Macro Dev

Macroéconomie et développement
JANVIER 2023 I N° 46

PANORAMA SEMESTRIEL 2023 #1

Pays émergents et en développement : l'étau se resserre

Coordinateur :
Sylvain Bellefontaine

ÉDITIONS AFD
AGENCE FRANÇAISE DE DÉVELOPPEMENT

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, Jade Castaner, Benoît Jonveaux, Vincent Joquet, Maëlan Le Goff, Emmanuelle Monat, Amaury Mulliez, Morgane Salomé, 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 : Les taux se resserrent… rendez-vous en juin ! p. 3
Amaury Mulliez

Section thématique : Resserrement monétaire dans les pays développés : les dettes souveraines des pays émergents et en développement prises en étau p. 5
Alix Vigato

Focus pays p. 17

Afrique du Sud
Des équilibres macroéconomiques contraints par des facteurs domestiques et externes p. 18
Maëlan Le Goff

Maroc
Une économie sous pression qui résiste encore aux vents contraires p. 20
Emmanuelle Monat

Maurice
Des marges de manœuvre budgétaires et monétaires réduites par la flambée des prix p. 22
Vincent Joquet

Mauritanie
Une économie à la merci du secteur minier et de la conjoncture internationale p. 24
Jade Castaner

Bangladesh
Un appel au FMI pour faire face aux pressions sur la liquidité externe p. 26
Morgane Salomé

Inde
Malmenée par la conjoncture internationale, l'économie tient le choc p. 28
Alix Vigato

Philippines
Un modèle de stabilité récente à l'épreuve de la conjoncture internationale p. 30
Benoît Jonveaux

Turquie
Le pari risqué de l'hétérodoxie économique p. 32
Sylvain Bellefontaine

Colombie
Un tournant politique face aux défis macro et socio-économiques p. 34
Floriane Vallée

Liste des sigles et des abréviations p. 36

Liste des graphiques p. 37

Éditorial

Les taux se resserrent… rendez-vous en juin !

Amaury Mulliez – mullieza@afd.fr

Le double choc de la crise sanitaire et de la guerre en Ukraine a généré une poussée inflationniste sans précédent dans les pays développés depuis le choc pétrolier de 1979 et la guerre Iran-Irak. Ce choc est venu interrompre deux décennies de désinflation importée de Chine et d'autres pays émergents et en développement (PED) et plus d'une décennie de politiques monétaires ultra-accommodantes. Depuis, les banques centrales ont en effet mis en œuvre des politiques monétaires plus restrictives, d'abord dans les pays développés et en Amérique latine, puis dans le reste des PED.

Couplés aux fluctuations des cours des matières premières agricoles et de l'énergie, ainsi qu'aux soubresauts de l'économie chinoise ralentie par la politique du « zéro Covid » et par les fragilités de son secteur immobilier, l'inflation et le resserrement monétaire ont profondément changé les paradigmes de l'économie mondiale au cours de l'année 2022. Le Fonds monétaire international (FMI) a revu à la baisse ses perspectives de croissance économique en juillet puis en octobre pour quasiment l'intégralité des zones géographiques, pour 2022 et 2023. La croissance mondiale pourrait même franchir à la baisse la barre des 2 % (avec une probabilité de 25 % selon le FMI, mais ce scénario est central pour un certain nombre d'institutions privées), ce qui situerait alors le niveau de croissance dans le dernier décile depuis 1970.

Après 6,6 % en 2021, les PED devraient quant à eux connaître une croissance de 3,7 % en 2022 et en 2023, assez loin de la moyenne de 5,5 % enregistrée sur les 20 premières années du siècle. L'inflation, estimée à 9,9 % en 2022 en moyenne dans les PED, a probablement passé un pic, mais l'année 2023 restera soumise à de fortes pressions et à la volatilité des cours internationaux, tant sur les marchés agricoles qu'énergétiques. Toute étincelle est susceptible de relancer une poussée inflationniste.

Une des incertitudes majeures en ce début d'année est notamment la vigueur de l'économie chinoise en 2023. La fin de la politique du « zéro Covid », initialement porteuse d'espoirs de reprise rapide après une année 2022 décevante (3 % soit le niveau le plus faible depuis quatre décennies à l'exception de 2020), apporte en réalité avec elle de nombreux risques sanitaires, sociaux et économiques qui pourraient assombrir les perspectives de court terme. La Chine, moteur ou frein de l'économie mondiale en 2023 ? Les conséquences ne seront d'ailleurs pas les mêmes, selon que l'on regarde les cours des matières premières et de l'énergie – haussiers en cas de reprise chinoise – ou les tensions sur les chaînes d'approvisionnement – moins fortes en cas de reprises, pouvant ainsi détendre l'inflation sur les biens transformés.

À la croisée de ces questionnements et afin d'esquisser des réponses, se tiendra en juin 2023 un sommet visant à un « nouveau pacte financier » avec les pays vulnérables et qui, dans la suite de celui du G20 en Indonésie et de la COP 27 en Égypte, invitera tous les acteurs internationaux à imaginer de nouveaux outils pour permettre aux PED de retrouver une trajectoire d'endettement soutenable, au-delà du Cadre commun pour le traitement de la dette.

En effet, si l'année 2022 a été celle de la hausse des taux d'intérêt et de l'appréciation du dollar, la décennie passée a aussi vu l'avènement de stratégies d'endettement non soutenables. La structure des dettes publiques des PED s'est complexifiée. À titre d'illustration, une trentaine de pays a effectué une première émission d'*eurobonds* depuis 2011 tandis que la part de dette publique détenue par les systèmes bancaires domestiques a, en moyenne, près de doublé (en pourcentage du PIB) sur la période. Aujourd'hui, le niveau d'endettement et la charge de la dette publique reviennent à des niveaux comparables à ceux du début des années 2000 mais sa composition rendra toute restructuration plus complexe du fait de l'hétérogénéité et l'atomicité des créanciers.

L'inflation aura-t-elle suffisamment ralenti à mi-année pour que la Fed interrompe sa série de hausse des taux ? Le conflit ukrainien aura-t-il engendré d'ici au printemps des développements déstabilisants pour les échanges internationaux ? La Chine aura-t-elle tourné la page du Covid-19 ? La communauté internationale saura-t-elle s'accorder sur les outils financiers nécessaires au financement des PED ? Rendez-vous en juin pour analyser les premiers signaux !

Au travers de l'analyse des effets du resserrement des conditions financières internationales et de l'impact d'un dollar fort, c'est plus généralement la trajectoire d'endettement des PED que ce nouveau Macrodev Panorama semestriel analyse dans une première partie. Enfin, neuf focus pays s'attachent à décrire les effets différenciés d'une conjoncture internationale dégradée sur leur trajectoire macroéconomique : l'Afrique du Sud, le Maroc, Maurice, la Mauritanie, le Bangladesh, l'Inde, les Philippines, la Turquie et la Colombie.

Section thématique

Resserrement monétaire dans les pays développés : les dettes souveraines des pays émergents et en développement prises en étau

Confrontées à une hausse de l'inflation, les principales banques centrales des pays développés (PD) – au premier rang desquelles, la Réserve fédérale américaine (Fed) – ont sensiblement resserré leur politique monétaire au cours des derniers mois. Un brusque cycle de hausse de taux directeurs a ainsi été enclenché fin 2021 et il n'est pas sans rappeler de mauvais souvenirs pour nombre de pays émergents et en développement (PED)[1]. Pour ces derniers, les hausses de taux menées dans les pays développés ont en effet été à l'origine de crises parmi les plus sévères de ces cinquante dernières années : choc Volcker (1979-1982), « effet Tequila » (1994) voire *taper tantrum* (2013). Lors de ces différents épisodes, la remontée des taux américains – voire la seule perspective d'un durcissement monétaire – avait conduit à de considérables fuites de capitaux, à des perturbations sur le marché des changes et, plus globalement, à une perte de confiance des investisseurs internationaux. Ce n'est donc pas sans raison que de nombreux PED appréhendent ce nouveau cycle de resserrement monétaire.

Les dettes souveraines des pays émergents et en développement apparaissent particulièrement vulnérables à cette vague de hausses de taux. Après avoir fortement progressé au cours de la dernière décennie, les dettes publiques des PED font aujourd'hui face à un assèchement de la liquidité mondiale et à une appréciation du dollar américain (USD). Pour de nombreux pays, le cycle de relèvement de taux enclenché dans les PD se traduit par une forte hausse des coûts d'emprunt et des niveaux d'endettement. Déjà mises à mal par les conséquences de la pandémie de Covid-19 et du conflit russo-ukrainien ces deux dernières années, les finances publiques des PED doivent désormais composer avec cette nouvelle contrainte extérieure.

L'histoire ne semble pour autant pas se répéter. Nombre de pays émergents pris dans les turbulences du *taper tantrum* de 2013 (notamment le Brésil, l'Inde ou l'Indonésie) semblent avoir largement tiré les leçons de cet épisode et réduit leurs fragilités budgétaires et externes en développant des marchés de capitaux domestiques, en rééquilibrant leur balance des paiements, en flexibilisant leur change ou encore en réformant leur cadre de politique monétaire (ciblage d'inflation). À l'image des États en situation de défaut de paiement fin 2022 tels que le Ghana, le Liban, le Sri Lanka ou la Zambie, les économies les plus fragiles sont, aujourd'hui, essentiellement de petits pays émergents et en développement.

Anticipant une période de turbulences, le Fonds monétaire international (FMI) alerte depuis de nombreux mois sur les conséquences des resserrements monétaires effectués dans les pays développés, citant notamment les effets néfastes que ceux-ci peuvent avoir sur les dettes souveraines des PED. La Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement (CNUCED) va plus loin et questionne la pertinence d'une « contraction monétaire excessive »[2]. Affirmant notamment qu'une « crise de la dette généralisée dans les pays en développement est un risque réel », les Nations Unies appellent à un changement de cap monétaire. Pour l'heure, si un ralentissement de l'inflation est à noter depuis quelques mois, les principales banques centrales semblent déterminées à poursuivre leur cycle de hausse de taux tant que l'inflation n'aura pas substantiellement faibli.

Confrontés à une hausse de l'inflation, les pays développés ont sensiblement resserré leurs politiques monétaires en 2022

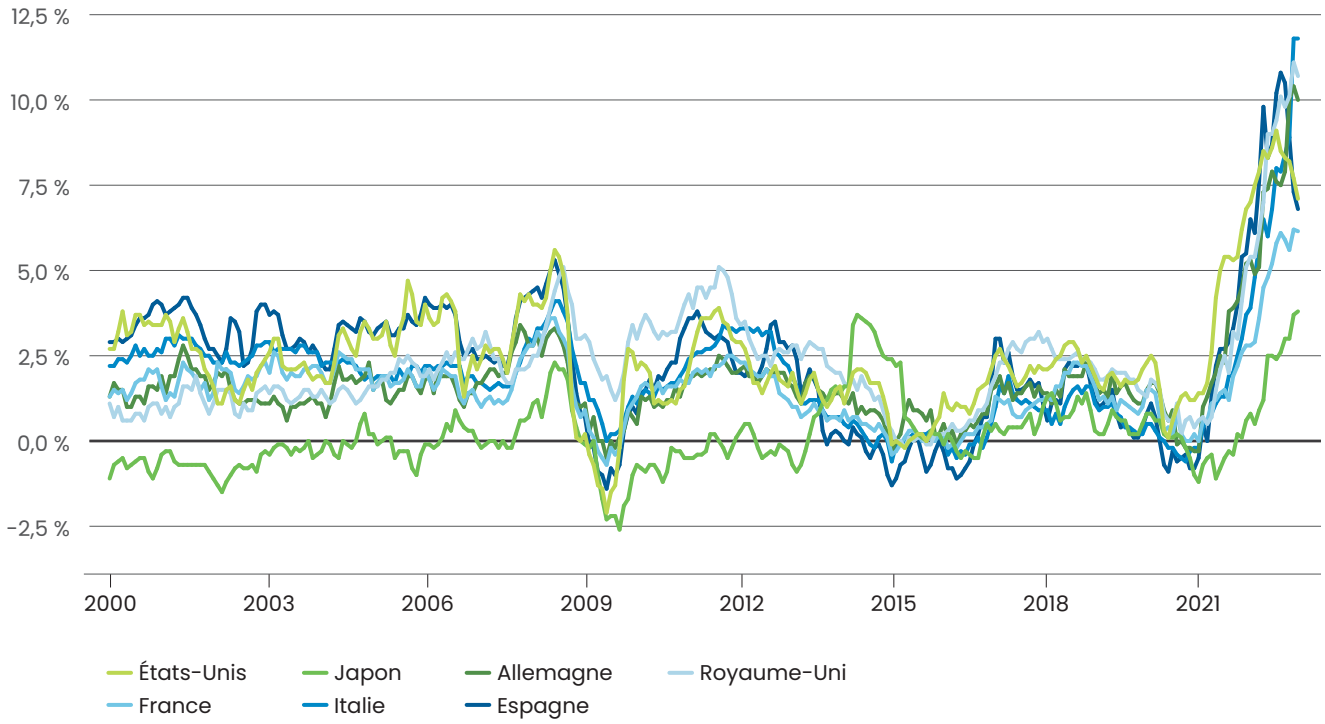
Après des années d'atonie, l'inflation a brusquement accéléré dans les pays développés à partir de mi-2021 et atteint des niveaux records aux États-Unis, en Europe et au Japon (cf. graphique 1). Les causes de cette poussée inflationniste sont diverses mais intimement liées à la reprise économique post-pandémie. Après un ralentissement marqué en 2020-2021, l'économie mondiale a redémarré et la demande s'est rapidement redressée, un phénomène alimenté et amplifié par les divers plans de relance gouvernementaux et l'utilisation du surcroît d'épargne accumulé durant les mois de restrictions sanitaires et de confinement. L'offre mondiale n'est, en parallèle, pas parvenue à suivre la demande du fait de la persistance de restrictions et de perturbations dans les chaînes

1 L'échantillon de pays analysé correspond aux 121 pays à faible revenu et à revenu intermédiaire du Système de notification des pays débiteurs (SNPD) de la Banque mondiale, dont les données sont publiées annuellement dans le rapport « International Debt Statistics » (IDS).

2 Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (2022, 3 octobre), *La CNUCED met en garde contre une récession mondiale induite par les politiques ; l'insuffisance des soutiens financiers expose les pays en développement aux multiples crises de la dette, sanitaire et climatique.*

d'approvisionnement. Le déséquilibre entre offre et demande mondiales a conduit à une accélération de l'inflation, tandis que des pénuries et une envolée des coûts de transport ont pu être observées. Cette tendance s'est, dans un second temps, accentuée en raison, d'une part, du conflit russo-ukrainien qui a constitué un choc d'offre supplémentaire sur les matières premières (contribuant à accentuer le déséquilibre entre offre et demande), et, d'autre part, du renchérissement du dollar américain (cf. *infra*), à l'origine d'une hausse de l'inflation importée pour de nombreux pays.

Graphique 1 – Taux d'inflation (IPC) dans les pays développés, en glissement annuel



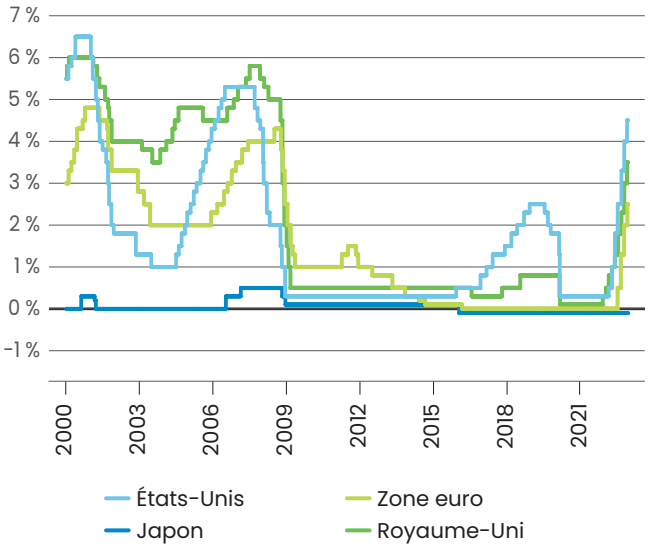
Sources : données locales, calculs de l'auteur

La stabilité des prix étant le principal mandat des banques centrales dans les pays développés, celles-ci ont répondu à l'accélération de l'inflation de ces derniers mois par un resserrement de leurs politiques monétaires. De fortes hausses de taux directeurs ont ainsi eu lieu afin de juguler l'inflation : en théorie, le renchérissement du « coût de l'argent » induit par ces hausses de taux permet une contraction de la demande, et donc une réduction du déséquilibre avec l'offre[3]. Dès décembre 2021, la Banque d'Angleterre (BoE) a initié le mouvement parmi les grands pays développés et remonté son principal taux directeur. À fin 2022, elle a, au total, opéré neuf hausses de taux (+340 points de base), contre sept hausses pour la Réserve fédérale américaine (+425 points) et quatre pour la Banque centrale européenne (BCE, +250 points). Seule la Banque du Japon (BoJ) persiste à maintenir son principal taux directeur à un niveau négatif, stable depuis 2016 (cf. graphique 2).

3 Le taux de refinancement (principal taux directeur) est le taux auquel les banques commerciales se financent à court terme auprès de la banque centrale. Ainsi, lorsque les banques centrales rehaussent ce taux, elles renchérissent le coût d'emprunt des banques. En théorie, celles-ci répercutent la hausse sur leurs clients, ce qui *in fine* affecte le coût du crédit et donc le niveau de la demande et de la liquidité en circulation dans une économie.

Ces hausses de taux constituent un abrupt changement de paradigme pour les banques centrales des pays développés : elles viennent mettre un terme à plus de dix ans de politiques monétaires ultra-accommodantes qui visaient alors à dynamiser une croissance économique balbutiante et à lutter contre le risque de déflation post-crise financière de 2007-2008. Outre des taux directeurs abaissés à des niveaux historiquement faibles, cette période a également vu les banques centrales des pays développés multiplier les mesures dites non-conventionnelles, en particulier des programmes d'achat d'actifs sur les marchés secondaires (« assouplissement quantitatif »). Ces mesures exceptionnelles sont, elles aussi, progressivement levées.

Graphique 2 – Principal taux directeur des Banques centrales dans les pays développés



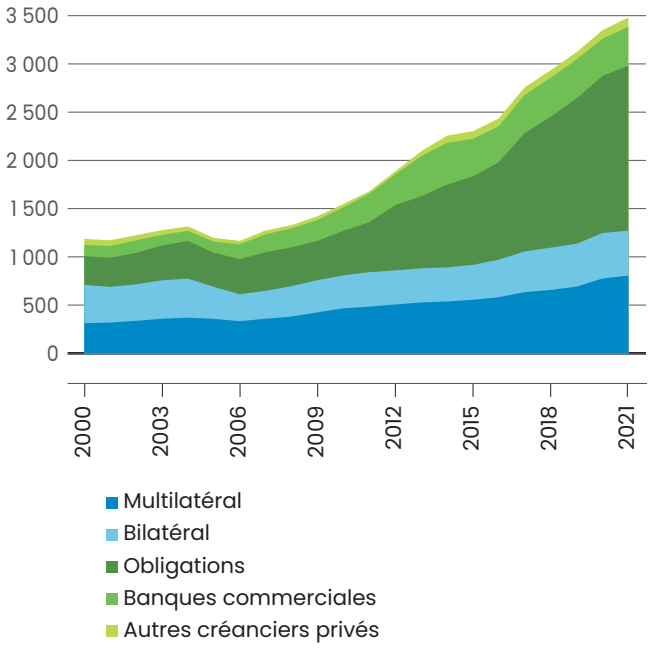
Source : Macrobond, calculs de l'auteur

Avec la hausse des taux, le (re)financement des dettes publiques se complique pour de nombreux PED

Durant cette décennie de taux d'intérêt historiquement faibles dans les pays développés, les investisseurs internationaux ont largement orienté leurs capitaux vers les pays émergents et en développement, attirés par des taux d'intérêt réels et des perspectives économiques plus favorables (« quête de rendement » et caractère pro-cycliques des investissements internationaux). Les dettes souveraines n'y ont pas fait exception. La dette publique externe des PED – tant libellée en monnaies locales qu'en devises[4] – a en effet plus de doublé entre 2011 et 2021 (de 1679 à 3482 Mds USD), et l'appétence des créanciers privés (banques, assurances, fonds d'investissement, entreprises, etc.) a constitué l'un des principaux moteurs de cette hausse (cf. graphique 3). Si certains pays se sont largement endettés sous la forme de prêts bancaires (y compris auprès des traders en matières premières comme le Tchad ou le Congo), ce sont avant tout les émissions d'obligations internationales qui ont progressé. Sur les 121 PED, 71 ont ainsi émis des obligations auprès de souscripteurs internationaux entre 2011 et 2021. Un total de 28 pays – jusqu'alors « exclus » des marchés financiers car jugés trop risqués – ont même effectué leur première émission obligataire de ce type sur la période (pays primo-émetteurs). Parmi les cas emblématiques, la Zambie en 2012, l'Éthiopie en 2014 ou le Laos en 2015, avec des *eurobonds* à 10 ans émis à des taux inédits de respectivement 5,6 %, 6,6 % et 5,4 %, ou l'émission par le Ghana d'un *eurobond* de 525 M USD à coupon zéro sur 4 ans en mars 2021.

4 Dette publique et garantie par l'État, externe et de long terme. Cette étude reprend la distinction officielle entre dette externe (c'est-à-dire due à des créanciers non-résidents) et dette domestique (due à des créanciers résidents). Elle fait également la distinction entre dette en devises et dette en monnaie locale. Ainsi, la dette externe n'est pas nécessairement en devises, et la dette domestique pas nécessairement en monnaie locale.

Graphique 3 – Dette publique externe des PED (en Mds USD)



Source : Banque mondiale (IDS), calculs de l'auteur

À fin 2021, les créanciers privés détenaient 63 % de la dette publique externe des PED, soit près de trois fois plus que les bailleurs multilatéraux et cinq fois plus que les bailleurs bilatéraux. En outre, les créanciers privés constituaient les premiers créanciers externes de 27 PED en 2021 contre seulement 15 en 2011. Cette évolution n'est pas neutre pour les finances des États concernés, les conditions de marché demeurant nettement moins favorables que celles des bailleurs officiels. À noter toutefois que la hausse de l'endettement externe vis-à-vis de créanciers privés ne s'est pas faite en substitution des sources de financement officielles : entre 2011 et 2021, les financements bilatéraux et multilatéraux ont, en moyenne, progressé de respectivement 59 % et 26 % (+164 % pour les financements privés).

Conséquence des évolutions monétaires de ces derniers mois, l'appétit des investisseurs internationaux pour les dettes souveraines des pays émergents et en développement a sensiblement chuté. Les resserrements monétaires de la Fed, la BCE ou la BoE induisent en effet une hausse de la courbe des rendements obligataires dans les pays développés, réduisant le différentiel de taux entre PD et PED. Cette perte d'appétit est, par ailleurs, amplifiée par les tensions géopolitiques et par la hausse de l'incertitude mondiale en 2022, poussant les investisseurs à déplacer leurs capitaux vers des placements jugés plus sûrs et plus liquides *(« flight to quality »)*. Mesurant l'appétence des investisseurs internationaux pour les titres de dette publique, les *spreads* souverains[5] des pays émergents et en développement se sont sensiblement tendus en 2022. Pour nombre d'entre eux, le recours à ce mode de financement apparaît largement compromis tant les coûts sont devenus prohibitifs[6].

À fin 2022, les *spreads* souverains de 13 PED dépassent les 1 000 points de base, les excluant *de facto* des marchés financiers (seulement 4 PED dépassaient ce seuil fin 2019). En outre, 11 pays ont vu leur *spread* surpasser leur « pic » du printemps 2020, aux prémices de la crise sanitaire. Dans l'ensemble, les pays les plus durement frappés se concentrent en Afrique subsaharienne, en Afrique du Nord-Moyen orient et en Amérique latine, tandis que les pays d'Asie de l'Est semblent moins concernés. Outre les États en situation de défaut, on peut citer parmi les hausses les plus impressionnantes les cas du Pakistan, de l'Éthiopie et de la Tunisie, dont les *spreads* souverains ont respectivement progressé de 2177, 928 et 667 points de base sur l'année 2022 (cf. graphique 4).

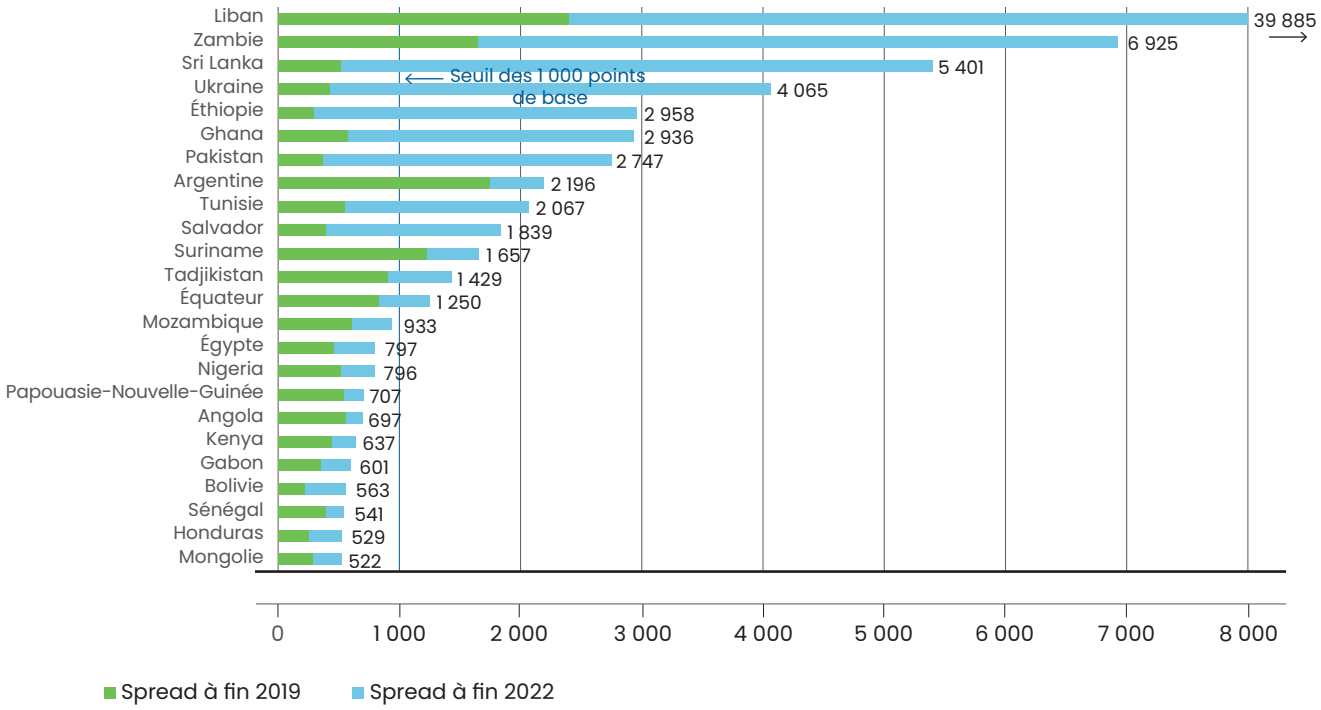
Les pays les plus fragiles sont ceux combinant un important écartement de leur *spread* souverain et tombées de dette à brève échéance (risque de *roll-over*). Entre 2023 et 2025, l'amortissement de dette publique due à des créanciers privés externe atteindra 519 Mds USD dans les PED (lignes obligataires arrivant à échéance en particulier), et ces dettes devront largement être renouvelées sans que les pays concernés n'aient de prise sur les conditions de marché du moment. Le risque de refinancement est, par conséquent, élevé pour de nombreux États, tels que l'Angola (amortissement équivalent à 23 % de son PIB en 2023-2025), la Macédoine du Nord (11 % du PIB), le Salvador (10 %), le Monténégro (10 %), la Mongolie (8 %), la Tunisie (7 %) ou le Mozambique (6 %). Les souverains ayant un *roll-over* quasi-permanent – du fait de maturités relativement faibles et/ou d'un

5 Le *spread* souverain correspond à l'écart, en points de base, entre le rendement moyen pondéré des titres de dette externe d'un pays donné et le rendement des titres de référence (*US Treasury securities* dans le cas présent) sur la même maturité. La base de données J.P. Morgan EMBI Global est utilisée pour cette étude.

6 Le coût d'emprunt sur les marchés internationaux correspond à la somme du taux « sans risque » (*US Treasury securities*) et du *spread* souverain, or ces deux composantes ont progressé en 2022.

important recours à de la dette de court terme – sont également sous pression. Plus globalement, les États ayant fortement recouru aux financements privés externes ces dernières années et qui souhaitaient – potentiellement – pérenniser ce mode de financement à moyen/long terme voient leur stratégie bouleversée. C'est notamment le cas du Bénin, de la Bolivie et du Kenya, qui ont tous émis sur les marchés internationaux en 2021 et qui voient aujourd'hui les conditions financières internationales se resserrer, ou du Nigeria dont les autorités ont à plusieurs reprises évoqué la hausse des taux pour justifier des reports d'émissions obligataires internationales.

Graphique 4 – Spreads souverains (points de base)



Source : JP Morgan, calculs de l'auteur

L'appréciation du dollar vient alourdir le fardeau de la dette souveraine des PED

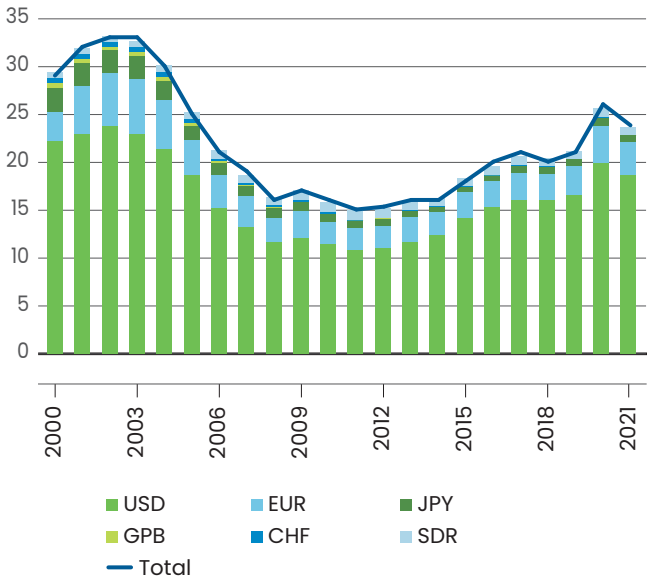
Le cycle de resserrement monétaire dans les pays développés affecte également les dettes souveraines des pays émergents et en développement *via* la dépréciation de leurs devises. En effet, le regain d'intérêt des investisseurs internationaux pour les pays développés conduit à une demande accrue pour les devises dites « fortes » de ces pays *(« hard currencies »)*. Le dollar américain s'est, en particulier, sensiblement apprécié ces derniers mois, et l'US Dollar Index – mesurant la valeur du dollar face à un panier de devises internationales – a atteint en 2022 son plus haut niveau depuis 2002 (pic au mois d'octobre). Sur l'année 2022, le dollar s'est notamment apprécié de 7 % face à l'euro (EUR), 13 % face à la livre sterling (GBP), 15 % face au yen (JPY) et 2 % face au franc suisse (CHF). Cette importante appréciation du dollar, y compris face aux autres devises fortes, s'explique par un resserrement monétaire plus marqué aux États-Unis, des perspectives de croissance économique plus favorables et une moindre dépendance aux importations d'énergie qu'en Europe ou en Asie ainsi que du fait du rôle de valeur refuge du dollar dans une période de forte volatilité et d'instabilité géopolitique.

En moyenne (non-pondérée), les devises des pays émergents et en développement se sont dépréciées de plus de 6 % face à l'USD en 2022.

Outre les pays en crise, les pays les plus durement affectés sont ceux présentant des fondamentaux macroéconomiques fragiles (déséquilibres de la balance des paiements notamment) et/ou ceux dont la politique monétaire a conservé une orientation largement accommodante. Au total, 22 pays ont connu une dépréciation d'au moins 10 % de leur monnaie nationale face à l'USD. La dépréciation est même supérieure à 30 % pour six devises : la roupie sri lankaise (-45 %), le *peso* argentin (-42 %), le *leone* sierra-léonais (-40 %), le *cedi* ghanéen (-37 %), le *kip* laotien (-35 %) et la gourde haïtienne (-31 %).

Ces dépréciations mettent sous pression les pays endettés en devises fortes. À l'exception de quelques pays émergents (Afrique du Sud, Brésil, Mexique, Colombie, Indonésie, Thaïlande, etc.) qui parviennent à attirer les investisseurs étrangers sur leur marché obligataire en monnaie locale, les PED sont en effet bien souvent contraints de s'endetter en devises étrangères (USD en particulier), compte tenu de marchés de capitaux domestiques peu profonds et peu liquides et de l'aversion des créanciers externes – y compris les bailleurs multilatéraux et bilatéraux[7] – au risque de change. La dette publique externe souscrite par les PED en devises fortes est ainsi, en moyenne, passée de 15 % à 24 % du PIB entre 2011 et 2021 (cf. graphique 5), accentuant le risque de change. Lors de forte dépréciation des monnaies locales, celui-ci se matérialise par une hausse mécanique des ratios d'endettement et des remboursements à effectuer (exprimés en monnaie locale).

Graphique 5 – Endettement public externe en devises fortes des PED, moyenne, en % du PIB



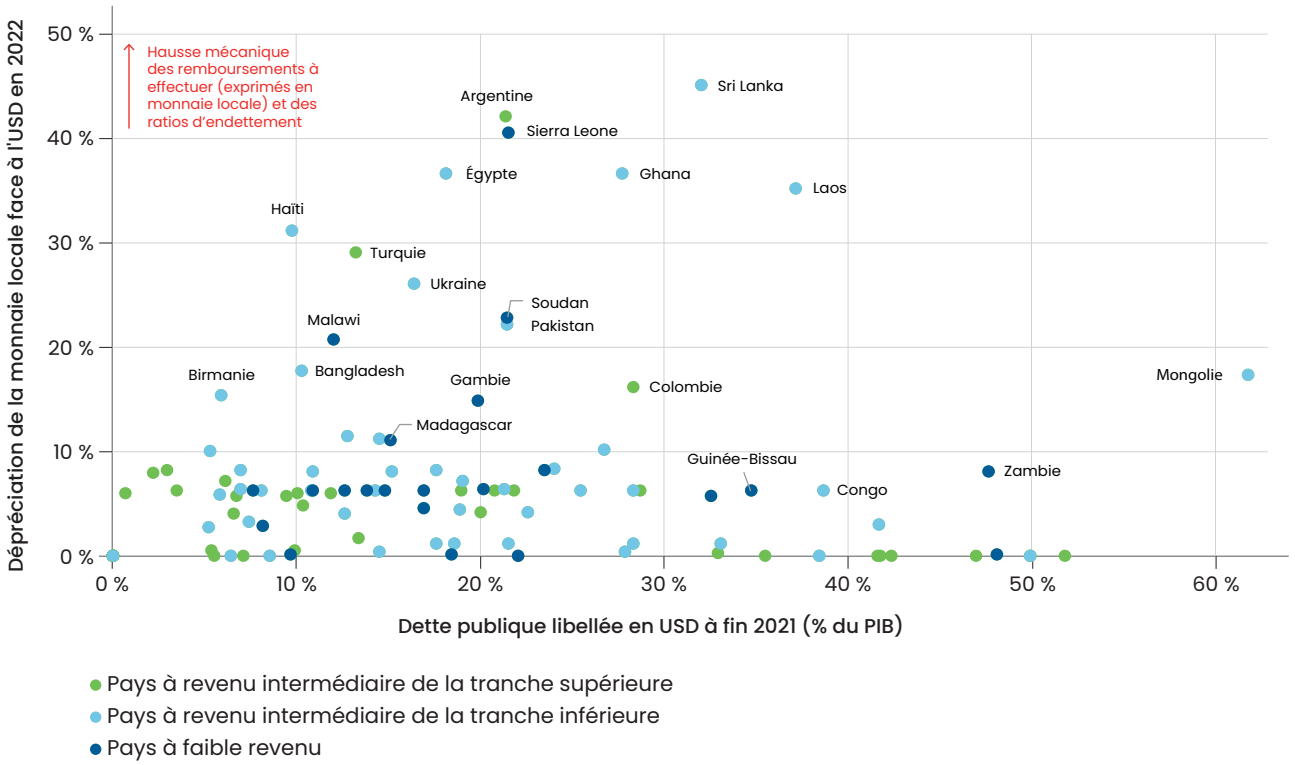
Source : Banque mondiale (IDS), calculs de l'auteur

De nombreux PED déjà concernés par une problématique de (re)financement de dette souveraine *(cf. supra)* figurent parmi les pays les plus affectés par la matérialisation d'un risque de change, tels l'Argentine, l'Égypte ou le Pakistan (car largement endettés en devises fortes). D'autres pays, plus pauvres et avant tout tributaires des flux des bailleurs multilatéraux et bilatéraux, voient également leur endettement public en dollars progresser : Laos, Sierra Leone, Haïti, Soudan, Gambie, Malawi, Bangladesh ou Mongolie (cf. graphique 6). À noter le cas des pays dont la monnaie est arrimée à l'euro mais dont la dette publique est largement libellée en dollars, souffrant de la dépréciation de la monnaie européenne (Congo et Guinée Bissau en particulier).

À l'inverse, 17 PED – essentiellement des exportateurs de matières premières et/ou des pays ayant fortement resserré leur politique monétaire – ont vu leur devise s'apprécier face au dollar sur l'année 2022. L'Angola est l'exemple le plus notable : avec un endettement public en dollars représentant 56 % de son PIB fin 2021, le pays profite de l'appréciation du *kwanza* de 10 % face à l'USD en 2022. De même, des pays endettés en euros (Géorgie, Guinée, Albanie, Jordanie) ou en yens (Vietnam, Tunisie, Cap-Vert) et dont la monnaie nationale s'apprécie face à ces devises bénéficient du contexte économique, géopolitique et financier international.

7 Les prêts du FMI sont, par exemple, exclusivement libellés en droits de tirage spéciaux (panier de devises constitué de USD, EUR, GBP, JPY et RMB).

Graphique 6 – Dette publique externe libellée en USD et évolution de la monnaie locale face à l'USD



Sources : Banque mondiale (IDS), Macrobond, calculs de l'auteur

Note 1 : Ce graphique tient uniquement compte de la dette publique externe libellée en USD. La dette publique domestique libellée en devises étrangères est néanmoins également exposée au risque de change. D'après le FMI à fin 2021, celle-ci atteint 21 % du PIB en Argentine, 9 % du PIB en Egypte, 6 % du PIB en Turquie, 5 % du PIB au Pérou (données parcellaires).

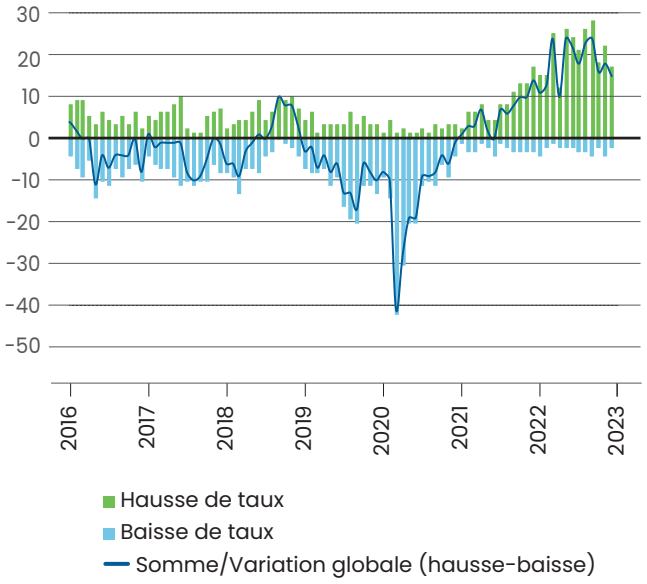
Note 2 : Le Liban est hors graphique (dette publique externe libellée en USD de 131 % du PIB).

Note 3 : Les points positionnés sur l'axe des abscisses sont des pays dont la monnaie locale est restée stable face à l'USD en 2022, pour l'essentiel des pays à régime de change fixe vis-à-vis de l'USD.

Les hausses de taux d'intérêt dans les PD, une contrainte supplémentaire pour les politiques économiques des PED

Les resserrements de politique monétaire dans les pays développés, parce qu'ils induisent un renchérissement des coûts d'emprunt et une hausse des niveaux d'endettement public, agissent comme une réelle contrainte pour les pays émergents et en développement les plus fragiles. Sur le plan budgétaire, les gouvernements voient leurs marges de manœuvre – déjà mise à rude épreuve par le ralentissement économique mondiale, l'accélération de l'inflation et la hausse des prix des matières premières – à nouveau se réduire. De nombreux pays, parmi lesquels le Kenya, la Mongolie ou la Tunisie ont ainsi récemment annoncé la mise en œuvre de mesures d'austérité en vue de rééquilibrer leurs budgets. Sur le plan réglementaire, certains États comme l'Éthiopie, le Pakistan ou la Turquie font le choix d'instaurer des restrictions aux transferts de capitaux et/ou de fortes incitations à la conversion en monnaie locale (stratégies de dé-dollarisation de l'économie). Comme l'illustre le cas de la Colombie qui a vu le *peso* se déprécier en octobre 2022 après que le président Gustavo Petro a évoqué la possibilité d'instaurer des contrôles de capitaux, une telle stratégie n'est pas sans risque, pouvant entraîner un vent de panique chez les investisseurs internationaux et détériorer le climat des affaires des pays concernés.

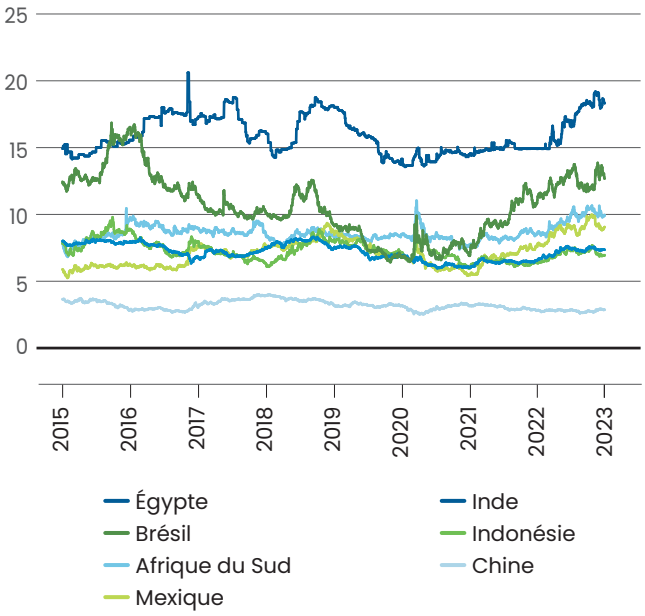
Graphique 7 – Variations de taux directeurs dans les PED



Source : Macrobond, calculs de l'auteur

Le mouvement le plus impressionnant a toutefois lieu sur le plan monétaire. Afin de freiner les sorties de capitaux, de rester attractifs auprès des investisseurs internationaux et de limiter la dépréciation de leurs devises, la quasi-totalité des banques centrales des PED s'est vue contrainte de remonter ses taux directeurs en 2022, dans le sillage des pays développés (cf. graphique 7). Si ces resserrements monétaires poursuivent divers objectifs (lutte contre l'inflation, soutien aux comptes externes, stabilité du secteur financier, etc.), nombre de PED agissent ainsi en vue d'atténuer la pression qui s'exerce sur leurs dettes souveraines (concept de « *fiscal dominance* »[8]). Pour s'en prémunir, certains États ont même opéré des hausses de taux préventives (en amont du cycle des pays développés) en particulier en Amérique latine (Brésil, Colombie, Mexique ou Pérou). Une telle orientation monétaire n'est pas sans conséquences : outre un effet récessif, ces hausses de taux induisent un renchérissement des coûts d'emprunt pour les États sur leur marché domestique (cf. graphique 8), en sus du renchérissement sur les marchés internationaux. De même, de nombreuses banques centrales de PED augmentent leurs interventions directes sur le marché des changes afin de limiter la dépréciation de leurs monnaies nationales ou soutenir leur régime de change dans le cas des régimes de change fixe, au risque d'une déplétion des réserves précédemment accumulées. Les réserves de change des PED ont ainsi chuté de 512 Mds USD sur les dix premiers mois de l'année 2022, à 6 977 Mds USD fin octobre 2022. Seules quelques rares banques centrales rechignent encore à resserrer leur politique monétaire en dépit des pressions externes, en particulier la Chine et la Turquie.

Graphique 8 – Rendement des obligations souveraines en monnaie locale (10 ans, %)



Source : Macrobond, calculs de l'auteur

8 Situation où la Banque centrale est contrainte de faire évoluer sa politique monétaire selon des considérations essentiellement budgétaires.

Vers une hausse des besoins de restructuration des dettes souveraines

Dans un tel contexte, plusieurs solutions sont envisageables pour les pays les plus fragiles affrontant un besoin urgent de refinancement : prêts de court terme, recours accru au marché domestique (au risque d'un effet d'éviction sur le secteur privé), aide de partenaires bilatéraux voire quête de « financements alternatifs » (annonces en 2022 par l'État égyptien de l'émission d'un premier sukuk[9] et d'une obligation en renminbis par exemple). Si ces modes de financement peuvent permettre de faire face à des échéances de court terme et de résoudre un problème de liquidité, ils constituent avant tout des solutions temporaires et conjoncturelles, difficilement pérennes à moyen/long terme. Surtout, ces modes de financement ne résolvent en rien les problèmes de soutenabilité des finances publiques de nombreux pays – ne faisant potentiellement que repousser le problème –, d'autant plus que le cycle de resserrement monétaire dans les pays développés n'est pas achevé. Il est en effet probable que l'économie mondiale évoluera dans un environnement de taux d'intérêt relativement élevés pour plusieurs années. En 2022, un total de 35 pays a ainsi fait appel aux financements du FMI avec, dans la majorité des cas, des décaissements conditionnés à la mise en œuvre de réformes visant justement à restaurer la soutenabilité des finances publiques et leur viabilité à moyen/long terme (cf. tableau 1).

Pour un nombre croissant de pays émergents et en développement, cet objectif ne pourra pas être atteint sans une restructuration préalable de leur dette souveraine. En vue de répondre à cet impératif, le G20 a mis sur pied le « Cadre commun pour le traitement de la dette » afin de coordonner les restructurations de dette souveraine en incluant au processus de négociation un nombre élargi de créanciers (i.e. au-delà des seuls 22 États membres du Club de Paris), notamment la Chine. Les traitements de dette via le Cadre commun ne sont néanmoins ouverts qu'aux 73 pays les plus pauvres de la planète. Tout autant fragilisés par l'actuelle vague de resserrement monétaire, les pays à revenu intermédiaire en sont ainsi *de facto* exclus. Si le cas du Sri Lanka – pays à revenu intermédiaire dont le processus de restructuration de dette est laborieux du fait notamment de l'atomicité de ses créanciers – plaide pour un élargissement du nombre de pays éligibles au Cadre commun, ce dernier ne doit pour autant pas être considéré comme la panacée, tant les négociations sont ardues et les avancées lentes pour les quatre pays ayant, pour l'heure, fait appel à ce mécanisme, à savoir l'Éthiopie, le Ghana, le Tchad et la Zambie.

9 Dans la finance islamique, un *sukuk* est une forme d'obligation conforme à la charia.

Tableau 1 – Pays ayant fait appel aux financements du FMI en 2022

PROGRAMME CONCLU	ACCORD AU NIVEAU DES SERVICES	PROGRAMME PROLONGÉ POST 2022	FINANCEMENT D'URGENCE
Argentine Arménie Barbade Bénin Cap Vert Chili Colombie Congo Costa Rica Egypte Géorgie Macédoine du Nord Mozambique Népal Pérou Rwanda Serbie Tanzanie Zambie	Bangladesh Ghana Guinée-Bissau Jamaïque Liban Mauritanie Paraguay Sri Lanka Tunisie	Pakistan Sénégal Sierra Leone	Malawi Soudan du Sud (SLA) Tonga Ukraine

Source : FMI.

Références bibliographiques

Agence française de développement (2022, septembre), MacroDev Panorama Semestriel 2022 #2

Banque mondiale. (2022). *International Debt Report 2022: Updated International Debt Statistics.*

Capital Economics (2022), *EMs : Counting the Cost of a Strong Dollar,* 20 septembre 2022

Capital Economics (2022), *Global backdrop exposing EMs with Weak Balance Sheets,* 5 septembre 2022

Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (2022), *Trade and Development Report*

Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (2022, 3 octobre), « La CNUCED met en garde contre une récession mondiale induite par les politiques ; l'insuffisance des soutiens financiers expose les pays en développement aux multiples crises de la dette, de la santé et du climat. »

DANNINGER, S., KANG, K., POIRSON, H. (2022), "Emerging Economies Must Prepare for Fed Policy Tightening", IMF Blog

Direction générale du Trésor (2016), « Les pays primo-émetteurs sur les marchés obligataires depuis 2007 : quels enjeux économiques ? », Trésor-Éco n° 186

ENGLER, P., PIAZZA, R., SHER, G. (2021), "How Rising Interest Rates Could Affect Emerging Markets", IMF Blog

GEORGIEVA, K., PAZARBASIOGLU, C. (2021), "The G20 Common Framework for Debt Treatments Must Be Stepped Up", IMF Blog

GOPINATH, G., PAZARBSIOGLU, C. (2022), " How Countries Should Respond to the Strong Dollar", IMF Blog

JENSEN, L. (2022), "Avoiding 'Too Little Too Late' on International Debt Relief", Development Futures Series Working Papers, UNDP

OBSTFELD, M., ZHOU, H. (2022), "The Global Dollar Cycle", Brookings Papers on Economic Activity

RAI, V., SUCHANEK L., (2014), "The Effect of the Federal Reserve's Tapering Announcements on Emerging Markets", Document de travail 2014-50, Banque du Canada

Focus pays

Afrique du Sud
Maroc
Maurice
Mauritanie
Bangladesh
Inde
Philippines
Turquie
Colombie

Afrique du Sud : Des équilibres macroéconomiques contraints par des facteurs domestiques et externes

Maëlan Le Goff – legoffm@afd.fr

La crise du Covid-19, qui a durement frappé l'Afrique du Sud, est venue aggraver une situation socio-économique déjà particulièrement détériorée. Si l'État tente de maintenir à flot les finances publiques, la tâche s'annonce particulièrement ardue dans un contexte de fortes tensions sociales et d'inflation. Concernant les comptes extérieurs, l'excédent exceptionnel du compte courant observé durant la pandémie se résorbe progressivement. En même temps, le compte financier connaît des sorties de capitaux en lien avec le resserrement monétaire de la FED et des facteurs internes (délestages électriques, grogne sociale, instabilité politique), créant des pressions à la baisse sur le rand.

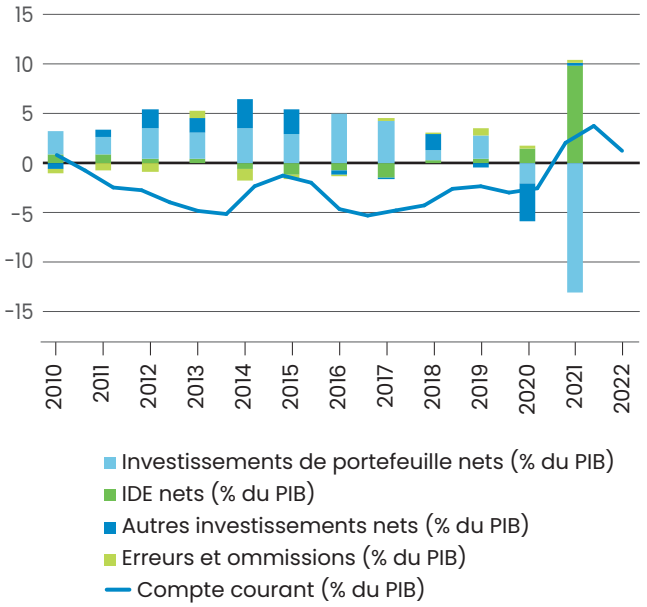
Après avoir été tirée par le boom des matières premières dans les années 2000, la croissance de l'économie sud-africaine a fortement ralenti à partir de 2010. En effet, l'investissement demeure contraint par d'importants obstacles structurels (déficit de compétences, carence en infrastructures de transport, délestages électriques liés à la situation financière catastrophique de l'entreprise publique Eskom, imprévisibilité des politiques publiques), tandis que la consommation des ménages est pénalisée par la pauvreté, les inégalités et le chômage endémique. C'est donc une économie sud-africaine fragilisée qui a dû affronter la crise du Covid-19, et plus récemment, les répercussions du resserrement monétaire américain.

L'économie a été fortement affectée par la crise du Covid-19

Rapidement et durement frappée par la pandémie, l'Afrique du Sud a très tôt été isolée du reste du monde. Ainsi, l'activité économique s'est contractée de 6,3 % en 2020, la plus importante récession de l'histoire contemporaine du pays. Par ailleurs, le taux de chômage a atteint un record au quatrième trimestre 2021 (35,3 % de la population active), le double chez les jeunes, et est resté à un niveau très élevé en 2022 (32,9 % au troisième trimestre). Les destructions d'emplois ont principalement touché les travailleurs peu qualifiés, contribuant à augmenter la pauvreté (selon la Banque mondiale, le taux de pauvreté aurait retrouvé un niveau équivalent à celui observé il y a une décennie, soit 63,1 % sous les 5,5 USD/jour) et les inégalités[10].

Soutenue par la reprise de la consommation des ménages et des exportations, mais amoindrie par la quatrième vague de Covid-19, les émeutes de l'été et les délestages électriques de fin 2021, la croissance a rebondi à 4,9 % en 2021. Elle serait cependant retombée à 1,9 % en 2022 selon les autorités, résultat d'une conjonction de facteurs : inondations dévastatrices au KwaZulu-Natal en avril 2022, consommation plombée par l'inflation et le chômage, grèves incessantes et intensification des délestages électriques. Elle devrait rester morose à moyen terme avec une croissance potentielle de l'ordre de 1,4 % selon le FMI, la plupart des obstacles structurels ne pouvant être rapidement levés.

Graphique 9 - Compte courant et entrées nettes de capitaux (Afrique du Sud)



Source : FMI (WEO, IFS) et MOFE

10 World Bank. Macro Poverty Outlook for Republic of South Africa : October 2022 (English). Macro Poverty Outlook (MPO) Washington, D.C. : World Bank Group.

Des ambitions d'assainissement budgétaire mises à l'épreuve

La crise du Covid-19 a également détérioré les finances publiques déjà sous pression du fait notamment de la croissance atone, du soutien aux entreprises publiques en difficultés et du poids de la masse salariale dans les dépenses publiques (plus de 30 %). Le déficit budgétaire a en effet atteint 9,8 % du PIB en 2020 (après 4,7 % en 2019), sous l'effet conjugué des mesures de soutien durant la pandémie et de la baisse des recettes liée à la récession. Parallèlement, la dette publique, déjà en forte augmentation depuis 2008 en raison d'un déficit public croissant, a bondi à 69 % du PIB en 2020 (contre 56,3 % du PIB 2019), pour se stabiliser en 2021-2022.

Afin de dégager de l'espace budgétaire et ne pas compromettre la soutenabilité de la dette, les autorités ont annoncé une politique de consolidation budgétaire confirmée lors du budget à mi-parcours d'octobre 2022 *(mid-term budget policy statement,* MTBPS) (Grâce à des recettes meilleures qu'anticipées, soutenues par le prix élevé des matières premières, le déficit devrait s'établir à 4,9 % du PIB au cours de l'année fiscale 2022/23 (contre 5,8 % projetés en février 2022). De plus, grâce à un contrôle des dépenses, les autorités entendent revenir à un solde primaire excédentaire (0,7 % du PIB) en 2023/24.

Le renchérissement des importations en lien avec le conflit en Ukraine et surtout les effets de la pandémie sur les chaînes d'approvisionnement, ont contribué à une accélération de l'inflation à 7 % en moyenne en 2022. Le chômage spectaculaire et l'inflation ont accentué les tensions sociales et entraîné une multiplication des grèves et manifestations ces derniers mois. Dans ce contexte, il n'est pas exclu que les autorités cèdent du terrain face à la demande de revalorisation salariale dans la fonction publique, au risque de faire déraper les prévisions budgétaires.

Tandis que le resserrement monétaire de la FED affecte les comptes extérieurs

Le déficit structurel du compte courant de l'Afrique du Sud est essentiellement financé par des flux de portefeuille particulièrement sensibles à l'évolution de la confiance des investisseurs. Grâce à des termes de l'échange favorables, le compte courant est ressorti exceptionnellement en excédent pendant la crise du Covid-19. Néanmoins, la dégradation de la situation économique et les anticipations d'un resserrement monétaire par la FED ont provoqué d'importantes sorties nettes de flux de portefeuille en 2021, d'autant plus facilitées que le pays impose très peu de restrictions sur les flux financiers. Si le rachat par la compagnie Prosus de sa société-mère sud-africaine a provoqué un boom des entrées d'investissements directs étrangers (IDE), le compte financier a affiché un déficit d'environ 14 Mds USD cette même année. Cela a entraîné des pressions à la baisse sur le rand qui a perdu près de 20 % de sa valeur entre mai et décembre 2021.

Les sorties nettes de capitaux ont ralenti en 2022, mais la dégradation des termes de l'échange et la grève du transporteur public Transnet à l'automne 2022 auraient rogné l'excédent du compte courant en 2022. Un retour en déficit est ainsi projeté en 2023. Ainsi, bien que le rand ait repris de la vigueur suite aux annonces du MTBPS d'octobre 2022, le rand a perdu environ 6 % par rapport au dollar en 2022 et a flirté à l'automne avec les niveaux historiquement bas du début de la crise du Covid-19. Cette tendance est aussi le résultat de la multiplication des délestages et plus récemment, de l'incertitude politique liée aux suspicions de corruption qui planent sur le président Cyril Ramaphosa (affaire dite « Phala Phala »). Point rassurant, la dette publique n'est pas significativement affectée par l'appréciation du dollar en raison de la faible part libellée en devises (7 % du PIB).

En réponse à la hausse des taux d'intérêt par la FED et à l'accélération des tensions inflationnistes, la Banque centrale d'Afrique du Sud (SARB) a procédé depuis fin 2021 à sept rehaussements du taux directeur, qui est passé de 3,75 % à 7 % en novembre 2022. Conséquence de la hausse du coût des importations et de la dépréciation du rand, les réserves ne couvraient plus que 4,9 mois d'importations fin septembre 2022 (contre 5,5 fin déc. 2021) et sont jugées insuffisantes par le FMI.

Maroc : Une économie sous pression qui résiste encore aux vents contraires

Emmanuelle Monat – mansartmonate@afd.fr

Alors que la croissance économique ralentissait déjà, la crise sanitaire puis la hausse des prix des matières premières en lien avec la guerre en Ukraine sont venues accentuer les pressions économiques. Si la hausse de l'inflation pèse sur les comptes externes et alimente le mécontentement populaire, les finances publiques sont encore résilientes. Les perspectives de reprise économique pour 2023 sont néanmoins compliquées par le resserrement monétaire international, qui pèsera à la fois sur la demande intérieure et la demande mondiale, et demandera de l'ingéniosité financière pour contenir la trajectoire d'endettement public tout en maintenant l'agenda de réformes ambitieuses du gouvernement. À moyen terme, la mise en place de cet agenda permettrait au Maroc d'améliorer l'environnement socio-économique, d'accélérer la croissance économique et de la rendre plus inclusive.

Depuis les années 2000 et la diversification économique mise en place via le développement des secteurs industriel et tertiaire, le PIB réel marocain a connu une croissance soutenue. Le taux de croissance annuel moyen a atteint 4,8 % en 2000-2009, contre 3,1 % dans les années 1990. De 2012 à 2019, la croissance tendancielle s'est toutefois inscrite en baisse pour s'établir à 3,2 % en moyenne. La croissance économique marocaine est en effet très dépendante des variations des performances du secteur agricole et de la conjoncture internationale. Dans ce contexte, la guerre en Ukraine et son impact sur les prix mondiaux sont venus saper la reprise post-Covid-19, dynamique en 2021 (+7,9 %), après une sévère récession en 2020 (-7,2 %).

La hausse des cours des matières premières, cause majeure des déboires économiques de 2022

Combinée à l'une des pires sécheresses en trente ans, la hausse des prix des matières premières a pesé sur les comptes externes et les finances publiques. Le déficit du compte courant aurait atteint 4,3 % du PIB en 2022 (vs. 2,3 % du PIB en 2021), le pays étant un importateur net d'hydrocarbures et de blé. Les pressions inflationnistes se sont significativement accentuées ; l'inflation a atteint 8,3 % en g.a. en novembre 2022, son plus haut niveau depuis 1995, tirée par la hausse des prix alimentaires et des carburants. Cela a entretenu le mécontentement populaire et mené à plusieurs mouvements de grève, notamment dans le secteur du transport.

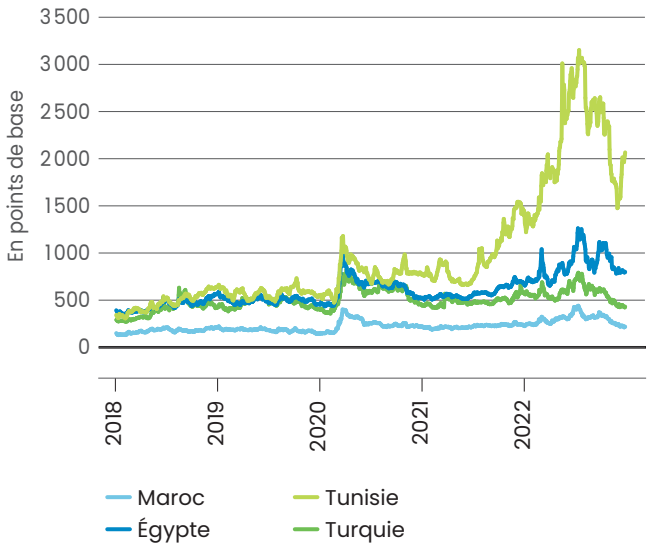
Dans ce contexte, et étant donné qu'une partie des prix marocains est réglementée (malgré la suppression des subventions aux produits pétroliers en 2014-2016), le gouvernement a mis en place plusieurs mesures visant à garantir la stabilité des prix et à soutenir le pouvoir d'achat des ménages : hausse des subventions (gaz, électricité, blé, carburant pour les transporteurs), suspension de certains droits de douane, revalorisation du salaire minimum de 10 % sur deux ans. Si ces mesures permettent de limiter les impacts sociaux et économiques domestiques de la guerre en Ukraine et de l'épisode de sécheresse, elles n'ont pas permis d'éviter une croissance économique quasi-nulle en 2022 estimée à 0,8 %.

Des finances publiques encore relativement robustes

Malgré la hausse des dépenses publiques visant à amortir l'impact de la guerre en Ukraine, la consolidation budgétaire a repris en 2022, soutenue notamment par une augmentation des recettes budgétaires (hausse des recettes de l'impôt sur le revenu et sur les sociétés, bonne performance des entreprises publiques), permettant au déficit public de se réduire à 5,3 % du PIB en 2022. Dans ce contexte, le taux d'endettement public (incluant la dette garantie par l'État) se serait stabilisé autour de 87 % du PIB en 2022, après une hausse de 12pp avec la crise de la Covid-19. La structure de la dette publique apparaît peu risquée : elle est majoritairement libellée en monnaie locale, détenue par les

résidents, et supporte un taux d'intérêt effectif moyen limité (environ 2,5 %). Le marché domestique semble également avoir encore de la profondeur pour absorber la dette publique, illustrée par les récentes émissions du Trésor. Celui-ci avait pu émettre un *eurobond* en décembre 2020 à des conditions favorables, après la dégradation de Fitch. Aucune autre émission n'a néanmoins eu lieu depuis, et le pays a, entre temps, perdu son statut d'*« investment grade »*, les trois agences de notation positionnant le Maroc en équivalent BB+ depuis avril 2021. Moody's a depuis revu sa perspective de négative à stable en juillet 2022, tandis que les primes de risques restent contenues (spreads à 220 pbs fin 2022), surtout en comparaison à ses voisins.

Graphique 10 - La tarification du risque souverain marocain demeure contenue (Maroc)



Source : JP Morgan (EMBI Global)

Des perspectives pour 2023 contrariées par le resserrement rapide des conditions monétaires internationales

Après avoir maintenu une politique monétaire accommodante depuis 2020 avec la crise de la Covid-19, la Banque centrale marocaine (BAM) a augmenté son taux directeur de 100 pbs (50 en septembre et décembre 2022) à 2,5 %. Elle souhaite s'assurer que ses taux d'intérêt demeurent relativement alignés sur ceux des États-Unis et de la zone euro, dont les devises composent le panier d'ancrage du *dirham*. Ce dernier est en effet sous pression : il s'est déprécié de 11 % face au dollar en 2022 (et de 6 % par rapport à l'euro), alors que le Maroc opère un régime de change fixe avec une bande de fluctuation de +/- 5 % (en g.a.). Pour l'instant, la BAM est peu intervenue sur le marché des changes. Si elle venait à accélérer ses interventions, la position de liquidité externe du pays le lui permettrait, les réserves de change s'établissant à un niveau confortable de six mois d'importations de biens et services en octobre 2022. Ces dernières pourraient par ailleurs se renforcer en 2023, avec la négociation d'une nouvelle ligne de précaution et de liquidité (LPL) avec le FMI. La BAM pourrait procéder à de nouvelles hausses de taux dans les mois à venir, afin de soutenir le change et l'objectif de stabilité des prix.

Ces hausses de taux, combiné à une inflation toujours élevée, devraient peser sur la demande intérieure et ultimement sur les perspectives de croissance économique. Les tensions sur les finances publiques risquent également de s'accentuer avec la hausse des taux et un agenda de réformes économiques ambitieuses dans le cadre du Nouveau Modèle de Développement (NMD). Si l'endettement public devrait se stabiliser à moyen terme, ces prévisions reposent sur des trajectoires de croissance du PIB et de réduction du déficit public qui dépendent de l'évolution de la conjoncture internationale et de la capacité des autorités à atteindre les objectifs du NMD, potentiellement coûteux pour les finances publiques. Plusieurs réformes sont en voie d'adoption (charte de l'investissement pour l'investissement privé, généralisation de la protection sociale, développement de secteurs porteurs – automobile, aéronautique, électronique, etc.) afin d'améliorer l'environnement socio-économique, d'accélérer la croissance économique et de la rendre plus inclusive. Or, celle-ci est pour l'instant projetée à 3,1 % par le FMI en 2023, loin des 7 % de croissance annuelle moyenne espérés, et repose sur une normalisation de la production agricole et de la demande extérieure, que l'on sait volatile pour l'une, et incertaine pour l'autre dans un contexte de ralentissement économique mondial.

Maurice : La flambée des prix réduit les marges de manœuvre budgétaires et monétaires

Vincent Joguet – joguetv@afd.fr

Petit État insulaire ouvert sur l'extérieur, Maurice est très sensible à la conjoncture internationale. L'économie a ainsi été profondément et durablement touchée par la crise sanitaire. Elle subit actuellement les conséquences néfastes de la guerre en Ukraine sur l'économie mondiale, les coûts toujours élevés du fret, l'envolée des prix énergétiques et les politiques monétaires restrictives déployées dans les pays développés pour lutter contre l'inflation. Cela menace directement la croissance économique à moyen terme et également la compétitivité des biens à l'exportation, les prix des matières premières, majoritairement importées, atteignant des niveaux jamais vus depuis 15 ans. Sans possibilité d'influer sur les cours du marché, Maurice devra naviguer dans la crise en dosant sa politique monétaire de façon à éviter la fuite des capitaux et maîtriser l'inflation tout en stimulant la croissance de son économie sans alourdir sa dette déjà élevée. Un pari difficile.

Sur longue période, la croissance économique a été soutenue, positionnant Maurice parmi les pays les plus dynamiques d'Afrique. Le PIB par habitant a été multiplié par 4 depuis 1980. Maurice s'est ainsi brièvement élevée, à la veille de la crise sanitaire, au rang des pays à revenu élevé avant de revenir dans la catégorie des pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure. L'indicateur de développement humain classe le pays dans la catégorie « développement humain élevé » en tête des pays africains.

Une économie diversifiée mais dépendante de l'extérieur

Le succès du modèle de croissance économique de Maurice repose sur sa diversification qui lui a permis de s'extraire de la monoculture sucrière mise en place lors de la période coloniale. Peu de temps après l'indépendance en 1968, le pays a en effet parié sur les industries textile et touristique puis s'est tourné vers le secteur financier, en devenant une place offshore dans les années 1990, et vers les technologies de l'information et de la communication dans les années 2000. L'économie est aujourd'hui majoritairement tertiaire, le secteur des services représentant en moyenne 65 % de la valeur ajoutée depuis dix ans.

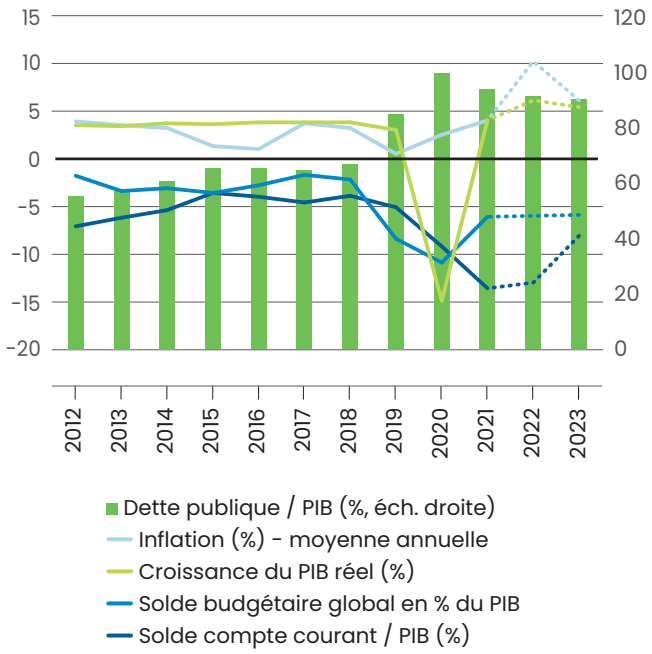
Le dynamisme de la croissance économique s'est néanmoins érodé depuis la fin des années 2000 (3,7 % en moyenne en 2010-2019) du fait d'une succession de chocs conjoncturels dans le sillage de la crise des subprimes et d'une diminution de la productivité des secteurs traditionnels. La persistance d'un chômage structurel, surtout féminin, souligne également l'inadéquation entre l'offre et la demande sur le marché du travail. En outre, le mix économique reste très dépendant du commerce international. À l'instar de la plupart des petits États insulaires, la crise sanitaire a entraîné un recul inédit du rythme de croissance de -14,9 % en 2020 qui ne s'est pas accompagné d'un rebond significatif en 2021 (+4 %). La conjoncture internationale en 2022, bouleversée par la guerre en Ukraine, et la récession mondiale qui se profile en 2023 ne permettront pas à Maurice de retrouver le niveau d'activité pré-pandémie avant 2024 selon le FMI. Toutefois, du fait des performances touristiques et de la relative bonne tenue de l'économie internationale au cours du premier semestre 2022, la croissance économique réelle aurait atteint 6,1 % l'année dernière selon le FMI (7,2 % selon le gouvernement). Reste que le Fonds a revu la croissance potentielle à moyen terme de 4 % pré-pandémie à environ 3,3 % désormais.

La consolidation budgétaire attendra

Entre 2012 et 2018, le déficit budgétaire oscillait entre -1,7 % du PIB et -3,6 % du PIB avec des excédents primaires en 2017-2018. De façon préoccupante, le solde global s'est détérioré en 2019 pour atteindre -8,4 % du PIB, conséquence d'un bond de 25 % des dépenses en une année résultant de promesses électorales. Les mesures sociales et de soutien à l'économie mises en place en 2020 pour amortir l'impact de la crise du Covid-19 et la contraction des recettes fiscales ont creusé le

déficit (-10,9 % du PIB) avant que celui-ci ne se rétablisse en 2021 à -6,1 % du PIB, un niveau toujours élevé qui devrait se maintenir en 2023 avant une consolidation graduelle à partir de 2024.

Graphique 11 – Principaux agrégats macroéconomiques (Maurice)



Source : FMI, calculs AFD

En conséquence, le besoin de financement public a considérablement augmenté depuis 2019 contraignant le gouvernement à recourir à un financement monétaire exceptionnel de la Banque centrale (BoM), estimé à 13 % du PIB en année fiscale 2020/21, et à augmenter sa dette publique. Après avoir flirté avec les 100 % du PIB en 2020, le taux d'endettement public (domestique à 70 %) a baissé du fait du redémarrage économique mais se maintiendrait autour de 90 % du PIB à moyen terme selon le FMI. La consolidation budgétaire devrait être en effet contrainte à court terme par l'inflation à deux chiffres et à moyen terme par le poids croissant des retraites et la capacité limitée de mobilisation fiscale du pays.

Des équilibres extérieurs sous pression

Du fait de sa position isolée, de sa taille réduite et de l'absence de matières premières, Maurice importe la majorité de ses intrants grevant ainsi la balance commerciale qui explique un solde de la balance courante structurellement déficitaire. Depuis l'arrêt brutal des arrivées de touristes en 2020, le solde des services ne joue plus son effet compensateur et le déficit courant s'est aggravé jusqu'à atteindre -13,6 % du PIB en 2021. Il se serait maintenu à ce niveau en 2022 - les arrivées de touristes ne retrouvant pas encore le niveau de 2019 - avant de se rétracter en 2023-2024 selon le FMI.

L'une des particularités du financement de ce déficit réside dans la position de Maurice comme place financière offshore à fiscalité attractive. Le pays accueille des milliers de « Global Business Companies », filiales de sociétés multinationales (assurance, services financiers, commerce…). Résidentes à Maurice, elles perçoivent des transferts financiers de leurs maisons mères, comptabilisés pour l'essentiel sous forme d'IDE. Maurice ayant été retirée de la liste grise du GAFI fin 2021, sur laquelle le pays figurait depuis début 2020, cela devrait permettre à ce secteur de continuer à progresser. Le financement du déficit du compte courant dépendra de la sensibilité de ces flux à l'évolution des conditions financières dans les économies étrangères et de la crédibilité de la politique monétaire mauricienne.

La BoM dans les pas de la Fed

La Banque centrale calque en effet sa politique monétaire sur celle de la Fed afin de réduire les différentiels de taux d'intérêt tout en limitant la volatilité excessive sur le marché des changes. Le taux repo a été rehaussé de 270 pb en 2022 pour rejoindre les taux directeurs de la Fed (4,5 %). La BoM espère ainsi encourager les entrées d'investissements de portefeuille et d'IDE, restreindre les sorties de capitaux et lutter contre l'inflation qui a atteint près de 12 % (en g.a.) en décembre 2022 et devrait demeurer élevée en 2023. En parallèle, elle intervient sur le front des changes en vendant des quantités importantes de dollars afin d'enrayer la dépréciation de la roupie, de contrer les comportements spéculatifs et de faire baisser la pression sur le coût des marchandises importées. Si la roupie s'est stabilisée au cours du 2nd semestre 2022, l'inflation reste élevée. Les réserves de change ont quant à elles baissé de 2 Mds USD pour atteindre 6,5 Mds USD fin octobre 2022, un niveau confortable permettant de couvrir 13,5 mois d'importation et de modérer de risque de refinancement sur la dette publique externe dont la part dans le PIB augmente (30 % estimé en 2021/22 contre 20 % en 2019/20) en raison des nouveaux emprunts contractés et de la dépréciation de la roupie.

Mauritanie : Une économie à la merci du secteur minier et de la conjoncture internationale

Jade Castaner – castanerj@afd.fr

Les conséquences de la guerre en Ukraine, notamment la hausse des prix énergétiques et des denrées alimentaires, ont renforcé les défis économiques de la Mauritanie. La dépendance aux exploitations de minerais et à la pêche induit une croissance économique volatile et vulnérable à la conjoncture internationale. Dans le contexte actuel, les comptes externes et publics sont fragilisés, la situation s'étant fortement dégradée depuis la pandémie de Covid-19. Le programme FMI a priori prévu pour 2023 devrait favoriser la consolidation budgétaire et permettre une croissance plus inclusive et durable. Les perspectives économiques à moyen terme sont favorables grâce à l'augmentation de la production des métaux et le début de la production gazière annoncé pour fin 2023.

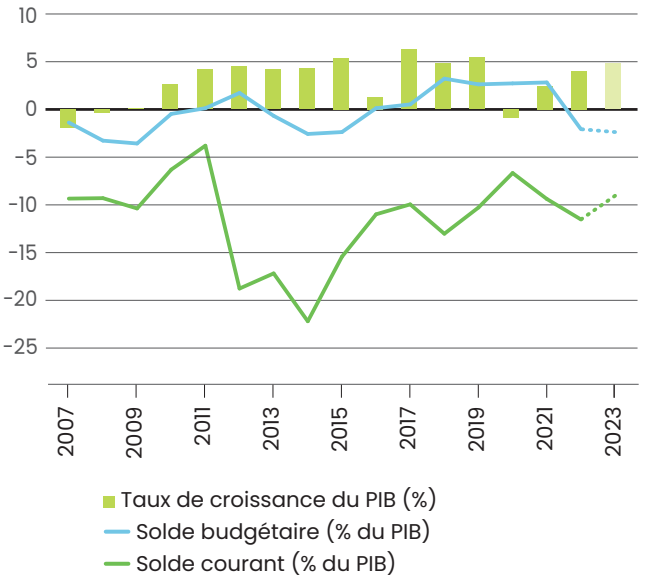
Alors que la Mauritanie occupe la 158e place sur 191 pays en termes de développement humain (IDH, 2021), juste au-dessus de la limite de la catégorie « faible développement humain », la croissance économique apparaît insuffisante pour accroître sensiblement le revenu par habitant dans le contexte d'une forte pression démographique (+3,2 % par an). La situation sociopolitique demeure fragile, exacerbée par les tensions régionales, au Sahara occidental et au Sahel.

Une croissance économique fragile à l'heure du resserrement monétaire

Économie peu diversifiée, la Mauritanie dépend essentiellement du secteur extractif – cuivre, or et fer – (30 % du PIB et plus de 70 % des exportations) et du secteur agricole (20 % du PIB et 31 % de l'emploi formel en 2020 selon la Banque mondiale). Sa vulnérabilité aux variations des prix internationaux des minerais et aux aléas climatiques se traduit par une forte volatilité de la croissance économique. Le taux de croissance annuel moyen était ainsi de 1,5 % sur la période 2007-2012 contre 4,3 % entre 2013 et 2018. Alors que la crise sanitaire a porté un coup d'arrêt à l'activité économique en 2020 (-0,9 %), la croissance du PIB réel s'est finalement établie à 2,4 % en 2021. Elle est estimée à 4 % en 2022 selon le FMI, grâce au dynamisme des secteurs minier, de la pêche et de l'agriculture.

La guerre en Ukraine et l'appréciation du dollar ont intensifié les pressions inflationnistes. Au niveau national, l'inflation a en effet atteint un niveau record depuis 2004 à 12,2 % en g.a. en novembre 2022 tirée par la hausse des prix alimentaires (19,3 % en g.a. en novembre 2022). Elle aurait atteint 7,1 % en moyenne en 2022 selon le FMI, contre 3,8 % en 2021. En réponse la Banque centrale de Mauritanie (BCM) a amorcé un resserrement de sa politique monétaire en rehaussant son taux directeur à 7 % en août 2022 (+200 pbs). La hausse des prix et les mauvaises conditions météorologiques pourraient fragiliser la reprise économique et accroître l'insécurité alimentaire, déjà préoccupante. Plus de 12 millions de personnes sont ainsi menacées par la faim dans la région du Sahel, dont 900 000 en Mauritanie, soit trois fois plus qu'en 2019.

Graphique 12 -Une croissance volatile, des comptes publics qui se dégradent et des comptes externes fragiles (Mauritanie)



Source : FMI (WEO)

Effet net négatif de la hausse des cours mondiaux des matières premières sur les comptes externes et publics

En 2020, le déficit du compte courant structurellement important (12,8 % du PIB en moyenne sur 2010-2019) a été réduit à son niveau le plus faible depuis 2011, atteignant tout de même 6,7 % du PIB. Il a profité d'une hausse des exportations, portées par la progression des cours de l'or (+30 %) et du minerai de fer (+90 %), et des importations modérées en raison du ralentissement économique lié à la pandémie. En 2021, le déficit du compte courant s'est creusé à 9,4 % du PIB en raison de la hausse du déficit commercial. Malgré la hausse des cours en 2022 et l'augmentation de la production de métaux, les pressions sur la balance courante restent importantes et son déficit se serait creusé davantage à 11,6 % du PIB en 2022, reflétant essentiellement la hausse du prix des biens alimentaires et du pétrole (respectivement 23 % et 19 % des importations en 2021). Les importations de biens d'équipement, notamment pour les projets gaziers, continueront d'alimenter, à court terme, un important déficit commercial. Le besoin de financement externe est ainsi estimé à plus de 22 % du PIB en 2022, couvert par les IDE (950 millions de dollars en 2022), des aides budgétaires (notamment de la Banque mondiale) et des prêts des bailleurs multilatéraux. Volatiles, les réserves de changes augmentent cependant depuis 2019 et s'établissaient à un niveau confortable de 5 mois d'importations de biens et services fin 2021, soutenant la position externe du pays.

Du côté des finances publiques, le gouvernement tente de diminuer les impacts sur les prix de la guerre en Ukraine. L'excédent budgétaire, maintenu malgré la pandémie grâce à la hausse des recettes du secteur extractif, aurait laissé place à un déficit de 2,1 % du PIB en 2022 selon le FMI. Le soutien du gouvernement à l'économie s'est traduit par une hausse des dépenses publiques (+11 % en 2022), notamment à travers les subventions alimentaires et énergétiques.

La mise en exploitation du gisement gazier et le nouveau programme FMI devraient améliorer la stabilité macroéconomique

En dépit des turbulences induites par la conjoncture internationale, les perspectives économique et financière sont favorables grâce au projet de gisement de gaz offshore Greater Tortue Ahmeyin (GTA), signé conjointement avec le Sénégal en 2018. La production devrait démarrer fin 2023 et atteindre 2,5 Mt de gaz naturel liquéfié par an les premières années d'exploitation et 10 Mt à l'horizon 2030. Destiné à la fois au marché domestique et aux exportations, cet essor du secteur gazier pourrait générer une accélération de la croissance du PIB réel à 8 % en 2024 après un peu moins de 5 % en 2023, selon le FMI, et permettre de réduire sensiblement le déficit du compte courant et attirer les IDE.

En diminution depuis 2020, le taux d'endettement public atteindrait 51 % du PIB en 2022 et passerait sous la barre des 50 % du PIB à partir de 2024 selon le FMI grâce aux bonnes perspectives d'activité économique et un déficit budgétaire limité. Les risques tiennent cependant au profil de la dette, vulnérable aux chocs externes et dépendante du financement des bailleurs. Elle est majoritairement externe et détenue par des bailleurs multilatéraux et bilatéraux, en raison d'un marché domestique peu profond. La Mauritanie a d'ailleurs obtenu l'annulation de 95 % des intérêts de sa dette vis-à-vis du Koweït qui représentait 13,5 % du PIB en 2021. En 2021, la dette publique externe était principalement libellée en dollars (45 %) et en dinar koweïtien, ainsi fortement exposé au risque de change et à la vague de resserrement monétaire dans les pays développés. Alors que l'*ouguiya* a perdu près de 2 % de sa valeur face au dollar en 2022, le pays fait ainsi face au risque d'une hausse des remboursements et des niveaux d'endettement publics.

Dans ce contexte, la Mauritanie a fait appel au financement du FMI. Alors que le dernier programme FMI s'est achevé en mars 2021, un accord préalable pour un nouveau programme FEC a été conclu en novembre 2022 d'un montant de 82,8 millions de dollars. Le programme vise à améliorer le cadre budgétaire et le climat des affaires, et permettre une réduction de la dette publique.

Bangladesh : Un appel au FMI pour faire face aux pressions sur la liquidité externe

Morgane Salomé – salomem@afd.fr

L'économie bangladaise, qui a été résiliente face à la crise du Covid-19, se trouve largement affectée par les conséquences de la guerre en Ukraine. La hausse des prix alimentaires et de l'énergie se traduit notamment par un accroissement des déficits jumeaux (soldes budgétaire et courant à respectivement -5,1 et -4,1 % du PIB en FY2022), qui entretient les pressions sur le *taka* (-20 % face au dollar en 2022). Dans ce contexte, les réserves en devises ne cessent de diminuer (-11 Mds USD en un an), de telle sorte que le pays a sollicité le FMI dès le mois de juillet 2022, pour un programme avec financement de 4,5 Mds USD.

Le Bangladesh a affiché l'un des taux de croissance économique les plus élevés au monde pendant la crise du Covid-19 (3,4 % en FY2020 soit de juillet à juin, et 6,9 % en FY2021). Ces bonnes performances s'expliquent essentiellement par la reprise dès fin 2020 des exportations de produits textiles et par une nette hausse des transferts de migrants (+50 % en deux ans). La croissance économique a été encore plus élevée en FY2022 (7,2 %) mais devrait ralentir en FY2023 (6,0 %), alors que l'inflation pèse sur la consommation des ménages et que les coupures d'électricité (politique de rationnement) affectent l'industrie textile.

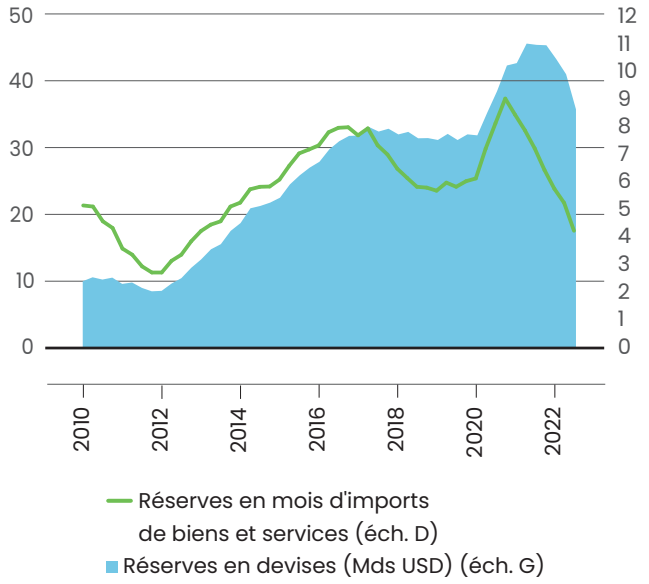
L'inflation s'est établie à 8,9 % en glissement annuel en novembre 2022, un niveau toujours supérieur à la cible de la banque centrale (5,6 %) mais inférieur au pic atteint en août (9,5 %). L'inflation alimentaire a atteint 8,1 % en novembre, après un plus haut à 9,9 % en août. Face à cela, les autorités ont lancé dès le mois de mars 2022 un programme de subventions aux produits alimentaires de base (huile de cuisson, lentilles, riz, etc.). La Banque centrale a également relevé son principal taux directeur de 100 points de base au total depuis mai 2022 (à 5,75 %). La hausse de l'inflation menace le climat social, alors que la pandémie aurait fait basculer 15 à 25 millions de personnes dans la pauvreté et au moins 1,6 million dans l'extrême pauvreté. Plusieurs manifestations se sont tenues à Dacca en décembre 2022, réclamant le départ de la première ministre Sheikh Hasina, accusée, entre autres, de ne pas parvenir à contenir les pressions inflationnistes.

La position extérieure se détériore rapidement

Le solde du compte courant bangladais est déficitaire depuis 2017, reflet de la hausse marquée des importations d'équipements destinés aux grands projets publics d'infrastructures. Pendant la crise du Covid-19, la baisse des exportations textiles avait été compensée par la compression de la demande interne et une envolée des transferts de migrants, de telle sorte que le déficit du compte courant était resté relativement stable en FY2020-FY2021, légèrement supérieur à 1 % du PIB. La hausse de la facture énergétique l'a toutefois creusé à 4,1 % du PIB en FY2022. La détérioration du déficit du compte courant a accentué les pressions sur le *taka*, qui a perdu 18 % face au dollar en 2022, après être resté relativement stable en 2021.

Afin de défendre le *taka* et de combler un besoin de financement externe croissant, la Banque centrale a puisé dans les réserves en devises, qui ont perdu 11 Mds USD sur douze mois pour s'établir à 30,1 Mds USD en novembre 2022 hors or et droits de tirage spéciaux (DTS). Le gouvernement a pourtant tenté d'enrayer la chute des réserves en i) restreignant les importations de biens non essentiels (via le resserrement des règles relatives aux lettres de crédit à l'importation), ii) rationnant l'énergie (via des coupures de courant notamment), et iii) dévaluant à deux reprises le *taka* (en juin et en septembre). Si le montant des réserves en dollars apparaît encore relativement élevé, celui des réserves exprimées en mois d'importations a significativement baissé, à 4,2 mois d'importations (contre 6,4 mois d'importations fin 2021 et 9 mois d'importations fin 2020), un plus bas depuis 2013 et un niveau inférieur à la fourchette préconisée par le FMI (4,4 à 5,7 mois).

Graphique 13 -Les réserves de change sont en chute libre depuis début 2021 (Bangladesh)



Source : IMF IFS, calculs de l'auteur

Les pressions sur la liquidité externe ont conduit le gouvernement bangladais à faire, dès le mois de juillet 2022, un appel de précaution au FMI. Les autorités et le FMI ont conclu le 9 novembre un accord au niveau des services pour un programme d'un montant total de 4,5 Mds USD – mêlant une facilité élargie de crédit de 3,2 Mds USD et une facilité de résilience et durabilité de 1,3 Md USD, qui devrait permettre de catalyser les financements des bailleurs internationaux.

Les pressions sur la liquidité externe font peser un risque supplémentaire sur les finances publiques

Avec des recettes publiques à seulement 8,6 % du PIB en moyenne sur la période 2010-2019, la pression fiscale au Bangladesh est la plus faible au monde. Ces mauvaises performances sont imputables à l'étroitesse de l'assiette fiscale (5 millions de contribuables), qui s'explique principalement par un taux d'informalité très élevé (85 %) et un code fiscal extrêmement complexe offrant de multiples niches et favorisant l'évasion fiscale. Les dépenses publiques, quant à elles, ont augmenté à partir de 2018, d'abord pour soutenir les grands projets publics d'infrastructures, puis pour faire face à la crise sanitaire (stimulus de 6,2 % du PIB étalé sur 2020-2022). La stagnation des recettes conjuguée à la hausse tendancielle des dépenses a engendré une détérioration du solde budgétaire (-4,7 % du PIB en moyenne sur FY2018-FY2021). Le déficit public s'est encore creusé en FY2022, sous l'effet d'une hausse du coût des subventions (carburants, électricité, gaz et produits alimentaires ; +25 % dans le budget FY2022). Il a ainsi dépassé le seuil informel de 5 % du PIB que s'étaient fixé les autorités pour FY2022 (5,1 % du PIB selon le FMI) et devrait se maintenir au-dessus de ce dernier à moyen terme.

La dette publique reste modérée à 37,5 % du PIB. Elle est détenue à 60 % par des résidents et en grande partie sous forme de certificats d'épargne nationale (47 %), produits de placement bénéficiant de taux d'intérêt réglementés, qui absorbent plus de 20 % des recettes publiques. Une réforme de ces instruments est néanmoins en cours, avec pour objectif de réduire leur part dans la dette publique domestique. Par ailleurs, le gouvernement cherche à développer le marché obligataire domestique, notamment via la finance islamique. Depuis fin 2020, trois *sukuks*[11] ont été lancés (pour l'équivalent de 1,5 Md USD levé) sur le marché local et largement sursouscrits, signe de l'abondance de la liquidité et de l'intérêt du marché pour ce type d'instruments.

L'intégralité de la part externe de la dette publique est détenue par des institutions multilatérales et bilatérales, limitant le risque de refinancement externe et permettant de maintenir un degré élevé de concessionnalité. Toutefois, la dépréciation du *taka* risque d'accroître la charge de la dette à court-moyen terme. En particulier, le paiement des intérêts de la dette pourrait consommer jusqu'à 25 % des recettes publiques en FY2023. Alors que les réserves en devise s'amenuisent, la capacité du gouvernement à honorer ses échéances sur sa dette externe est mise en question. Moody's a ainsi placé, en décembre 2022, la note souveraine du Bangladesh (Ba3) sous revue pour éventuelle dégradation compte tenu de l'accroissement des vulnérabilités externes.

11 Cf. note de bas de page 8.

Inde : Malmenée par la conjoncture internationale, l'économie tient le choc

Alix Vigato – vigatoa@afd.fr

Affectée par une série de chocs exogènes et confrontée à des enjeux de développement conséquents, l'économie indienne demeure résiliente, affichant des performances supérieures à celles des autres grands émergents. Forte d'un modèle de financement du souverain qui lui est propre (dette quasi exclusivement détenue par des Indiens, en roupies et à taux fixes), l'Inde voit ses finances publiques être relativement protégées des turbulences liées au resserrement monétaire dans les pays développés (tensions sur les *spreads* souverains, appréciation du dollar). En revanche, et comme l'illustre la dépréciation de la roupie en 2022, la conjoncture internationale est moins clémente avec les comptes externes du pays.

Violemment frappée par la pandémie de Covid-19, l'économie indienne a enregistré la plus forte récession de son histoire moderne en 2020 (-6,6 %) avant de fortement rebondir en 2021 (+8,7 %). Fragile, la croissance économique tend depuis à ralentir sous l'effet de la dégradation de la conjoncture internationale, affectée notamment par la hausse des cours des matières premières et de l'inflation. Afin de juguler la hausse des prix, la *Reserve Bank of India* (RBI) a rehaussé son principal taux directeur à cinq reprises depuis mai 2022 (+225 points de base, à 6,25 %), un resserrement monétaire venu, à son tour, peser sur l'activité. Revue à la baisse à plusieurs reprises, la croissance économique de l'Inde se serait ainsi établie à 6,8 % en 2022 selon le FMI, soit un niveau bien inférieur aux prévisions effectuées il y a un an (8,2 % en janvier 2022). En dépit de ces éléments, l'économie indienne impressionne par sa résilience et affiche des performances qui demeurent nettement supérieures à celles des autres grands émergents en 2022 : Afrique du Sud (2,1 %), Mexique (2,1 %), Brésil (2,8 %), Chine (3,2 %), Turquie (5,0 %) ou encore Indonésie (5,3 %)[12]. Alors que la croissance indienne devrait, à moyen terme, se stabiliser autour de 6,0 % par an, le pays semble peu à peu confirmer son statut parmi les principales locomotives de l'économie mondiale.

Des finances publiques relativement protégées des resserrements monétaires effectués dans les pays développés

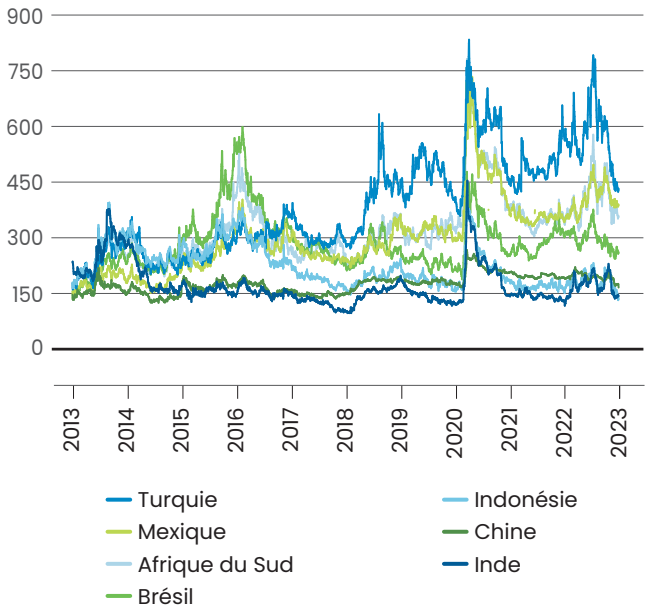
Affichant un déficit supérieur à 7 % du PIB en moyenne ces dix dernières années, les comptes publics indiens sont structurellement déséquilibrés. Les recettes sont insuffisantes pour couvrir le niveau des dépenses, plombées par le poids de la masse salariale et de la charge d'intérêt, un système de subventions mal calibré, des entreprises publiques peu productives, de nombreuses exemptions fiscales et la défaillance des mécanismes de mise en concurrence. Après avoir nettement progressé du fait de la pandémie, l'endettement public se serait établi à 83 % de PIB en 2022, un niveau historiquement élevé.

Les risques associés à ce haut niveau d'endettement public sont néanmoins largement tempérés par le profil de la dette publique. Celle-ci est en effet essentiellement (environ 95 % du stock) détenue par des investisseurs domestiques (banques, sociétés d'assurance, RBI, etc.) et en roupies : elle se trouve donc peu exposée aux conséquences néfastes de l'actuelle vague de resserrement monétaire opérée dans les pays développés. Alors que l'appétence des investisseurs internationaux pour le souverain indien n'a que faiblement chuté en 2022 (*spread* à 141 points de base fin 2022, +10 points sur un an), le pays apparaît, dans l'ensemble, relativement protégé des turbulences, les marchés internationaux ne jouant traditionnellement qu'un rôle marginal dans le financement de l'État. Les finances sont

12 Perspectives économiques mondiales, FMI, Octobre 2022.

également peu vulnérables au risque de change, l'appréciation du dollar n'ayant que peu d'impact sur une dette publique très largement libellée en monnaie locale, et au risque de taux, la dette étant essentiellement souscrite à taux fixes. À noter toutefois que le récent resserrement de la politique monétaire de la RBI induit une hausse mécanique des coûts d'emprunt pour l'État sur le marché domestique et, potentiellement, des tensions sur la liquidité bancaire.

Graphique 14 -Le *spread* souverain demeure relativement faible (Inde)



Source : JP Morgan (EMBI Global)

Bien que le recours à des sources de financement domestiques soit largement priorisé par les autorités depuis les années 1990, des doutes existent quant à la capacité du seul secteur financier indien à couvrir l'ensemble des besoins de l'État à moyen terme. Depuis plusieurs années, la mise en œuvre de réformes (en particulier fiscales) visant à inclure les titres indiens dans les grands indices obligataires internationaux fait l'objet d'intenses spéculations car celles-ci permettraient un afflux considérable de financements externes[13], bien qu'elles exposeraient, dans le même temps, le pays à un risque de retournement de confiance des investisseurs internationaux (similaire à celui auquel nombre de pays font actuellement face). L'appétit des investisseurs internationaux pour l'Inde et une plus grande ouverture de son marché de la dette souveraine est en tous cas indéniable : le *spread* souverain indien demeure l'un des plus faibles parmi les grands pays émergents (cf. graphique 14), et les agences de notation continuent de conférer au pays un statut « *investment grade* ».

Les comptes externes du pays sont, en revanche, sous pression

Comme l'illustre la dépréciation de la roupie sur l'année 2022 (-10 % face à l'USD), les comptes externes indiens sont sensiblement affectés par la dégradation la conjoncture internationale. Le resserrement de la politique monétaire américaine et la hausse des tensions géopolitiques ont en effet indirectement conduit à d'importantes sorties de capitaux (23 Mds USD de sorties nettes sur les dix premiers mois de l'année 2022), tandis que la hausse des cours des matières premières – qui représentent environ 60 % des importations de biens du pays – a creusé le solde du compte courant en 2022 (à -3,5 % du PIB selon le FMI).

Traumatisées par les turbulences induites par l'épisode du *taper tantrum* en 2013, les autorités multiplient les mesures visant à réduire la pression qui s'exerce sur la roupie. Le pays a d'abord sensiblement renforcé ses liens commerciaux avec la Russie afin de bénéficier d'hydrocarbures à prix réduits et rééquilibrer ses comptes : la part de marché russe dans les importations indiennes de pétrole brut, négligeable jusqu'alors (1 à 2 %), a ainsi atteint près de 25 % lors des derniers mois de l'année 2022. Outre un resserrement monétaire marqué depuis le mois de mai 2022 (cf. *supra*), la RBI a également dévoilé en juillet une série de mesures parmi lesquelles la convertibilité de la roupie dans les échanges internationaux afin de soutenir sa valeur et limiter le recours au dollar. Surtout, la Banque centrale est massivement intervenue sur le marché des changes, avec des ventes nettes de devises de 54 Mds USD entre janvier et octobre 2022 (contre un total de 14 Mds USD vendus lors du *taper tantrum* à l'été 2013). Si les comptes externes indiens demeurent robustes (réserves de changes encore confortables, dette externe sous-contrôle), les pressions devraient persister à court et moyen terme sur fond de conjoncture internationale incertaine.

13 L'inclusion des titres souverains indiens aux indices JP Morgan *GBI-EM* et Bloomberg-Barclays *Global Aggregate Index* permettraient un afflux de financements dès l'année de l'inclusion de respectivement 15-30 Mds USD et 8-20 Mds USD selon EIU.

Philippines : Un modèle de stabilité récente à l'épreuve de la conjoncture internationale

Benoît Jonveaux – jonveauxb@afd.fr

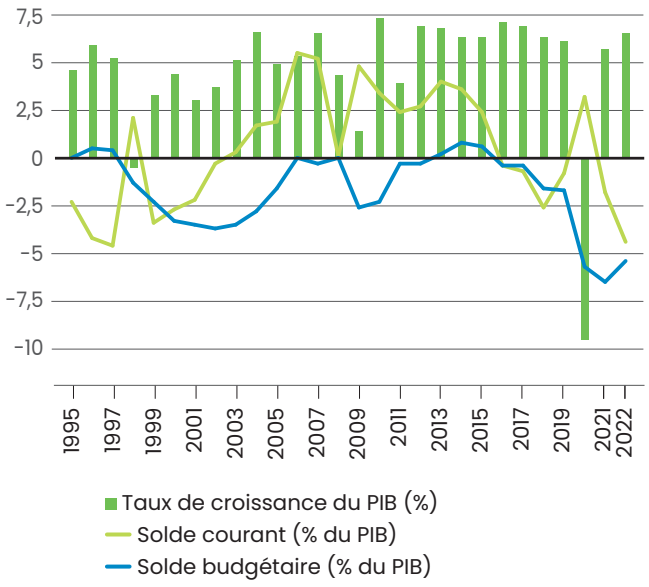
Les conséquences économiques et financières des chocs exogènes successifs de 2020 et 2022 viennent mettre à l'épreuve le modèle philippin, l'un des plus performants d'Asie du Sud-Est depuis le milieu des années 2000. Celui-ci en ressort avec des déséquilibres croissants : dérapages budgétaires et hausse marquée de la dette publique, creusement des déficits externes au plus haut depuis la crise asiatique de 1997, dépréciation du *peso* parmi les plus fortes de la région en 2022. Toutefois, les fondamentaux robustes du pays, notamment la composition très favorable de sa dette publique et le niveau élevé de réserves de change, permettent au nouveau Président Ferdinand Marcos Jr. d'appréhender le début de son mandat dans un contexte économique certes dégradé mais loin d'être catastrophique. Il lui faudra cependant consolider les piliers économiques qui ont soutenu le modèle philippin au cours des 20 dernières années pour pouvoir prétendre rejoindre le groupe des grands émergents à moyen-terme.

Entre Marcos et Marcos Jr., l'émergence d'un modèle les plus vertueux d'Asie du Sud-Est

« Homme malade de l'Asie » sous la Présidence de Ferdinand Marcos (1965-1986), les Philippines ont subi la crise asiatique de 1997 de plein fouet sans disposer de véritables marges de manœuvre pour y faire face. Le pays a, par la suite, mené un ensemble de réformes permettant d'afficher un régime de croissance économique élevé (5,5 % en moyenne entre 2000 et 2019), de tripler le PIB par habitant sur la période et de consolider les équilibres budgétaires externes, plaçant les Philippines parmi les nouveaux tigres asiatiques aux côtés de la Thaïlande, de la Malaisie et de l'Indonésie. La croissance a été particulièrement dynamique sous l'ère de Benigno Aquino III (2010-2016), qui a mené de nombreuses réformes et conféré au pays son statut *d'investment grade,* qui n'a pas été remis en cause par les marchés en dépit des politiques économiques moins rigoureuses et moins transparentes de son successeur Rodrigo Duterte (2016-2022).

Si le pays a souffert des conséquences de la pandémie de Covid-19 et enregistré une récession historique en 2020 (-9,5 %), l'économie s'est rapidement redressée en 2021 et a retrouvé un taux de croissance de 5,7 %. Cette reprise a toutefois été accompagnée par de coûteuses mesures de soutien à l'activité, qui ont creusé le déficit public de 1,7 % du PIB en 2019 à 5,7 % du PIB en 2020 et 6,5 % du PIB en 2021. En conséquence, la dette publique, qui avait été ramenée de 70 % du PIB au début des années 2000 à 37 % du PIB en 2019, a atteint 57 % du PIB fin 2021.

Graphique 15 - Maintien de la croissance au prix de déficits budgétaires et externes marqués (Philippines)



Source : FMI (WEO)

Ferdinand Marcos Jr., élu à la Présidence le 9 mai 2022, arrive donc au pouvoir en devant concilier une trajectoire d'ajustement budgétaire et le programme de dépenses publiques en infrastructures *(« Build, Build More »)* hérité de son prédécesseur. Les options de politique économique dont son gouvernement dispose seront toutefois fortement contraintes par le choc exogène multiforme consécutif à la hausse des prix des matières premières, l'appréciation du dollar américain et le resserrement monétaire international.

Des options de politiques économiques contraintes par les chocs exogènes de 2022

La hausse des prix des matières premières et l'appréciation du dollar américain pèsent sur les fondamentaux macroéconomiques des Philippines. L'inflation atteint un niveau record depuis la crise financière mondiale et s'établissait à 8,1 % en g.a. en décembre 2022. De la même façon, le *peso* enregistre l'une des plus fortes dépréciations d'Asie du Sud et a perdu 8 % de sa valeur face au dollar en 2022. Enfin, la conjugaison de la hausse des prix des matières premières et de la baisse de la demande mondiale creuse le déficit commercial. Le solde courant de la balance des paiements aurait ainsi enregistré un déficit de l'ordre de 5 % du PIB en 2022, soit son niveau le plus élevé depuis la crise de 1997. Pour faire face à ces déséquilibres, la Banque centrale (SBP) a procédé à un resserrement monétaire de 250 points de base entre avril et décembre 2022, portant son principal taux directeur à 5,50 %.

La conjoncture internationale devrait également compliquer l'ajustement budgétaire prévu par les autorités. Le gouvernement s'est en effet engagé, dès son entrée en fonction, à réduire progressivement le déficit public d'un point de PIB par an pour atteindre un déficit de 3 % du PIB d'ici 2028. Le contexte macroéconomique et les ambitions en matière d'infrastructures publiques pourraient retarder cet ajustement. Celui-ci est cependant indispensable pour maintenir la confiance des créanciers et investisseurs étrangers alors que leur appétence au risque a commencé à diminuer. Enfin, ce contexte macroéconomique moins favorable devrait peser sur la croissance, qui pourrait ralentir de 6,5 % en 2022 à 5 % en 2023 selon le FMI (sous son potentiel de 6,5 %).

Des marges de manœuvre suffisantes pour faire face aux vents contraires successifs

Sur le plan des équilibres budgétaires, le niveau et la composition de la dette publique sont suffisamment favorables pour rassurer les créanciers de l'État et permettre de mener un ajustement budgétaire progressif. La dette publique devrait se maintenir autour de 60 % du PIB à court terme. Elle est majoritairement libellée en *peso*, la dette publique en devises représentant environ 17 % du PIB, ce qui minimise l'impact de la dépréciation sur les finances publiques. Par ailleurs, les intérêts de la dette ne dépassent pas 10 % des recettes publiques et la dette est très majoritairement émise à long terme. Le pays dispose également du soutien des bailleurs comme des marchés internationaux. Les Philippines restent en effet l'un des principaux bénéficiaires d'aide publique au développement dans la région - l'un des premiers clients de la Banque mondiale et de la Banque asiatique de Développement - tout en émettant sur les marchés internationaux. Le pays a continué de bénéficier en 2022 du soutien des bailleurs et de la confiance des marchés – *les spreads* souverains n'ayant pas dépassé 170 points de base au cours de l'année et se maintenant à l'un des niveaux les plus faibles de l'indice EMBI. Le secteur financier domestique est bien capitalisé et le degré de développement des marchés de capitaux devrait permettre à l'État de solliciter, si besoin, les acteurs bancaires philippins dont le niveau d'exposition au souverain est déjà passé de 13 % du PIB fin 2019 à 20 % du PIB mi-2022.

Les autorités peuvent, en matière de comptes externes, bénéficier d'un niveau de réserves de change très confortable. Structurellement élevées (9,7 mois d'importations en moyenne entre 2012 et 2019), elles ont encore augmenté en 2020 sous l'effet d'un excédent courant et d'interventions de la SBP pour modérer l'appréciation du *peso*. Ainsi, si les réserves ont diminué depuis fin 2021 (-10 % entre janvier et novembre 2022), elles restent, à 95 Mds USD, supérieures à ce qu'elles étaient avant la crise du Covid-19 (88 Mds USD) et représentent encore 7,2 mois d'importations de biens et services.

Le pays dispose donc de marges de manœuvre confortables pour absorber les conséquences des chocs de 2020 et 2022. Il reste cependant nécessaire de réduire les déficits budgétaires et externes afin de consolider la trajectoire de croissance et de permettre au pays d'ambitionner rejoindre les grands émergents.

Turquie : Le pari risqué de l'hétérodoxie économique

Sylvain Bellefontaine – bellefontaines@afd.fr

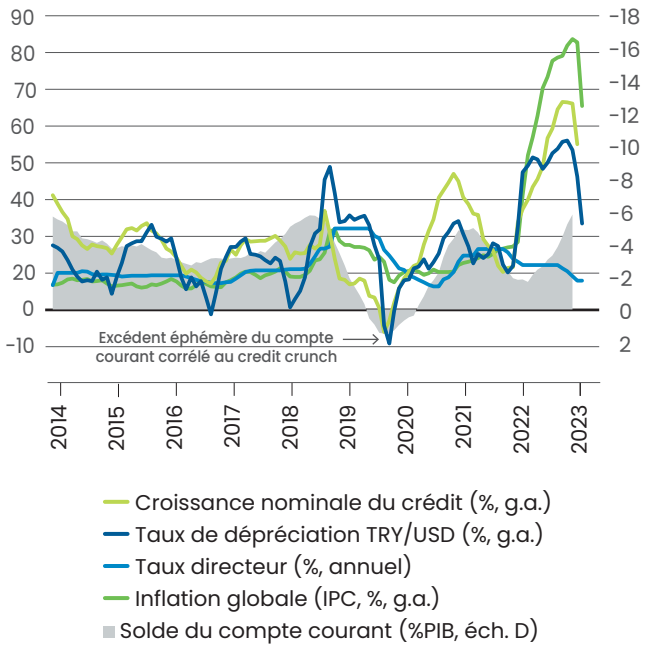
À l'approche des élections générales en juin 2023, la politique économique turque maintient le cap hétérodoxe et interventionniste dans une conjoncture internationale porteuse de risques macro-financiers et géopolitiques. La dégradation de l'environnement des affaires depuis la tentative de coup d'État de juillet 2016 et la crise de change d'août 2018 a érodé les forces de rappel et les facteurs de résilience de l'économie (piliers souverain et bancaire). Les déséquilibres (spirale dépréciation de la lire – inflation – creusement du déficit du compte courant) et les risques d'ajustements macroéconomiques violents sont accentués par une stratégie court-termiste de stimulation de l'activité économique via une politique monétaire non-indépendante et ultra-accommodante.

Économie diversifiée et industrialisée, la Turquie jouit d'une position géostratégique enviable et présente des indicateurs de développement et de capital humain satisfaisants, à mettre au crédit de la première décennie (2002-2013) de prospérité de l'ère Erdoğan-AKP[14] suite à la crise financière de 2001. Depuis lors, les entraves aux libertés publiques, le sentiment d'appauvrissement de la population dont le pouvoir d'achat est rogné par une inflation galopante, ainsi que les taux élevés de sous-emploi et de chômage des jeunes ont érodé la popularité présidentielle. Dans ce contexte domestique difficile, la politique étrangère a été instrumentalisée sur fond d'intérêts économiques. Dans une relation à géométrie variable avec la Russie, la Turquie, membre de l'OTAN, a condamné l'attaque contre l'Ukraine sans cautionner les sanctions occidentales. Ce non-alignement positionne Ankara comme principal médiateur entre Kiev et Moscou et entretient la complexité des relations avec les États-Unis et l'Union européenne (principale destination des exportations turques : 47% en 2021), quelque peu apaisées depuis 2021 tout comme avec les pays du Golfe, l'Égypte et Israël.

Perte de boussole monétaire

Levier majeur du *policy mix* expansionniste, la croissance du crédit bancaire a permis jusqu'alors d'éviter ou du moins de repousser un atterrissage brutal de l'économie. Après avoir déjoué les pronostics de récession en 2020 (+1,9 %), la croissance du PIB a caracolé en 2021 (11,4 %), tirée par la demande interne et les exportations, et est estimée à 5 % en 2022. Mais l'essoufflement de l'activité perceptible au deuxième semestre 2022 devrait se poursuivre en 2023 sur fond d'inflation persistante, d'attentisme préélectoral et de ralentissement mondial. Les réformes structurelles sont dans les limbes et la croissance économique potentielle n'excède pas 3 % selon le FMI.

Graphique 16 - Affolement des variables macro-financières (Turquie)



Source : CBRT, Turkstat, calculs AFD

14 *Adalet ve Kalkınma Partisi* (Parti de la Justice et du Développement).

Alors que le taux d'inflation officiel a atteint 72 % en moyenne annuelle en 2022, le taux d'intérêt directeur a été abaissé à 9 % en novembre et n'officie plus comme instrument de pilotage de la politique monétaire de ciblage d'inflation (5 % +/-2pp). Depuis un an, ces mesures palliatives ont pris la forme d'une importante ingénierie financière et réglementaire, coercitive pour les banques et les entreprises, déployée afin de « relira-iser » l'économie, drainer les devises et soutenir la lire (-46 % vis-à-vis du dollar en moyenne en 2022). L'interventionnisme des autorités (marges d'intermédiation bancaire négatives), l'exposition croissante des banques (surtout publiques) au souverain et le risque de crédit aux entreprises (60 % de dette/PIB, à 57 % en devises dont 53 % auprès de banques locales) pèsent sur le risque systémique bancaire.

Spectre récurrent d'une crise de balance des paiements : le diable (ou l'ange gardien) est dans les détails

Talon d'Achille de l'économie turque, les comptes externes sont à nouveau sous pression, notamment à travers une forte dépendance énergétique. La dynamique des flux de capitaux est complexe et divergente selon leur nature, tandis que la position de liquidité externe est fragile face à un besoin de financement externe structurellement élevé (environ 26 % du PIB en 2022). Des négociations turco-russes sont en cours sur un tarif préférentiel du gaz – importé à 44 % de Russie en 2021 selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE), un report de paiement à 2024 et la constitution d'un *hub gazier* turc. Le déficit du compte courant aurait atteint près de 6 % du PIB en 2022 et se réduirait légèrement à moins de 4 % du PIB en 2023 selon le FMI. La lourde charge de dette externe incombe largement aux banques dont le roll-over de prêts syndiqués a toujours été assuré à 70-80 % lors des précédents chocs financiers et les actifs liquides en devises couvrent deux fois leurs engagements en devises à court terme. Les flux nets d'investissements de portefeuille ont été négatifs en 2022, comme depuis 5 ans, quand les flux entrants d'IDE demeurent décevants (1,4 % du PIB sur 5 ans). Parallèlement, les flux de *trade credit* et de crédit externe à long terme aux entreprises ont rebondi en 2022.

Les réserves de change brutes ont chuté sévèrement au premier semestre 2022, avant de rebondir de 24 Mds USD pour atteindre 83 Mds USD fin 2022, grâce à la manne touristique mais surtout à des flux non-enregistrés (« erreurs et omissions » à des niveaux records de +21 Mds USD en janvier-octobre) : financement de la société russe Rosatom, « importations parallèles » russes, transferts financiers privés russes et rapatriements d'actifs off-shore d'entreprises turques. Toutefois, les actifs de réserves internationales nets de la Banque centrale (CBRT) demeurent négatifs en soustrayant les *swaps* de devises (-47 Mds USD) vis-à-vis des banques publiques turques et d'autres banques centrales (Chine, Qatar, Émirats arabes unis, etc.) et les dépôts en devises des banques commerciales (85 Mds USD) au passif du bilan de la CBRT.

Finances publiques sous surveillance renforcée

La discipline budgétaire a été relâchée suite aux différents chocs depuis 2016 (tentative de coup d'État, crise de change, crise sanitaire, flambée des prix des matières premières). Le FMI prévoit un déficit public à 5,6 % du PIB en 2023 après une estimation à 4,2 % du PIB en 2022. À travers une hausse du salaire minimum de 50 %, des baisses de TVA sur les produits de base, la prise en charge des factures de gaz et d'électricité, les nouvelles mesures de soutien à l'économie (environ 1,8 % du PIB) ciblent prioritairement les ménages modestes, cœur de l'électorat de l'AKP, au risque d'une indexation de l'économie.

Les trois agences de *rating* ont dégradé la notation en devises à l'été 2022 à B/N pour Fitch, B/S pour S&P et B3/S pour Moody's. L'accroissement, difficilement quantifiable, des passifs contingents est une source d'inquiétude. Toutefois, la soutenabilité de la dette publique (estimée à 37 % du PIB en 2022 selon le FMI) n'est pas remise en cause à moyen terme. La charge d'intérêts est modérée à 1,7 % du PIB et 6 % des recettes publiques en 2022. Le besoin de financement public (BFP) apparaît gérable en 2022-2023 à 7-8 % du PIB (rogné par l'effet PIB nominal). L'effet change accroît mécaniquement la part de la dette en devises (à 66 % dont ¼ sur le marché local). Mais son service modéré (1,4 % du PIB en 2023 et relativement lissé en 2024-2026) minore le risque de liquidité et de refinancement, tout comme les taux d'intérêt réels domestiques fortement négatifs et le nouveau cadre réglementaire assurant une demande « captive » de titres publics. Dans le contexte de resserrement monétaire mondial, le Trésor turc privilégie le recours au marché local, déserté par les investisseurs non-résidents (1 % de la dette domestique détenue contre 19 % en 2017). Il a tout de même émis 1,5 Md USD d'*eurobonds* à 5 ans en novembre au taux UST +561pb et 2,75 Mds USD à 10 ans début janvier 2023 au taux UST +619pb. Il dispose par ailleurs de 15,5 Mds USD de dépôts auprès de la CBRT.

Colombie : Un tournant politique face aux défis macro et socio-économiques

Floriane Vallée – valleef@afd.fr

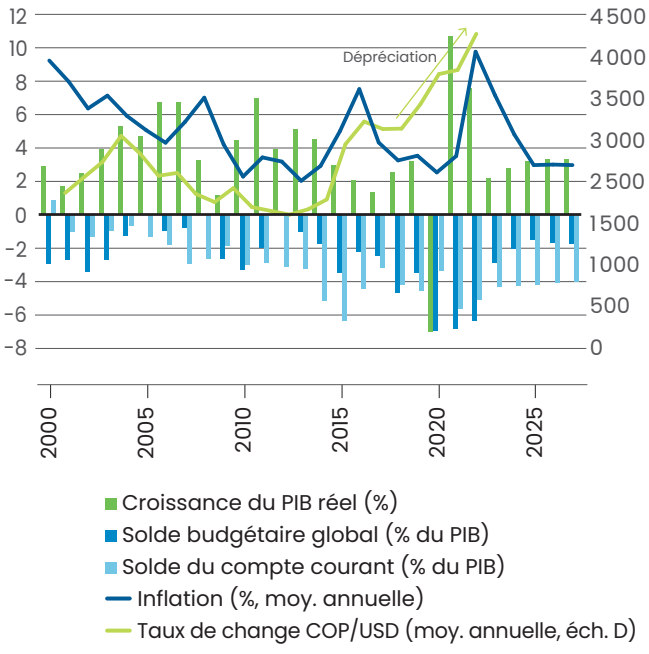
Le « supercycle » des matières premières (pétrole et charbon) de 2004-2014 et le développement des services ont assuré à la Colombie le statut de « pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure » (PRITS) depuis 2008. Mais la primarisation de l'économie depuis l'ouverture du secteur pétrolier aux investisseurs étrangers en 2007 et le déclin relatif du secteur manufacturier ont fragilisé son modèle économique et les fondamentaux macroéconomiques depuis le choc pétrolier de 2014. Malgré un cadre de politique économique orthodoxe, salué de longue date par le FMI, et un rebond économique post-pandémie vigoureux, la Colombie fait face à une érosion de la confiance des investisseurs, illustrée par la perte du statut Investment Grade en 2021, et un mécontentement croissant de la population. Issu d'une alternance politique historique en mai 2022, le nouveau gouvernement de gauche doit ainsi s'atteler à des défis majeurs pour la stabilité économique et socio-politique du pays dans un contexte international dégradé.

Les violentes manifestations de mai-juin 2021 ont exprimé un besoin croissant de justice sociale au sein de la population qui réclame en particulier une amélioration des conditions de vie et un renforcement de la lutte contre les violences policières et la corruption, tout en dénonçant la « déconnexion » des élites. Combinées à la hausse de l'inflation depuis 2021, qui mine les progrès en matière de réduction des inégalités (Gini à 54,2), ces préoccupations sociales furent au centre de la campagne présidentielle de mai 2022. Cette dernière a abouti à la victoire de Gustavo Petro de la coalition gauche radicale de Pacto Histórico, une situation inédite dans l'histoire de la Colombie. Les principales priorités de l'administration, qui se veut plus interventionniste, sont la consolidation de la paix, la justice sociale et environnementale et l'avancée des droits des femmes. La mise en œuvre de l'accord de paix avec les FARC *(Fuerzas armadas revolucionarias de Colombia,* organisation principale de la guérilla) et l'intégration des réfugiés vénézuéliens, se déroulent relativement bien mais représentent des sources d'instabilité.

Un rebond dynamique de l'activité en 2021-2022 masquant un ralentissement tendanciel de la croissance économique…

La Colombie présente une tradition de prudence en matière de gestion macroéconomique et budgétaire. Un régime de ciblage de l'inflation, un taux de change flexible et un cadre budgétaire assez rigoureux ont permis à l'économie de croître sans interruption depuis la récession de 1999, malgré un ralentissement tendanciel depuis le choc pétrolier de 2014. En 2020, l'économie a enregistré la récession la plus forte de son histoire contemporaine (-7 %), en ligne avec la moyenne de la zone Amérique latine et Caraïbes. Elle s'est redressée vigoureusement en 2021 (10,7 %), soutenue par

Graphique 17 – Principaux agrégats macroéconomiques (Colombie)



Source : FMI (WEO), Macrobond.

une reprise post-pandémie de la consommation (ménages et gouvernement) et de l'investissement. En dépit des émeutes, la croissance est estimée, selon le FMI, à 7,6 % en 2022 (en baisse au troisième trimestre à cause de l'inflation), au-dessus de son potentiel (3,5 %), grâce à la consommation des ménages et les exportations d'hydrocarbures et de mines (+76 % en g.a. en janvier-octobre 2022). Ces deux années de rebond n'ont cependant pas permis de réduire le taux de pauvreté, avec une tendance baissière du PIB/tête en USD courants en raison d'un effet de change qui persiste depuis 2014.

…désormais bridée par l'inflation et la dépréciation du *peso*…

La croissance devrait ralentir nettement à 2,2 % en 2023 selon le FMI. L'inflation, engendrée par les contraintes d'offres provoquées par la guerre en Ukraine, et les pressions à la hausse sur le cours des matières premières (aliments et énergie), pèsent sur la demande interne. Dans le contexte de resserrement des politiques monétaires dans les pays développés, États-Unis en tête, la fuite des capitaux (-8 Mds USD d'investissements de portefeuille et de prêts en janvier-octobre 2022) a résulté en l'annonce par le président Petro, le 7 octobre 2022, de l'instauration possible d'une taxe temporaire sur les revenus spéculatifs. Cela a suscité l'inquiétude chez les investisseurs internationaux maintenant le *peso* sous pression par rapport au dollar (-16 % en g.a. en décembre 2022). Supérieure à la cible de 3 % (+/- 1pp) depuis mi-2021, l'inflation a atteint 10 % en moyenne en 2022, conduisant la Banque centrale à rehausser drastiquement son taux directeur à 12 % en décembre 2022 (+ 1 025 pb depuis septembre 2021).

…qui freinent la consolidation budgétaire…

Depuis 2014, la déviation quasi-systématique de la règle budgétaire de 2011 (déficit public à 1 % du PIB d'ici 2022) avec un creusement tendanciel du déficit budgétaire a entamé la crédibilité des autorités à maintenir une gestion prudente des finances publiques. Avec la mise en sommeil de cette règle pendant la pandémie de Covid-19, le déficit s'est creusé à un niveau élevé de 6,9 % du PIB en moyenne sur 2020-2021. Afin d'y remédier, le gouvernement prévoyait une reprise de la consolidation budgétaire, mais la réforme fiscale présentée en avril 2021 a déclenché une vague de contestations sociales. Le 3 novembre 2022, le gouvernement a approuvé une version édulcorée du projet qui devrait générer 1,3 % du PIB de recettes budgétaires supplémentaires. Une surtaxe permanente d'impôt sur le revenu et la non-déductibilité des redevances aux industries des hydrocarbures permettront de financer des dépenses sociales accrues (subventions, salaires, réforme des retraites) plutôt que l'assainissement budgétaire, qui lui attendra probablement 2024. L'effet bénéfique de cette réforme dépendra si les recettes fiscales générées compenseront la baisse de compétitivité induite par la hausse des taxes. Le FMI prévoit pour l'instant une réduction du déficit budgétaire à 2,9 % du PIB en 2023 (après 6,4 % du PIB en 2022).

Dans le cadre des déficits jumeaux, les comptes externes ont bénéficié partiellement de la hausse des prix du pétrole et du charbon (50 % des exportations totales), avec une légère réduction du déficit courant en 2022 (5,1 % du PIB selon le FMI après 5,7 % du PIB en 2021). Cette tendance pourrait se poursuivre en 2023 malgré l'incertitude quant aux cours des matières premières et la dynamique des importations. Le déficit du compte courant resterait à moyen terme proche de sa moyenne de la décennie pré-crise sanitaire, soit environ 4 % du PIB.

…et sèment l'incertitude quant à la trajectoire de la dette

Malgré les vents contraires à court terme, le ratio dette publique/PIB passerait, selon le FMI, de 61,1 % du PIB en 2022 à 55,9 % du PIB en 2027 compte tenu de la règle budgétaire qui prévoit une amélioration nette du solde primaire de 1,1 % du PIB, en moyenne, à partir de 2023. La dette publique totale était jugée soutenable à moyen terme par le FMI en 2022 en raison notamment de sa maturité moyenne relativement longue. La dépréciation du *peso* alourdit mécaniquement le coût de la dette libellée en devises (50 % de la dette publique totale), détenue à 30 % par les bailleurs multilatéraux, 5 % par les bailleurs bilatéraux, et 65 % par les créanciers privés (essentiellement des *eurobonds*). La confiance des marchés dans la capacité du nouveau gouvernement à respecter ses objectifs sera clé. Les *spreads* souverains atteignaient un niveau raisonnable de 370 pbs fin 2022 après un pic à 520 pbs en octobre. La couverture du déficit courant reste assurée par les IDE (9,5 Mds USD à fin octobre 2022 dont 72 % vers le secteur pétrolier et minier) et l'endettement externe. La liquidité en devises s'amenuise mais reste à un niveau confortable (8 mois d'importations). Le renouvellement, en avril 2022, de la ligne de crédit modulable du FMI, bien que réduite de 17,2 Mds USD à 9,8 Mds USD, constitue un élément de confort supplémentaire, et le soutien des bailleurs multilatéraux sera crucial.

Liste des sigles et abréviations

AIE	Agence international de l'énergie
AKP	*Adalet ve Kalkınma Partisi* (Parti de la Justice et du Développement, Turquie)
BCE	Banque centrale européenne
BFP	besoin de financement public
BM	Banque mondiale
BoE	*Bank of England*
BoJ	*Bank of Japan*
B&S	biens et services
CBRT	*Central Bank of the Republic of Turkey*
CdP	Club de Paris
CNUCED	Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement
CNY	yuan chinois ou *rénmínbì* (RMB)
DTS	droit de tirage spécial
EMBI	*Emerging Market Bond Index* de J.P. Morgan
EUR	euro
FMI	Fonds monétaire international
FY	*fiscal year* (année fiscale américaine)
g.a.	glissement annuel
GBP	livre sterling
IDE	investissement direct étranger
IDS	base de données *International Debt Statistics* de la Banque mondiale
IFS	base de données *International Financial Statistics* du FMI
JPY	yen japonais
Md	milliard
Mn	million
PED	pays émergents et en développement
PIB	produit intérieur brut
pp	point de pourcentage
PRITS	pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure
UE	Union européenne
USD	dollar américain
WEO	rapport *World Economic Outlook* du FMI

Liste des graphiques

Graphique 1 Taux d'inflation (IPC) dans les pays développés, en glissement annuel

Graphique 2 Principal taux directeur des Banques centrales dans les pays développés

Graphique 3 Dette publique externe des PED

Graphique 4 Spreads souverains (points de base)

Graphique 5 Endettement public externe en devises fortes des PED, moyenne, en % du PIB

Graphique 6 Dette publique externe libellée en USD et évolution de la monnaie locale face à l'USD

Graphique 7 Variations de taux directeurs dans les PED

Graphique 8 Rendement des obligations souveraines en monnaie locale (10 ans, %)

Tableau 1 Pays ayant fait appel aux financements du FMI en 2022

Annexe 1 Récapitulatif des indicateurs, sélection de pays émergents et en développement

Graphique 9 Compte courant et entrées nettes de capitaux (Afrique du Sud)

Graphique 10 La tarification du risque souverain marocain demeure contenue (Maroc)

Graphique 11 Principaux agrégats macroéconomiques (Maurice)

Graphique 12 Une croissance volatile, des comptes publics qui se dégradent et des comptes externes fragiles (Mauritanie)

Graphique 13 Les réserves de change sont en chute libre depuis début 2021 (Bangladesh)

Graphique 14 Le spread souverain demeure relativement faible (Inde)

Graphique 15 Maintien de la croissance au prix de déficits budgétaires et externes marqués (Philippines)

Graphique 16 Affolement des variables macro-financières (Turquie)

Graphique 17 Principaux agrégats macroéconomiques (Colombie)

Agence française de développement
5, rue Roland Barthes
75012 Paris I France
www.afd.fr

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. 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 : 05/01/2023

Crédits et autorisations
License Creative Commons
Attribution - Pas de commercialisation - Pas de modification
https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/

Dépôt légal 1er 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