de la BCE, le 11 juin 2026, ainsi que la signature, le 17 juin, d'un mémorandum d'entente entre les Etats-Unis et l'Iran visant à consolider le cessez-le-feu n'ont apporté qu'un soutien temporaire à l'euro.

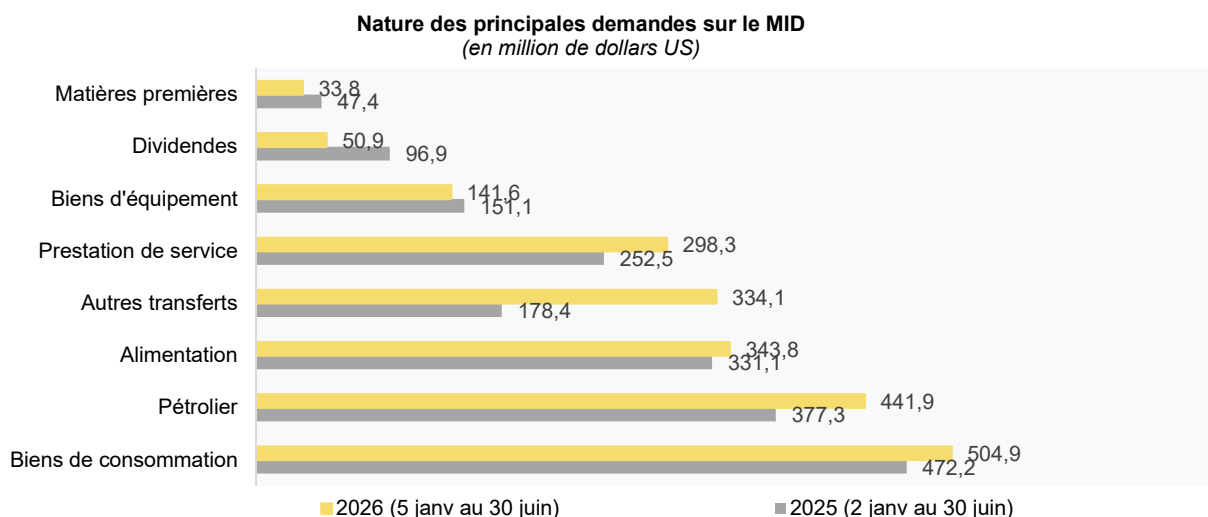
Opérations sur le MID

Le volume moyen journalier des transactions sur le Marché Interbancaire de Devises (MID) a atteint 116,0 millions de dollars US et 101,0 millions d'euros, soit des hausses respectives de 14,7 % et de 18,7 % par rapport à 2025. Les opérations pour compte propre des banques ont principalement contribué à cette hausse.



Source : BFM/DPM

Par rapport à 2025, les offres de devises sur le MID ont augmenté, portées principalement par la forte progression des recettes issues des « *prestations de services* » (+119,1 %), des exportations de vanille (+31,2 %) et des autres exportations (+55,1 %). En revanche, les « *approvisionnements des comptes* » des entreprises minières ainsi que les recettes d'exportation des « *zones franches et autres* » ont reculé respectivement de 21,1 % et de 30,9 %.

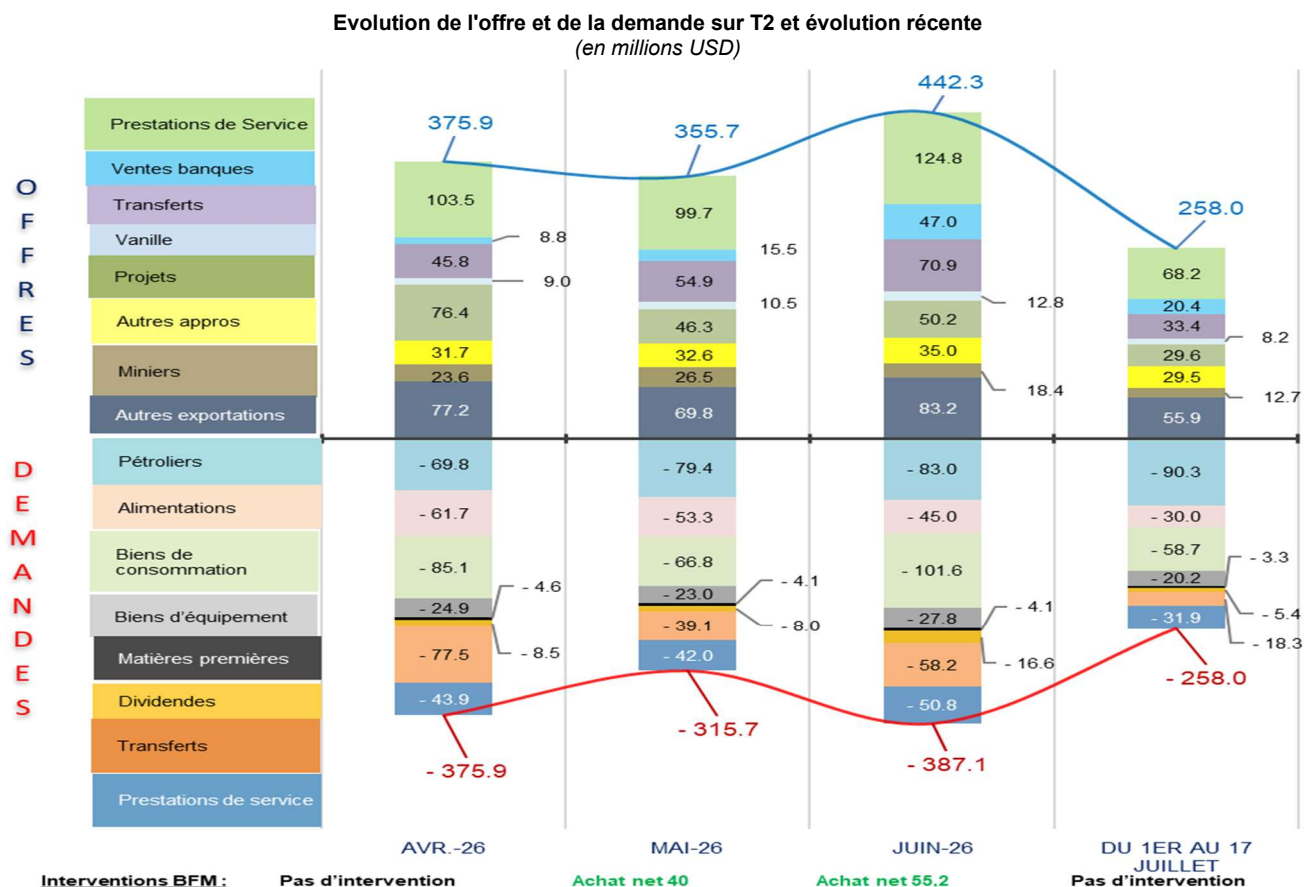


Source : BFM/DPM

D'un autre côté, les demandes de devises se sont globalement accrues, principalement sous l'effet de la hausse des paiements de prestations de services (+18,1 %), des importations de produits pétroliers (+17,1 %) et des « *autres transferts* » (+87,3 %). En revanche, les demandes liées au paiement de dividendes et aux importations de matières premières ont diminué de 47,5 et de 28,8 %, respectivement.

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

Au deuxième trimestre 2026, le Marché interbancaire de devises (MID) a été caractérisé par un équilibre entre les offres et les demandes en avril, avant d'évoluer vers une situation d'excédent de l'offre au cours des deux mois suivants. A fin juin, les offres cumulées de devises ont atteint 442,3 millions de dollars US. Elles ont été principalement soutenues par la progression des recettes issues des prestations de services, des exportations de vanille, des « *autres exportations* » et des « *autres transferts* ». Les demandes de devises sur le MID ont également augmenté, mais à un rythme plus modéré, pour s'établir à 387,1 millions de dollars US. Cette évolution s'explique notamment par la hausse des importations de « *biens de consommation* ».



Source : BFM/DPM

Interventions de BFM sur le MID

Au premier semestre 2026, les interventions de BFM sur le MID se sont soldées par des achats nets de 217,5 millions de dollars US, contre 55,0 millions au cours de la même période en 2025.

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	-	-	-	40,0	-	40,0
Juin	20,0	25,0	-5,0	55,2	-	55,2
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	252,5	35,0	217,5

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

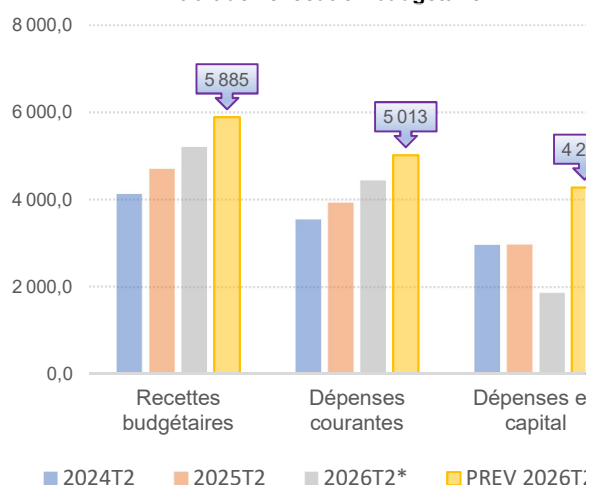
Situation récente

Du 1^{er} au 17 juillet 2026, le taux *USD/MGA* a augmenté pour atteindre 4 288,7, traduisant une dépréciation de l'ariary face au dollar US. Il est toutefois demeuré en ligne avec sa trajectoire de long terme. De son côté, la paire *EUR/MGA* a légèrement diminué au cours de la première semaine de juillet, atteignant un creux de 4 796,6 le 6 juillet 2026, avant de se redresser progressivement pour s'établir à 4 822,9 le 17 juillet 2026. Cette évolution a suivi celle de la parité *EUR/USD* sur le marché international, qui a fluctué entre 1,1395 et 1,1466 dans un contexte marqué par la poursuite du conflit au Moyen-Orient, au détriment du dollar américain.

Après un deuxième trimestre caractérisé par une situation globalement excédentaire de l'offre de devises, le marché s'est orienté vers une configuration de demande nette en juillet. Il convient de noter que BFM n'est pas intervenu sur le MID au cours des premiers jours du mois.

Contexte national - Secteur État

Extrait de l'exécution budgétaire



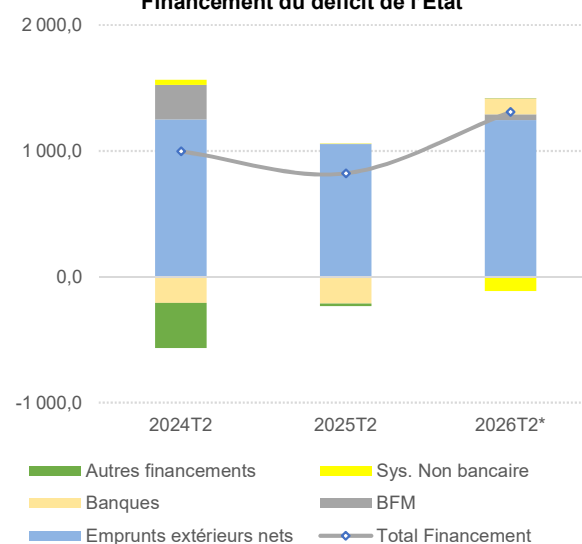
Source : MEF, Calcul BFM/DSA

Au premier semestre 2026, l'exécution du budget de l'État a accusé un certain retard, tant du côté des recettes que des dépenses. S'agissant des recettes, le taux de recouvrement s'est établi à 39,0 % des prévisions de la Loi de finances 2026, soit 5,6 % du PIB. Cette performance est inférieure à celle observée à la même période en 2025, lorsque le taux de réalisation atteignait 56,7 % des prévisions, correspondant à 6,4 % du PIB. Les recettes fiscales sont estimées à 5,2 % du PIB, avec un taux de réalisation de 45,6 % par rapport aux prévisions annuelles.

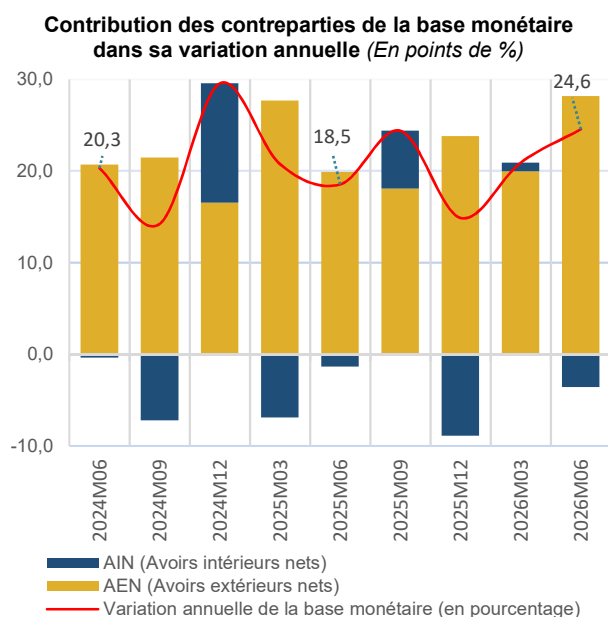
L'exécution des « *dépenses en capital* » a également accusé un retard. À la fin du mois de juin 2026, leur niveau est estimé à 1,9 % du PIB, correspondant à un taux de réalisation de 20,4 % des prévisions annuelles, contre 63,4 % à la même période en 2025.

Le déficit des OGT a principalement été financé par des ressources extérieures, notamment des « *prêts-projets* » à hauteur de 1,3 % du PIB et des « *prêts-programmes* » représentant 0,5 % du PIB. Le financement intérieur a été assuré par le système bancaire à hauteur de 0,2 % du PIB, tandis que le système non bancaire a enregistré un remboursement net équivalant à 0,1 % du PIB.

Financement du déficit de l'État



Source : MEF, calcul BFM/DSA, [*] estimation



À fin juin 2026, la base monétaire a enregistré une progression annuelle de 24,6 %, principalement tirée par le renforcement des Avoirs extérieurs nets (AEN) de BFM, qui ont augmenté de 578,9 millions de dollars US. À l'inverse, les Avoirs Intérieurs Nets (AIN) ont reculé de 314,2 milliards d'ariary.

La progression des AEN s'explique essentiellement par l'accumulation des réserves en devises de BFM, résultant des décaissements d'aides extérieures, notamment du FMI et de la Banque mondiale, ainsi que des achats de devises effectués sur le MID mentionnés ci-dessus. La contribution négative des AIN est, quant à elle, imputable à la contraction des créances nettes sur l'État.

Au cours du premier semestre 2026, la base monétaire s'est accrue de 8,1 %, sous l'effet conjugué de l'évolution des AIN et des AEN de BFM. Les AIN ont augmenté de 631,6 milliards d'ariary, malgré la baisse des Créances nettes sur l'Etat, dont l'encours s'est établi à 789,2 milliards d'ariary à fin juin 2026. Cette évolution résulte notamment de la diminution des créances brutes, à hauteur de 425,6 milliards d'ariary, ainsi que de la reconstitution des dépôts de l'État auprès de BFM. La dynamique des AIN contraste ainsi avec la baisse de 127,4 milliards d'ariary observée au cours de la même période en 2025. Par ailleurs, les interventions de BFM sur le marché monétaire se sont traduites par une ponction nette de liquidités de 41,1 milliards d'ariary.

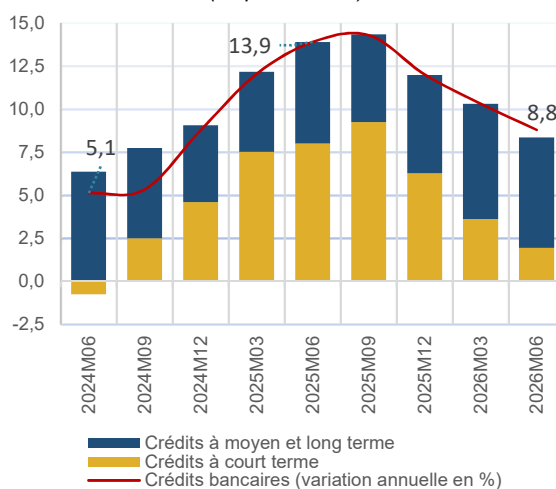
En parallèle, les AEN de BFM ont progressé de 240,7 millions de dollars US durant le premier semestre de 2026, contre 28,0 millions de dollars US sur la même période de 2025. Cette progression a été portée par les achats nets de devises sur le MID, qui se sont élevés à 228,1 millions de dollars US, ainsi que par les décaissements d'aides de la Banque mondiale, pour un montant de 98,6 millions de dollars US.

Évolution des crédits bancaires et qualité du portefeuille

Après avoir atteint 12,0 % à fin décembre 2025, la croissance des crédits bancaires s'est graduellement infléchie au cours du premier semestre 2026. Elle s'est établie à 8,8 % en glissement annuel à fin juin. Cette évolution traduit un ralentissement de la dynamique de financement de l'économie, dans un contexte marqué par une approche prudente des établissements de crédit pour les nouveaux concours.

Selon les maturités, les crédits à moyen et long terme ont enregistré une hausse annuelle de 12,9 %. Cette dynamique a principalement été portée par les crédits d'équipements et les crédits immobiliers, lesquels ont représenté respectivement 80,9 et 19,1 % des crédits concernés.

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

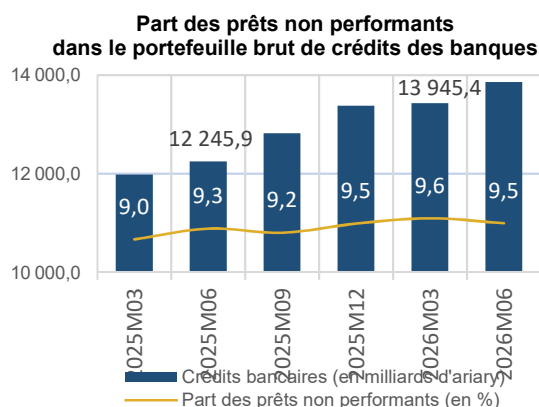


Pour leur part, les crédits à court terme ont affiché une croissance plus modérée de 3,9 % dont les prêts de trésorerie ont constitué la principale composante, avec une part de 40,3 %.

Dans l'ensemble, la structure des crédits accordés est restée relativement équilibrée, les concours à court terme représentant 48,2 % du total, contre 51,8 % pour les crédits à moyen et long terme.

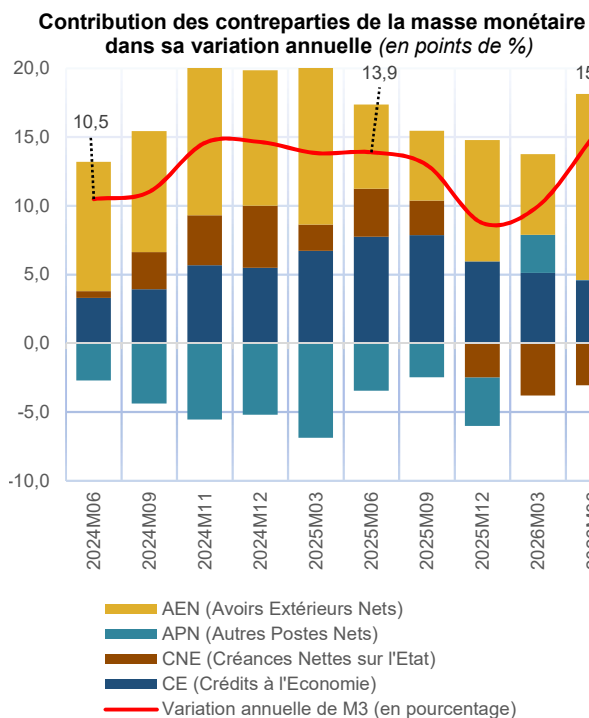
En termes de bénéficiaires, les entreprises privées non franchises (55,9 %) et les ménages (39,4 %) ont demeuré les principaux destinataires des financements bancaires. Cette répartition traduit le rôle prépondérant du crédit bancaire dans le financement des besoins d'investissement et de trésorerie de ces agents. À fin juin 2026, l'encours total des crédits bancaires s'est chiffré à 13 945,4 milliards d'ariary.

La qualité du portefeuille de crédits est restée globalement stable, le taux des créances en souffrance s'établissant à 9,5 %.



En glissement annuel, l'évolution des composantes des crédits à court terme a été contrastée. La progression des crédits de campagne a été soutenue par la hausse des crédits garantis sur produits (48,5 %), des faisanes-valor (32,9 %), des préfinancements de collecte de produits (23,6 %), des crédits garantis par des marchandises (13,7 %) et, dans une moindre mesure, des crédits sur papiers commerciaux (2,3 %). En revanche, les découverts et les mobilisations de ventes à crédit ont enregistré des replis respectifs de 4,7 et de 3,6 %.

Évolution de la masse monétaire



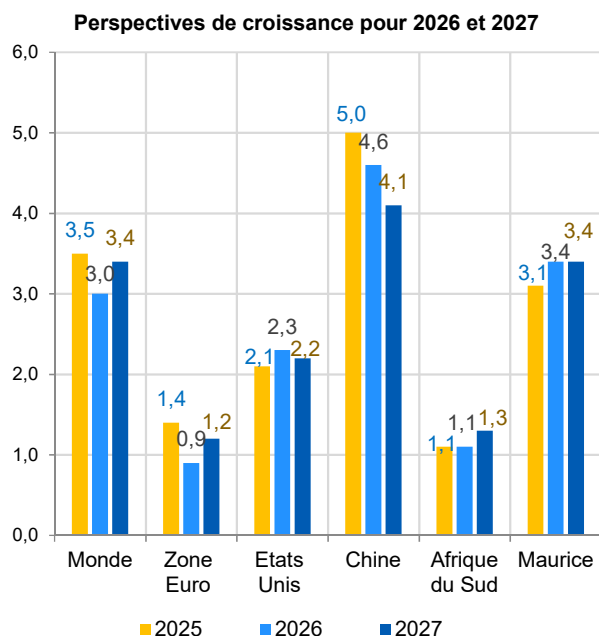
À fin juin 2026, la masse monétaire (M3) a progressé de 15,1 % en glissement annuel, contre 13,9 % un an auparavant. Cette accélération s'explique par la hausse des Avoirs extérieurs nets (AEN) du système bancaire, aussi bien ceux de BFM que ceux des banques de dépôts. Les crédits à l'économie ont également soutenu cette dynamique, tandis que la contraction des Créances nettes sur l'État (CNE) a exercé un effet restrictif. Au total, l'encours de la masse monétaire s'est établi à 26 590,2 milliards d'ariary à fin juin 2026.

Au cours du premier semestre 2026, M3 a progressé de 8,5 %, contre 2,5 % sur la même période en 2025. Cette évolution a été portée par la hausse des AEN du système bancaire, tant au niveau de BFM que des banques de dépôts, ainsi que par l'expansion des concours accordés au secteur privé.

En revanche, les Créances nettes sur l'État ont contribué négativement à l'évolution de la masse monétaire. Cette contribution s'explique principalement par la baisse des créances brutes de BFM sur l'État, malgré la hausse des CNE des banques de dépôts.

Perspectives mondiales : croissance modérée et pressions inflationnistes persistantes

Les perspectives de l'économie mondiale demeurent marquées par deux forces opposées : *le choc d'offre négatif provoqué par le conflit au Moyen-Orient et l'accélération du cycle technologique mondial, portée par les investissements et les échanges liés à l'intelligence artificielle*. Selon la mise à jour de juillet 2026 des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI, la croissance mondiale devrait ralentir à 3,0 % en 2026, avant de se redresser à 3,4 % en 2027.



Source : Perspectives de l'Economie Mondiale – FMI – Juillet 2026

L'activité serait notamment freinée par le renchérissement de l'énergie ainsi que par le ralentissement du commerce mondial, après le surcroît temporaire d'échanges enregistré en 2025 en anticipation des relèvements des droits de douane. Le commerce mondial resterait également pénalisé par ces mesures tarifaires, la persistance des incertitudes commerciales et la réorganisation progressive des flux d'échanges et des chaînes de production.

Le dynamisme des investissements et des échanges liés aux nouvelles technologies atténuerait partiellement ces effets défavorables. Les retombées resteraient toutefois inégales selon le degré d'exposition des économies au choc énergétique et leur positionnement dans les chaînes de valeur technologiques.

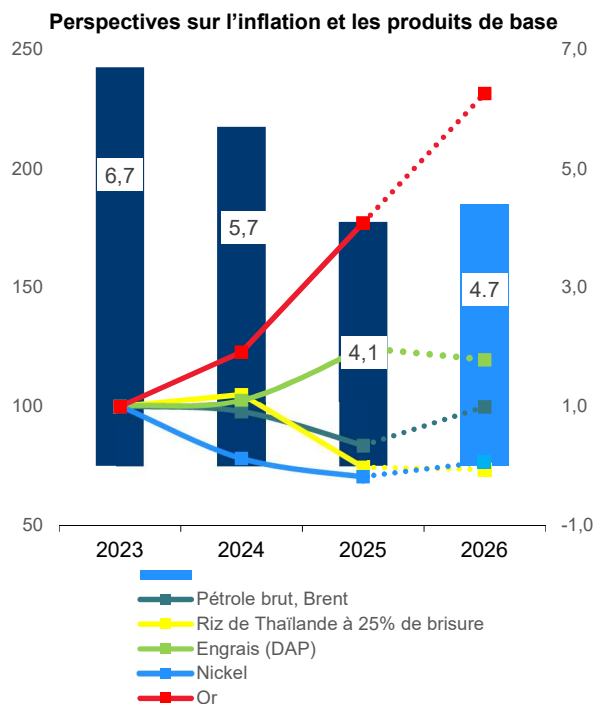
En **Afrique subsaharienne**, la croissance devrait légèrement ralentir à 4,3 % en 2026, avant de remonter à 4,5 % en 2027. Ces perspectives globalement favorables masqueraient toutefois d'importantes disparités entre les pays, liées notamment à l'ampleur de leurs marges de manœuvre budgétaires et monétaires pour atténuer les effets des chocs, à la mise en œuvre des réformes et à leur degré d'exposition aux perturbations extérieures.

Les économies importatrices nettes de pétrole et faiblement dotées en ressources naturelles seraient davantage affectées par le renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires. En revanche, certaines grandes économies de la région continueraient de bénéficier des mesures de stabilisation mises en œuvre antérieurement. La réduction de l'aide publique au développement et la persistance des contraintes budgétaires demeurerait également des facteurs de vulnérabilité pour plusieurs pays.

L'interruption du processus de désinflation mondiale devrait se prolonger. L'inflation globale remonterait à 4,7 % en 2026, après 4,1 % en 2025, avant de refluer à 3,9 % en 2027, principalement sous l'effet de la hausse des prix tout au long des chaînes d'approvisionnement. Cette résurgence des pressions inflationnistes devrait conduire les banques centrales à maintenir une posture prudente en matière de politique monétaire. Leur réponse devra tenir compte de la persistance de ces pressions, du degré d'ancrage des anticipations d'inflation et de l'évolution de la demande, afin de préserver la stabilité des prix sans accentuer inutilement le ralentissement de l'activité.

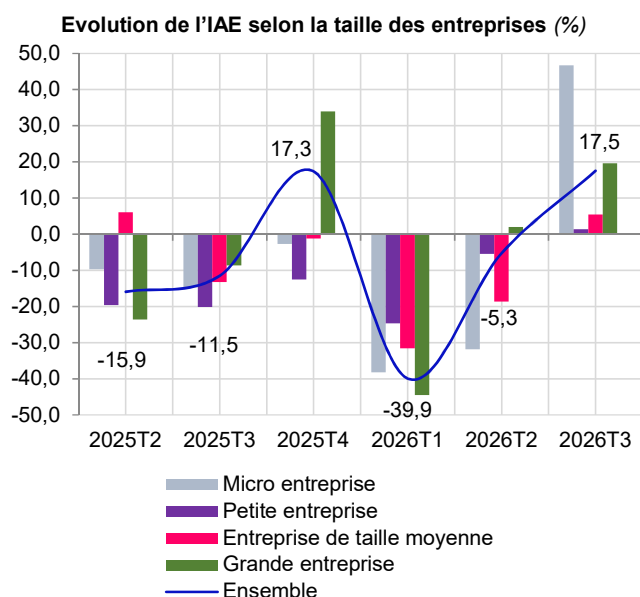
Sur les marchés des matières premières, les perspectives resteraient tributaires de l'évolution du conflit au Moyen-Orient et des conditions de circulation dans le détroit d'Ormuz. Les prix du pétrole devraient demeurer supérieurs à leurs niveaux d'avant-conflit en 2026, avant de se détendre en 2027, sous réserve d'une normalisation durable de l'offre.

Cette évolution reste néanmoins entourée de risques, les stocks mobilisés pour absorber les perturbations se rapprochant de leurs plus bas niveaux depuis plusieurs années. Les prix du riz resteraient relativement contenus grâce à une offre mondiale abondante et à la concurrence entre les principaux exportateurs, malgré le maintien de coûts élevés de fret et d'intrants. Les prix des engrais se maintiendraient à des niveaux élevés en 2026, avec un risque important de répercussion sur les prix alimentaires. Les cours du nickel resteraient soutenus par les réductions de quotas en Indonésie, même si l'importance des stocks continuerait d'en limiter la hausse. Enfin, l'or devrait rester volatil et soutenu par les tensions géopolitiques, tandis que la vigueur du dollar et le maintien de taux d'intérêt élevés pourraient peser sur son attractivité.



Perspectives nationales

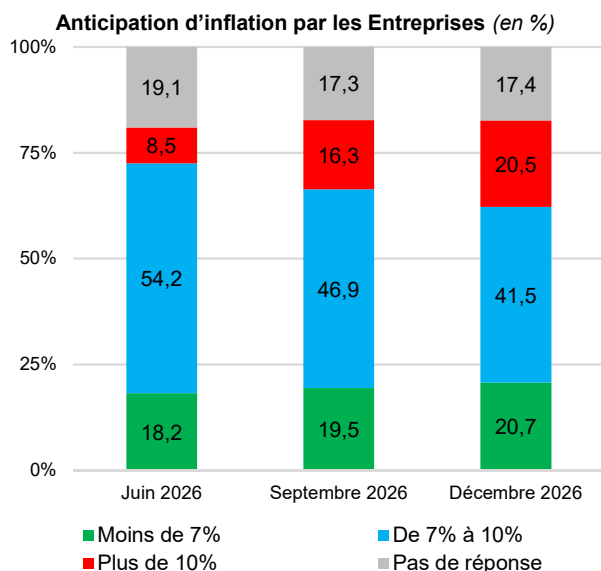
Recul de l'activité des entreprises prévue au deuxième trimestre 2026



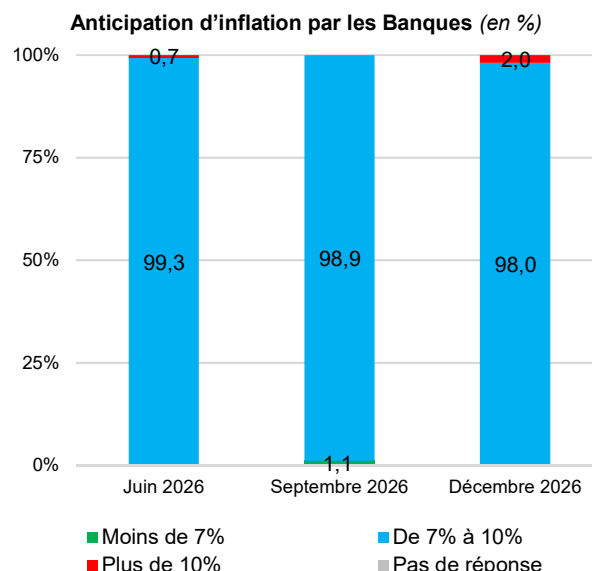
Les perspectives pour le troisième trimestre 2026 indiquent une reprise de l'activité des entreprises formelles, principalement soutenue par les secteurs primaire et tertiaire. L'IAE est ainsi projeté à 17,5 % au troisième trimestre 2026. Sur la base des indicateurs à haute fréquence disponibles jusqu'en juin 2026 et des modèles de prévision immédiate, la croissance économique annuelle est estimée à 3,0 %. Cette estimation repose toutefois sur une hypothèse prudente de modération de la demande durant le reste de l'année. Par ailleurs, la Loi de finances rectificative (LFR) prévoit une croissance de 3,8 % en 2026, ce qui suppose une accélération de l'activité au second semestre.

Anticipations d'inflation des entreprises et des banques

En matière d'anticipations d'inflation, près d'une entreprise sur cinq prévoit un taux inférieur à 7,0 % entre juin et décembre 2026. Plus de la moitié des entreprises (54,2 %) situent ce taux dans une fourchette comprise entre 7,0 % et 10,0 % en juin 2026. Cette proportion diminuerait à 46,9 % en septembre 2026, puis à 41,5 % en décembre 2026. En outre, près d'une entreprise sur dix (8,5 %) anticipe un taux d'inflation supérieur à 10,0 % en juin 2026. Cette proportion augmenterait ensuite à 16,3 % en septembre 2026, puis à 20,5 % en décembre 2026. Du côté des banques, la quasi-totalité des établissements estime que l'inflation se situerait entre 7,0 % et 10,0 % sur la période allant de juin à décembre 2026.



Source : BFM/DSA/ ECE de Juillet 2026

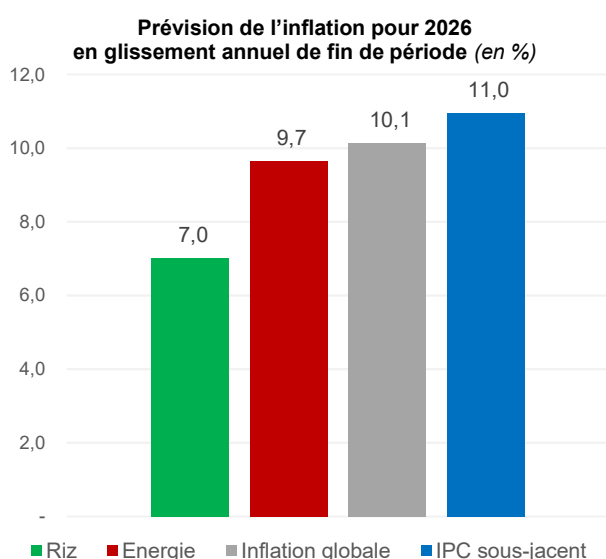


Source : BFM/DSA/ ECE de Juillet 2026

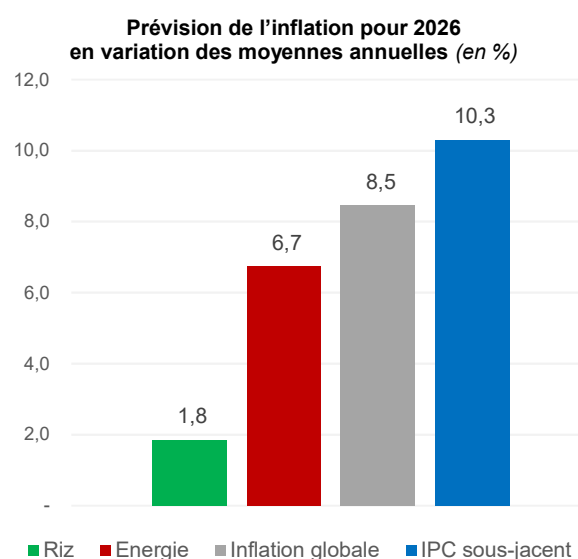
Prévisions d'inflation révisées à la hausse à la suite de l'accélération des prix au deuxième trimestre et aux incertitudes liées au conflit au Moyen-Orient

Malgré l'accalmie observée à la suite de la signature, le 17 juin 2026, d'un mémorandum d'entente entre les Etats-Unis et l'Iran, la résurgence des tensions géopolitiques au Moyen-Orient demeure un risque majeur susceptible d'alimenter les pressions inflationnistes². Ainsi, sur la base des réalisations enregistrées jusqu'en juin 2026, l'inflation globale en glissement annuel pourrait atteindre 10,1 % en décembre 2026, contre une prévision de 9,3 % établie lors de la réunion ordinaire du Comité monétaire du 30 avril 2026.

La prévision de l'inflation globale à fin 2026 a donc été révisée à la hausse, compte tenu de l'accélération de l'inflation « sous-jacente » observée au deuxième trimestre, ainsi que des hypothèses prudentes retenues concernant l'évolution des prix du riz et de l'énergie aux troisième et quatrième trimestres 2026. En glissement annuel, les prix du riz et de l'énergie augmenteraient respectivement de 7,0 % et de 9,7 % en décembre 2026, tandis que l'inflation « sous-jacente » atteindrait 11,0 %. En moyenne annuelle, l'inflation globale s'établirait à 8,5 %, reflétant une hausse de 1,8 % des prix du riz, de 6,7 % des prix de l'énergie et de 10,3 % de l'inflation sous-jacente.



Sources : INSTAT/DSCVM, calcul de BFM/DSA



Sources : INSTAT/DSCVM, calcul de BFM/DSA

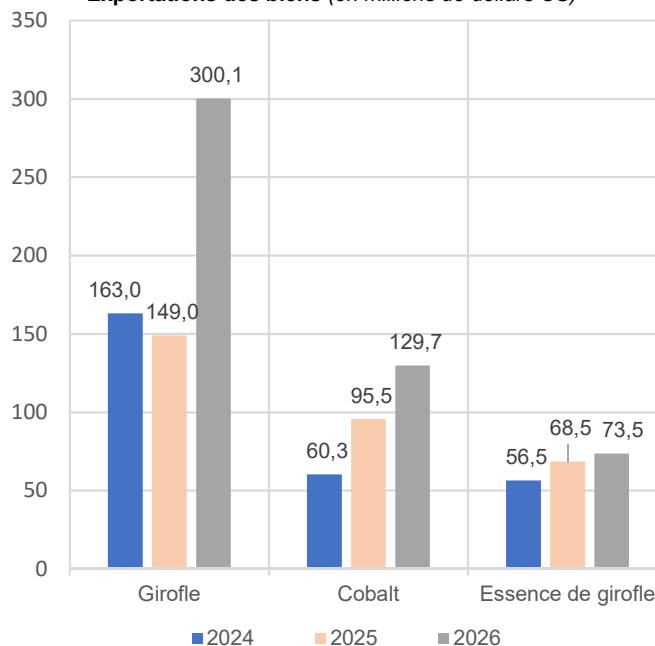
²World Economic Outlook, Juillet 2026

Reprise des exportations et résilience des services malgré le contexte géopolitique

Au second semestre 2026, les exportations de girofle devraient poursuivre leur progression, soutenues par la vigueur de la demande asiatique, les effets de la libéralisation du secteur engagée à la fin de l'année 2025 et le début de la campagne de récolte.

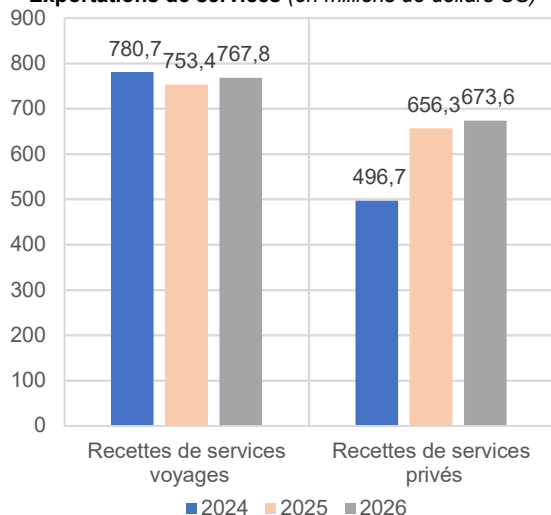
A l'inverse, les exportations de l'industrie extractive demeureront affectées par les conséquences du cyclone Gezani, malgré une reprise progressive attendue. Elles seraient principalement soutenues par le cobalt, dont les prix devraient rester élevés en raison de la prolongation des restrictions à l'exportation imposées par la République démocratique du Congo. Les exportations d'huiles essentielles devraient également poursuivre leur dynamique favorable.

Exportations des biens (en millions de dollars US)



Source : BFM/DSA

Exportations de services (en millions de dollars US)



Source : BFM/DSA

Le conflit continuerait de peser sur le solde des opérations de services, en raison du renchérissement des coûts logistiques et du transport international. Néanmoins, le secteur du tourisme a fait preuve de résilience malgré les incertitudes liées aux tensions géopolitiques. Les recettes touristiques devraient ainsi continuer de s'améliorer d'ici à la fin de l'année 2026, à la faveur de la haute saison.

Par ailleurs, les « services privés », notamment les « services informatiques » et les « services de télécommunication », devraient poursuivre leur progression et contribuer à atténuer le déficit de la balance des opérations sur les services.

Les marchés évolueraient dans un contexte marqué par la divergence des politiques monétaires. La *Federal Reserve* devrait maintenir ses taux directeurs, tandis que les perspectives d'orientation de la Banque centrale européenne sont plus incertaines. La persistance du conflit au Moyen-Orient, dont les incertitudes entourant la circulation dans le détroit d'Ormuz, ainsi que la guerre en Ukraine continueraient d'alimenter la volatilité des marchés et les pressions sur les prix de l'énergie.

Sur le plan national, les perspectives s'orientent vers un marché davantage acheteur, reflétant la reprise progressive des importations. L'évolution des cours dépendra toutefois de l'équilibre entre les flux d'offre et de demande de devises. Cette situation s'inscrit dans un contexte où les demandes de devises demeurent supérieures aux offres, avec la persistance de besoins non satisfaits. Leur montant moyen journalier s'élève à 15,4 millions de dollars US et a atteint 24,3 millions de dollars US pour le seul secteur pétrolier au cours de la journée du 20 juillet 2026.

Les perspectives d'entrées de devises demeurent favorables. Les recettes d'exportation devraient être soutenues par la poursuite de la campagne de vanille verte ainsi que par le maintien des autres exportations. Les cessions de devises du secteur minier devraient également progresser avec la reprise des activités, tandis que les transferts liés aux projets continueraient d'alimenter l'offre de devises.

Du côté de la demande, les sorties de devises devraient poursuivre leur progression. Les achats de produits pétroliers devraient augmenter sous l'effet des approvisionnements anticipés des opérateurs, en réaction aux incertitudes entourant le détroit d'Ormuz et aux risques de hausse des cours internationaux du pétrole. Les importations de produits alimentaires devraient évoluer de manière contrastée, avec une reprise des achats d'huile alimentaire, mais une probable modération des importations de riz. Les paiements de dividendes ainsi que les importations de biens de consommation continueraient également de soutenir la demande de devises.

Dans ce contexte, BFM pourrait être amené à intervenir sur le MID en cas de déséquilibre significatif entre l'offre et la demande sur le marché, afin de contrer les fortes fluctuations à très court terme des taux de change.

→ Les rentrées de devises en hausse

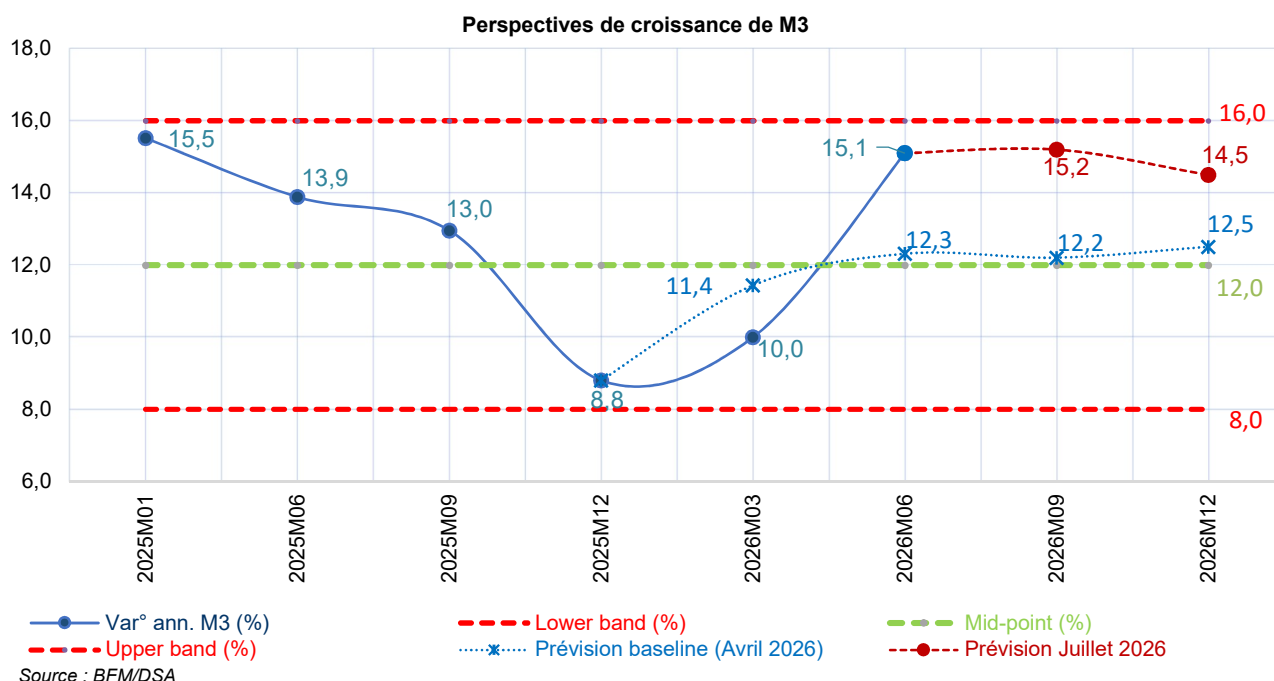
- Poursuite des recettes d'exportation, portée notamment par la campagne de vanille verte ;
- Hausse des cessions de devises du secteur minier, à la faveur de la reprise des activités ;
- Maintien des transferts liés aux projets.

→ Les sorties de devises soutenues

- Accroissement attendu des importations de produits pétroliers, lié à la hausse des prix et des achats anticipés dans un contexte de tensions géopolitiques ;
- Evolution contrastée des importations de produits alimentaires, avec une reprise des achats d'huile alimentaire et une modération des importations de riz ;
- Maintien des paiements de dividendes et des importations de biens de consommation, continuant de soutenir la demande de devises.

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

A fin juin 2026, sur la base des réalisations provisoires, la masse monétaire (M3) a enregistré une croissance annuelle de 15,1 %.



La croissance monétaire observée en juin 2026 demeure supérieure à la trajectoire projetée lors de la dernière réunion du Comité monétaire, tenue en avril 2026, qui tablait sur une hausse de 12,3 %. La dynamique des crédits devrait se renforcer progressivement au cours des prochains trimestres, leur rythme de croissance étant projeté à environ 13,5 % à fin 2026.

Dans ce contexte, les perspectives monétaires font ressortir une poursuite de l'accélération de la croissance de la masse monétaire, qui atteindrait 15,2 % au troisième trimestre, avant de ralentir à 14,5 % à fin 2026. Cette évolution serait soutenue, par ordre d'importance, par la reprise de la distribution des crédits bancaires, l'effet expansif des opérations de l'Etat ainsi que la progression des avoirs extérieurs nets.

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

Rubriques	2025T3	2025T4	2026T1	2026T2	2026T3 [**]	2026 [**]
Indicateur Infra Annuel d'Activité Economique [IAE] [*]	2,9	-2,5	-3,0	0,3	5,9	3,0
Inflation	7,5	7,2	6,8	8,6	9,3	10,1
Inflation sous-jacente [***]	6,6	7,5	8,5	11,4	11,3	11,0
Réserves en mois d'importation (en niveau)	6,2	6,9	7,3	7,0	7,0	7,0
Taux de pression fiscale (en % du PIB)	7,2	5,2	2,2	5,2[i]	8,3	11,5 [ii]
Croissance annuelle des crédits bancaires	14,3	12,0	10,3	8,8	12,6	13,5

[*] 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.

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 %.	5 mai 2026	Maintien de conditions monétaires restrictives pour faire face aux risques haussiers sur l'inflation, dont conflits, chocs climatiques.
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.