Perspectives

N° 26/236 – 12 novembre 2026

Corée du Sud – Le « moment Corée » à l'épreuve du réel

- **La Corée du Sud traverse sans nul doute un moment charnière : le boom de l'IA et des semi-conducteurs lui redonne croissance, excédents extérieurs et marges de manœuvre pour entreprendre des réformes financières et monétaires, à commencer par l'internationalisation du won, mais cette dynamique ne se diffuse pas encore dans toute l'économie.**
- **La force coréenne repose sur un avantage comparatif très spécifique : la domination des composants mémoire. Samsung Electronics et SK Hynix, deux intégrateurs verticaux mondiaux, conçoivent, fabriquent, testent et commercialisent leurs puces, ce qui permet de coordonner R&D, production de masse, rendements et investissements à très grande échelle.**
- **La stratégie industrielle coréenne poursuit aujourd'hui trois objectifs. Le premier consiste à renforcer les capacités de production. Le deuxième vise à réduire la dépendance extérieure, notamment vis-à-vis de la Chine pour les terres rares, *via* la diversification des sources, les stocks stratégiques, le recyclage et le développement d'une filière nationale de séparation, de raffinage et de production d'aimants. Le troisième ambitionne de combler le retard de la Corée dans le domaine des semi-conducteurs logiques, de la conception et des équipementiers.**
- **Ce succès pose toutefois la question d'une dépendance excessive à un segment très précis. La Corée connaît moins une croissance globale qu'un choc d'offre et d'investissement technologique, dont les retombées sur les ménages sont retardées et inégalement réparties. Depuis la sortie du Covid, les salaires nominaux ont progressé, mais le pouvoir d'achat a connu une trajectoire très inégale. La part de la consommation dans le PIB demeure inférieure à son niveau pré-Covid, et la consommation privée reste fragile, freinée par des salaires réels quasi stables, une inflation au-dessus de sa cible et un endettement des ménages très élevé.**
- **Le risque d'une « maladie hollandaise des semi-conducteurs » est réel, même s'il s'agit ici d'une variante sectorielle : une rente de compétitivité technologique et un choc de demande IA qui concentrent capitaux, profits, talents et attention politique dans un secteur très capitalistique et peu créateur d'emplois, mais sans appréciation durable du won à ce stade.**
- **La question centrale est donc de savoir si la Corée peut convertir ce choc positif en un nouveau modèle de croissance plus équilibré, tiré par la consommation, les services, la productivité et la profondeur financière, ou si le pays risque de reproduire sa vulnérabilité historique : une économie très ouverte, très industrielle, mais dépendante d'un petit nombre de technologies, de marchés et d'un cycle d'investissement mondial.**
- **La tension finale n'est donc pas seulement entre croissance et redistribution, mais entre cycle court – profits et recettes fiscales exceptionnels – et besoins structurels – vieillissement, logement, transition énergétique, rééquilibrage territorial. C'est précisément ce dilemme qui rend le « moment coréen » à la fois prometteur et encore incertain.**

Sophie WIEVIORKA
sophie.wieviorka@credit-agricole-sa.fr

Corée du Sud : trois scénarios

Scénario	Mécanisme	Conséquences
Moment coréen confirmé	L'IA diffuse ses gains aux services, aux salaires et aux PME ; la consommation se redresse ; le won gagne en profondeur et en crédibilité.	Croissance plus résiliente, inflation mieux contrôlée, reclassification financière progressive, réduction du « won discount ».
Cycle sectoriel prolongé	Les semi-conducteurs restent le principal moteur, mais la consommation et la productivité ne décollent pas.	Croissance correcte mais instable, dépendance accrue au cycle mondial, vulnérabilité au retournement de l'IA.
Surchauffe asymétrique	L'investissement technologique et l'immobilier se tendent, tandis que la demande des ménages reste faible.	Inflation persistante, hausse des taux, pression sur la dette des ménages, risque de correction immobilière et de dépréciation du won.

Le « moment coréen » : une hypothèse à qualifier

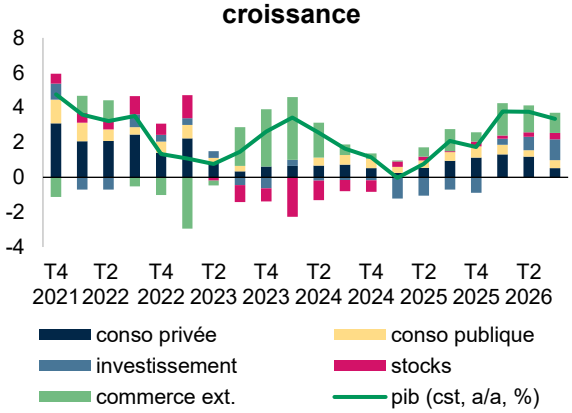
Le retour de la croissance

La Corée du Sud bénéficie actuellement d'une conjonction de quatre facteurs : reprise du cycle technologique mondial, position du pays dans les chaînes de valeur de l'IA, retour d'une croissance supérieure au potentiel perçu et ouverture d'une fenêtre de réforme financière et monétaire. En 2026, **la croissance devrait ainsi se situer autour de 3,5%,** portée par les exportations et l'investissement. Cette croissance demeure toutefois largement concentrée, la Banque centrale coréenne (BoK) estimant à 60% la contribution à la croissance pour l'ensemble "ordinateurs, électronique et équipements optiques" – dont les semi-conducteurs constituent le cœur.

La dynamique des exportations, qui a largement permis de soutenir la croissance des six derniers trimestres, est venue au secours d'une économie coréenne presque à l'arrêt : au premier trimestre 2025, la croissance atteignait ainsi 0,0% avant d'amorcer une nouvelle phase d'accélération.

Dans un pays où la croissance demeure largement conditionnée à la dynamique du commerce extérieur, les exportations ont connu une trajectoire en trois temps depuis la fin du Covid : **forte envolée en 2021, recul en 2022-2023, puis records successifs depuis 2024**. Le retournement de 2022-2023 avait résulté d'une contraction de la demande en smartphones, ordinateurs et autres produits électroniques grand public après un cycle exceptionnel porté par les confinements, le télétravail et la pénurie de composants. La baisse avait été amplifiée par un effet prix s'ajoutant à la baisse des volumes exportés.

Corée du Sud : contributions à la croissance

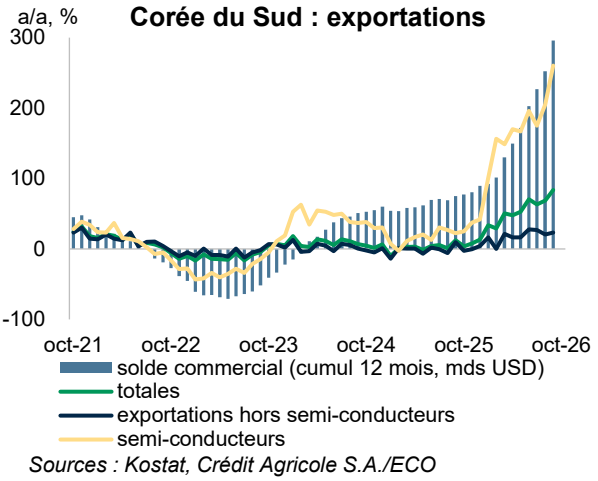


Sources : Kstat, Crédit Agricole S.A./ECO

Depuis 2024, la demande liée à l'IA, aux centres de données et aux mémoires à forte valeur ajoutée a relancé le secteur. La part des semi-conducteurs dans les exportations totales est ainsi passée de 15,6% à 24,4% entre 2023 et 2025 et devrait encore progresser cette année. Malgré des pressions sur le prix des importations (et notamment les produits énergétiques, 22% des importations coréennes totales en 2025), **l'excédent commercial devrait dépasser les 350 milliards de dollars en fin d'année, l'excédent courant les 450 milliards**, un niveau historique. Cette demande a également permis de soutenir la dynamique d'investissement. Les semi-conducteurs constituent aujourd'hui le premier poste d'investissement productif privé en Corée du Sud avec 25 à 30% de l'investissement en équipements.

Sophie WIEVIORKA
sophie.wieviorka@credit-agricole-sa.fr

Au troisième trimestre, les contributions du commerce extérieur (1,2 pp) et de l'investissement (1,2 pp) expliquaient ainsi 70% de la croissance totale (3,4%). **La Corée du Sud est aujourd'hui la 15e puissance économique mondiale en termes de PIB, mais la 8e en matière d'exportations.**



Sources : Kostat, Crédit Agricole S.A./ECO

La construction d'un avantage comparatif fort : comment expliquer le succès coréen ?

La Corée du Sud est parvenue à dominer un segment-clé de la chaîne de valeur technologique, celui des composants mémoire. Ses performances reposent sur une combinaison rare : des *chaebols*[1] (grands conglomérats) capables d'investir massivement et rapidement, une spécialisation historique dans le domaine, des économies d'échelle mondiales et un État qui soutient l'infrastructure, la R&D et les investissements. Dès les années 1980, les autorités ont ainsi joué un rôle de catalyseur en investissant dans le secteur de l'électronique et en développant un écosystème favorable et cohérent : politique commerciale, crédit industriel et planification.

Au sommet de cette chaîne, deux intégrateurs verticaux mondiaux, **Samsung Electronics** et **SK Hynix,** conçoivent, fabriquent, testent et commercialisent leurs puces. Cette intégration permet de coordonner R&D, production de masse, rendements et investissements à très grande échelle.

Samsung et SK dominent notamment des segments très précis : mémoire globale, DRAM, HBM et NAND. Ces composants sont devenus les organes de travail et de stockage de presque tous les systèmes numériques. **Ils servent à exécuter rapidement les données pour les processeurs et à les conserver durablement**, des smartphones aux centres de données IA, en passant par l'automobile, l'industrie, les télécoms, la santé et la défense. Le composant HBM[2] est ainsi devenu indispensable aux GPU[3] et accélérateurs IA de Nvidia, AMD et des grands fournisseurs de cloud en permettant d'alimenter l'entraînement des grands modèles et leur inférence, c'est-à-dire leur utilisation en production.

Le développement du secteur se poursuit avec l'appui de l'État

Au niveau étatique, la ***K-Semiconductor Strategy*** et la ***Semiconductor Mega Cluster Strategy*** visent à consolider la mémoire tout en rattrapant le retard dans les semi-conducteurs logiques, les *fabless* et les équipementiers.

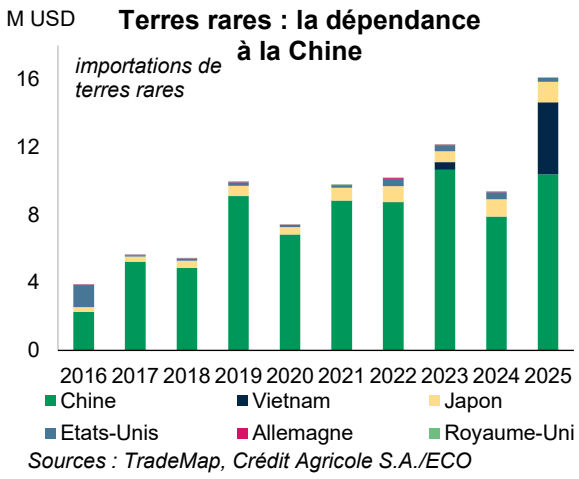
- ✓ **Le renforcement des capacités de production**, à travers le développement du méga-cluster de Yongin (à 45 km au sud de Séoul). Ce site est notamment financé par SK Hynix (410 milliards de dollars) et Samsung (250 milliards de dollars) afin de développer de nouvelles usines de fabrication de puces mémoire et des fonderies à l'horizon 2045. Le site intègre également de nombreux équipementiers, ainsi que des entreprises spécialisées dans les matériaux et les pièces détachées.

- ✓ **La réduction de la dépendance extérieure, notamment en matière de terres rares**[4]. À l'instar des autres pays de la chaîne de valeur, la Corée du Sud demeure très dépendante de la Chine pour ses approvisionnements en terres rares. Sa stratégie consiste à réduire progressivement cette dépendance sans la rompre brutalement. Le gouvernement encourage la diversification des sources à l'étranger, la constitution de stocks stratégiques, le développement du recyclage, la substitution technologique et le soutien à une filière nationale de séparation, de raffinage et de production d'aimants. Le plan de février 2026 couvre explicitement le développement minier, la séparation, le raffinage et la production de produits finis, avec l'objectif **d'un taux d'autonomie de la chaîne d'approvisionnement passant de 30% à 50% d'ici 2030.**

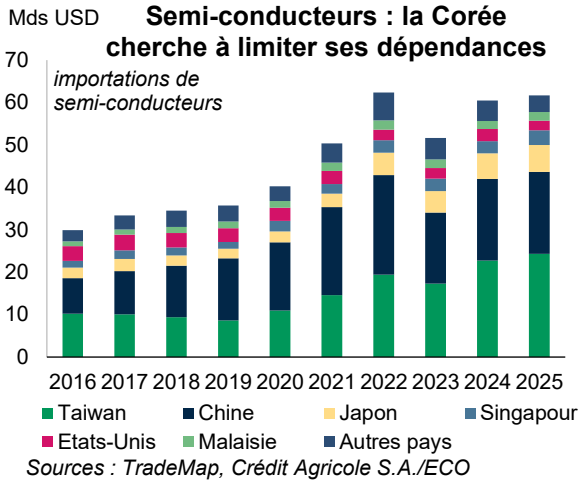
[1] Les *chaebols*, inspirées des zaibatsu puis des keiretsu japonais, sont au cœur du modèle économique coréen. Les liens tissés entre *chaebols*, secteur bancaire et État expliquent les succès mais aussi les faiblesses structurelles de ce modèle, faiblesses qui se révèlent dans les phases de crise (1997, 2008).
[2] *High Bandwidth Memory*: mémoire large bande
[3] *Graphics Processing Unit*: processeur graphique
[4] La Corée est le quatrième importateur mondial de terres rares derrière le Japon, la Malaisie et la Thaïlande.

Sophie WIEVIORKA
sophie.wieviorka@credit-agricole-sa.fr

✓ **Le développement des semi-conducteurs logiques**, autre source de dépendance coréenne[5], *via* le financement de la R&D. Les dépenses de R&D dans les technologies stratégiques, dont les semi-conducteurs, ouvrent droit à des crédits d'impôt pouvant atteindre 40 à 50% de la part incrémentale des dépenses, selon la taille de l'entreprise. La Corée du Sud vise une part de marché mondiale passant de 3% à 10% d'ici 2030.



Sources : TradeMap, Crédit Agricole S.A./ECO



Sources : TradeMap, Crédit Agricole S.A./ECO

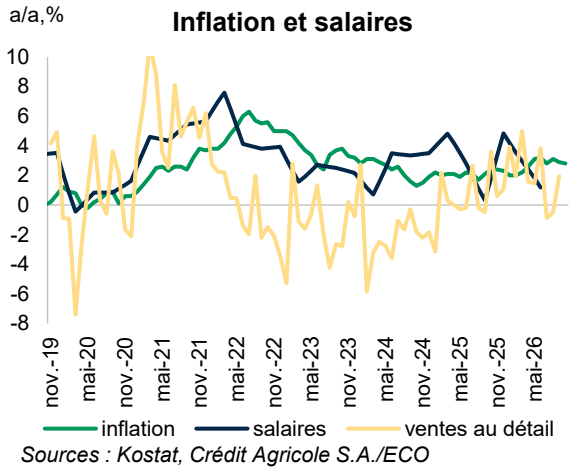
Croissance en K, « tech dutch disease » : les pièges à éviter

Ce succès industriel pose toutefois la question de la dépendance de la trajectoire de croissance de la Corée du Sud vis-à-vis de ce segment très précis.

Entre offre et demande, le déséquilibre persiste

À ce jour, la Corée connaît moins une croissance globale qu'un **choc d'offre et d'investissement technologique**, dont les retombées sur les ménages restent retardées et inégalement réparties.

Depuis la sortie du Covid, **les salaires nominaux coréens ont continué de progresser, mais le pouvoir d'achat a connu une trajectoire très inégale** : forte érosion en 2022-2023 sous l'effet de l'inflation énergétique et alimentaire importée, rattrapage partiel en 2024-2025, puis quasi-stagnation en 2026. Globalement, les salaires réels ne dépassent que d'environ 2,9% leur niveau du premier trimestre 2021, un rattrapage modeste malgré plusieurs années de hausse nominale. Le salaire minimum illustre bien ce phénomène : il a augmenté de 15% en nominal entre 2021 et 2025, mais seulement de 0,8% en termes réels. **Autrement dit, la progression nominale a été en grande partie absorbée par l'inflation.**



Sources : Kostat, Crédit Agricole S.A./ECO

La part de la consommation dans le PIB demeure ainsi inférieure à son niveau pré-Covid. La consommation privée est en **reprise modeste mais fragile** : elle progresse en volume, mais reste en retrait par rapport à la dynamique des exportations et souffre de salaires réels quasi stables, d'une inflation au-dessus de sa cible et d'un endettement des ménages encore très élevé. Dans ce contexte, les ventes au détail demeurent volatiles en raison notamment des biens durables (automobiles et équipements) pour lesquels la demande est encore instable.

Si le ratio de dette/PIB des ménages diminue (de 99% à son pic en 2021 à 85% au premier trimestre 2026), cette dynamique doit surtout être lue comme **un désendettement relatif, porté par la croissance du PIB nominal, plutôt que comme un désendettement net des ménages**. Elle est aussi le résultat de règles de

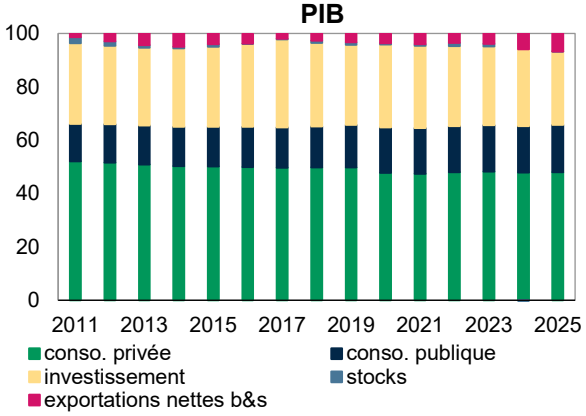
[5] La Corée du Sud est le sixième importateur de semi-conducteurs, derrière la Chine, Taïwan, Singapour, le Vietnam et la Malaisie.

Sophie WIEVIORKA
sophie.wieviorka@credit-agricole-sa.fr

crédit plus strictes. Il n'empêche que l'endettement des ménages coréens reste l'un des plus élevés des économies avancées et constitue un frein durable à la consommation. La dette demeure également concentrée sectoriellement (immobilier) et géographiquement (région de Séoul) : des prix immobiliers élevés obligent les ménages à emprunter davantage et une part croissante du revenu est consacrée au remboursement des emprunts.

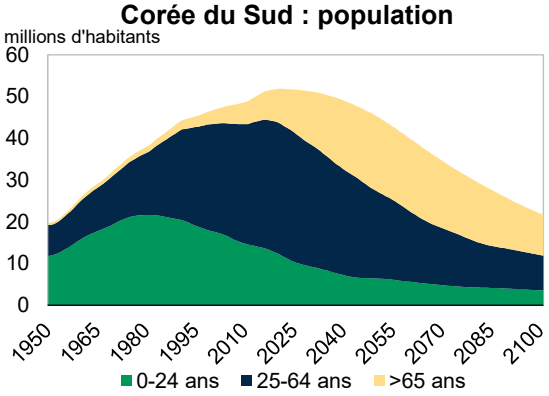
Pour freiner l'endettement et stabiliser le marché immobilier de Séoul, le gouvernement sud-coréen a mis en œuvre un arsenal de mesures restrictives[6], qui doit permettre d'accompagner la hausse des prix. Libérer de l'espace pour la consommation est un impératif d'autant plus crucial que la Corée est une économie vieillissante, qui fait face à une transition démographique extrêmement rapide. Si le taux de fécondité actuel se maintient, la population pourrait diminuer de plus de 50% d'ici 2100.

Corée du Sud : décomposition du PIB



Sources : Kostat, Crédit Agricole S.A./ECO

Corée du Sud : population



Sources : ONU, Crédit Agricole S.A./ECO

La maladie hollandaise des semi-conducteurs ?

Le risque pour la Corée du Sud est donc de développer une économie à deux vitesses dans laquelle la surperformance de certains secteurs cache les difficultés d'autres et, à terme, provoque **une forme de « maladie hollandaise », c'est-à-dire une rente de compétitivité technologique et un choc de demande IA qui concentrent capitaux, profits, talents et attention politique dans un secteur très capitalistique et peu créateur d'emplois.** Trois mécanismes proches de la maladie hollandaise jouent ainsi à plein en Corée :

- ✓ **l'effet d'éviction sectoriel**, le secteur de la tech mobilisant ingénieurs, terrains, capitaux et priorités publiques au détriment des industries plus traditionnelles,
- ✓ **le faible effet d'entraînement domestique**
- ✓ **la concentration des gains**, puisque les plus-values boursières et les revenus élevés bénéficient surtout aux ménages aisés, dont la propension marginale à consommer est plus faible.

Cela étant dit, la Corée n'est pas dans une maladie hollandaise « pure » pour plusieurs raisons. **Le won ne s'est pas durablement apprécié au point d'éroder la compétitivité de l'ensemble des exportations.** Surtout, les semi-conducteurs ne sont pas une rente exogène et épuisable : ils résultent d'une capacité industrielle accumulée, d'investissements massifs et d'une innovation continue. **Le risque est donc que la Corée du Sud devienne dépendante d'un boom cyclique de la demande IA, dont les prix et volumes peuvent se retourner brutalement, et ce avant que les mécanismes de stabilisation aient pu être mis en place.**

Pour écarter ce risque, les autorités doivent donc veiller à la fois à répartir les gains de la croissance liés aux semi-conducteurs, notamment à travers une politique budgétaire plus accommodante, ciblant les secteurs

[6] Le pivot de la réglementation repose sur le ratio du service de la dette (DSR ou *Debt Service Ratio*), qui plafonne les remboursements en fonction des revenus de l'emprunteur (généralement à 40% dans les banques). Le gouvernement impose aussi des limites strictes sur la valeur absolue des prêts hypothécaires dans les zones tendues, en particulier la région de Séoul. Par ailleurs, des mesures particulières ciblent les multipropriétaires et les investisseurs : interdiction des nouveaux prêts pour un achat de résidence supplémentaire et fin des extensions de crédit. Enfin, l'État a augmenté la pondération des risques de crédit sur les bilans des banques. Si une banque émet trop de prêts pour des logements chers ou à des profils multipropriétaires, elle subit de lourdes charges en capital, ce qui l'incite fortement à durcir ses propres conditions d'octroi

Sophie WIEVIORKA
sophie.wieviorka@credit-agricole-sa.fr

et agents économiques exclus du boom, et à **continuer à renforcer les règles macroprudentielles encadrant l'ouverture du marché des changes et des capitaux.**

L'internationalisation du won, l'autre facette du moment coréen ?

Les autorités coréennes sont conscientes que la dynamique de croissance actuelle est un moment propice pour **entreprendre certaines réformes, notamment en matière de régulation financière**. Le plus gros chantier concerne les marchés des changes et des capitaux. Le président Lee Jae-myung s'est ainsi engagé à faire passer la Corée du Sud du statut de marché émergent à celui de marché avancé, ce qui suppose notamment une internationalisation complète du won, un dossier longtemps repoussé par le gouvernement.

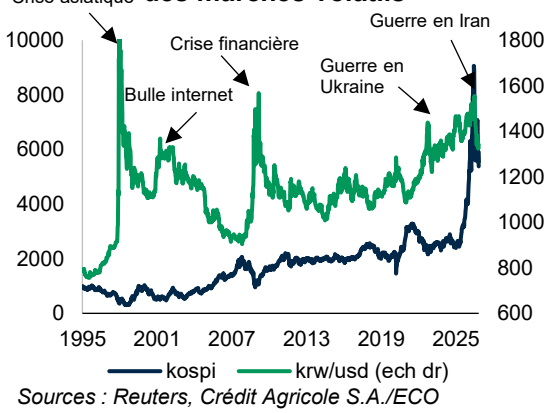
Une brève histoire des crises coréennes

Pour comprendre les choix actuels des autorités coréennes ainsi que leur prudence, il faut revenir sur deux épisodes marquants de l'histoire économique coréenne.

Le premier est bien sûr l'héritage de la crise de 1997. Bien que cette dernière ne soit pas d'abord une crise de change, mais une crise de solvabilité et de liquidité en devises – des *chaebols* surendettés, des banques faiblement supervisées et une dette extérieure courte non refinancée accélérant une fuite des capitaux – elle avait *in fine* provoqué l'effondrement du won. Cette crise avait surtout conduit à la signature d'un accord avec le FMI en décembre 1997, qui reste encore aujourd'hui **un traumatisme économique pour le pays.** Le programme, d'un montant total de 58 milliards de dollars (FMI, Banque mondiale, Banque asiatique de développement et engagements bilatéraux, notamment américains) impliquait des taux d'intérêt très élevés, une consolidation budgétaire, la restructuration des banques et des *chaebols*, et l'ouverture accrue aux investisseurs étrangers *via* la libéralisation de la convertibilité du won et des mouvements de capitaux.

Les conséquences sociales et industrielles avaient été sévères : faillites, licenciements, réduction de la demande privée et réorganisation forcée du modèle des *chaebols*. En contrepartie, la dépréciation réelle du won avait soutenu les exportations et contribué à la reprise dès 1998-1999. **L'accord avec le FMI, qui imposait une libéralisation rapide du compte de capital et un passage à un régime de change plus flexible, était toutefois assorti de restrictions ciblées**, notamment sur l'emprunt en won par les non-résidents et sur les emprunts extérieurs de court terme des entreprises jugées fragiles, afin de limiter la spéculation et de réduire le risque de nouveau *mismatch* de maturité.

Corée du Sud : des marchés volatils



Sources : Reuters, Crédit Agricole S.A./ECO

La crise de 1997 avait montré les dangers d'une dette extérieure courte, d'une supervision faible et d'une libéralisation de la balance des paiements mal séquencée. Après cet épisode, la Corée a libéralisé largement le compte de capital, mais elle a gardé **des contrôles ciblés,** notamment sur les emprunts en won des non-résidents, **précisément pour éviter qu'un marché *offshore* du won ne devienne un canal de spéculation et de déstabilisation.**

En 2008, l'histoire a pourtant failli se reproduire. Alors que les banques et les filiales coréennes de banques étrangères avaient massivement financé des positions domestiques par de la dette en dollars à court terme, la faillite de Lehman Brothers avait de nouveau mis le marché interbancaire à l'arrêt, provoquant une chute du refinancement en dollars, une fuite des capitaux et un nouvel effondrement du won, montrant la vulnérabilité coréenne à une pénurie soudaine de liquidité en devises. **Toutefois, la Corée disposait de réserves plus élevées, d'un secteur bancaire mieux capitalisé et surtout de lignes de *swap* internationales.**

Le chemin de l'internationalisation complète

Les événements de 1997 et 2008 expliquent **pourquoi les autorités ont longtemps préféré une monnaie largement convertible sur le papier, mais dont l'usage *offshore* restait limité et surveillé**. Elles craignaient qu'un accès élargi des non-résidents au won ne crée un canal de spéculation, de sorties de capitaux et de chocs de change plus rapides.

Aujourd'hui, le problème perçu s'est déplacé : le won est très dépendant **d'un marché *offshore* de NDF** (*non-deliverable forwards*), où les contrats se règlent en dollars sans livraison réelle de won : des

Sophie WIEVIORKA
sophie.wieviorka@credit-agricole-sa.fr

transactions parfois spéculatives et peu transparentes peuvent ainsi déplacer le taux au comptant du won alors même qu'aucun won n'est réellement échangé. Ces NDF représentaient encore environ 80% des transactions à terme sur le won au troisième trimestre 2026, contre une moyenne mondiale d'environ 20%. Lors de tensions récentes, **la banque centrale a explicitement estimé que les mouvements unilatéraux alimentés par les NDF *offshore* amplifiaient la volatilité et a annoncé vouloir les rapatrier vers le marché domestique.**

L'internationalisation n'est donc pas conçue comme une libéralisation désordonnée, mais comme un moyen **d'approfondir le marché et de rendre la formation des prix plus continue**. Le passage à un marché quasi ouvert 24 heures sur 24 depuis juillet 2026 doit permettre aux chocs internationaux de se refléter progressivement plutôt que de s'accumuler pendant la fermeture nocturne de Séoul. **La prudence ne disparaît pas : elle se déplace de la restriction d'accès vers la gestion du risque.** La banque centrale met en place un système de règlement *offshore* du won, renforce la surveillance des transactions et insiste sur la nécessité de constituer une véritable liquidité en won avant d'élargir davantage l'accès.

Le ministère des Finances conserve aussi des filtres (déclarations, enregistrement des institutions étrangères, surveillance des flux) tout en supprimant progressivement les obstacles à l'échange et au règlement du won hors de Corée.

Au-delà du won, la Corée doit surtout démontrer que les investisseurs étrangers peuvent **négocier, détenir, transférer, financer et régler des titres coréens avec la même fluidité que dans un marché développé**. Le MSCI évalue l'accessibilité selon cinq dimensions : ouverture aux investisseurs étrangers, liberté des flux de capitaux, efficacité opérationnelle, disponibilité des instruments et stabilité institutionnelle. **Les réformes entreprises pour mieux protéger les actionnaires minoritaires, améliorer la transparence et les dividendes font partie de la feuille de route et ont aussi pour objectif de réduire le *Korea discount*, c'est-à-dire la faible valorisation des titres coréens par rapport à leurs équivalents japonais ou américains.**

Les difficiles arbitrages de la Banque centrale coréenne

Dans ce contexte, la banque centrale coréenne doit gérer des arbitrages complexes.

Inflation et stabilité financière contre croissance et soutien à l'activité : l'inflation reste au-dessus de la cible, mais la croissance est soutenue et le marché immobilier (prix élevés et dette des ménages) demeure tendu. Cela justifie une posture restrictive, alors même que la demande privée reste faible et que les primo-accédants vont pâtir de taux plus élevés, avec un taux réel redevenu légèrement positif depuis octobre.

Stratégie des entreprises exportatrices contre stabilité du change : bien que la Bank of Korea (BoK) ait un mandat simple, elle considère que la stabilité du change fait partie de la stabilité des prix. Pourquoi, malgré un excédent courant structurel important, le won peut-il avoir tendance à se déprécier ? Les entreprises exportatrices avaient conservé une grande partie de leurs bénéfices, en prévision notamment de futurs investissements aux États-Unis dans le cadre de l'accord d'investissement entre les États-Unis et la Corée du Sud[7], si bien que les excédents coréens ne s'étaient pas traduits par une hausse de la demande de won. Cette tendance s'est inversée depuis plusieurs mois et a permis de soutenir l'appréciation du won face au dollar et de compenser les facteurs jouant à la baisse (inflation importée avec la hausse des prix énergétiques). La classification de la Corée parmi les marchés émergents explique aussi une part importante de la volatilité du won[8].

Fondamentaux domestiques contre cycle mondial et américain : l'amorce par la Fed d'un nouveau cycle de resserrement monétaire crée des pressions sur la BOK via le canal du différentiel de taux (écart de rendement entre les obligations américaines et coréennes).

Cycle de l'IA et politique monétaire : une croissance tirée par l'investissement en capital ne se transmet pas de la même façon qu'une croissance tirée par la consommation. La BoK doit distinguer surchauffe sectorielle et surchauffe macroéconomique.

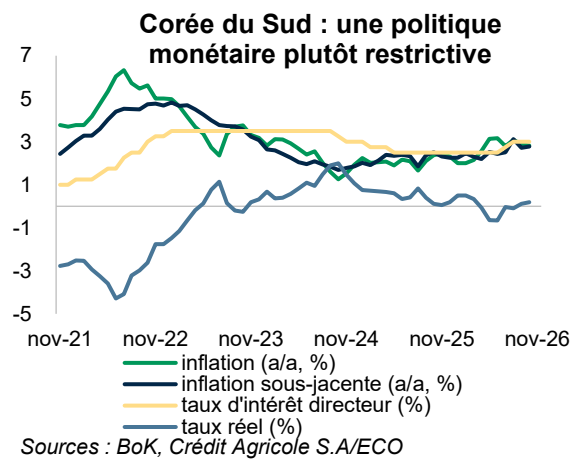
[7] L'accord signé entre les États-Unis et la Corée du Sud en octobre 2025 prévoit des investissements coréens de 350 milliards de dollars, dont 150 milliards pour de la coopération dans le domaine des chantiers navals.

[8] La Corée du Sud est, derrière Taïwan, le deuxième marché dans l'indice Emerging Markets MSCI (21,4% de l'indice). La valorisation totale de l'indice est de 14 000 milliards de dollars contre 100 000 milliards pour l'indice équivalent pour les économies avancées. Le Kospi ayant surperformé depuis deux ans, la valorisation des actifs coréens dans les indices a fortement augmenté, conduisant les gestionnaires de portefeuille à vendre des titres pour respecter la pondération des indices, d'où des pressions à la dépréciation sur le won qui peuvent paraître contre-intuitives. Le passage dans l'indice avancé permettrait à la Corée d'accéder à un marché bien plus profond, ce qui limiterait en grande partie cette forme de volatilité.

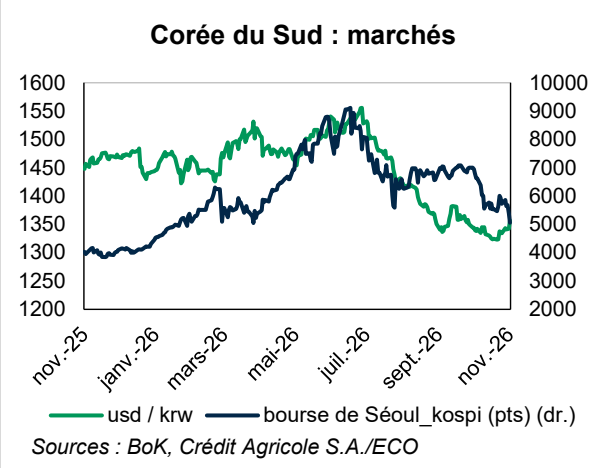
Sophie WIEVIORKA
sophie.wieviorka@credit-agricole-sa.fr

Internationalisation du won contre stabilité : la BoK doit promouvoir la liquidité et la convertibilité sans perdre sa capacité à stabiliser le marché des changes en période de stress.

La Banque de Corée doit donc mener une politique monétaire « restrictive mais sélective », car le risque n'est pas seulement l'inflation, mais la coexistence d'une économie réelle duale, d'un cycle financier immobilier encore tendu et d'une devise volatile soumise aux pressions américaines.



Sources : BoK, Crédit Agricole S.A/ECO



Sources : BoK, Crédit Agricole S.A./ECO

Quelle pérennité pour le modèle coréen ?

En raison du conflit qui l'oppose à la Corée du Nord, la Corée du Sud ne possède pas de frontière terrestre franchissable. **Il faut donc considérer ce pays presque comme une île aux ressources énergétiques et naturelles limitées.** Le développement d'un secteur des semi-conducteurs aussi intensif en eau, électricité et espace est-il compatible avec les contraintes physiques du pays ?

Énergie, eau : la question des ressources

Le développement du secteur des semi-conducteurs implique une expansion très rapide et coordonnée des réseaux d'électricité, d'eau industrielle et de recyclage. Les besoins estimés sont colossaux : une fab avancée consomme l'équivalent d'un réacteur nucléaire et nécessite une alimentation continue[9], ainsi que 100 000 à 200 000 tonnes d'eau chaque jour.

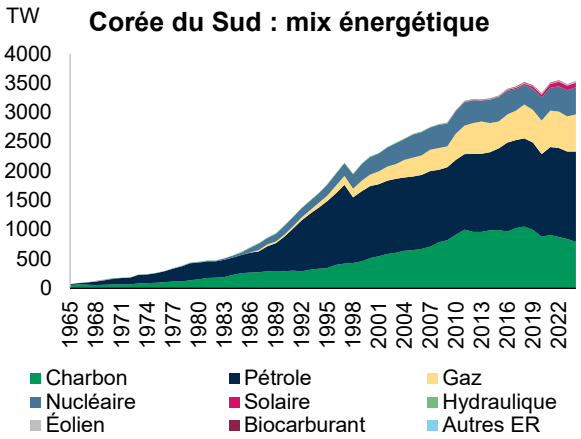
Du côté de l'eau, le problème n'est pas seulement le volume total, mais la **concurrence avec l'eau potable, l'agriculture et l'environnement**. Les plans reposent en partie sur la conversion d'eau agricole et hydraulique en eau industrielle, ce qui peut générer des oppositions locales et des conflits en période de sécheresse. Les scénarios de sécheresse grave sont particulièrement sensibles dans certaines zones déjà tendues. Le gouvernement prévoit donc de relier barrages, rivières et réseaux d'assainissement et de développer le recyclage des eaux usées, mais ces solutions exigent des investissements et une acceptation sociale qui prennent du temps.

[9] Les besoins confirmés des complexes de Yongin et Honam, ajoutés aux centres de données, atteignent déjà 30 GW et dépassent les 40 GW en incluant les projets potentiels. Le gouvernement prévoit d'avancer de plus de dix ans le calendrier d'alimentation électrique du cluster de Yongin, avec du GNL et un renforcement des lignes à court terme, puis une extension du réseau et de la production à moyen terme, mais les réseaux de transmission restent un point faible et sont déjà très saturés.

Sophie WIEVIORKA
sophie.wieviorka@credit-agricole-sa.fr

Alors que le *mix* énergétique coréen demeure extrêmement dépendant des énergies fossiles (charbon et pétrole), la Corée du Sud vise 100 gigawattheures (GW) de capacités renouvelables installées en 2030 et plus de 30% d'électricité renouvelable en 2035. Fin 2026, les capacités installées n'étaient que de 40 GW. Le plan prévoit également de réduire le coût du solaire et de l'éolien en mer d'ici 2035, tout en développant une capacité nationale de fabrication de 10 GW de modules solaires et 3 GW d'éoliennes par an. À plus long terme, le gouvernement envisage 220 GW de capacités commerciales renouvelables en 2040, dont 155 GW de solaire et 61 GW d'éolien.

Corée du Sud : mix énergétique



Sources : Our World in Data, Crédit Agricole S.A./ECO

La Corée dispose d'une base solide dans le solaire, mais accuse encore un retard important dans l'éolien, notamment en mer. Le solaire bénéficie d'un déploiement plus rapide, de coûts plus faibles et d'une chaîne industrielle plus développée. L'éolien en mer, en revanche, dépend de projets de très grande taille, de chaînes logistiques, de permis maritimes, de raccordements au réseau et de l'acceptation locale, ce qui rend les objectifs beaucoup plus incertains.

Le point faible est le réseau. En 2026, plus de 70% des nouveaux projets solaires et éoliens examinés par la Commission de régulation de l'électricité devaient attendre des renforcements de réseau ou accepter une limitation de production. La concentration de la production, du transport et de la distribution électrique entre les mains de KEPCO (*Korea Electric Power Corporation*), dont l'État est actionnaire majoritaire, crée aussi des blocages.

À ce stade, il n'est donc pas certain que les engagements pour 2030, voire 2035, puissent être tenus, alors même que les projets en attente dépendent de renforcements qui ne sont pas encore réalisés.

La question du contrat social

La Corée du Sud se pose finalement une question : quelle place laisser au secteur des semi-conducteurs qui consomme tant de ressources, et pour quels bénéfices ? Quel contrat social mettre en place pour que la population bénéficie de l'avantage comparatif coréen ?

La Corée du Sud reste un petit pays (53 millions d'habitants, 100 000 km², soit une superficie cinq fois inférieure à celle de la France métropolitaine), au marché domestique limité pour des entreprises de la taille des *chaebols* comme Samsung ou SK Hynix. **Cela implique aussi des arbitrages sur l'allocation des ressources, qu'elles soient humaines, physiques (ressources, mais aussi émissions) ou financières.** Le choix actuel est de laisser ces mastodontes se développer, afin que la Corée ne partage pas sa frontière technologique, notamment dans le domaine de la mémoire, avec d'autres pays, ce qui suppose de leur laisser la place nécessaire pour le faire, et donc d'accepter leur intensité en ressources.

En échange, il est attendu que ces entreprises aient **un impact très positif sur l'économie réelle,** ce qui n'est pas encore totalement le cas. Le nombre d'emplois directement associés au secteur des semi-conducteurs est ainsi très faible : 165 000 pour une population active totale d'environ 29 millions de personnes. Dans ce secteur très capitalistique, la croissance provient surtout de l'investissement en équipements, de l'automatisation, de l'amélioration des rendements et de la hausse des prix des mémoires, pas d'un recrutement proportionnel. En 2024, l'emploi en équivalent temps plein dans les semi-conducteurs n'a progressé que de 1,4%, alors que la valeur ajoutée du secteur augmentait de 11,8%.

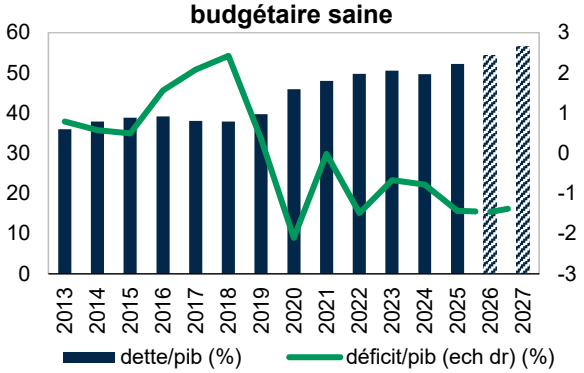
Dans ce contexte, **le gouvernement a fait le choix d'une politique budgétaire expansionniste**, avec des dépenses prévues en hausse de 12,8% en 2027, qui vise à tirer parti de la croissance exceptionnelle liée aux semi-conducteurs. **L'effort repose principalement sur deux piliers : un pilier redistributif,** avec l'extension des prestations (santé, chômage, protection sociale, mais surtout famille) et **un pilier d'investissement**, pour les secteurs stratégiques (R&D, réseaux, infrastructures) avec une volonté explicite de décentralisation pour soutenir le rééquilibrage nécessaire entre Séoul et le reste du pays. Surtout, le budget 2027 prévoit la création d'un Fonds de réponse future d'environ 118 milliards de dollars, financé en partie par les recettes exceptionnelles du cycle des semi-conducteurs. **Ce mécanisme de stabilisation budgétaire doit permettre à la fois de réduire les nouvelles émissions de dette et de financer des dépenses prioritaires.**

Sophie WIEVIORKA
sophie.wieviorka@credit-agricole-sa.fr

La Corée du Sud bénéficie de marges de manœuvre fiscales confortables : une dette autour de 50% du PIB, un déficit maîtrisé. Pourquoi ne pas assumer plus d'effort redistributif ? Les autorités considèrent que la redistribution reste contrainte par la démographie. **Cela signifie que l'État devra arbitrer entre pensions, santé, investissement industriel, jeunesse et régions.** Le Fonds de réponse future peut financer une partie de ces priorités, mais il ne résout pas durablement la pression croissante des dépenses de vieillesse et de santé.

Finalement, la tension n'est pas seulement entre **croissance et redistribution**, mais aussi entre **cycle court** (profits et recettes fiscales exceptionnels) et **besoins structurels** (vieillissement, logement, transition énergétique).

Corée du Sud : une situation budgétaire saine



Sources : FMI, Crédit Agricole S.A./ECO

Quel rôle pour les institutions ?

- ✓ **Gouvernement et ministère des Finances** : élargir la base de croissance par les services, la formation, la productivité des PME, la réforme du logement et une redistribution plus efficace des bénéfices technologiques.
- ✓ **Banque centrale** : préserver la crédibilité anti-inflationniste tout en utilisant des instruments macroprudentiels ciblés contre le crédit immobilier et la dette des ménages.
- ✓ **Autorités financières** : approfondir les marchés obligataires, élargir l'accès des non-résidents, renforcer la liquidité *offshore* du won et sécuriser les infrastructures de règlement.
- ✓ **Politique industrielle** : éviter que le soutien à l'IA ne se réduise à une course aux capacités ; privilégier la diffusion technologique, la résilience des chaînes d'approvisionnement et la diversification des débouchés.

Sophie WIEVIORKA
sophie.wieviorka@credit-agricole-sa.fr

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2026-2027 – Octobre 2026

Les couches de risque se superposent

Date	Titre	Thème
06/11/2026	Monde – L'actualité de la semaine – 6 novembre 2026	Monde
06/11/2026	Royaume-Uni – Un budget 2026 sous contrainte, entre soutien à la croissance et rigueur budgétaire	Royaume-Uni
05/11/2026	Espagne – Scénario 2026-2027 : une dynamique persistante	Espagne
05/11/2026	Zone euro – Conjoncture – Flash PIB : la croissance s'affaiblit au cœur	Zone euro
02/11/2026	Revolut, l'interface devant Bruxelles	Fintech
30/10/2026	Monde – L'actualité de la semaine – 30 octobre 2026	Monde
30/10/2026	France – L'empreinte carbone a marqué le pas en 2025, sous l'effet des variations de stocks	
30/10/2026	France – Conjoncture – Flash PIB : L'activité déçoit de nouveau au troisième trimestre	France
28/10/2026	France : Scénario 2026-2027 – Navigation en eaux troubles : garder la tête hors de l'eau	France
27/10/2026	Chine-États-Unis : la « stabilité stratégique » à l'épreuve des ambitions chinoises	Géopolitique
23/10/2026	Monde – L'actualité de la semaine – 23 octobre 2026	Monde
23/10/2026	Géopolitique – Ce que les Midterms ne changeront pas : la crise du compromis politique	Géopolitique
22/10/2026	Golfe – La guerre impose de réancrer la confiance à long terme en repensant les récits de croissance	Moyen-Orient
21/10/2026	États-Unis – Élections de mi-mandat et implications possibles	États-Unis

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques
12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille

Rédacteur en chef : Armelle Sarda

Documentation : Elisabeth Serreau – **Statistiques :** DataLab ECO

Secrétariat de rédaction : Sophie Gaubert

Contact : *publication.eco@credit-agricole-sa.fr*

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :
Internet : https://etudes-economiques.credit-agricole.com/ iPad : application Etudes ECO disponible sur App Store
Android : application Etudes ECO disponible sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'information à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'information soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse régionale, ne saurait donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.