

# **Macro Dev**

## **PANORAMA SEMESTRIEL 2023 #2**

**Économie internationale :  
nouvelle donne sur fond  
de déjà vu**

**Coordinateur :**  
Sylvain Bellefontaine

## **MacroDev – Panorama semestriel**

Les numéros spéciaux « Panorama semestriel » de la collection **MacroDev**, rédigés par les analystes de l'Agence française de développement (AFD), présentent une synthèse d'analyses macroéconomiques et socio-économiques de pays émergents et en développement (PED). Une section thématique accompagne les focus pays et apporte un éclairage sur les problématiques et grands enjeux conjoncturels et structurels des PED.

### **Liste des auteurs**

Sylvain Bellefontaine, Vincent Joguet, Benoît Jonveaux, Maëlan Le Goff, Emmanuelle Monat, Amaury Mulliez, Morgane Salomé, Maxime Terrieux, Floriane Vallée, Alix Vigato

### **Avertissement**

Les analyses et conclusions de ce document sont formulées sous la responsabilité de ses auteurs. Elles ne reflètent pas nécessairement le point de vue officiel de l'Agence française de développement ou des institutions partenaires.

# Sommaire

## Éditorial

Amaury Mulliez

## Économie internationale

### Tunnel et toboggan

Sylvain Bellefontaine

## Focus pays

### Chine

Une transition  
en trois dimensions

Maëlan Le Goff

### Cambodge

Des progrès notables pour  
pérenniser la croissance  
économique

Emmanuelle Monat

### Serbie

L'Union européenne,  
si loin si proche...

Vincent Joguet

p. 3

### Burkina Faso

De la crise politico-sécuritaire  
à la crise économique  
et budgétaire

p. 24

Benoît Jonveaux

p. 5

### Ouganda

Le projet pétrolier comme  
remède à tous les maux?

p. 26

Morgane Salomé

p. 15

### Rwanda

PRITS d'ici 2035,  
un objectif ambitieux

p. 28

p. 16

Floriane Vallée

### Tunisie

Un éventuel renflouement  
par le FMI, suffisant pour  
rebondir?

p. 30

p. 20

Alix Vigato

### Brésil

Attention aux buts  
contre son camp

p. 32

p. 22

Maxime Terrieux

### Mexique

Émergence éternelle

p. 34

Sylvain Bellefontaine

Liste des sigles  
et des abréviations p. 36

Liste des graphiques p. 37



## Éditorial

Amaury Mulliez – mullieza@afd.fr

Depuis la dernière édition de notre publication MacroDev semestriel en février 2023, l'actualité économique internationale est demeurée riche et intense sur fond de poursuite de la reconfiguration géopolitique mondiale, non sans conséquences pour les pays émergents et en développement (PED) de plus en plus acteurs et parties prenantes d'un monde multipolaire. La succession de chocs depuis 2020 a mis à rude épreuve la stabilité macroéconomique de nombreux pays, au premier rang desquels les plus pauvres, posant avec encore davantage d'acuité la question de leur trajectoire de développement et les moyens de le financer.

C'est dans ce contexte que s'est tenu les 22 et 23 juin à Paris le Sommet pour un Nouveau Pacte Financier Mondial. À la suite de la COP 27, les vulnérabilités climatiques et les Objectifs de Développement Durable (ODD) ont été mis en perspective des vulnérabilités d'endettement. Alors que les 100 Mds USD de financements Climat annuels ont sans doute été atteints en 2022, les bases ont été jetées pour une accélération de tendances déjà à l'œuvre autour du financement des infrastructures, de la mobilisation du secteur privé, de la montée en puissance des banques publiques de développement et des mesures de suspension du service des dettes souveraines en cas d'événement climatique adverse. Le sommet a aussi été l'occasion d'officialiser la restructuration de la dette de la Zambie dans le Cadre Commun du Traitement de la Dette. Les dirigeants présents se sont enfin engagés à un suivi dans le temps de la mise en œuvre des solutions esquissées lors du Sommet et à ce que ces dernières alimentent également des grandes échéances internationales de 2023 et 2024, telles que le sommet du G20 à New Delhi, le Sommet des Nations Unies sur les ODD, les Assemblées annuelles du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale à Marrakech, ainsi que la COP28 à Dubaï.

Ce numéro du MacroDev Panorama semestriel voit une évolution éditoriale, en dédiant une première section à la conjoncture et l'économie internationales, toujours axée sur les PED, en lieu et place de l'habituelle section thématique. Suivent dans une seconde section les focus pays qui nous permettent de faire le point sur quelques situations particulières. Nous espérons que cette nouvelle proposition d'un panorama semestriel de l'actualité économique dans les géographies émergentes et en développement répondra à vos attentes.

Pour cette édition, c'est la Chine, le Cambodge, la Serbie, le Burkina Faso, l'Ouganda, le Rwanda, la Tunisie, le Brésil et le Mexique qui ont attiré notre attention. Nous espérons que ces décryptages nourriront votre curiosité et votre réflexion sur les enjeux et les perspectives socio-économiques de ces pays !



# **Économie internationale**

## **Tunnel et toboggan**

Sylvain Bellefontaine – bellefontaines@afd.fr  
Avec la participation d'Amaury Mulliez – mullieza@afd.fr  
et de Maxime Terrieux – terrieuxm@afd.fr

La succession de chocs depuis 2020 s'apparente à un tunnel qui débouche sur un toboggan de perspectives économiques mondiales dégradées. À court terme, les scénarios de « stagflation », de récession-désinflation, voire de déflation sont tous plausibles. À moyen terme, la croissance économique mondiale serait vouée à demeurer inférieure à sa tendance de long terme. Quant à la soutenabilité de l'endettement de nombreux pays émergents et en développement (PED) et leur trajectoire de développement, elles interrogent de plus en plus. La pandémie de Covid-19 et la guerre en Ukraine ont mis en exergue l'état désuni (voire démuni) du monde face à des événements aux conséquences globales, qui réaffirment l'interdépendance des systèmes économiques et politiques. La marche du monde ne se résume pas au duopole, voire à la rivalité entre les États-Unis, leader de l'« ancien monde » et des pays développés, et la Chine, championne du « nouveau monde » et des PED. Intérêt national, pragmatisme et non-alignement sont les maîtres mots d'un monde nouveau dans lequel les grands émergents (Inde, Brésil, Turquie, Afrique du Sud), l'inclassable Russie, les pays du Golfe et les pays en développement veulent avoir voix au chapitre quant à l'ordonnancement géopolitique et géoéconomique. L'hégémonie du dollar et l'extraterritorialité du droit américain sont dans le viseur d'un monde multipolaire, mouvant et fragmenté. Toutefois, les tentations protectionnistes et de relocalisations (politiques de réindustrialisation des pays avancés), tout comme le ralentissement du commerce mondial, ne scellent pas une déglobalisation économique à court-moyen terme : la coopération entre la Chine, les États-Unis et l'Europe demeure la clé de voûte de l'économie mondiale, et les PED sont structurellement dépendants des exportations de matières premières et des importations de biens intermédiaires et de consommation. De même, le multilatéralisme demeure indispensable pour adresser la crise de l'endettement et du développement des PED ainsi que les grands enjeux climatiques, de transition énergétique et de préservation de la biodiversité.

### **Ralentissement conjoncturel et structurel de la croissance économique mondiale...**

Après le choc récessif mondial de 2020 (-2,8 %), le rebond de l'activité en 2021 (+6,3 %) et la « relative normalisation » en 2022 (+3,5 %, en ligne avec la moyenne de long terme), le ralentissement de la croissance économique mondiale se confirme en 2023, avec une projection de +3 % en moyenne annuelle (FMI<sup>[1]</sup>), sans grande perspective d'accélération en 2024.

Si les prévisions ont été légèrement révisées à la hausse pour les pays développés au cours des derniers mois, elles demeurent incertaines pour la deuxième moitié de 2023 et début 2024 et assorties de risques baissiers. De grandes disparités sont à noter entre économies avancées et PED, au sein de chacun des deux groupes de pays, ainsi qu'entre la Chine et le reste du monde.

Aux États-Unis, l'activité qui avait ralenti davantage qu'en zone euro en 2022 (2,1 % contre 3,5 %) est apparue plus résistante au premier semestre 2023, soutenue par la consommation (plein emploi et désépargne). L'effet de l'inflation, de la hausse des taux d'intérêt et du ralentissement du crédit pourrait conduire à une croissance du PIB réel d'environ 1,8 % aux États-Unis et seulement 0,9 % en zone euro en 2023. Plus que l'Europe, les États-Unis sont confrontés à un risque récessif au second semestre en lien avec la crise bancaire régionale, la hausse des défaillances d'entreprises et le possible ajustement du marché du travail (hausse du chômage, baisse des salaires). Sans le dire officiellement, la Réserve fédérale américaine (Fed) pourrait privilégier un scénario de récession associée à une désinflation accélérée. À noter que l'inversion de la courbe des taux telle qu'observée actuellement (taux courts supérieurs aux taux longs) est souvent annonciatrice de récession économique aux États-Unis. La croissance économique des pays développés dépasserait alors timidement 1 % en 2024.

Le dynamisme de la croissance économique de la Chine demeurera crucial pour l'économie mondiale et notamment les PED. L'économie chinoise pèse désormais 18 % du PIB nominal mondial (25 % pour les États-Unis) et elle a supplanté celle des États-Unis en parité de pouvoir d'achat depuis 2017 (FMI, WEO).

1 World Economic Outlook, avril 2023 et juillet 2023

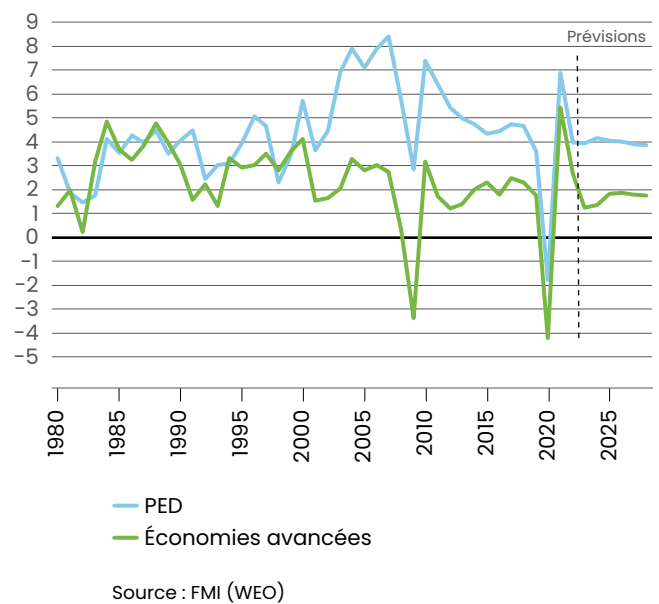


Pénalisée par la politique zéro-Covid jusque fin 2022, la croissance du PIB réel chinois devrait accélérer de 3 % en 2022 à plus de 5 % en 2023. L'intensité et la pérennité du rebond chinois sont toutefois fragilisées par des facteurs conjoncturels (bulle immobilière, demande domestique) et structurels (baisse et vieillissement de la population, faiblesse des filets sociaux, forte épargne, endettement des collectivités locales, baisse de la compétitivité).

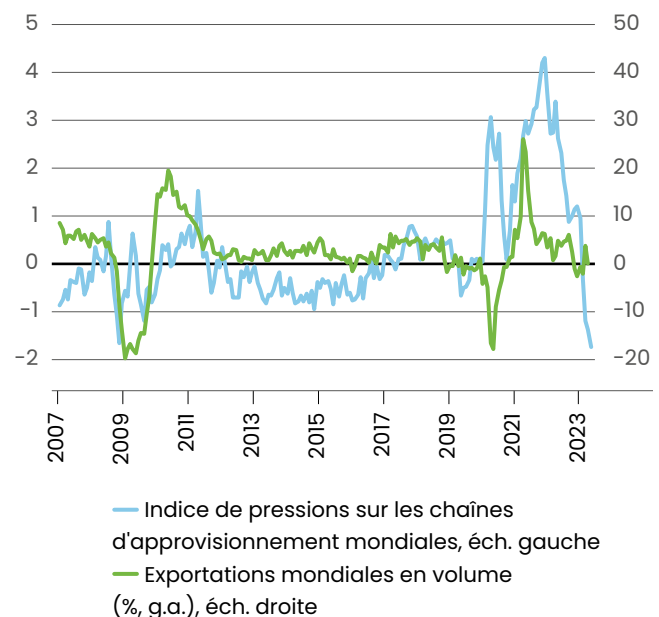
Ainsi, la croissance économique des PED pourrait demeurer stable en 2022-2024 autour de 4 % (contre 5,3 % en moyenne sur 2003-2022). Si l'Asie tire déjà globalement parti du rebond chinois et verrait son activité économique accélérée en 2023, la situation est plus contrastée en Afrique, au Moyen-Orient, en Europe dite émergente, en Asie centrale ainsi qu'en Amérique latine. Dans ces régions, la croissance est susceptible de marquer le pas, notamment en Amérique latine, sous-continent structurellement le moins dynamique au sein des PED. Les trajectoires idiosyncratiques des PED sont affectées par des tensions sociales ou sécuritaires (Burkina Faso, Mali, Pérou, République démocratique du Congo, Soudan, Tunisie), des chocs climatiques ou des catastrophes naturelles (Argentine, Mozambique, Turquie), ou, plus fréquemment, des contraintes budgétaires et de financement accrues (Afrique du Sud, Égypte, Kenya, Nigeria, Bolivie), sans compter les pays en défaut de paiement et en restructuration de dette publique, ou en risque élevé de surendettement (Liban, Sri Lanka, Ghana, Zambie, Éthiopie), comme la moitié des 28 pays à faible revenu<sup>[2]</sup>.

À moyen terme, les perspectives de croissance semblent durablement tassées. Les estimations de croissance potentielle mondiale à 5 ans ont régulièrement diminué d'un peu plus de 4,5 % en 2011 à environ 3 % désormais. Cette baisse reflète en partie le ralentissement des grandes économies émergentes (Chine et Inde dans une moindre mesure), ce qui est une tendance prévisible à mesure que les pays convergent. Certains facteurs de ralentissement plus récents sont toutefois à noter : l'impact (notamment en terme d'endettement) de la cicatrisation de la pandémie, un ralentissement du rythme des réformes structurelles, ainsi que la menace croissante de fragmentation géopolitique conduisant à davantage de tensions commerciales, moins d'investissements directs, et un ralentissement du rythme de l'innovation et de sa diffusion.

Graphique 1 – Croissance économique (%)



Graphique 2 – Commerce mondial



2 Banque mondiale, *Global Economic Prospects*, juin 2023.

### ... contrainte par le choc inflationniste et le resserrement monétaire pour le juguler

Le choc inflationniste mondial et le resserrement des politiques monétaires (hausse des taux directeurs et réduction du bilan des principales Banques centrales) sont les principaux facteurs directs qui pèsent sur la confiance des agents économiques et la croissance économique. Après 8 % aux États-Unis et en Europe et 10 % dans les PED en 2022, le taux d'inflation annuel moyen ralentirait en 2023 à environ 5 % dans les pays développés et encore plus de 8 % dans les PED. Des disparités importantes perdureraient entre l'Asie, plutôt préservée avec une inflation structurellement autour de 3 %, et les autres zones émergentes aux prises avec une inflation encore à deux chiffres en 2023-2024.

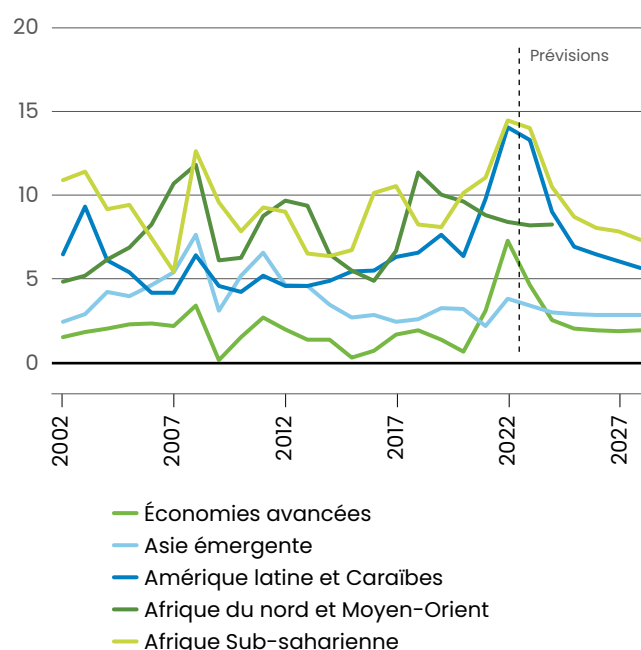
Le rebond post-Covid de la demande, les perturbations des chaînes de valeur et d'approvisionnement, le choc synchronisé sur les prix des matières premières amplifié par la guerre en Ukraine et le renchérissement du dollar (inflation importée) ont mis fin à deux décennies d'un modèle de désinflation industrielle mondiale adossé à la Chine<sup>[3]</sup> et aux autres pays émergents exportateurs de produits manufacturés.

L'effet de base, la détente des prix des matières premières et des pressions sur les chaînes d'approvisionnements et la relative stabilisation des devises des PED face au dollar au cours des derniers mois ont permis d'infléchir l'inflation mondiale dont le pic semble avoir été atteint début 2023. Malgré tout, la persistance de l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) continue d'inquiéter la Fed et la BCE quant au risque de désancrage des anticipations d'inflation autour de 2 % : i) spirale prix-salaires comme dans les années 1970-1980 (notamment aux États-Unis et plutôt dans les services que l'industrie) ; ii) effet en cascade de la flambée des prix énergétiques et alimentaires (Europe, PED) ; iii) réduction des quotas de production de pétrole de l'Organisation des pays producteurs de pétrole élargie (OPEP+) ; iv) nouvelle crise énergétique à l'automne malgré la diversification des sources d'approvisionnement (Europe) ; v) refus de la Russie de prolonger

la Black Sea Grain Initiative ; vi) regain de pression sur les devises émergentes. L'effet d'aubaine dont les entreprises auraient profité pour gonfler leurs marges apparaît circonscrit à certains secteurs (énergie, transport), quand la plupart a subi frontalement la hausse des coûts de production, ce qu'atteste la hausse des défaillances d'entreprises (États-Unis, Europe).

Dans ce contexte, les principales Banques centrales (hors Chine) maintiennent une communication très ferme sur l'objectif de réduction de l'inflation, suggérant une poursuite de la hausse des taux directeurs, quand les marchés anticipent un arrêt à court terme du cycle de resserrement

Graphique 3 – Inflation  
(%, moyenne annuelle)

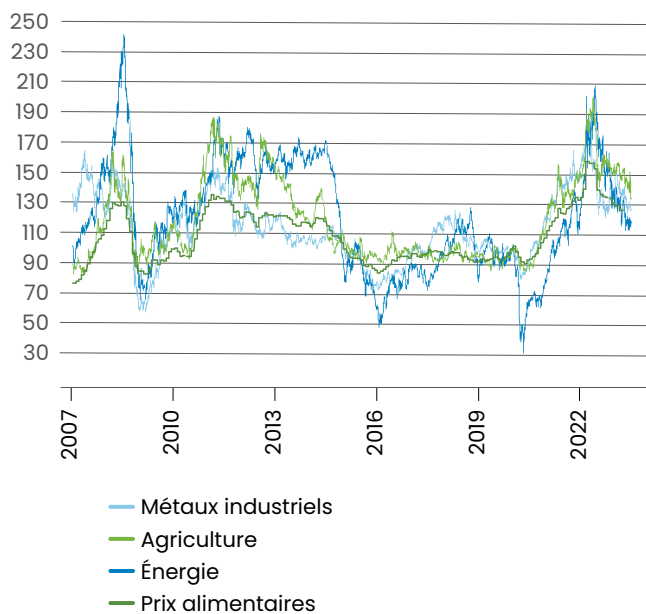


Source : FMI (WEO)

monétaire.

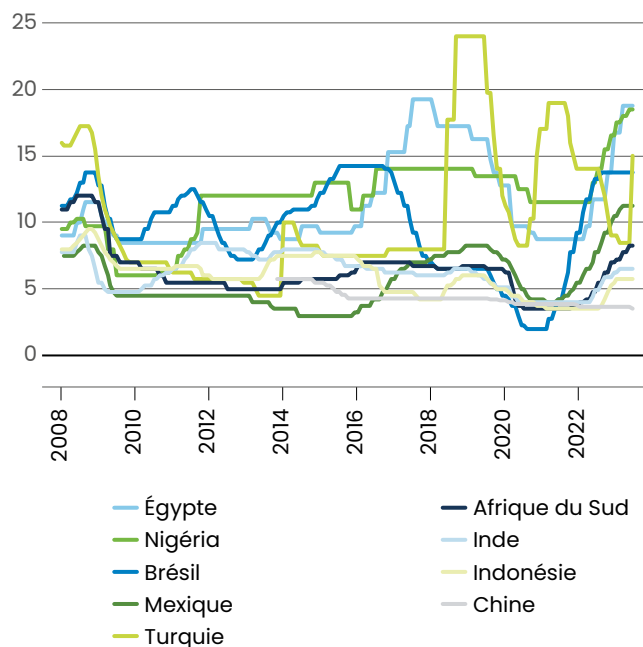
3 Insertion à grande échelle dans le commerce mondial (OMC 2001, fin des accords multifibres 2005), faibles coûts de main d'œuvre, dumping social, intégration régionale et mondiale et montée dans les chaînes de valeur.

Graphique 4 – Cours des matières premières et prix alimentaires (indice 31/12/2019=100)



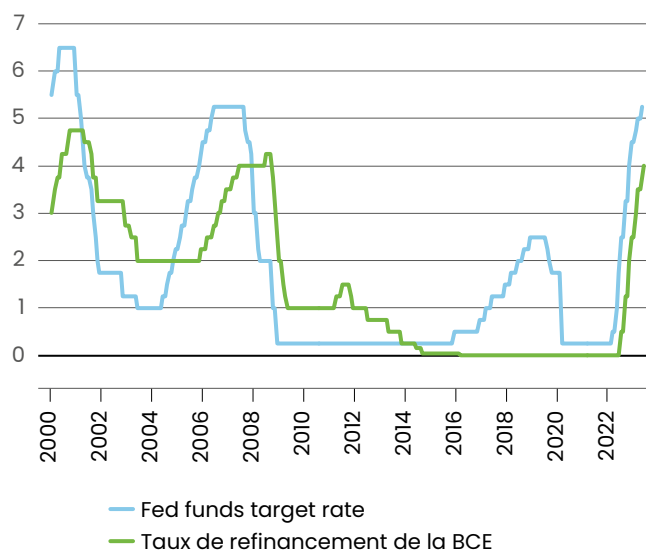
Source : FAO, S&P GSCI, calculs AFD

Graphique 6 – Taux directeurs pays émergents (% *per annum*)



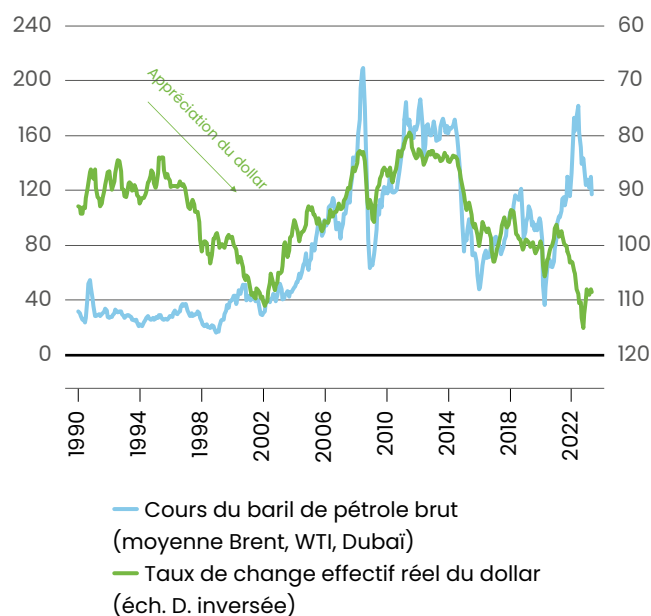
Source : Macrobond

Graphique 5 – Taux directeurs aux États-Unis et en zone euro (% *per annum*)



Source : Macrobond

Graphique 7 – Évolution du dollar et du prix du pétrole (indice déc-2019=100)



Source : Macrobond, calculs AFD

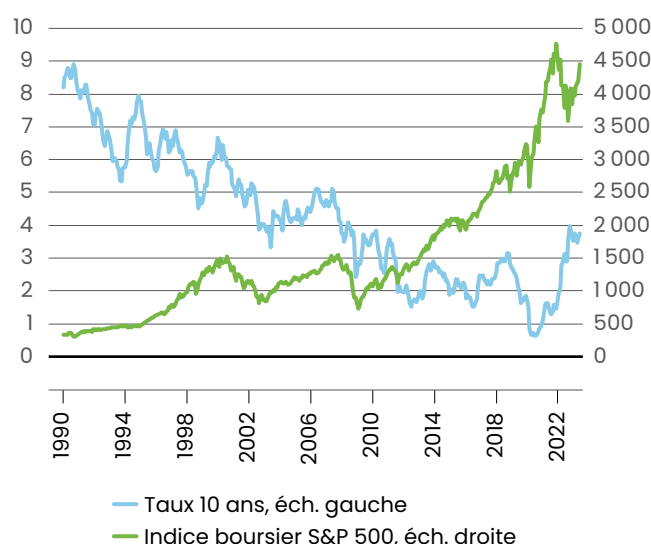
## Le système financier américain sous surveillance

À ce stade, les risques de contagion des difficultés du secteur bancaire américain à l'échelle mondiale semblent limités. Les défaillances bancaires aux États-Unis depuis mars 2023 sont demeurées circonscrites à quelques banques régionales non-systémiques<sup>[4]</sup>. Le déploiement de mesures par la Fed et le Fonds de garantie des dépôts (FDIC) pour assurer la liquidité et les dépôts bancaires (44 % non-garantis avant le choc) a permis de limiter la contagion et de préserver la stabilité du système financier<sup>[5]</sup>. Globalement bien régulées, les banques systémiques ont attiré les dépôts dans cette période de stress bancaire et ont passé avec succès le test de résistance (stress test) réalisé par la Fed en juin. Un mouvement de concentration/restructuration du secteur bancaire américain, constitué de plus de 4 000 institutions, pourrait s'annoncer.

Parallèlement, l'impact de la hausse des taux sur les écosystèmes financiers non-régulés (notamment les institutions financières non bancaires – IFNB<sup>[6]</sup>) est incertain et pourrait être majeur s'il se conjugue à une baisse rapide de la valorisation des actifs immobiliers commerciaux et des valeurs technologiques. Or depuis 10 ans, les IFNB ont aussi largement contribué au financement des PED à travers les marchés de capitaux internationaux (Eurobonds) et locaux (obligations en monnaie locale et actions). Elles ont aussi démontré une plus grande volatilité en termes de flux nets lors des épisodes de stress financier. Les marchés émergents sont donc vraisemblablement vulnérables en cas de retournement du marché des IFNB. Dans son rapport sur la stabilité financière d'avril 2023, le FMI estime plus généralement que « l'effet de levier financier, les asymétries de liquidité entre actifs et passifs et les profondes interconnexions au sein du secteur des IFNB et avec les institutions bancaires traditionnelles sont

autant de facteurs qui pourraient amplifier les effets du resserrement des conditions monétaires et financières. »

Graphique 8 – Taux obligataires et marché actions aux États-Unis



Source : Macrobond, FMI (IFS)

## Une pénurie de financements avec des conséquences socioéconomiques pour les PED

La faiblesse persistante des flux de capitaux vers les PED et des conditions de financement rédhitrices pour nombre d'entre eux sont des sources d'inquiétudes majeures<sup>[7]</sup>. Derrière l'accroissement du risque de liquidité et de refinancement voire de non-soutenabilité de la dette publique d'un nombre croissant de pays pointent la remise en cause des « acquis socioéconomiques » de la décennie pré-Covid et la fragilisation de la trajectoire de développement de nombreux PED. Ceci est d'autant plus prégnant en Afrique sub-saharienne confrontée à des besoins de financements accrus par le choc inflationniste, une crise alimentaire aiguë, les effets du changement climatique voire des dépenses sécuritaires accrues.

4 Le problème identifié relève d'une mauvaise gestion des risques de taux d'intérêt pour des institutions moins régulées que les grandes banques. Dans un contexte d'excès de liquidité et d'accumulation de dépôts bancaires après des années de politique monétaire d'assouplissement quantitatif (QE), les banques ont acheté massivement des titres publics. La valorisation à la juste valeur (*mark-to-market*) de ces portefeuilles de titres a fondu avec la hausse des taux, causant une crise de liquidité et de solvabilité pour ces établissements (SVB notamment) au moment d'affronter une ruée sur les dépôts de la part de leurs clients.

5 Federal Reserve, *Financial Stability Report*, mai 2023.

6 Fonds d'investissement, fonds de pension, assurances, fonds monétaires, véhicules de financements structurés, *hedge funds*.

7 Pour plus de détails, cf. Agence française de développement (2023, février), *Macro Dev Panorama Semestriel 2023 #1*

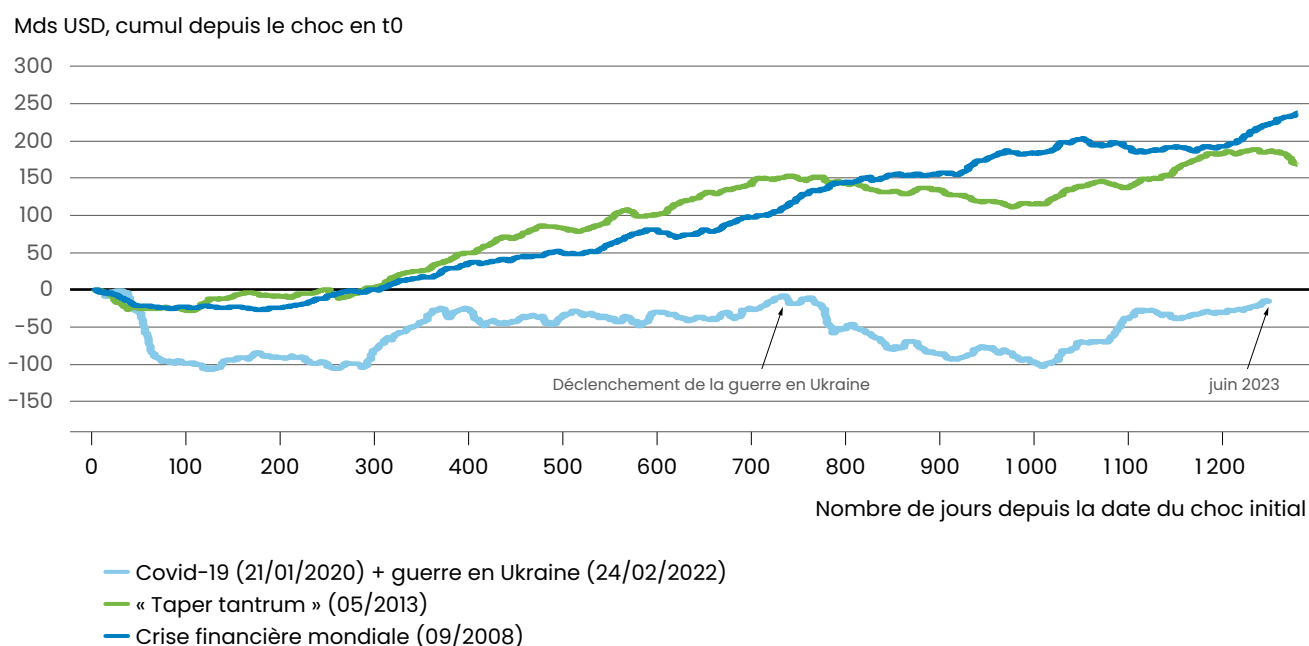
Observée depuis le resserrement monétaire dans les pays développés (baisse du différentiel de taux obligataires) et le déclenchement de la guerre en Ukraine, la perte d'appétit des investisseurs internationaux pour les dettes souveraines des PED s'est confirmée en 2023. Les flux d'investissement de portefeuille en obligations vers les PED sont demeurés négatifs en cumul depuis la crise sanitaire début 2020 et quasi-nuls depuis février 2022.

Mesure de la perception du risque par les marchés, les spreads souverains des PED se sont légèrement détendus depuis mai 2023, après un nouvel épisode de volatilité et d'inquiétude en lien avec le stress bancaire aux États-Unis. Malgré tout, à début juillet les spreads souverains demeuraient supérieurs à 700 points de base dans 19 pays sur 74, concentrés en Afrique et en Amérique latine. Conjuguées à la hausse des taux dits sans risque (bons du Trésor américain), les primes de risque rendent de facto les marchés internationaux

inaccessibles pour de nombreux pays, avec une discrimination particulière du continent africain, dont une douzaine de pays a émis des Eurobonds au cours des dernières années. À l'impossibilité de se refinancer sur les marchés internationaux s'ajoute le tarissement des financements bilatéraux, notamment en provenance de Chine premier créancier de nombreux pays en Afrique et en Amérique latine, sans compter le durcissement des conditions de financement sur les marchés domestiques.

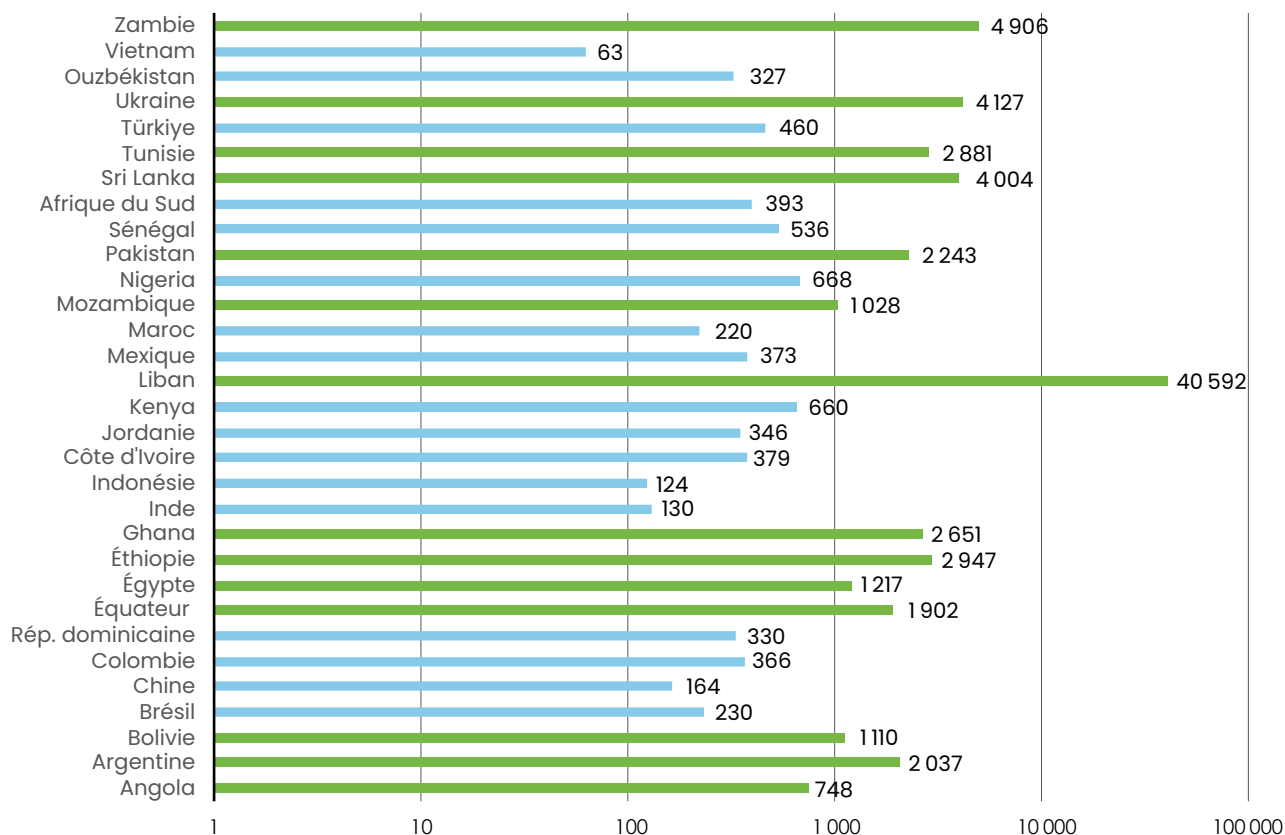
Le rehaussement du plafond de la dette publique des États-Unis le 1<sup>er</sup> juin 2023 (79<sup>e</sup> en 60 ans) n'est pas sans conséquences potentielles pour les PED. Le volume d'émissions de bons du Trésor américain influe sur l'évolution des taux obligataires, les allocations d'actifs et les conditions de financement pour les PED, à travers le risque d'effet d'éviction de la dette américaine et la fuite vers la qualité en période d'aversion au risque.

Graphique 9 – Flux d'investissement de portefeuille dans les principaux pays émergents



Source : IIF, calculs AFD

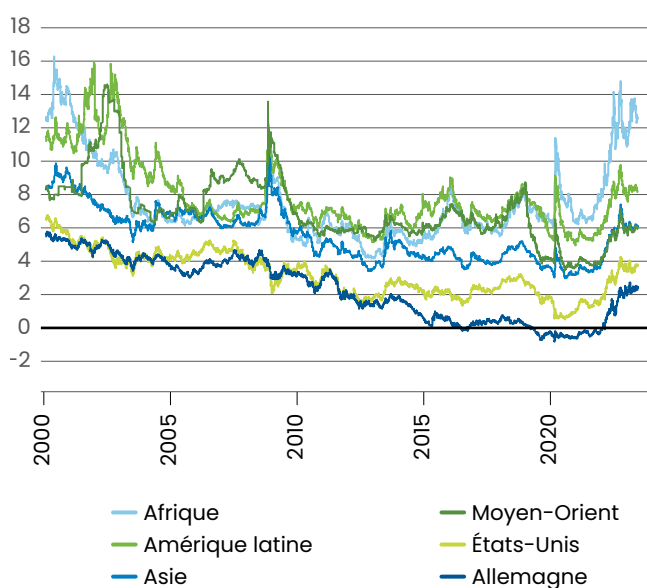
Graphique 10 – Spreads souverains (points de base\*)



Source : JP Morgan EMBIG

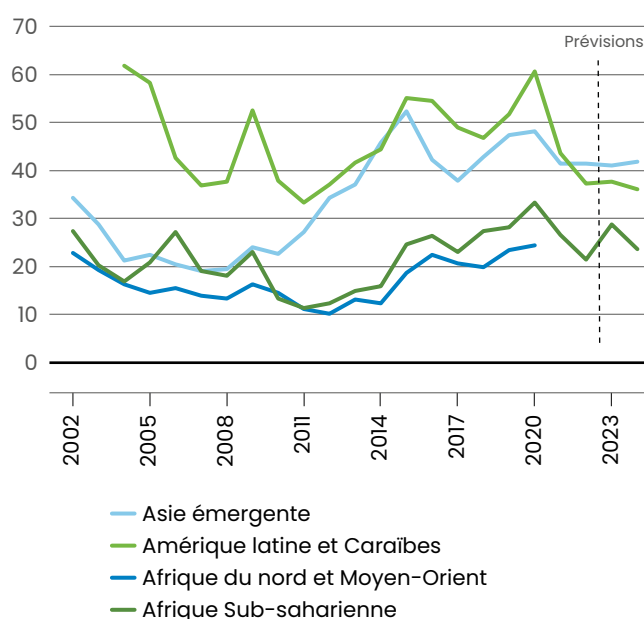
\*Spreads au 3 juillet 2023, échelle logarithmique; en vert les spreads supérieurs à 700pb

Graphique 11 – Taux 10 ans US et Allemagne, taux actuariels en USD dans les PED



Source : JP Morgan

Graphique 12 – Service de la dette externe totale (% des exportations de biens et services)



Source : FMI (WEO)

Le Sommet de Paris pour un « Nouveau Pacte Financier mondial », qui s'est tenu à Paris les 22 et 23 juin derniers, a généré un optimisme prudent. Dans un contexte de crises multiples (pandémie, guerre en Ukraine, surendettement public, changement climatique), le sommet entendait lancer une refonte de l'architecture du système financier international pour mieux financer la transition bas-carbone tout en aidant les PED à l'atteinte des Objectifs de Développement Durable (ODD).

S'il est trop tôt pour faire du sommet de Paris un nouvel accord de Bretton Woods, on peut en retenir trois éléments principaux : i) des outils nouveaux seront lancés pour faire face au changement climatique, tels les clauses de suspension de dette en cas de catastrophe naturelle ou le rachat de dette pour débloquer des financements climat ou nature ; ii) les financements multilatéraux en faveur

des PED seront accrus, avec 200 Mds USD annoncés pour les banques multilatérales de développement, sans compter les 100 Mds de droits de tirage spéciaux (DTS) et les 40 Mds USD du nouveau Fonds du FMI pour la résilience et la durabilité ; iii) des efforts importants seront déployés pour mobiliser le secteur privé, à travers notamment le laboratoire pour les investissements du secteur privé lancé par la Banque mondiale. Enfin, l'annonce d'un accord de restructuration de dette conclu entre la Zambie et l'ensemble de ses créanciers publics est une étape importante et positive, mais rappelle aussi la lenteur du processus en Cadre Commun.

Dans un contexte de fragmentation internationale grandissante, le Sommet s'est également attaché à fixer un agenda de revue régulière visant à assurer le suivi du déploiement et des impacts des mesures prises et encore à venir...





# Focus pays

Chine  
Cambodge  
Serbie  
Burkina Faso  
Ouganda  
Rwanda  
Tunisie  
Brésil  
Mexique

# Chine : Une transition en trois dimensions

---

Maëlan Le Goff – legoffm@afd.fr

**Poids lourd économique aussi bien que démographique, la Chine a connu en 2022 un nouveau ralentissement marqué de sa croissance économique après celui de 2020, ainsi qu'un déclin de sa population. Fortement affecté par la stratégie de « tolérance zéro » vis-à-vis du Covid-19, le modèle de croissance chinois semble plus généralement atteindre ses limites et être à réinventer, alors que le pays doit faire face au vieillissement prématuré de sa population et aux forts enjeux en matière de transition énergétique résultant de sa position de plus gros émetteur mondial de gaz à effet de serre (GES).**

Fondé sur les investissements publics et les exportations, le modèle économique chinois a permis au pays de devenir la deuxième puissance économique mondiale. Néanmoins, actuellement en perte de vitesse et cause de déséquilibres macroéconomiques significatifs, ce modèle semble atteindre ses limites et transiter peut-être vers un modèle de croissance durablement plus lent tout en visant un rééquilibrage vers la consommation domestique. La transition économique fait donc référence ici à la fois à une modification du rythme et des moteurs de la croissance. Le vieillissement et le déclin de la population chinoise ne sont pas sans effet sur cette transition économique, qui doit également s'accompagner d'une transition verte.

## Une transition économique inévitable

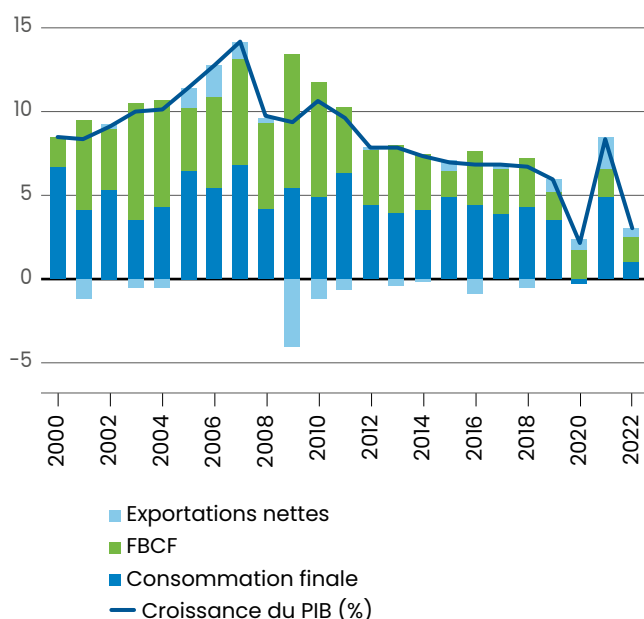
Tandis que le taux de croissance annuel moyen s'est établi à 10,5 % sur les décennies 2000 et 2010, le PIB réel n'a augmenté que de 3 % en 2022, un résultat sensiblement inférieur à l'objectif de 5,5 % fixé ex-ante par les autorités. Ce ralentissement a été la conséquence : i) de la poursuite de la politique « zéro-Covid », qui a conduit au confinement de très nombreuses villes (Shanghai, Chengdu, Shenzhen, etc.) face aux résurgences de la pandémie, mais aussi ii) de la grave sécheresse de l'été 2022, et iii) des grandes difficultés que traverse le secteur immobilier depuis le durcissement des conditions d'endettement adopté face aux promoteurs surendettés.

Si le ralentissement économique conjoncturel de 2022 est, avec celui de 2020, le plus marqué de l'histoire moderne chinoise, la croissance du pays ralentit tendanciellement depuis le début de la décennie 2010, de 10,6 % en 2010 à 5,9 % en 2019. L'économie chinoise serait ainsi en cours de transition vers une croissance économique plus lente, en lien notamment avec des investissements de moins en moins productifs et une population vieillissante. Selon Peschel et Liu (2022)<sup>[8]</sup>, la croissance potentielle chinoise est estimée à 5,3 % sur la période 2020-2025, contre 10 % entre 2001 et 2010, et devrait progressivement diminuer pour atteindre seulement 2 % en 2036-2040. Toujours selon ces auteurs, la croissance de long terme sera tirée par le capital et la productivité totale des facteurs, dont les contributions diminueront néanmoins, tandis que la baisse de la population active pèsera sur l'activité économique.

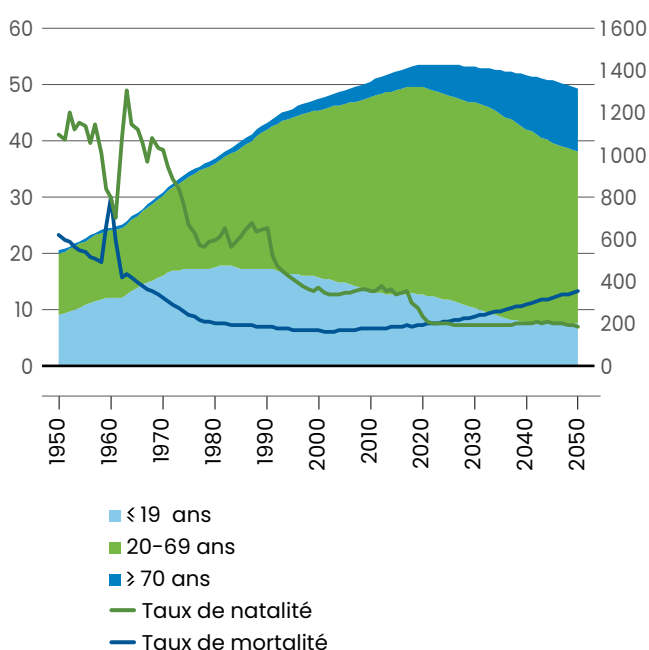
Au-delà du rythme de la croissance, le modèle économique qui reposait sur l'investissement apparaît de moins en moins soutenable au regard des déséquilibres macroéconomiques engendrés, notamment une dette publique élargie atteignant 110 % du PIB en 2022. Dans cette économie caractérisée par un taux d'épargne très élevé (46 % du PIB en 2022), les autorités chinoises tentent d'orienter davantage leur modèle de croissance vers la consommation domestique, parallèlement à une diminution de la dépendance à la demande extérieure. Mais si la contribution relative de la consommation avait eu tendance à s'accroître au cours de la décennie pré-Covid, la pandémie est

8 Peschel, D. et W. Liu (2022), "The Long-Term Growth Prospects of the People's Republic of China", *ADB East Asia Working Paper Series* n° 54.

Graphique 13 – Un ralentissement économique et un rééquilibrage souhaité



Graphique 14 – La population chinoise décline et vieillit



venue stopper cette évolution. La consommation a en effet subi les confinements et les restrictions sanitaires, tandis que les autorités ont soutenu l'activité par l'investissement public. La levée de la politique de tolérance zéro vis-à-vis du Covid-19 fin 2022 et l'effet de base ont conduit à une accélération de la croissance au cours des premiers mois de l'année 2023 et à un rebond de la consommation. Néanmoins, la reprise a été inférieure aux attentes, la consommation pâtissant notamment du manque de confiance des ménages et de la crise immobilière qui pèse sur la valeur de leurs actifs.

### Une transition démographique irrémédiable

En 2022 la population chinoise a diminué, ce qui, selon les données nationales, n'était pas arrivé depuis la grande famine de 1959-61. Pays le plus peuplé au monde jusqu'en avril 2023<sup>[9]</sup>, l'économie chinoise s'est servie de cet avantage comparatif pour développer son économie. Toutefois les défis posés par cette population gigantesque ont conduit les autorités à opter pour un contrôle drastique du nombre de naissances. La politique de l'enfant unique, adoptée en 1979, a contribué au recul rapide du taux de fécondité : de 7,5 enfants par femme en moyenne en 1963 à moins d'1,6 entre 1995 et 2002. Cette politique a été assouplie en 2013 puis totalement abrogée en 2015, permettant aux ménages chinois d'avoir d'abord deux, puis trois enfants depuis 2021. Malgré ce revirement, la natalité est restée basse en raison de l'urbanisation, de la hausse du coût de la vie, des prix des logements et des changements de comportement. Cela a contribué au ralentissement du taux d'accroissement naturel<sup>[10]</sup> qui est devenu négatif en 2022, reflétant un déclin de la population. Cette tendance devrait se poursuivre et, selon le scénario médian des Nations Unies, la population chinoise devrait retomber sous les 1,4 Md dès 2035, puis à 1,31 Md en 2050.

9 La population indienne a officiellement dépassé celle de la Chine depuis avril 2023.

10 Différence entre le taux brut de natalité et le taux brut de mortalité.

Cette situation a conduit également au vieillissement prématuré de la population et par conséquent, à la hausse du taux de dépendance des personnes âgées. Ni le manque de confiance des ménages exacerbé par les années de pandémie, ni la chute de la valeur des actifs détenus en lien avec la crise immobilière, ne devraient soutenir la fécondité dans les prochains mois. Le vieillissement démographique constitue un enjeu majeur pour les finances publiques et le dynamisme économique chinois, mais il pourrait également constituer un obstacle à la réorientation vers la consommation domestique. Si la théorie du cycle de vie de Modigliani suppose un mouvement de désépargne chez les personnes d'âge avancé pour permettre un maintien voire une hausse de la consommation, il se pourrait qu'en Chine le vieillissement ait un effet négatif sur la consommation (Jiang et Chang<sup>[11]</sup>, 2018 ; Xu et Zhao, 2021<sup>[12]</sup>). Au contraire, l'urbanisation de la Chine, autre évolution démographique qui pourrait sensiblement s'accélérer en cas de suppression du système du *hukou* (permis de résidence urbaine), pourrait soutenir la consommation et plus que compenser l'effet du vieillissement (Wang et Yu, 2020<sup>[13]</sup>).

### Une transition énergétique indispensable

La Chine est le plus gros émetteur au monde de gaz à effet de serre (30 % des émissions mondiales en 2021), loin devant les États-Unis (12 %) qui occupent la seconde place. Dans la dernière version de sa Contribution déterminée au niveau national (CDN) présentée en octobre 2021, quelques jours avant l'ouverture de la COP26, la Chine s'est engagée notamment à : i) atteindre son pic d'émission de CO<sub>2</sub> avant 2030, ii) parvenir à la neutralité carbone d'ici 2060, et iii) augmenter la part des énergies renouvelables dans le total de sa consommation d'énergie à 25 % d'ici 2030.

Les émissions de carbone de la Chine ont augmenté très rapidement à partir des années 2000, en lien avec le développement de l'industrie et la croissance économique du pays. Elles connaissent néanmoins une stabilisation depuis une dizaine d'années, les débuts de la mise en œuvre de la transition énergétique ayant permis de réduire l'intensité carbone de l'économie chinoise. La Chine a en effet déjà réalisé d'importants progrès en matière d'énergies renouvelables. Leur part dans la production électrique est ainsi passée de 18 % en 2010 à 30 % en 2022, devenant ainsi l'un des pays qui utilisent le plus de ressources renouvelables pour sa production électrique (22 % aux États-Unis et 21 % au Japon par exemple). La Chine est classée au 8<sup>e</sup> rang mondial en matière d'émission de CO<sub>2</sub> par rapport au PIB et ses émissions par habitant sont inférieures à de nombreux pays développés (7 tonnes de CO<sub>2</sub> par habitant contre par exemple 14,7 en Australie, 13,8 au Canada, 13,2 aux États-Unis). Notons toutefois que si la Chine ne finance plus de centrales à charbon à l'étranger, elle a décidé de rouvrir certaines centrales face à la crise énergétique de fin 2021 et les projets de construction de nouvelles centrales à charbon n'ont pas ralenti.<sup>[14]</sup> Par ailleurs, même si la Chine parvenait à réaliser les objectifs qu'elle s'est fixés, le Climate Action Tracker juge qu'ils seraient « très insuffisants » au regard des engagements pris dans le cadre de l'Accord de Paris.

La diminution de la population chinoise pourrait mécaniquement réduire les émissions de GES, mais étant donné la lenteur de décroissance de la population chinoise, les effets sur la réduction des émissions devraient être limités. En supposant un taux d'émission par tête constant (hypothèse peu réaliste étant donné les objectifs climatiques du pays) et selon les projections démographiques des Nations Unies, les émissions totales atteindraient encore 9,98 Mds tonnes équivalent CO<sub>2</sub> en 2050, soit une baisse d'à peine

11 Jiang, Y. et F. Chang, (2018), "Influence of Aging Trend on Consumption Rate of Rural Residents – Empirical Analysis Based on Provincial Panel Data", *Asian Agricultural Research*, Vol.10, No.4.

12 Xu, G. et X. Zhao (2021), "The Influence of Aging Population on Consumption Quantity in China", *Journal of Advanced Computational Intelligence and Intelligence Informatics*, Vol. 25 n°5.

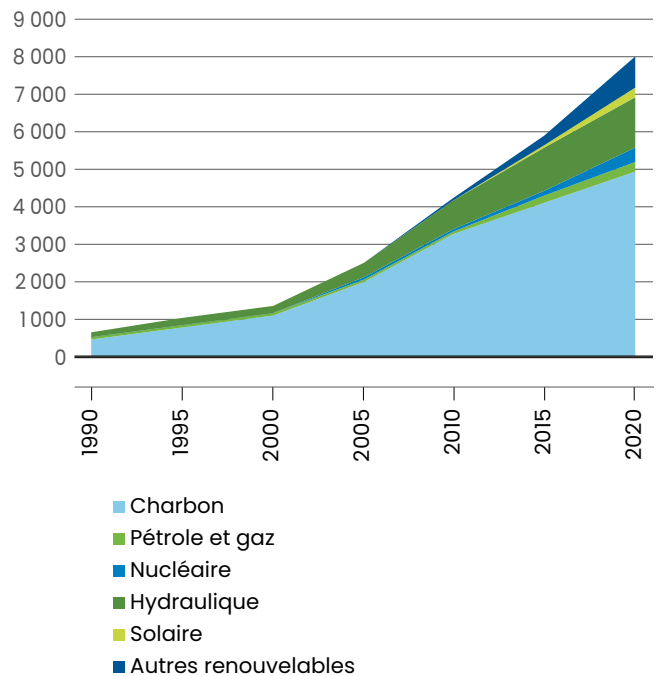
13 Wang, M. et X. Yu (2020), "Will China's population aging be a threat to its future consumption?", *China Economic Journal*, Vol. 13, n°1.

14 CREA (2023), "China permits two new coal power plants per week in 2022", Briefing.

7 % par rapport à 2019. En outre, au-delà de l'effet volume lié à l'évolution de la taille de la population, il est nécessaire de prendre en compte l'évolution de la structure de la population. En effet, si certains articles scientifiques mettent en évidence une empreinte carbone moins importante chez les personnes âgées (Zhang et al. 2023<sup>[15]</sup>), l'urbanisation devrait quant à elle encourager les émissions, le mode de vie urbain en Chine étant plus émissif (Feng et Hubacek, 2016<sup>[16]</sup>).

Le ralentissement du rythme de la croissance économique pourrait mécaniquement permettre de ralentir la hausse des émissions. Inversement, le passage à une économie moins carbonée risque d'affecter la croissance économique chinoise, avec des effets cumulatifs toutefois ambigus à long terme (meilleure efficacité énergétique mais hausse des coûts de l'énergie pénalisant l'offre) selon la Banque mondiale<sup>[17]</sup>. Enfin, un rééquilibrage en faveur de la consommation, permettant à l'économie chinoise de développer les services et de réduire sa dépendance aux industries intensives en carbone, pourrait diminuer de 15 % les émissions de CO<sub>2</sub> d'ici 2050<sup>[18]</sup>.

Graphique 15 – Une hausse sensible de la part des énergies renouvelables dans le mix électrique chinois (milliers de GWh)



Source : Agence Internationale de l'Énergie

15 Zhang, Z., Y. Cui et Z. Zhang (2023), Unequal age-based household carbon footprint in China, *Climate Policy*, Vol. 23, N°5, 577-592

16 Feng, K. et K. Hubacek, (2016), Carbon implications of China's urbanization. *Energy, Ecology and Environment*, Vol. 1, 39-44.

17 World Bank Group (2022), *China Country Climate and Development Report*. CCDR Series. World Bank Group, Washington DC.

18 IMF (2022), « People's Republic of China : 2021 Article IV Consultation », *IMF Country Report* N° 22/21.

# Cambodge : Des progrès notables pour pérenniser la croissance économique

---

Emmanuelle Monat – mansartmonate@afd.fr

**Depuis deux décennies, le Cambodge connaît une transformation progressive lui permettant d'accomplir des progrès économiques et sociaux notables pour devenir un pays à revenu intermédiaire de la tranche inférieure (PRITI). Les différents chocs exogènes depuis 2020 ont néanmoins souligné la fragilité des progrès accomplis et mis en exergue les défis que le pays doit encore relever pour améliorer son environnement socio-économique, accélérer sa croissance économique et la rendre plus inclusive afin de sortir durablement de la catégorie des pays les moins avancés.**

Essentiellement agricole au début des années 1990, le Cambodge a progressivement libéralisé son économie, lui permettant d'attirer les investisseurs étrangers et d'amorcer une transformation structurelle. Cela lui a permis de bénéficier d'un rythme de croissance économique dynamique de plus de 7 % en moyenne, multipliant son PIB par habitant par 3,5 entre 1993 et 2018. Avec un PIB par habitant estimé à 1 354 USD en 2021 (Banque mondiale), le pays est en passe d'être reclassé dans la catégorie des pays à revenu intermédiaire de la tranche inférieure (PRITI). Les autorités cambodgiennes affichent leur objectif de devenir un pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure (PRITS) d'ici à 2030, voire même de rejoindre le groupe des pays avancés d'ici 2050, impliquant un niveau de croissance économique ambitieux de 6 à 7 % en moyenne annuelle.

## **Des performances économiques malmenées par les récents chocs externes**

Le PIB réel s'est contracté de 3,1 % en 2020, affecté par la crise sanitaire notamment à travers la diminution de la demande externe et l'arrêt du tourisme. L'activité n'a rebondi que modérément en 2021 (+3 %), soutenue notamment par les dépenses publiques d'investissement. La croissance économique a repris plus solidement en 2022 (+5 %), soutenue par une reprise du tourisme et des exportations, malgré le ralentissement observé dans les secteurs du textile et de la construction.

Le contexte international tendu (guerre en Ukraine, resserrement des conditions monétaires internationales, diminution de la demande mondiale) pèse sur les perspectives de croissance.

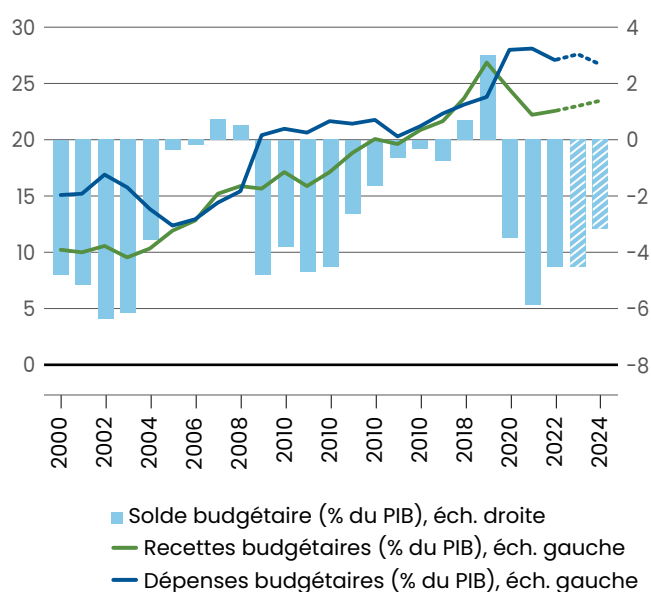
Le PIB réel devrait néanmoins poursuivre sa reprise en 2023, attendu à +5,4 %, soutenu par le tourisme et la demande intérieure, et ce malgré la croissance modérée du secteur externe. La croissance devrait progressivement converger vers son potentiel, estimé autour de 6,5 % par le FMI. Celui-ci a été revu légèrement à la baisse (~7 % pré-crise Covid-19), mais demeure comparable aux taux de croissance potentielle de pays voisins (Vietnam, Thaïlande).

## **Des fondamentaux budgétaires solides au cœur de la stratégie pour devenir PRITI**

La stratégie de mobilisation des recettes sur la période 2014-2018 a permis d'augmenter significativement les recettes publiques (26,8 % du PIB en 2019). Le pays a également enregistré des excédents budgétaires en 2018-19, ce qui a permis au gouvernement d'accumuler d'importants dépôts placés à la Banque centrale (23,7 % du PIB en 2020). Cette épargne publique a permis de financer partiellement la politique budgétaire contracyclique en réponse à la crise Covid-19, afin de limiter le déficit public et le recours à l'endettement. La mise en place tardive des mesures anti-Covid-19 a permis de contenir le déficit budgétaire à 3,4 % du PIB en 2020, avant qu'il ne se creuse à 7,1 % en 2021. Ramené à 4,1 % du PIB en 2022, il se creuserait légèrement en 2023, en lien avec les politiques de soutien face à la hausse des prix mises en place à partir de mi-2022, avant de repartir à la baisse dès 2024.

La consolidation budgétaire demeure une priorité des autorités. Elles développent une nouvelle stratégie de mobilisation des revenus sur 2024-2028, visant notamment l'instauration d'un impôt sur les plus-values (2024) et sur le revenu des ménages

Graphique 16 – La consolidation budgétaire demeure une priorité du gouvernement



Source : FMI (WEO)

(2025) tout en réduisant les dépenses de fonctionnement de l'État. Dans le même temps, une nouvelle loi permet d'épargner entre 2 et 4 % des recettes publiques de l'année précédente, si les revenus perçus sont plus élevés qu'anticipé dans le budget. Cette loi pourrait permettre de reconstituer l'épargne publique réduite à 15,1 % du PIB en 2022. Par ailleurs, si la dette publique a augmenté suite à la crise Covid-19, elle demeure contenue. Fin 2022, le taux d'endettement s'établissait à 36,1 % du PIB, soit une hausse de +7,9 pp depuis 2019. La structure de la dette publique apparaît peu risquée : elle est exclusivement externe et à caractère concessionnel (maturité moyenne de 26 ans, taux d'intérêt moyen de 1,3 %). Elle est détenue en majorité par des créanciers bilatéraux (68 % du total), la Chine étant le principal créancier du pays, et les 32 % restants sont détenus par des créanciers multilatéraux. La dette externe est majoritairement libellée en dollars, limitant le risque de taux de change étant donné l'ancrage du riel au dollar, jugé crédible. Le risque de surendettement, faible depuis 2012, a été confirmé par la dernière analyse de viabilité de la dette du FMI de décembre 2022.

À moyen terme, l'accès du Cambodge à des prêts concessionnels devrait diminuer suite au reclassement du pays dans la catégorie PRITI à partir de 2027. Pour y faire face, les autorités ont commencé à développer un marché domestique des bons du Trésor. Si les premières émissions de fin 2022 n'ont pas eu le succès escompté (taux

d'intérêt bas, instruments proposés trop rigides), le marché domestique devrait prendre de l'ampleur dans les années à venir et pourrait permettre au Trésor de diversifier ses sources de financement.

### Poursuivre les réformes pour éliminer les verrous structurels

Le pays cherche à diversifier son économie, qui se basait jusqu'à présent sur quatre secteurs principaux : la production agricole (environ 20 % du PIB, notamment le riz), le textile (18 % du PIB), la construction (10 % du PIB) et le tourisme (5 % du PIB, en croissance depuis les années 2000). Pour autant, le Cambodge souffre encore de nombreux verrous structurels, ne permettant pas de répondre aux besoins de diversification du pays. Les enjeux socio-économiques persistent et se sont accentués avec la crise Covid-19, tandis que de nombreux défis demeurent en matière d'éducation, de niveau de qualification de la main-d'œuvre et d'intégration des nouveaux entrants sur le marché du travail. Les indicateurs de transparence et d'environnement des affaires sont structurellement faibles, tandis que les problèmes de corruption demeurent omniprésents et se sont accentués avec la détérioration de l'environnement politique depuis 2017. Au niveau du secteur financier, le boom du crédit bancaire et de la microfinance depuis 2011 présente un risque de surchauffe, tandis que le secteur externe est peu transparent (problème de mesures du compte financier et de la dette externe privée) et reste dépendant de quelques secteurs clés.

Pour faire face à ces défis, plusieurs réformes sont en voie d'adoption : i/ nouvelle loi sur l'investissement privé et cadre réglementaire sur les partenariats public-privé ; ii/ feuille de route pour la promotion des investissements dans les secteurs à plus forte valeur ajoutée (automobile, électronique, machines, nouvelle stratégie textile publiée) ; iii/ réforme généralisée du système de protection sociale en cours de développement ; etc. Le gouvernement cambodgien, porté par la nouvelle génération politique, semble vouloir continuer à mettre en place des réformes socio-économiques visant à réduire les inégalités et à favoriser le développement socio-économique du pays. Cette transition fondée sur le dépassement des moteurs traditionnels de croissance est cependant loin d'être achevée. Elle est menacée notamment par la guerre en Ukraine et le ralentissement économique mondial qui en découle, alors que la demande extérieure demeure le principal moteur de la croissance économique cambodgienne.

# Serbie : L'Union européenne, si loin si proche...

---

Vincent Joguet – joguetv@afd.fr

**Près d'un quart de siècle après l'effondrement de l'économie socialiste planifiée, la Serbie affiche une bonne santé économique, pierre angulaire de sa volonté d'intégrer l'Union européenne, en dépit de la situation économique internationale, peu favorable pour un pays aussi ouvert vers l'extérieur, et d'une inflation élevée bien installée. Avec son statut de pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure, le pays affiche un revenu par habitant bien plus élevé que celui de ses voisins bulgares et roumains au moment de leur accession. Mais l'économie ne fait pas tout : les dérives autoritaires du pouvoir, les menaces sur l'État de droit, la question toujours brûlante de la reconnaissance du Kosovo et une politique étrangère ambiguë envers la Russie sont autant d'obstacles vers l'intégration.**

Depuis 2015, la Serbie connaît une croissance économique forte et robuste tirée par les investissements, les exportations et la consommation des ménages. Cette croissance repose sur les réformes de consolidation de l'économie mises en place avec l'aide du FMI après les années de marasme qui ont succédé à la crise financière mondiale de 2008. Depuis lors, la Serbie est devenue, à son initiative et sans discontinuer, une abonnée des programmes FMI afin de mettre en place une succession d'ajustements, renforcer ses réserves de change et faire repartir son économie. Cette stratégie a été couronnée de succès : la stabilité macroéconomique retrouvée a permis à la Serbie de se confronter à la crise sanitaire du Covid-19 dans les meilleures dispositions et de traverser l'année 2020 en limitant la contraction de son PIB réel à 0,9 %, avant de rebondir fortement en 2021 (+7,6 %). Sur la période 2018-2022, la croissance économique serbe a atteint 3,5 % par an en moyenne, soit l'une des meilleures performances européennes.

La croissance a cependant ralenti en 2022 (2,3 %) et devrait encore se tasser en 2023 (2 %) en raison de la morosité du climat économique international et de la baisse de la demande chez les principaux partenaires européens de la Serbie. En outre, la faible productivité du travail, l'émigration importante (la population a baissé de 12 % depuis 1994), la surreprésentation des entreprises publiques et leur mauvaise gouvernance pèsent sur le potentiel de croissance à long terme du pays, tout de même proche de 4 % selon le FMI.

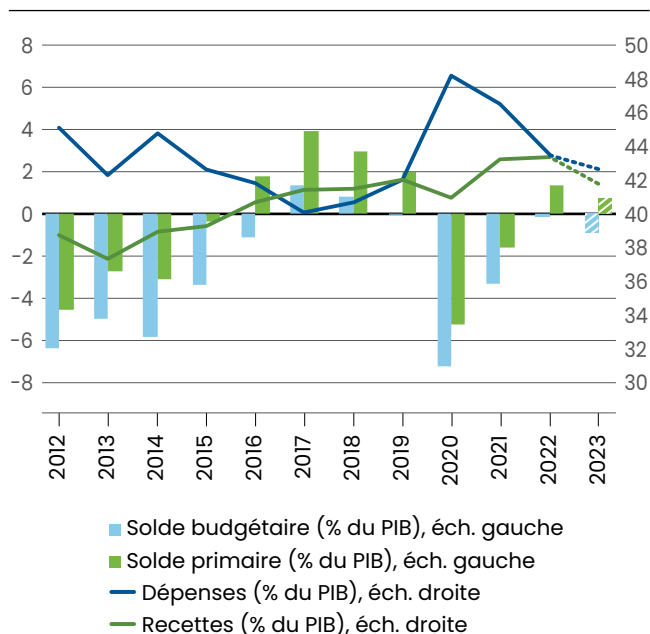
## Des comptes publics résilients

Grâce aux efforts de consolidation budgétaire menés avec le FMI entre 2015 et 2018, les finances publiques serbes ont enregistré trois années consécutives d'excédent budgétaire primaire. Le plan massif de réponse à la crise Covid en 2020 (+15 % pour les dépenses publiques) a creusé le déficit à 7,2 % du PIB. Mais la qualité du pilotage des comptes a permis au solde budgétaire de revenir à -0,1 % du PIB (hors énergie) en seulement deux ans. En conséquence, le besoin de financement s'est tassé et l'encours de dette publique évolue à la baisse depuis 2015, à l'exception de 2020, et il devrait atteindre 50 % du PIB en 2023.

La mise en place de règles fiscales de limitation du déficit public, l'adoption d'une stratégie de développement des marchés financiers et l'élaboration d'un plan d'action pour la gestion des entreprises publiques devraient continuer à renforcer la consolidation dans les années à venir. En décembre 2022, un nouvel Accord de confirmation du FMI de 2,4 Mds d'euros sur 2 ans a été adopté pour répondre aux besoins de financement anticipés, compte tenu du contexte économique mondial, et appuyer les efforts de réforme structurelle, en mettant l'accent sur le secteur de l'énergie, en crise. En effet, les bons résultats des comptes publics masquent une dérive des dépenses budgétaires liées au secteur énergétique (2,9 % du PIB en 2022), portant le déficit public à 3,2 % du PIB en 2022. Avec l'appui du programme FMI, le gouvernement compte éliminer définitivement en l'espace de deux ans ces transferts au secteur énergétique.



Graphique 17 – Une consolidation budgétaire (hors énergie) réussie et pérenne



Sources : FMI (WEO)

### Une économie ouverte et intégrée qui fait les frais d'une inflation importée

La Serbie est une économie très extravertie avec un taux d'ouverture commerciale de 62 % du PIB. L'Union européenne (UE) concentre près de deux-tiers des échanges, constitués majoritairement de biens intermédiaires. La Chine et l'Allemagne en sont les principaux pays fournisseurs. En 2022, en raison des coûts élevés des importations, principalement d'énergie pour des raisons internes (crise sur l'appareil de production électrique) et externes (hausse des prix des importations en raison de la guerre en Ukraine), le creusement du déficit commercial a entraîné celui du compte courant qui a atteint -6,9 % du PIB. La dérive a cependant été limitée par une forte augmentation des exportations de biens et services en fin d'année ainsi que des transferts de la diaspora.

Toutefois, les entrées nettes d'investissements directs étrangers (IDE) en forte augmentation (7 % du PIB en moyenne depuis 2017) couvrent à elles seules le déficit du compte courant. La Serbie est depuis de nombreuses années une terre hospitalière pour les investisseurs étrangers, le gouvernement ayant mis en place des politiques très avantageuses.

Ces flux d'IDE sont diversifiés géographiquement (pays de l'UE et Chine à part égale) et sectoriellement (construction et immobilier, industrie et transports).

En 2022, les perspectives très moroses en milieu d'année sur le déficit du compte courant ont été à l'origine de la demande du programme FMI pour anticiper d'éventuels problèmes de couverture du besoin de financement externe. Finalement, la détente des prix de l'énergie au 2<sup>nd</sup> semestre et la très bonne tenue des entrées d'IDE en provenance de Chine (montant record) ont permis à la Serbie d'éviter de puiser dans ses réserves de change.

L'ancrage *de facto* du dinar à l'euro est la pierre angulaire de la politique monétaire mise en avant par la banque centrale pour préserver la confiance des investisseurs internationaux et contrôler l'inflation. Si la confiance demeure bien présente, les prix ont flambé : l'inflation a atteint un pic de 16,2 % en mars 2023 en g.a. avant de commencer à ralentir en avril, bien plus tardivement que les autres économies de la zone des Balkans occidentaux. Pour préserver la croissance économique, la banque centrale a en effet beaucoup attendu avant de relever à treize reprises son taux directeur. L'inflation devrait rejoindre la fourchette cible des 3 % +/- 1,5pp fin 2024.

### Un malaise politique grandissant

Le SNS, (*Srpska napredna stranka*, Parti progressiste serbe), parti de centre droit à la fois nationaliste et pro-européen, domine la vie politique depuis 10 ans. Son hégémonie s'est accompagnée d'une dégradation continue de l'État de droit. Tous les indicateurs des observatoires politiques internationaux sont orientés à la baisse depuis 2017. La Commission européenne, dans son dernier rapport d'octobre 2022, s'alarme du ralentissement dans le rythme des réformes. Les progrès attendus concernent l'indépendance de la justice, la lutte contre la corruption, la liberté de la presse, la pollution de l'air et les relations avec le Kosovo. La normalisation des relations entre Pristina et Belgrade se heurte en effet à des tensions récurrentes parfois violentes comme en décembre 2022 et juin 2023.

Enfin, l'ambiguïté de la position serbe envers son allié traditionnel russe depuis le début de l'invasion de l'Ukraine (condamnation officielle à l'ONU mais refus de voter les sanctions) crispe les relations diplomatiques avec l'UE qui appelle le pays à s'aligner sur sa politique étrangère.

# Burkina Faso : De la crise politico-sécuritaire à la crise économique et budgétaire

---

Benoît Jonveaux – jonveauxb@afd.fr

**La détérioration tendancielle de l'environnement politico-sécuritaire a franchi une nouvelle étape en 2022, avec une intensification des attaques terroristes et deux coups d'État militaires successifs. Cette instabilité pèse sur l'économie, qui a enregistré en 2022 – sous le coup également des perturbations de l'environnement international – l'une des plus mauvaises performances de son histoire en matière de croissance économique, d'inflation et de déficits budgétaire et du compte courant. Surtout, le désengagement des bailleurs de fonds et les tensions sur le marché régional des titres publics menacent le financement de l'État alors que les déficits publics devraient demeurer élevés en raison de la situation sécuritaire. Les perspectives de rétablissement de l'activité comme de consolidation financière sont, à ce stade, au mieux incertaines.**

## **2022 marque une étape supplémentaire dans la détérioration de la situation politico-sécuritaire**

Confrontées depuis 2016 à une insécurité croissante liée à l'activité des groupes armés terroristes, les autorités de Ouagadougou ont perdu le contrôle de plus de 40 % du territoire national. Début 2023, le nombre de déplacés internes a dépassé 2 millions de personnes soit plus d'un Burkinabé sur dix. L'incapacité du président Kaboré à lutter efficacement contre le terrorisme a mené à sa destitution à l'occasion d'un coup d'État militaire en janvier 2022. Cependant, les revers essuyés par les nouvelles autorités et par l'armée ont conduit à une nouvelle mutinerie puis un putsch portant le capitaine Ibrahim Traoré au pouvoir en septembre 2022. Depuis lors, les autorités restent confrontées aux mêmes défis que leurs prédécesseurs dans la mesure où la menace terroriste continue de s'étendre. Outre le choc politico-sécuritaire de 2022, le Burkina a subi de plein fouet les perturbations de l'environnement international, notamment en matière de hausse des prix des matières premières et de resserrement de la liquidité internationale. Cette conjonction de chocs a eu un impact conséquent sur un environnement macroéconomique déjà fragile.

Ces chocs ont d'abord pesé fortement sur la performance en matière de croissance économique : après le rebond post-pandémie en 2021 (6,9 %), le taux de croissance du PIB réel a

significativement ralenti en 2022. Le FMI estimait début 2023 qu'il s'était établi à 2,5 % tandis que les dernières estimations de l'Institut national de la statistique le portent à seulement 1,5 %. C'est le niveau de croissance économique le plus faible depuis 1994, au moment de la dévaluation du franc CFA. Cette contre-performance provient à la fois des pressions inflationnistes qui ont pesé sur la demande et de facteurs d'offre. La production d'or a par exemple diminué de près de 13 % en 2022 (alors qu'elle avait augmenté de 8 % par an depuis 2013) en raison de la fermeture de nombreux sites miniers liée à l'insécurité croissante. L'inflation a atteint en moyenne 14 % en 2022 (là aussi son niveau le plus élevé depuis 1994), soit le double de la moyenne de l'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA). Elle a été tirée par la hausse des prix des biens importés, la perturbation des chaînes d'approvisionnement liées à la situation sécuritaire et une mauvaise récolte agricole en 2021-2022.

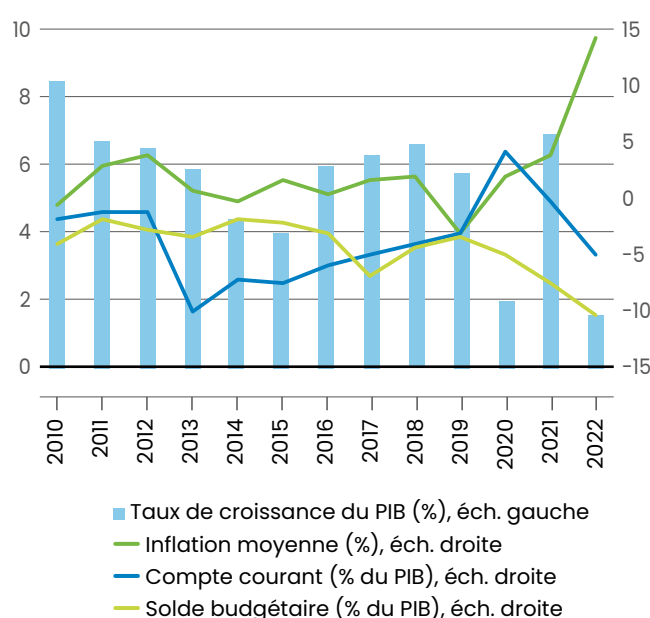
Les comptes publics et externes ont également enregistré une forte détérioration. Le déficit public est passé de 7,4 % du PIB en 2021 à 10,4 % du PIB en 2022, un niveau jamais enregistré dans l'histoire du pays et très éloigné des critères de convergence de l'UEMOA. Ce creusement du déficit public provient essentiellement d'une hausse des dépenses publiques, notamment celles visant à compenser la hausse des prix (subventions aux carburants et aux engrais, réduction des droits de douane sur les produits alimentaires). Les dépenses de sécurité ont également sensiblement augmenté, la lutte contre le terrorisme constituant

la priorité des militaires au pouvoir. Les comptes externes ont enfin connu une détérioration sensible en 2022 : la hausse des importations en valeur (+22 %) et la diminution des exportations d'or ont conduit au premier déficit commercial depuis 2015 et au creusement du déficit du compte courant de 0,4 % du PIB en 2021 à 5,2 % du PIB en 2022.

### La stratégie de financement de l'État est particulièrement fragilisée à court-terme

Cette dégradation de la situation économique, conjuguée à des facteurs exogènes, a un impact significatif sur le financement de l'État. La détérioration tendancielle des comptes publics (le déficit public moyen étant passé de 3 % du PIB en 2012-14 à 8 % en 2020-23) a tiré la dette publique vers le haut. Le taux d'endettement public est passé de 33 % du PIB en 2017 à 54 % du PIB en 2022 selon les estimations du FMI. Le recours croissant à l'endettement à court-terme et en monnaie locale, couplé aux importants déficits publics, a contribué à faire passer le besoin de financement de l'État de 1,6 Md USD en 2019 (10 % du PIB) à 3,6 Mds USD en 2022 (18 % du PIB). Dans le même temps, les sources de financement de l'État sont sous pression. Les engagements des bailleurs de fonds (bilatéraux et multilatéraux) ont diminué de 30 % en 2022 en raison de l'instabilité politique, de la situation sécuritaire et de l'absence de cadrage budgétaire et économique pluriannuel. Les putschistes n'ont en effet à ce stade pas présenté de stratégie économique. Cette situation pourrait s'améliorer dans le cadre du prochain programme FMI, les autorités et les services du Fonds ayant trouvé un accord technique le 30 juin 2023 pour une facilité de quatre ans d'environ 305 Mns USD. Celui-ci semble indispensable pour catalyser les financements des bailleurs, qui couvraient en moyenne 70 % du besoin de financement de l'État jusqu'en 2015 mais un peu moins de 25 % en 2022. Le positionnement géostratégique des autorités, qui ont effectué un rapprochement vis-à-vis de la Russie, constitue cependant un frein à une reprise forte des engagements des bailleurs occidentaux. Conséquence de la hausse des besoins de financement de l'État et de la diminution du soutien des bailleurs, la dette publique libellée en franc CFA augmente rapidement : elle est passée de 3 % du PIB en 2012 à plus de 30 % du PIB en 2022. Or, celle-ci est nettement plus coûteuse (son taux moyen est de 7 %, contre environ 1,2 % pour la dette en devises contractée auprès des bailleurs). Émise sur le marché

Graphique 18 – Une détérioration très marquée de l'environnement macroéconomique en 2022



Source : FMI (WEO), Institut national de la statistique et de la démographie (Burkina Faso)

régional des titres publics de l'UEMOA, elle pose également un risque de refinancement. En effet, le Burkina Faso, qui émettait traditionnellement sur une base mensuelle, n'a pas émis entre septembre 2022 et mars 2023 en raison d'une perception de risque politique accru par les banques régionales. Si le pays a placé des titres sur le marché régional depuis mars 2023, c'est au prix des conditions de financement les plus élevées de la région et avec une inversion de la courbe des taux (taux courts supérieurs aux taux longs). Surtout, l'appétit des acteurs régionaux est moins fort depuis mi-2022 en raison de tensions de liquidité, liées à la hausse des taux internationaux et régionaux et à la sollicitation accrue des économies plus importantes (Côte d'Ivoire et Sénégal notamment). La couverture des besoins de financement de l'État est ainsi à risque pour les années à venir tant que persisteront les importants déficits budgétaires et le ralentissement des engagements des bailleurs de fonds.

# Ouganda : Le projet pétrolier comme remède à tous les maux ?

---

Morgane Salomé – salomem@afd.fr

**L'Ouganda, qui mise sur le projet pétrolier du Lac Albert pour accélérer son développement économique, bénéficie depuis juin 2021 d'un programme FMI. Si ce dernier soutient un assainissement des finances publiques, la stratégie d'endettement adoptée ces dernières années par les autorités, conjuguée au resserrement monétaire, accroît les pressions sur les finances publiques et pèse sur un secteur extérieur qui pâtit déjà de l'augmentation des importations dans le cadre du projet pétrolier. Si des marges de manœuvre existent (dette soutenable, niveau des réserves de change relativement satisfaisant bien qu'en baisse), l'évolution de la situation à moyen terme sera à surveiller.**

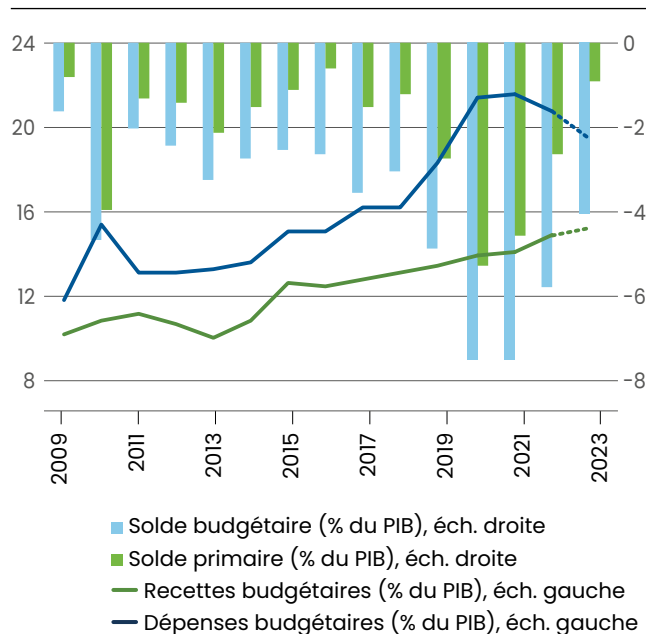
L'Ouganda a connu deux décennies de croissance économique soutenue (6,3 % en moyenne dans les années 1990 et 7,5 % dans les années 2000), qui ont permis une nette amélioration de ses indicateurs socio-économiques jusqu'en 2010. En revanche, les progrès enregistrés depuis ne permettent plus de distinguer le pays par rapport à ses pairs (Tanzanie, Rwanda, Kenya) et la convergence continentale du PIB par habitant a marqué le pas. Avec un PIB/habitant à 760 USD (méthode Atlas), l'Ouganda est encore un pays à faible revenu. Après avoir connu une forte baisse, passant de 63 % en 1993 à 36 % en 2012, le taux d'extrême pauvreté s'est stabilisé autour de 40 % sur la période récente. Dans un contexte de forte pression démographique (+3 % par an), l'intégration des jeunes sur le marché du travail représente également un enjeu de taille : le pays devra créer 600 000 emplois par an jusqu'en 2030, puis un million jusqu'en 2040.

## **Une croissance économique dynamique malgré des finances publiques sous pression**

Après avoir enregistré une récession modérée en 2020 (-1,3 %), l'économie ougandaise a rebondi en 2021 (+6,0 %), soutenue par l'investissement public et privé. En 2022, la croissance a été plus modérée (+4,9 %) en raison d'un ralentissement de l'activité agricole et de la consommation – un niveau toutefois supérieur à son potentiel (4 % selon le FMI). Elle accélérerait à nouveau en 2023 (+5,7 %), sous l'effet notamment d'une embellie de la production agricole et du développement des infrastructures pétrolières.

À moyen terme, la croissance bénéficierait du projet pétrolier du Lac Albert, dont la mise en opération est prévue en 2025. Le projet, mené par Total et la *China National Offshore Oil Corporation* (CNOOC), comprend deux sites d'exploitation et un oléoduc chauffé de 1443 km (*East African Crude Oil Pipeline Project*), devant permettre d'acheminer le pétrole brut jusqu'au port de Tanga en Tanzanie, pour son exportation. S'il devrait permettre au pays d'enregistrer une croissance de 7 % en moyenne en 2025-2027 selon le FMI, ce projet est très critiqué compte tenu de son impact environnemental et sur les droits humains (déplacement de populations, site d'exploitation situé en partie dans le parc naturel des Murchison Falls, etc.). Le niveau des recettes publiques reste faible (15 % du PIB), même par rapport aux pays pairs, en raison d'effets d'éviction importants liés à l'informalité et à une efficacité globalement mauvaise, bien qu'en amélioration, de la mobilisation fiscale dans le secteur formel. La capacité des autorités à mener des politiques publiques et à conduire les grands chantiers d'infrastructures lancés à partir de 2012, est limitée par de fortes contraintes d'absorption, se traduisant par une sous-exécution du budget. L'accroissement des dépenses courantes pour faire face à la crise du Covid-19 a creusé le déficit budgétaire, qui a atteint 7,5 % du PIB en 2020 comme en 2021 (contre 3,3 % du PIB en moyenne sur 2015-2019). Il s'est réduit en 2022, à 5,8 % du PIB, malgré une nouvelle augmentation de la charge d'intérêts (à 23 % des recettes, contre 13 % en moyenne sur 2012-2020). La facilité élargie de crédit (FEC) de 1 Md USD sur trois ans signée avec le FMI en juin 2021 soutient une consolidation budgétaire, qui devrait permettre de ramener progressivement le déficit à son niveau pré-crise.

Graphique 19 – La hausse de la charge de la dette pèse sur l'assainissement des finances publiques



Source : FMI (WEO)

Le retard pris dans les revues du programme traduit toutefois des difficultés à atteindre les cibles fixées. La deuxième revue, prévue pour juin 2022, n'a en effet été validée qu'en janvier 2023, conjointement à la troisième revue.

L'endettement public a crû fortement entre 2010 et 2021, avant de se stabiliser à 51 % du PIB en 2022 (+13 pp en trois ans). La dette publique est détenue à hauteur de 60 % par des non-résidents (principalement en devises) mais demeure en grande partie concessionnelle et de long terme. Néanmoins, le gouvernement ougandais s'est endetté, ces dernières années, de manière croissante sur le marché domestique et auprès de créanciers commerciaux extérieurs, à des conditions moins favorables (taux d'intérêt élevés, maturités courtes), ce qui explique la hausse de la charge d'intérêts. Le resserrement de la politique monétaire ajoute une contrainte supplémentaire en augmentant le coût de la dette domestique. La Banque centrale a, en effet, relevé à quatre reprises son taux directeur entre juin et octobre 2022, de 350 points de base en cumulé à 10 % (taux resté inchangé depuis), afin d'atténuer les pressions inflationnistes. L'inflation a fortement accéléré à partir de début 2022 jusqu'à atteindre un pic à 11 % en glissement annuel en octobre. Elle a ralenti depuis le début de l'année, pour s'établir à 6,2 % en

mai 2023, et reviendrait dans la cible (5 %) dans le courant du T3 2023 selon la Banque centrale. Afin d'alléger les pressions sur les finances publiques, la Banque centrale a conduit début 2023 deux opérations de conversion de dette (allongement de la maturité mais coupon plus élevé), visant les créanciers privés détenteurs d'obligations d'État arrivant à échéance en avril 2023. Dans ce contexte, les principales agences de notation ont, entre novembre 2022 et mars 2023, revu à la baisse la perspective associée à la note souveraine (B2 selon Moody's, B selon S&P et B+ selon Fitch), de « stable » à « négative ».

### Un risque supplémentaire sur la position extérieure

Le déficit du compte courant, structurellement élevé (5,7 % du PIB en moyenne entre 2010 et 2019), s'est encore creusé sous l'effet de la crise du Covid-19, à plus de 8 % du PIB en 2021-2022. Il augmenterait à nouveau en 2023 pour dépasser 10 % du PIB selon le FMI, compte tenu d'une hausse significative des importations associées au projet pétrolier. Cet important déficit du compte courant contribue à un besoin de financement externe (BFE) élevé (11,5 % du PIB en 2022), qui devrait rester conséquent à moyen terme, au regard notamment de la poursuite du projet pétrolier et d'un amortissement de dette externe significatif. Ce BFE n'est couvert qu'en partie par les IDE et les financements des bailleurs internationaux (respectivement autour de 3 et 2 % du PIB). Son ampleur accentue les pressions baissières sur le shilling ougandais, qui s'est déprécié de 5 % face au dollar en 2022 et de près de 2 % depuis le début de l'année.

La dette externe a significativement augmenté depuis 2014 (+18 pp) mais reste relativement contenue, à près de 45 % du PIB en 2022, et se maintiendrait à ce niveau à moyen terme selon le FMI. Elle est essentiellement portée par le secteur public (à hauteur 70 %) et à des conditions concessionnelles. Les réserves de change, restées relativement stables ces dernières années grâce au soutien des bailleurs internationaux, se sont réduites en lien avec la hausse des importations et du service de la dette externe. Elles se sont établies à 3,6 Mds USD en avril 2023, l'équivalent de 3,8 mois d'importations de biens et services (contre 4,3 Mds USD soit 4,6 mois d'importations fin 2021), proches du niveau minimum préconisé par le FMI (4 mois d'importations), mais inférieurs au critère de convergence de la Communauté des États d'Afrique de l'Est (fixé à 4,5 mois d'importations).

# Rwanda : PRITS d'ici 2035, un objectif ambitieux

---

Floriane Vallée – valleef@afd.fr

**Au cours des deux dernières décennies, le Rwanda a réalisé des avancées spectaculaires illustrées par une forte dynamique de croissance économique, une bonne gouvernance politique, ainsi qu'un net accroissement du niveau de vie. Portée par le volontarisme politique et l'investissement public, la trajectoire de développement du pays est désormais remise en cause par la succession de chocs exogènes depuis 2020. L'objectif de devenir un pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure (PRITS) d'ici 2035 apparaît optimiste au vu de l'espace budgétaire et des sources de financement plus restreints.**

Petit pays au cœur de la région des Grands Lacs, dirigé par des gouvernements autoritaires, le Rwanda est ressorti affaibli suite au génocide de 1994. S'en est suivie la reconstruction du pays, menée par l'arrivée au pouvoir du Front patriotique rwandais (FPR) et de son cofondateur Paul Kagame, portant le taux de croissance annuel moyen (TCAM) à 8,2 % en 2000-2010. L'amélioration de la gouvernance et des conditions de vie de la population ont ensuite porté le TCAM à 7,4 % jusqu'en 2019. Devenu l'un des pays les plus attractifs d'Afrique, ses ambitions de développement sont pourtant freinées par ses fragilités structurelles et les chocs successifs depuis 2020, en témoignant la nette dégradation des comptes publics et externes ainsi que la récente dégradation du niveau de vie. Le pays doit s'atteler à trouver de nouvelles sources de croissance et de financements ou bien devra-t-il redéfinir ses objectifs.

## **Un modèle de développement exemplaire en Afrique mais qui montre des « signes d'essoufflement »**

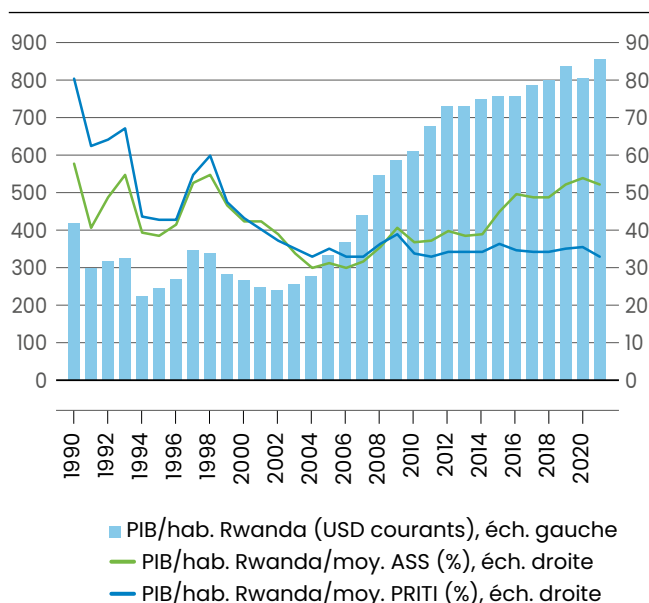
Le succès rwandais tient au rôle interventionniste de l'État via ses plans de développement (Vision 2020, Vision 2050), soutenus en partie par l'aide publique au développement (APD). Sa stratégie de développement nationale repose sur la promotion de l'investissement et de l'entrepreneuriat, l'innovation technologique, l'amélioration des conditions de vie et une stratégie de croissance verte. Lancée en 2000, la Vision 2020 avait alors pour objectif que le pays accède au groupe des pays à revenus intermédiaires (PRI). Si le statut n'a finalement pas été obtenu, il en n'est pas moins que les sphères économiques et sociales ont connu des changements radicaux.

Avec l'accélération de l'investissement (formation brute de capital fixe passée de 12 %

à 25 % du PIB entre 2000 et 2019) dont les IDE, le Rwanda a alors connu une mutation sectorielle. L'économie largement rurale et centrée sur l'agriculture s'est diversifiée et orientée vers le secteur tertiaire avec le développement des échanges commerciaux et des services associés (transport, tourisme et conférences et événements internationaux). Le secteur tertiaire concentre aujourd'hui 50 % du PIB, et près de 30 % des emplois. Mais l'agriculture demeure importante (24 % du PIB, 55 % des emplois) alors que l'industrie se développe (20 % du PIB, 19 % des emplois). L'interventionnisme étatique a aussi permis une amélioration de l'IDH, passé de 0,319 en 1990 à 0,534 en 2021 (165<sup>e</sup> sur 191 selon le Programme des Nations Unies pour le Développement). L'espérance de vie à la naissance a progressé de 48 à 66 ans sur la même période. Ainsi, la consommation des ménages a également fortement contribué à la dynamique de croissance. Déterminé, le Rwanda, via la Vision 2050, cherche désormais à rejoindre le groupe des PRITS d'ici 2035 (PIB/habitant supérieur à 4 036 USD), et celui des pays à revenus élevé (PRE) d'ici 2050 (PIB/habitant supérieur à 12 476 USD).

Bien que les indicateurs de gouvernance dépassent ceux des PRITS, les ambitions rwandaises de devenir un hub financier, technologique et commercial se heurtent à des obstacles structurels : barrières au commerce, enclavement, capital humain et productivité faibles, secteur informel important (90 % des emplois), et exportations dépendantes des cours mondiaux. De surcroît, le processus de convergence en termes de PIB par habitant est lent et ralenti par une croissance démographique soutenue (2,5 % par an) qui accélère la densité de population. Le doublement de la population prévu d'ici 2050 pourrait engendrer des conflits liés à la propriété de la terre et rendre durable la faible productivité agricole. Les

Graphique 20 – Encore loin du statut PRITI



Source : Banque mondiale, calculs AFD

aléas climatiques tels que sécheresses et inondations pèsent sur le secteur agricole et donc sur les conditions de vie.

Ces vulnérabilités structurelles sont exacerbées par des chocs conjoncturels qui altèrent les perspectives de convergence. La pandémie en 2020 puis les répercussions de la guerre en Ukraine en 2022, ont entraîné des dommages substantiels qui se ressentent particulièrement sur le budget des ménages et de l'État. La forte inflation (13,9 % en moyenne en 2022, puis 19,3 % en g.a en mars 2023, baisse prévue à 8 % à fin 2023) a par ailleurs poussé la Banque centrale (BNR) à augmenter son taux directeur à partir de février 2022 pour la première fois depuis 10 ans, le portant de 4,5 % à 7 % début 2023. Dans le cadre du régime de parité glissante de facto au dollar, le franc rwandais a continué de se déprécier de 4 % en moyenne annuelle en 2022 et de 5 % au premier semestre 2023.

### ... à l'image de finances publiques et externes dégradées

Derrière des taux de croissance économique solides (6,8 % en 2022, 6,2 % attendu en 2023, en ligne avec le potentiel) se cachent des déficits jumeaux structurels ainsi qu'une forte progression de la dette publique. Malgré des recettes publiques relativement élevées (24 % du PIB), proches du

niveau des PRITI, et une dépendance aux dons qui se réduit, les recettes fiscales pourraient avoir atteint un plafond en raison du niveau de revenu de la population et de l'importance du secteur informel. Les dépenses publiques sont élevées (29 % du PIB), tirées par les dépenses d'investissement (12 % du PIB), indispensables pour soutenir le rythme de croissance. Résultat, le solde budgétaire est déficitaire et se creuse depuis cinq ans : 6,7 % du PIB en 2019-2023 contre 1,1 % du PIB en 2000-2018. La dette publique a augmenté considérablement depuis 2012, après l'initiative PPTE, passant de 19 % à 69 % du PIB prévu en 2023. Aux ¾ externe, elle est largement concessionnelle, cette part externe étant détenue à 90 % par des bailleurs bi et multilatéraux. Mais la part domestique augmente et ce, à des taux d'intérêt et maturités moins avantageux ; le besoin de financement public (BFP) atteint 15 % du PIB alors que le service de la dette publique externe est faible à 1 %-2,5 % du PIB en 2022-25. La sensibilité des finances publiques aux chocs externes et de croissance s'est accrue. En conséquence, le FMI a dégradé le risque de surendettement de faible à modéré. Côté balance des paiements, les exportations de thé, café et minéraux ( $\frac{2}{3}$  des exportations totales) sont dépendantes des cours mondiaux et des aléas climatiques, tandis que les importations sont dynamisées par les grands projets d'infrastructures et la construction. Le compte courant est structurellement déficitaire à hauteur de 10 % du PIB en moyenne depuis 2010. Le Rwanda continue de bénéficier du soutien financier du FMI, de la Banque mondiale et de bailleurs bilatéraux (Chine, France). Sa seconde et dernière émission d'Eurobond en 2021 (620 M USD à 10 ans et 5,5 %) a permis de refinancer le premier Eurobond de 400 M USD émis en 2013 et arrivé à échéance en 2023. Par ailleurs, le niveau des réserves de change est jugé adéquat, couvrant 4,6 mois d'importations à fin 2022. Toutefois, le financement de Vision 2050 est contraint par les ressources internes limitées et la baisse relative de l'APD. L'objectif des autorités est donc d'attirer les IDE et de trouver des sources de financement alternatives, via notamment le secteur privé qui peine à prendre le relais (taux d'intérêt élevés, coûts élevés de logistique du fait de l'enclavement du pays, et peu d'intérêt pour les entreprises protégées de la concurrence), tout en continuant à gérer les risques climatiques.



# Tunisie : Un éventuel renflouement par le FMI, suffisant pour rebondir ?

---

Alix Vigato – vigatoa@afd.fr

**Alors que la Tunisie souffre de déséquilibres macroéconomiques majeurs depuis la révolution de 2010-2011, la situation de ses comptes publics et extérieurs s'est sensiblement dégradée depuis la pandémie de Covid-19 et la guerre en Ukraine. Afin de résorber ces déséquilibres et relancer l'activité économique, les autorités tunisiennes négocient depuis plus de deux ans un programme de financement avec le FMI, mais les négociations patinent. Comme l'illustrent les résultats controversés des deux précédents programmes, il apparaît néanmoins qu'un nouveau renflouement par le FMI ne pourra permettre de redresser les comptes que s'il est adossé à un programme de réformes ambitieux et effectivement mis en œuvre. Un portage politique fort sera, dès lors, indispensable.**

La Tunisie connaît depuis une dizaine d'années un net ralentissement de sa croissance économique, imputable à la dégradation de la situation politico-sécuritaire, à une chute de l'investissement et à la baisse de la croissance en Europe, son premier partenaire commercial et financier. Petite économie ouverte et fortement dépendante des fluctuations du secteur touristique (jusqu'à près de 15 % du PIB), le pays a violemment été frappé par la pandémie de Covid-19 en 2020 (récession de 8,8 %), et le rebond de l'activité n'a été que de 4,4 % en 2021 puis de 2,5 % en 2022. Alors que la croissance devrait encore ralentir en 2023 (à seulement 1,6 % selon le FMI), la Tunisie pourrait ne retrouver son niveau de PIB réel pré-pandémie qu'à l'horizon 2024. La situation sociale est également alarmante. Depuis une dizaine d'années, le PIB par habitant (USD en ppa) stagne et le chômage se maintient à un niveau élevé, proche de 15 % de la population active, en particulier chez les jeunes. À cela viennent s'ajouter ces derniers mois l'accélération de l'inflation à un niveau record depuis les années 1980 (proche de 10 % en glissement annuel depuis le début de l'année 2023), les tensions sur l'approvisionnement de plusieurs biens de première nécessité et l'effondrement de la production céréalière domestique (-66 % sur un an) du fait de la sécheresse.

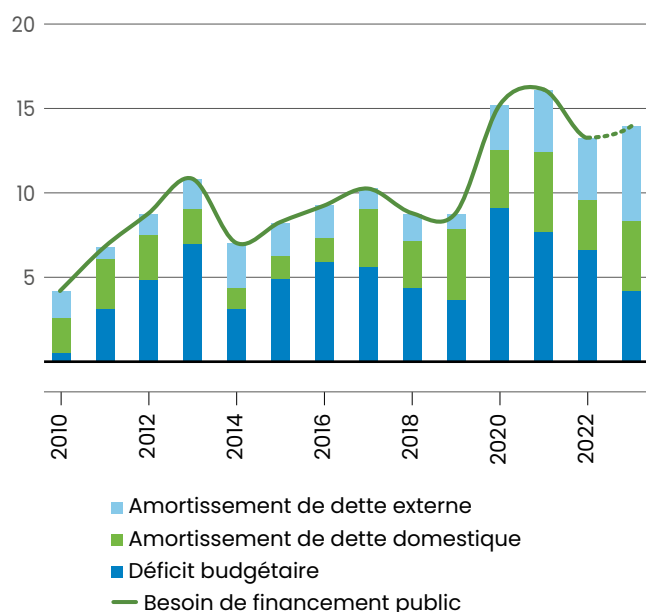
## **De préoccupants déséquilibres des comptes publics et extérieurs**

Plombés par le poids de la masse salariale et des subventions alimentaires et énergétiques et par les difficultés de nombreuses entreprises

publiques, les comptes publics de la Tunisie ont affiché un déficit de l'ordre de 5 % du PIB en moyenne sur la période 2011-2019. Si la mise en œuvre de timides mesures de consolidation avaient permis une légère amélioration en 2018-2019, la pandémie, puis la hausse des cours des matières premières, ont depuis entraîné un nouveau dérapage budgétaire (-7,8 % du PIB en moyenne en 2020-2022). Bien que le repli des cours internationaux devrait permettre une réduction du déficit en 2023 (à 4,2 % du PIB selon le FMI), d'importantes échéances de dette sont prévues cette année, d'où un besoin de financement de l'État qui se maintiendrait à un niveau conséquent en 2023, de l'ordre de 14 % du PIB (contre 8 à 9 % du PIB avant pandémie, cf. graphique). La couverture de ce besoin de financement s'avère, en outre, de plus en plus complexe en raison du tarissement des sources de financement externes du pays : impossibilité *de facto* d'émettre des titres sur les marchés internationaux (conditions de marché prohibitives) et réticence des bailleurs. Dès lors, le Trésor tunisien sollicite de plus en plus le marché financier domestique, à des conditions relativement moins favorables, y compris via un « emprunt obligataire national » et des prêts syndiqués en devises de banques locales (en sus d'un financement monétaire de la banque centrale en 2020). Ce recours au marché local a notamment pour effet de renforcer le risque systémique à travers le nexus banques-souverain et génère un risque d'effet d'éviction sur le crédit au secteur privé.



Graphique 21 – Le besoin de financement de l'État tunisien atteint des niveaux records (% du PIB)



Sources : Ministère des finances (Tunisie), FMI

Les comptes extérieurs de la Tunisie ne sont, en parallèle, pas en reste. Malgré une base exportatrice diversifiée, un secteur touristique dynamique (première source historique de devises) et de substantielles remises de migrants, le solde du compte courant est structurellement déficitaire (-9,0 % du PIB en moyenne sur la période 2011-2019). Ces dernières années, le compte courant a successivement été affecté par la pandémie de Covid-19 (effondrement du flux de touristes internationaux) puis par l'envolée des prix des importations de matières premières (énergie, céréales, sucre, huiles, etc.). À ce déficit important du compte courant (8,5 % du PIB en 2022) s'ajoute d'importantes échéances de dette extérieure publique et privée qui portent le besoin de financement externe à un niveau record ces dernières années, à près de 15 % du PIB en 2022. La pression sur la balance des paiements est une source d'inquiétude dans la mesure où les IDE (inférieurs à 2 % du PIB, en repli tendanciel), les marchés financiers (conditions prohibitives) et les bailleurs n'apparaissent – en l'état – pas capables d'assurer un flux de financements internationaux suffisant pour couvrir le besoin tunisien en devises étrangères. Par conséquent, les réserves de change du pays pourraient être ponctionnées pour combler le *gap* de financement et ainsi poursuivre leur décroissance : après un pic à 8,9 Mds USD fin 2020 (5,4 mois d'importation de biens et services), elles n'atteignent plus que 7,0 Mds USD fin mai 2023, soit l'équivalent de 3,1 mois d'importations.

## La nécessité de réformes ambitieuses

En vue de résorber les déséquilibres macroéconomiques du pays et relancer l'activité, les autorités tunisiennes négocient depuis avril 2021 un programme de financement avec le FMI. Un accord préliminaire (*Staff-level agreement*) a ainsi été trouvé en octobre 2022 entre les différentes parties au sujet d'un programme de près de 2 Mds USD sur quatre ans. Toutefois, sa conclusion traîne. En dépit des efforts menés par les autorités fin 2022 (accord sur le salaire des fonctionnaires, hausses de prix des carburants), plusieurs points de blocage persistent, en particulier concernant les subventions énergétiques et la gestion des entreprises publiques. Les relations entre autorités et bailleurs internationaux se sont, en outre, tendues début 2023 à la suite de déclarations controversées du président Kaïs Saïed au sujet des migrants originaires d'Afrique subsaharienne en février puis à la qualification de certaines demandes du FMI de « diktats venus de l'étranger »<sup>[19]</sup> en avril.

À court terme, le relatif repli des cours internationaux des matières premières ainsi que les bons résultats enregistrés en matière de flux touristiques et de remises de migrants apparaissent comme un bol d'air bienvenu pour les comptes du pays, et les récents prêts et dons fournis par plusieurs partenaires semblent avoir atténué l'urgence d'un apport d'argent frais. Toutefois, les importantes échéances de dette attendues aux troisième et quatrième trimestres de l'année 2023 (près d'1,5 Md USD d'amortissement) font craindre un renforcement des tensions.

Le programme FMI et les financements qu'il catalyserait ne doivent, toutefois, pas être considérés comme la solution miracle à l'ensemble des déséquilibres macroéconomiques du pays. Les près de 2 Mds USD d'un programme FMI qui s'étaleraient sur 48 mois doivent notamment être mis en relation avec les niveaux des besoins de financement public et extérieur de la Tunisie, qui sont largement supérieurs (respectivement 9,7 et 7,4 Mds USD pour la seule année 2023). Devront en parallèle être menées d'ambitieuses réformes qui restent à définir, celles proposées par le FMI fin 2022 ayant été, au moins en partie, rejetées par les autorités. À l'aune des difficultés et retards rencontrés lors des deux précédents programmes FMI (2013-2015 puis 2016-2020), de telles réformes nécessiteront en tout état de cause un portage politique fort afin d'assurer leur mise en œuvre effective.

19 Jeune Afrique, 7 avril 2023

## Brésil : Attention aux buts contre son camp

Maxime Terrieux – terrieuxm@afd.fr

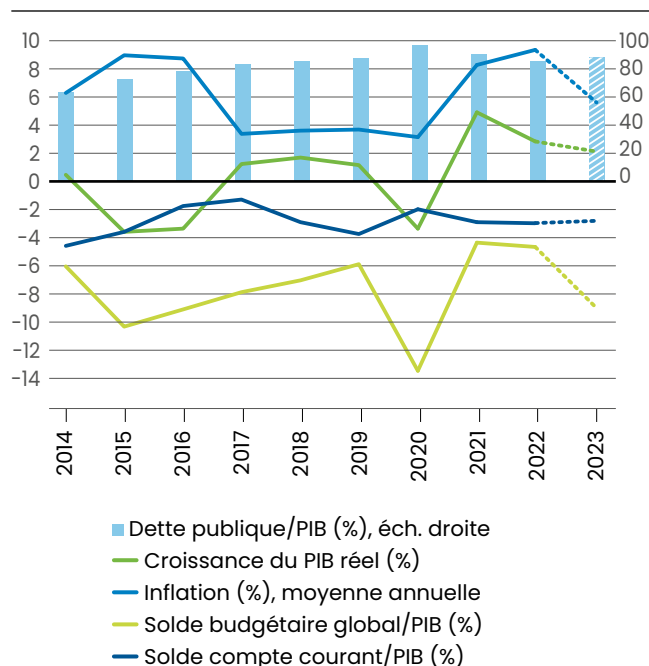
Le retour de Lula au pouvoir début 2023 marque une défense renouvelée du multilatéralisme, des institutions démocratiques, et de la lutte contre le changement climatique. La politique sociale volontariste qu'il entend mener devra toutefois s'accompagner d'un *policy mix* prudent. Cela passera notamment par le respect de la nouvelle règle budgétaire. Surtout, pour éviter tout risque de remise en cause de l'indépendance de la politique monétaire et de « désancrage » des anticipations d'inflation, les attaques gouvernementales répétées contre la Banque centrale devront être plus contenues. Un contexte plus apaisé permettrait ainsi de mettre en œuvre les réformes nécessaires pour relancer un modèle économique aujourd'hui en berne.

« Est-ce que ce pays va bien ? Ce pays est-il en train de croître ? La vie des gens s'améliore-t-elle ? Non. Donc, je veux savoir à quoi l'indépendance a servi »<sup>[20]</sup> assenait en février le Président brésilien Luiz Inácio Lula da Silva (dit Lula), en référence à la loi sur l'autonomie de la Banque centrale du Brésil (BCB), votée en 2021 sous le mandat de son prédécesseur, Jair Bolsonaro. En s'en prenant ouvertement à la BCB et à son Président Roberto Campos Neto, Lula et son gouvernement veulent pousser pour une baisse des taux d'intérêt, et ainsi afficher leur détermination à relancer la croissance d'une économie qui devrait être assez modérée en 2023 (projection du FMI à 2,1 %). Mais cette stratégie pourrait s'avérer contre-productive.

### Lula reprend le pouvoir dans un Brésil changé

Lors de ses deux premiers mandats (2003-2010), la politique volontariste de redistribution des gouvernements Lula – favorisée par le super-cycle des matières premières – a permis à plus de 30 millions de Brésiliens de rejoindre la classe moyenne. Douze ans plus tard, Lula retrouve le pouvoir dans un Brésil sensiblement changé. Le pays a enregistré une succession de crises politiques (manifestations de 2013, destitution de Dilma Rousseff en 2016 pour manipulation des comptes publics, scandales liés à l'opération anti-corruption « Lava Jato ») et économiques (baisse du PIB de 7 % en cumulé sur 2015-2016, crise de Covid-19) ayant nettement entamé les gains des années 2000. La croissance moyenne de 3,4 % sur la décennie 2000

Graphique 22 – Principaux agrégats macroéconomiques



Source : FMI (WEO, avril 2023)

a ainsi fait place à une croissance potentielle à 1,5 %-2 %. Le revenu par habitant de 2022 est retombé à son niveau de 2007. Et le mandat de Bolsonaro, président d'extrême droite aussi populiste qu'imprévisible, a accentué la polarisation d'un pays déjà divisé. Pour Lula, la restauration de l'unité passera par l'amélioration du niveau de vie de la population, comme il avait pu le faire lors de son premier passage au sommet du pouvoir. Sa stratégie de relance de la croissance par une politique de la demande et donc de stimulation de la consommation et de l'investissement s'accommode mal de taux d'intérêt élevés.

20 Financial Times, "Lula's Attacks on Brazil Central Bank Alarm Investors", 11 février 2023

### Pressions contre la Banque centrale

Pour contrer le retour de pressions inflationnistes dès la fin de 2020 (rebond de la demande interne, début de hausse des cours des matières premières, goulets d'étranglement, faiblesse du *real*), la BCB pratique depuis mars 2021 une politique monétaire très restrictive. En avance de phase par rapport à la majorité des autres économies, notamment avancées, le resserrement de 1100 pbs entre mars 2021 et août 2022 a porté le taux directeur à 13,75 %, niveau auquel il est stabilisé. L'inflation ayant reflué de 12 % en avril 2022 à 3,2 % en juin 2023, le taux d'intérêt réel est désormais de près de 10 %, un des niveaux les plus élevés au monde. Cette politique restrictive devrait peser sur la croissance en 2023, créant l'ire du Président brésilien. « Campos Neto veut-il atteindre les cibles d'inflation européennes ? Nous devons atteindre une cible brésilienne. Un taux d'inflation de 4 % ou 4,5 % au Brésil est une bonne chose si l'économie est en croissance. »<sup>[21]</sup> s'insurgeait encore Lula dans une de ses discours en début d'année. Ces déclarations à l'encontre d'une institution réputée pour son sérieux et sa crédibilité pourraient toutefois se retourner contre Lula. D'une part, le possible retour d'interférences de l'État dans la politique monétaire a effrayé les marchés, inquiets d'un « désancrage » des anticipations d'inflation, qui pourrait peser de façon beaucoup plus longue sur la stabilité économique que des taux élevés. D'autre part, à supposer que Lula soit entendu, un assouplissement monétaire trop précoce pourrait conduire à un rapide retour à la hausse de l'inflation, compliquant sa maîtrise et contribuant là encore au « désencrage » des anticipations. Enfin, si la BCB reste prudente, c'est aussi parce qu'elle garde un œil attentif sur la nouvelle politique budgétaire de Lula, source d'incertitudes supplémentaires.

### Une nouvelle règle budgétaire finalement raisonnable

Désireux d'augmenter les dépenses publiques, Lula avait indiqué lors de la campagne électorale vouloir remettre en question la règle budgétaire en vigueur depuis 2017, jugée trop contraignante. Celle-ci plafonnait la hausse annuelle des dépenses publiques à l'inflation, et avait permis au Brésil de restaurer un certain degré de crédibilité de la gestion des finances publiques. Si Bolsonaro avait déjà entamé cette crédibilité en 2022 en contournant

la règle pour augmenter les allocations sociales, Lula semblait prêt à aller plus loin pour augmenter les dépenses publiques, faisant craindre de nouveaux dérapages budgétaires et en conséquence, une hausse du coût d'une dette publique déjà élevée (86 % du PIB fin 2022). Il ne devrait finalement rien en être. Une nouvelle règle budgétaire, présentée début avril 2023, permettra une hausse plus flexible des dépenses mais limitera leur caractère procyclique, tout en visant un équilibre du solde primaire (nouvel ancrage). Malgré sa complexité, la nouvelle règle devrait écarter le risque de dérive budgétaire. Dans ce contexte, la BCB devrait désormais être plus rassurée pour entamer un assouplissement monétaire, lorsque l'inflation sera plus proche de la cible (3,25 %), probablement à partir du T4 2023. Et Lula de se faire plus discret dans sa rhétorique contre la BCB.

### Repenser le modèle brésilien

À supposer les chevaux de bataille monétaire et budgétaire réglés, Lula ne devra pas oublier que la relance économique passera aussi et surtout par la redéfinition du modèle brésilien, économie aujourd'hui prise au piège des pays à revenu intermédiaire. Les objectifs de relancer l'investissement public dans les infrastructures, ou de mobiliser la banque publique de développement (*Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social*, BNDES) pour soutenir la politique industrielle, constituent des pistes intéressantes. Mais il faudra surtout veiller à réduire le « coût Brésil »<sup>[22]</sup> évalué en 2022 à 300 Mds EUR (équivalent à ~20 % du PIB) chaque année. La complexité du régime fiscal, l'environnement juridique et réglementaire, ou encore les inadéquations sur le marché du travail pèsent en majorité dans le coût Brésil. Entamées à travers le plan *Mais Brasil* sous Bolsonaro, les réformes pour réduire ce coût devront se poursuivre, sous peine pour Lula de décevoir ses électeurs. Motif d'espoir, le Brésil continuera dans les années à venir de bénéficier d'une forme de rente naturelle : les IDE, attirés notamment par la taille du marché brésilien, devraient continuer d'affluer (3,1 % du PIB en 2022), avec des retombées positives en termes de croissance et d'accumulation de réserves en devises (plus de 10 mois d'importations de biens et services), symbole d'une position extérieure solide.

21 Ibid.

22 Coût de production supplémentaire pour les entreprises brésiliennes par rapport au coût moyen des pays de l'OCDE.

# Mexique : Émergence éternelle

Sylvain Bellefontaine – bellefontaines@afd.fr

Près de 30 ans après l'intégration dans l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) et l'OCDE (1994), le Mexique demeure bloqué dans une trappe à revenu intermédiaire. En cause, l'échec à assurer la convergence avec les pays avancés d'un modèle économique fondé sur le triptyque rigueur du policy mix, libéralisme économique et arrimage aux États-Unis, sans réformes ni État providence. Face à la succession de chocs exogènes depuis 2020, le mantra de la stabilité macroéconomique modère les risques de liquidité et de solvabilité publique et externe. Toutefois, l'approche frontale du président Andrés Manuel Lopez Obrador (dit AMLO) envers les milieux d'affaires et son souverainisme quant aux ressources naturelles complexifient l'équation croissance économique – pétrole – finances publiques – développement – transition énergétique.

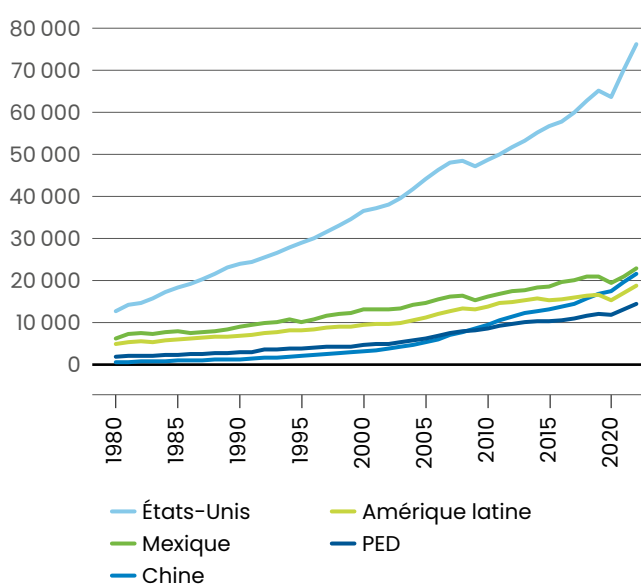
À l'avant-garde des crises émergentes des années 1980-1990, le Mexique a subi un choc récessif historique en 2020 (-8 %) sans déstabilisation macroéconomique majeure. Ceci témoigne, certes, d'une économie flexible et résistante, mais aussi de mesures contracycliques minimales, essentiellement des transferts directs aux populations défavorisées en l'absence de filets sociaux. L'économie mexicaine est confrontée à une quadruple dualité : i/ entre secteurs exportateurs et domestiques, ii/ entre travail formel et informel, iii/ entre Nord et Sud, et iv/ entre libéralisme économique et protectionnisme-étatisme. Si 38,5 % des Mexicains disposaient en 2022 de revenus du travail inférieurs au coût du panier alimentaire (Consejo Nacional de Evaluación de la Política de Desarrollo Social, CONEVAL) et les inégalités demeurent fortes (indice Gini de 45,4 en 2020), les revendications sociales sont moindres que dans nombre de pays latino-américains, en lien notamment avec une perception positive (mais surestimée) de la mobilité sociale, à l'instar des voisins nord-américains. Toujours populaire face à une opposition dispersée, le président AMLO ne pourra se représenter pour un second mandat de six ans en juillet 2024.

## Une prospérité bridée par le modèle économique et le dogmatisme idéologique

La croissance du PIB réel mexicain n'a pas excédé celle des pays développés en moyenne en 2003-2022, à 1,8 % contre 5,3 % pour les pays émergents et en développement (PED). Le rebond de l'activité a été décevant en 2021 (+4,8 %), pénalisé par les pénuries dans les chaînes d'approvision-

nement, le policy mix restrictif et la lenteur de la vaccination. En 2022, le PIB réel n'avait toujours pas retrouvé son niveau pré-pandémie (+3,1 %), malgré la bonne tenue de la consommation, de l'investissement, des créations d'emplois, des exportations, des recettes touristiques et des transferts de la diaspora. La baisse des salaires réels et la politique monétaire restrictive pointent un ralentissement en 2023, sur fond de stress bancaire et de spectre récessif aux États-Unis. La croissance du PIB réel pourrait atteindre 2,6 % cette année et ralentir au-dessous de son potentiel (estimé à 2 %) en 2024 dans le sillage des États-Unis. L'économie mexicaine est enfermée

Graphique 23 – PIB par habitant (USD courants en parité de pouvoir d'achat)



Source : FMI (WEO)

dans un modèle d'atelier à bas coût de main-d'œuvre et de variable d'ajustement du marché nord-américain. Exportant 88 % de produits manufacturés en 2022, essentiellement à destination des États-Unis (82 %), le Mexique n'y a toutefois pas gagné de parts de marché (14 % en 2022) depuis le déclenchement des tensions commerciales sino-américaines en 2018. Les perspectives de *nearshoring* générées par la reconfiguration des chaînes de valeur mondiales et le plan Biden de 369 Mds USD de subventions aux entreprises constituent une aubaine pour le Mexique. Sa capacité d'attractivité pour les secteurs porteurs et à forte valeur ajoutée locale (ex. : véhicules électriques) sera primordiale pour soutenir le solde du compte courant (-1 % du PIB en 2022), la croissance économique et l'emploi à moyen terme.

Le fossé perdure entre les deux voisins en matière de productivité, de progrès technique et de capital humain. Malgré des flux d'IDE dynamiques (35,3 Mds USD en 2022, soit 2,4 % du PIB) dans le secteur industriel, y compris de firmes chinoises, le taux d'investissement (FBCF) n'a pas excédé 21 % du PIB en moyenne en 2018-2022, contre 23 % du PIB dans les pays avancés et 33 % du PIB dans les PED. Le climat d'investissement et le respect des contrats sont précarisés, à l'image du détricotage de la réforme énergétique de 2014 ouvrant le secteur aux investisseurs privés et étrangers et du « rachat forcé » des actifs de la société espagnole Iberdrola en avril 2023, assimilable à une nationalisation. Face aux difficultés financières et techniques de Petróleos Mexicanos (PEMEX), monopole public depuis 1938, la production pétrolière a chuté de moitié depuis le pic de 2004 (stable depuis 2019 à 1,7 million de barils par jour), tombant du 5<sup>e</sup> au 12<sup>e</sup> rang mondial et faisant du Mexique un importateur net de produits pétroliers. Le nouveau code minier favorise le secteur public pour l'exploration et limite la durée des concessions de 50 à 25 ans, au risque d'hypothéquer quelque 9 Mds USD d'investissements potentiels (Cámara Minera de México, CAMIMEX) dans des minerais essentiels à la transition énergétique (argent, lithium, cuivre, zinc, etc.).

### **Une orthodoxie budgétaire vaine en l'absence de réformes**

L'administration AMLO s'inscrit dans la tradition de discipline budgétaire ancrée depuis la crise de 1994-1995. Le déficit public est demeuré sous contrôle, à 4 % du PIB en moyenne en 2020-2022, et le FMI prévoit un retour à la règle budgétaire de 3 %

du PIB dès 2024, facilité par la réduction des subventions énergétiques. Le taux d'endettement public se stabiliserait sous la barre de 60 % du PIB à l'horizon 2028, inférieur de 20 pp à la moyenne des PED. Le profil de la dette est plutôt favorable limitant les risques de liquidité et de change ( $\frac{1}{3}$  libellée en devises, dont la moitié contractée par PEMEX, maturité longue). La charge d'intérêts de la dette publique rapportée aux recettes est assez lourde (18 % en 2022-2023), mais le besoin de financement public (11-12 % du PIB en 2023-2027) semble absorbable par le marché local, offrant notamment des opportunités d'arbitrage de taux aux investisseurs étrangers, et par une gestion active et pragmatique de la dette obligataire externe. Toutefois, la pérennité du statut *investment grade* est fragilisée par PEMEX, mettant l'État à contribution par des crédits d'impôts, des recapitalisations, ainsi que le financement de ses investissements et le remboursement de sa dette. Dans ce contexte, et face à un très faible consentement à l'impôt (recettes fiscales limitées à 13 % du PIB en 2022), une réforme fiscale d'envergure, repoussée ad vitam aeternam, est d'autant plus indispensable pour financer les besoins en termes de dépenses sociales, d'éducation, de santé, de retraites et d'infrastructures.

### **Une politique monétaire et un système bancaire au diapason**

La Banque centrale (BANXICO), indépendante, a été proactive dès mi-2021 pour endiguer une poussée inflationniste préexistante à la crise ukrainienne : ruptures d'approvisionnement, rebond de la consommation et hausse des prix des matières premières. Après un pic à 8,7 % en g.a. en septembre 2022, le taux d'inflation a ralenti à 5,1 % en juin 2023. Les anticipations demeurent ancrées avec un retour dans la cible de 3 % +/-1 pp prévu pour 2024, annonçant la fin du cycle de resserrement monétaire après une hausse cumulée du taux directeur de 725 pb à 11,25 %. Complètement convertible et flexible, le peso a été soutenu par l'important différentiel de taux avec les États-Unis et la bonne tenue des comptes externes. Le secteur bancaire, concentré et détenu largement par des banques internationales, est conservateur dans sa gestion des risques. Les importantes marges d'intermédiation confortent les ratios financiers et prudentiels bancaires. L'encours de crédit au secteur privé limité à 41 % du PIB et les mesures de soutien financier et de restructurations de dettes durant la pandémie ont préservé la qualité des actifs bancaires (taux de PNP de 2 % fin 2022) et modèrent le risque de surendettement des agents économiques.

# Liste des sigles et abréviations

|                |                                                                                     |              |                                                                                 |
|----------------|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------|---------------------------------------------------------------------------------|
| <b>ALENA</b>   | Accord de libre-échange nord-américain (NAFTA/TLCAN)                                | <b>IFNB</b>  | Institutions financières non bancaires                                          |
| <b>APD</b>     | Aide publique au développement                                                      | <b>Md</b>    | Milliard                                                                        |
| <b>BANXICO</b> | <i>Banco de México</i>                                                              | <b>OCDE</b>  | Organisation de coopération et de développement économiques                     |
| <b>BCB</b>     | <i>Banco Central do Brasil</i>                                                      | <b>ODD</b>   | Objectifs de développement durable                                              |
| <b>BFE</b>     | Besoin de financement externe                                                       | <b>OPEP+</b> | Organisation des pays exportateurs de pétrole élargie à 10 pays                 |
| <b>BNDES</b>   | <i>Banco Nacional de Desenvolvimento Economico e Social</i> (Brésil)                | <b>PCC</b>   | Parti communiste chinois                                                        |
| <b>CAMIMEX</b> | <i>Cámara Minera de México</i>                                                      | <b>PED</b>   | Pays en développement                                                           |
| <b>CDN</b>     | Contributions déterminées au niveau national                                        | <b>PEMEX</b> | <i>Petróleos Mexicanos</i>                                                      |
| <b>CNOOC</b>   | <i>China National Offshore Oil Corporation</i>                                      | <b>PNUD</b>  | Programme des Nations Unies pour le Développement                               |
| <b>CONEVAL</b> | <i>Consejo Nacional de Evaluacion de la Política de Desarrollo Social</i> (Mexique) | <b>pp</b>    | Point de pourcentage                                                            |
| <b>COP</b>     | <i>Conference of the Parties</i> / Conférence des parties                           | <b>ppa</b>   | Parité de pouvoir d'achat                                                       |
| <b>DTS</b>     | Droits de tirage spéciaux                                                           | <b>PRE</b>   | Pays à revenu élevé                                                             |
| <b>EMBIG</b>   | <i>Emerging Markets Bond Index Global</i> (JPMorgan)                                | <b>PRITI</b> | Pays à revenu intermédiaire de la tranche inférieure                            |
| <b>FDIC</b>    | Fonds de garantie des dépôts                                                        | <b>PRITS</b> | Pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure                            |
| <b>FEC</b>     | Facilité élargie de crédit                                                          | <b>SNS</b>   | <i>Srpska napredna stranka</i> (Parti progressiste serbe)                       |
| <b>FMI</b>     | Fonds monétaire international                                                       | <b>TCAM</b>  | Taux de croissance annuel moyen                                                 |
| <b>FPR</b>     | Front patriotique rwandais                                                          | <b>UE</b>    | Union européenne                                                                |
| <b>g.a.</b>    | glissement annuel                                                                   | <b>UEMOA</b> | Union économique et monétaire ouest-africaine                                   |
| <b>GES</b>     | Gaz à effet de serre                                                                | <b>WEO</b>   | <i>World Economic Outlook</i> (rapport biennuel du FMI sur l'économie mondiale) |
| <b>EACOP</b>   | <i>East African Crude Oil Pipeline Project</i>                                      |              |                                                                                 |
| <b>FBCF</b>    | Formation brute de capital fixe                                                     |              |                                                                                 |
| <b>IDE</b>     | Investissements directs étrangers                                                   |              |                                                                                 |

---

# Liste des graphiques

---

- |                     |                                                                              |                     |                                                                                                  |
|---------------------|------------------------------------------------------------------------------|---------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Graphique 1</b>  | Croissance économique (%)                                                    | <b>Graphique 14</b> | La population chinoise décline et vieillit (Chine)                                               |
| <b>Graphique 2</b>  | Commerce mondial                                                             | <b>Graphique 15</b> | Une hausse sensible de la part des énergies renouvelables dans le mix électrique chinois (Chine) |
| <b>Graphique 3</b>  | Inflation (% moyenne annuelle)                                               | <b>Graphique 16</b> | La consolidation budgétaire demeure une priorité du gouvernement (Cambodge)                      |
| <b>Graphique 4</b>  | Cours des matières premières et prix alimentaires                            | <b>Graphique 17</b> | Une consolidation budgétaire (hors énergie) réussie et pérenne (Serbie)                          |
| <b>Graphique 5</b>  | Taux directeurs aux États-Unis et en zone euro (% <i>per annum</i> )         | <b>Graphique 18</b> | Une détérioration très marquée de l'environnement macroéconomique en 2022 (Burkina Faso)         |
| <b>Graphique 6</b>  | Taux directeurs pays émergents (% <i>per annum</i> )                         | <b>Graphique 19</b> | La hausse de la charge de la dette pèse sur l'assainissement des finances publiques (Ouganda)    |
| <b>Graphique 7</b>  | Evolution du dollar et du prix du pétrole                                    | <b>Graphique 20</b> | Encore loin du statut PRITI (Rwanda)                                                             |
| <b>Graphique 8</b>  | Taux obligataires et marché des actions aux États-Unis                       | <b>Graphique 21</b> | Le besoin de financement de l'État tunisien atteint des niveaux records (Tunisie)                |
| <b>Graphique 9</b>  | Flux d'investissement de portefeuille dans les principaux pays émergents     | <b>Graphique 22</b> | Principaux agrégats macroéconomiques (Brésil)                                                    |
| <b>Graphique 10</b> | <i>Spreads</i> souverains                                                    | <b>Graphique 23</b> | PIB par habitant (Mexique)                                                                       |
| <b>Graphique 11</b> | Taux 10 ans USA et Allemagne, taux actuariels en USD dans les PED            |                     |                                                                                                  |
| <b>Graphique 12</b> | Service de la dette externe totale (% des exportations de biens et services) |                     |                                                                                                  |
| <b>Graphique 13</b> | Un ralentissement économique et un rééquilibrage souhaité (Chine)            |                     |                                                                                                  |











Les Éditions Agence française de développement (AFD) publient des travaux d'évaluation et de recherche sur le développement durable. Réalisées avec de nombreux partenaires du Nord et du Sud, ces études contribuent à l'analyse des défis auxquels la planète est confrontée, afin de mieux comprendre, prévoir et agir, en faveur des Objectifs de développement durable (ODD). Avec un catalogue de plus de 1000 titres, et 80 nouvelles œuvres publiées en moyenne chaque année, les Éditions Agence française de développement favorisent la diffusion des savoirs et des expertises, à travers leurs collections propres et des partenariats phares. Retrouvez-les toutes en libre accès sur [editions.afd.fr](http://editions.afd.fr). Pour un monde en commun.

#### Avertissement

Les analyses et conclusions de ce document sont formulées sous la responsabilité de leur(s) auteur(s). Elles ne reflètent pas nécessairement le point de vue officiel de l'Agence française de développement ou des institutions partenaires.

**Directeur de publication** Rémy Rioux

**Directeur de la rédaction** Thomas Mélonio

**Création graphique** MeMo, Juliegilles, D. Cazeils

**Conception et réalisation** Luciole

**Date de fin de rédaction : 26 juillet 2023**

#### Crédits et autorisations

License Creative Commons

Attribution – Pas de commercialisation – Pas de modification

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>



**Dépôt légal** 3<sup>e</sup> trimestre 2023

**ISSN** 2116-4363

Imprimé par le service de reprographie de l'AFD

Pour consulter les autres publications  
de la collection **MacroDev** :

<https://www.afd.fr/collection/macrodev>