

Macro Dev

PANORAMA SEMESTRIEL 2026 #2

Économie internationale : Vous avez dit « Résilience » ?

Coordinateur :
Sylvain Bellefontaine

MacroDev – Panorama semestriel

Les numéros spéciaux « Panorama semestriel » de la collection **MacroDev**, rédigés par les analystes de l'Agence française de développement (AFD), présentent une synthèse d'analyses macro-économiques 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

Christophe Barat,
Sylvain Bellefontaine,
Hélène Ehrhart, Julien Gourdon,
Marion Hémar, Vincent Joguet,
Benoît Jonveaux, Amaury Mulliez,
Thibault Vasse

Sommaire

Éditorial	2
Amaury Mulliez	
Économie internationale	4
Sylvain Bellefontaine	
Focus pays	19
Égypte : Une fragile stabilisation	20
Julien Gourdon	
Éthiopie : Une forte sensibilité aux chocs	22
Hélène Ehrhart	
Nigéria : Bénéficiaire macro net du choc mondial	24
Sylvain Bellefontaine	
Ouganda : Une dynamique économique carbonée	26
Christophe Barat	
Bangladesh : L'essoufflement d'un modèle économique	28
Marion Hémar	
Ouzbékistan : Bien armé face au nouveau choc mondial	30
Thibault Vasse	
Pakistan : Un pivot géopolitique fragile à l'épreuve d'un nouveau choc économique	32
Benoît Jonveaux	
Serbie : Zone de turbulence prolongée par la crise au Moyen-Orient	34
Vincent Joguet	
Liste des sigles et abréviations	36
Liste des graphiques et tableaux	37

Éditorial

Amaury Mulliez – mullieza@afd.fr

Vous avez dit « Résilience » ?

Choc après choc, l'économie mondiale n'en finit pas de surprendre par sa « résilience », notamment quand on la mesure par la croissance du PIB. Le même mot était d'ailleurs déjà utilisé dans cet éditorial en janvier dernier.

Et de fait, si les discussions en cours entre les États-Unis et l'Iran sur la crise d'Ormuz arrivent à terme (60 jours à compter du 17 juin) et aboutissent à un accord durable, l'Agence internationale de l'énergie (AIE) prévoit de nouveau un excédent d'offre de pétrole dès 2027 et les anticipations d'inflation pourraient rapidement se réancrer à des niveaux plus conformes aux cibles des Banques centrales. Dans un tel scénario, et même si le retour à la normale pour les installations pétrolières et gazières du Golfe nécessitera plusieurs mois, les politiques monétaires pourraient s'assouplir de nouveau à mesure que la confiance dans la désinflation grandira.

À ce titre, les dernières prévisions du FMI (avril 2026) envisagent un scénario central dans lequel la croissance mondiale s'établirait à 3,1 % en 2026, et 3,2 % en 2027 ; tandis que celle des pays émergents et en développement (PED) serait à peine affectée (3,9 % en 2026 au lieu de 4,0 % attendus en octobre dernier et 4,1 % en 2027). Même dans son scénario le plus sévère, le FMI ne voit pas la croissance passer sous les 2 % en 2026, grâce notamment à un bon acquis sur le deuxième semestre 2025, et la voit autour de 2,2 % en 2027. Certes, il s'agirait de niveaux historiquement bas sur deux années consécutives, mais l'économie mondiale ne connaîtrait pas de récession, comme en 2009 ou 2020.

Alors, dans ce scénario central – qui reste teinté d'optimisme à l'heure de la publication de ce numéro – le choc se limiterait-il à un avertissement sans frais avant retour à la normale ? Probablement pas et pour trois raisons, au moins.

D'abord, le taux de croissance mondiale masque les disparités régionales. Les économies états-unienne, chinoise et indienne représentent maintenant 45 à 50 % du PIB mondial. De fait, le maintien de la croissance mondiale tient pour beaucoup aux États-Unis – pour les économies avancées (le taux de croissance de la zone euro est environ deux fois moindre à 1,1 %) – et aux deux géants démographiques asiatiques pour les économies émergentes. Si l'Afrique subsaharienne continue de tirer son épingle du jeu (4,3 % de croissance projetée pour 2026), le Moyen-Orient (1,9 %) et l'Amérique latine (2,3 %) sont moins dynamiques. L'Asie est inégalement affectée par le choc inflationniste et les ruptures d'approvisionnement et si les taux de croissance nationaux y restent élevés, certains pays, tels que le Cambodge, le Vietnam et même l'Inde, perdront sans doute de l'ordre d'un point de croissance cette année. La croissance mondiale est donc résiliente globalement, mais diversement affectée.

Ensuite, les taux d'intérêt obligataires semblent avoir durablement augmenté, en particulier pour la composante « sans risque »^[1] et la partie longue de la courbe, indépendamment des décisions de politique monétaire des mois à venir. C'est donc l'ensemble des acteurs, publics et privés, qui doit aujourd'hui s'acquitter de taux sensiblement plus élevés pour financer les investissements d'avenir et les déficits budgétaires. Et c'est d'ailleurs une des particularités de ce choc : il a affecté plus significativement les taux de financement des économies avancées que les primes de risque payées par les économies émergentes.

[1] Entre le 27 février et le 9 juin, les taux actuariels à 10 ans US ont pris 56 points de base pour s'établir à 4,53 % et les taux allemands ont gagné 41 pbs pour s'établir à 3,05 % (source EIU).

Est-on à l'amorce d'une convergence plus structurelle des taux d'intérêt entre économies avancées et économies émergentes ? En tout état de cause, la croissance risque bien d'être affectée par la hausse des taux de long terme, si tant est qu'elle se confirme.

Enfin, après une année 2025 qui avait déjà largement fissuré les principes du multilatéralisme, les règles du droit international et certaines alliances historiques, les attaques sur l'Iran ont ouvert la voie à des postures géopolitiques encore inimaginables il y a 2 ans. Et si le G7 qui s'est achevé à Évian le 17 juin a surpris par la capacité des participants à s'accorder sur l'objectif de résolution des déséquilibres mondiaux et un soutien renouvelé à l'Ukraine, on peut s'interroger sur l'impact réel que ces conclusions auront sur les tierces parties concernées, à savoir la Chine et la Russie. Dans un climat d'incertitude géopolitique durablement accrue, où le G7 ne peut plus à lui seul résoudre les crises, comment la croissance économique se comportera-t-elle sur le long terme ?

Alors, plus que la question de la résilience de la croissance, la question du moment serait-elle en train de devenir celle de la résilience de la gouvernance mondiale... ?

Économie internationale

**Résister au permachoc,
du golf de Mar-a-Lago
au Golfe persique**

Sylvain Bellefontaine – bellefontaines@afd.fr

La notion de crise est souvent utilisée indistinctement et/ou confondue avec la notion de choc^[2]. Jusqu'à présent, l'économie mondiale a plutôt bien résisté à l'enchaînement de chocs depuis 2020, y compris en 2025 dans le contexte de guerre commerciale « universelle » lancée par l'administration Trump II (cf. tableau 1). À tel point que l'on pourrait qualifier cette situation de « permachoc » économique, plutôt que de permacrise^[3]. Dans le même temps, l'ordre économique et institutionnel mondial est, lui, bien en crise « de modèle », sapé par les rivalités entre les deux super-puissances états-unienne et chinoise, attisées par les velléités de la Russie, mettant à mal le multilatéralisme et entravant certaines chaînes de valeur mondiales.

Face au choc énergétique lié à la fermeture du détroit d'Ormuz, les marchés émergents restent de nouveau résilients, avec notamment des primes de risque souverain en repli depuis le début du conflit États-Unis-Israël-Iran le 28 février 2026, après un léger sursaut en mars. Les investisseurs semblent considérer le conflit et ses conséquences économiques comme gérables d'un point de vue macro-financier avec un choc inflationniste moins marqué qu'en 2022. Les pays émergents et en développement ont globalement des positions extérieures relativement solides, notamment au niveau des réserves de change, en capacité d'absorber les pressions sur leur devise. Les pays importateurs d'hydrocarbures les plus exposés aux approvisionnements *via* le détroit d'Ormuz sont les pays asiatiques, par ailleurs les plus solides sur le plan macroéconomique. Cette analyse globale ne vaut toutefois pas pour tous les pays, notamment les plus fragiles avant le choc.

Au final, les facteurs de déstabilisation de l'économie mondiale et de risques macro-financiers sont encore amplifiés à court et moyen termes par rapport à 2025 :

- **Non-effectivité de l'accord États-Unis-Iran après les 60 jours de négociations prévus suite au protocole d'accord du 17 juin avec fermeture du détroit d'Ormuz au-delà de l'été et risque de**

stagflation mondiale : hausse durable du cours du pétrole à mesure que des pénuries mondiales apparaissent en lien avec l'épuisement des stocks ; de même pour le gaz naturel, les engrais et d'autres produits exportés par les pays du Golfe (aluminium, hélium, brome), critiques dans certaines chaînes de valeur industrielles.

- **Conséquences macroéconomiques, socio-économiques, voire, politiques néfastes du nouveau choc mondial pour les PED, combiné aux effets d'un nouvel épisode El Niño attendu comme très fort en 2026-2027** : pression sur les balances des paiements (soldes courants, flux de capitaux, réserves, devises) et les finances publiques (subventions, dépenses sociales), resserrement monétaire (inflation, change), crise alimentaire et sociale, **dans un contexte de resserrement de l'aide publique au développement.**
- **Conflictualité géopolitique accrue** : poursuite de la logique du rapport de force des États-Unis (intervention à Cuba et ailleurs, dans la veine du Venezuela) et accentuation de la menace chinoise sur Taiwan (contrôle du détroit de Taiwan et blocage des exportations de semi-conducteurs) ; risque d'affrontements ouverts (États-Unis-Chine en Mer de Chine, Russie-Union européenne, autres conflits régionaux).
- **Perte d'efficacité des institutions multilatérales** dans la résolution des crises économiques, politiques, humanitaires.
- **Poursuite de la guerre commerciale, notamment sino-états-unienne** : contournement par l'administration Trump des décisions de justice invalidant les droits de douane en mobilisant d'autres textes législatifs et des barrières non tarifaires, à l'instar de la Chine (contrôle de licences d'exportations, interdictions, quotas) ; politique de fermeté de l'UE en rétorsion aux mesures états-uniennes (*tech*, services numériques) et pour se protéger de la concurrence chinoise qui accélère la désindustrialisation (instrument anti-coercition, quotas, normes, taxe carbone aux frontières, règlement sur la déforestation déclenchant des mesures de rétorsion).

[2] Un choc est un événement ou une perturbation soudaine qui frappe un système. Une crise est un état de dysfonctionnement durable résultant d'un choc mal absorbé ou de fragilités préexistantes. Le choc est la cause immédiate tandis que la crise est la conséquence systémique.

[3] Le terme « permacrise » désigne une situation dans laquelle les crises ne sont plus perçues comme des épisodes exceptionnels et temporaires, mais comme un état de crise perpétuelle. L'expression a été choisie comme mot de l'année 2022 par *Collins Dictionary*. Une permacrise se distingue d'une polycrise, une situation dans laquelle plusieurs crises distinctes se superposent et se renforcent mutuellement.

- **Ralentissement de l'économie chinoise**, actrice centrale des chaînes de valeur manufacturières en Asie (et au-delà) et du marché mondial des matières premières.
- **Risque de remise en cause par Donald Trump des résultats des *mid-terms* de novembre s'ils venaient à lui être défavorables, de l'indépendance et de la crédibilité, voire, de la souveraineté monétaire de la Federal Reserve (Fed)** dirigée désormais par Kevin Warsh, face à un dilemme de politique monétaire dans un contexte de dominance budgétaire. Ce dilemme pourrait s'étendre à d'autres économies avancées et émergentes, compte tenu de l'ampleur des déficits et de l'endettement publics.
- **Correction des marchés voire éclatement de la bulle de la *tech* autour de l'IA et/ou krach obligataire aux États-Unis que pourrait générer une crise des institutions financières non bancaires (*Non-bank financial institution* [NBFII]), moins régulées que le système bancaire ou des *stablecoins* adossés aux bons du Trésor états-unien.**
- **Conséquences sur la trajectoire mondiale de décarbonation de la sortie des États-Unis de l'Accord de Paris.**

Tableau 1 – Rappel des chocs successifs depuis 2020

2020	Covid-19, confinement mondial, effondrement du commerce et du transport
2021	Rupture des chaînes d'approvisionnement, pénuries, explosion des coûts du fret
2022	Invasion de l'Ukraine par la Russie, choc énergétique et alimentaire
2023	Inflation mondiale, resserrement monétaire (+ crise bancaire régionale aux États-Unis)
2024	Absence de choc
2025	Guerre commerciale « universelle », hausse de la conflictualité géopolitique
2026	Politique interventionniste des États-Unis (Venezuela, Cuba), guerre au Moyen-Orient et choc énergétique (fermeture du détroit d'Ormuz et destruction d'infrastructures)

Source : AFD.

Tableau 2 – Projections de croissance économique du FMI (en %, scénario de référence)

RÉGION/PAYS	2025 (oct. 2025)	2025 (avr. 2026)	2026 (oct. 2025)	2026 (avr. 2026)	2027 (avr. 2026)
Monde	3,2	3,4	3,1	3,1	3,2
Économies avancées	1,0	1,9	1,6	1,8	1,7
États-Unis	2,0	2,1	2,1	2,3	2,1
Zone euro	1,2	1,4	1,1	1,1	1,2
Pays émergents et en dev. (PED)	4,2	4,4	4,0	3,9	4,2
Asie	5,2	5,5	4,7	4,9	4,8
Chine	4,8	5,0	4,2	4,4	4,0
Inde	6,6	7,6	6,2	6,5	6,5
Amérique latine	2,4	2,4	2,3	2,3	2,7
Brésil	2,4	2,3	1,9	1,9	2,0
Mexique	1,0	0,6	1,5	1,6	2,2
Colombie	2,5	2,6	2,3	2,3	2,5
Moyen-Orient, Af. Nord & Asie C.	3,5	3,6	3,8	1,9	4,6
Turquie	3,5	3,6	3,7	3,4	3,5
Maroc	4,4	4,9	4,2	4,9	4,5
Égypte	4,3	4,4	4,5	4,2	4,8
Afrique subsaharienne	4,1	4,5	4,4	4,3	4,4
Nigéria	3,9	4,0	4,2	4,1	4,3
Afrique du Sud	1,1	1,1	1,2	1,0	1,3
Kenya	4,8	4,9	4,9	4,5	4,7

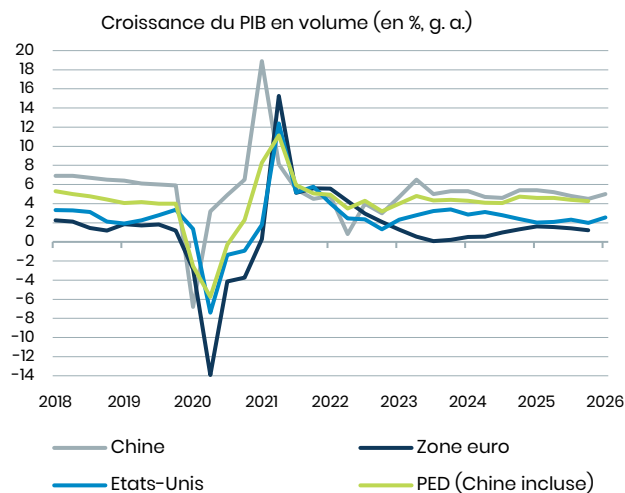
Source : FMI (WEO).

Succession de chocs depuis 2020

La pandémie de Covid-19, les guerres en Ukraine et au Moyen-Orient ont été la source d'autant de chocs d'offre pour l'économie mondiale, mais seule la période de pandémie peut être qualifiée de crise économique mondiale, caractérisée par une récession profonde avec un choc de demande combiné à un choc d'offre (cf. graphique 1). Pour rappel, les chocs récents ont succédé, depuis le début du siècle, à trois chocs financiers (incluant l'éclatement de la bulle Internet en 2000), dont deux se sont mués en crise économique et financière : la première, mondiale et systémique,

suite à l'éclatement de la bulle des *subprimes* aux États-Unis en 2007-2008 ; la seconde, localisée et subséquente à la première, se matérialisant par la crise des dettes souveraines européennes en 2010-2013. Par la suite, l'économie mondiale a été confrontée à un contre-choc ou krach pétrolier à partir de mi-2014, marquant la fin du super-cycle des matières premières initié en 2003. L'effondrement rapide des prix du pétrole dû à une surabondance d'offre mondiale (déploiement du pétrole de schiste aux États-Unis et refus de l'OPEP de réduire sa production) a été concomitant à un ralentissement de la demande mondiale, associé notamment au début du ralentissement structurel de la croissance économique chinoise.

Graphique 1 – Croissance mondiale résiliente face aux chocs successifs



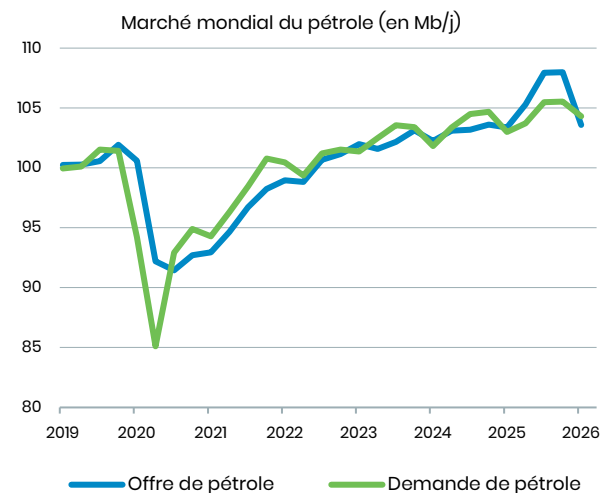
Source : FMI, Oxford Economics, calculs AFD.

Choc d'offre énergétique massif en 2026, dans un marché structurellement excédentaire

Depuis 2024, l'Agence internationale de l'énergie (AIE)^[4] indique que le marché pétrolier mondial est entré dans une phase de surcapacité structurelle, même si des tensions géopolitiques peuvent provoquer temporairement des hausses de prix, avec une production qui augmenterait de 5,1 Mb/j entre 2024 et 2030 alors que la demande n'augmenterait que de 2,5 Mb/j. Avant le déclenchement du conflit, le marché énergétique mondial se caractérisait par des fondamentaux baissiers : stocks élevés, croissance modérée de la demande et abondance de l'offre que devaient entretenir le

"*drill, baby drill*" de l'administration Trump, la relance de la production vénézuélienne suite à l'intervention des États-Unis en janvier dernier, la montée en puissance du Brésil et d'autres producteurs en Afrique, ainsi que la volonté de l'OPEP+ de reprendre des parts de marché en rehaussant les quotas de production (annoncé en juin 2026). Le cours moyen de 74 USD/b en 2024-2025 semblait être un prix de quasi-équilibre conciliant les intérêts des exportateurs et des importateurs. Le fret maritime a commencé à intégrer un risque géopolitique croissant et d'escalade entre les États-Unis et l'Iran dès début 2026, mais le marché n'a véritablement réévalué le risque qu'après la fermeture effective du détroit d'Ormuz le 28 février 2026 (cf. graphique 2).

Graphique 2 – Un marché pétrolier désormais structurellement excédentaire



Source : OCDE.

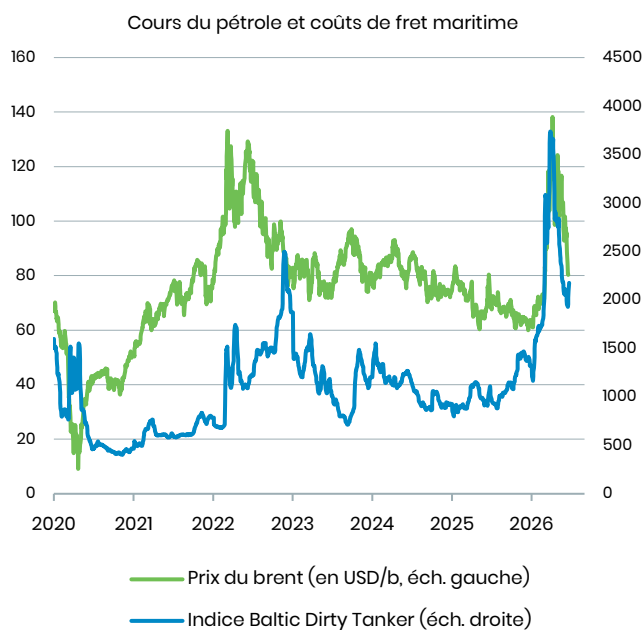
Dès mars 2026, l'AIE parlait des conséquences du conflit au Moyen-Orient comme de la plus importante rupture d'offre de l'histoire du marché mondial du pétrole. Les cours du Brent sont passés de 71 à 138 USD/b en un mois avant de redescendre suite à la trêve annoncée le 8 avril, tout en restant volatils, pour se stabiliser sous la barre des 100 USD/b fin mai-début juin. Ils ont baissé pour retrouver leur niveau pré-conflit en-dessous de 80 USD/b suite à l'annonce de l'accord entre les États-Unis et l'Iran le 14 juin et la perspective d'une réouverture du détroit d'Ormuz (cf. graphique 3). Le coût du transport maritime a aussi reflué (-45 %, après +84 % entre fin février et début avril), tandis que les surprimes d'assurance contre les risques de guerre ont été multipliées par dix à vingt sur certaines

[4] International Energy Agency (IEA). 2025. *Oil 2025. Analysis and forecast to 2030*. Paris : IEA. <https://www.iea.org/reports/oil-2025>.

routes maritimes. Selon le dernier rapport de mai de l'AIE^[5], l'offre mondiale a diminué de 12,8 Mb/j depuis février, avec une production des pays du Golfe (Arabie Saoudite, Irak, Iran, Émirats arabes unis, Koweït et Qatar) inférieure de 14,4 Mb/j au niveau d'avant-guerre (25 Mb/j soit près d'¼ de la production mondiale). Selon les données de l'OPEP, la production du cartel de douze pays (EAU inclus) a chuté de 34 % entre fin février et fin mai 2026 (cf. graphique 4). L'offre mondiale a été en partie préservée par : (i) l'augmentation des exportations des autres pays producteurs (+3,5 Mb/j), principalement États-Unis, Canada, Brésil, Kazakhstan, Russie (dérogation temporaire aux sanctions des États-Unis) et Venezuela ; (ii) la redirection par l'Arabie Saoudite et les Émirats arabes unis (retirés de l'OPEP depuis le 1^{er} mai 2026) d'une partie de leurs exportations ; (iii) la libération coordonnée et à un niveau sans précédent par les 32 pays membres de l'AIE de 400 Mb issus de leurs réserves stratégiques le 11 mars ; et (iv) la poursuite de la navigation de pétroliers des flottes fantômes iranienne et russe à travers le détroit d'Ormuz.

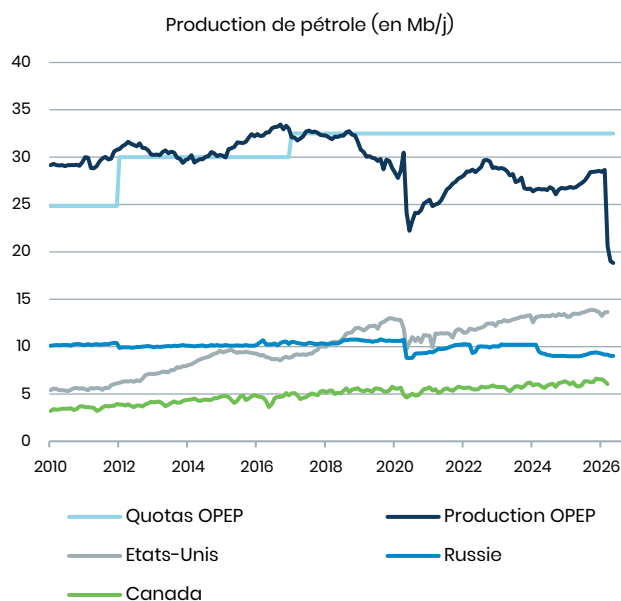
Parallèlement, certains pays ont réduit significativement leurs importations, notamment la Chine (qui avait surstockée au cours des mois précédents), le Japon, la Corée du Sud et l'Inde. Les pays de l'Association des Nations de l'Asie du Sud-Est (Association of Southeast Asian Nations [ASEAN]) ont engagé une diversification rapide de leurs sources d'importation, en se tournant vers des fournisseurs alternatifs, tels que Brunei, la Libye, les États-Unis, l'Angola, l'Argentine ou la Côte d'Ivoire. Exportateurs nets d'hydrocarbures grâce à l'essor du gaz naturel liquéfié (GNL), notamment vers l'Europe, les États-Unis ne sont toutefois pas autonomes sur le pétrole brut puisqu'ils étaient importateurs nets de 2,2 Mb/j en 2025 selon l'AIE. La stratégie du "drill, baby drill" entraîne l'augmentation des extractions de pétrole plus léger aux États-Unis, ce qui pose la question de l'adéquation des capacités de raffinage plutôt adaptées à un pétrole lourd.

Graphique 3 – Flambée et détente rapide des cours du pétrole et des coûts de fret maritime



Source : Energy Information Administration, Baltic Exchange.

Graphique 4 – Chute drastique de la production de l'OPEP depuis mars 2026



Source : JODI, OPEP (données à mai 2026).

[5] IEA. 2026. *Oil Market Report - May 2026*. Paris : IEA. <https://www.iea.org/reports/oil-market-report-may-2026>.

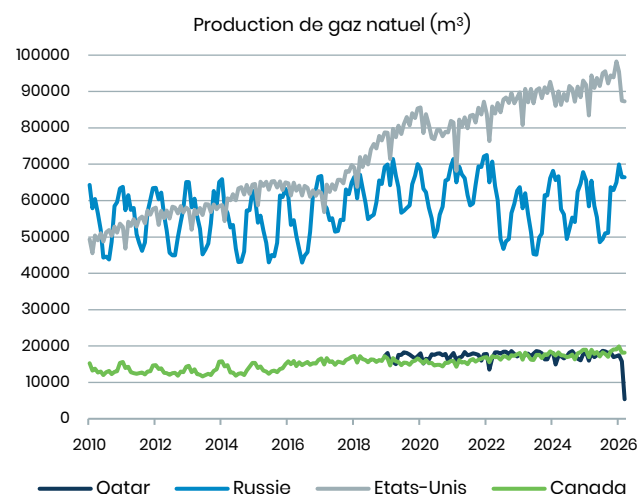
Selon l'AIE, en supposant une reprise progressive des flux à partir de juin, l'offre mondiale de pétrole devrait avoir diminué de 3,9 Mb/j en moyenne en 2026, pour atteindre 102,2 Mb/j, tandis que la demande mondiale pourrait s'être contractée de 420 000 b/j en 2026 par rapport à 2025, s'établissant à 104 Mb/j, soit 1,3 Mb/j de moins qu'avant le déclenchement du conflit. Même la réouverture du détroit d'Ormuz ne permettrait pas de normaliser le marché mondial avant plusieurs mois, compte tenu des importantes destructions d'infrastructures pétro-gazières. Les débits des raffineries pourraient ainsi chuter de 4,5 Mb/j au deuxième trimestre 2026, à 78,7 Mb/j, et de 1,6 Mb/j à 82,3 Mb/j pour l'ensemble de 2026.

Les enjeux de la réouverture du détroit d'Ormuz vont au-delà du pétrole, puisque les pays du Golfe représentaient, avant le conflit, 31 % de l'approvisionnement mondial de GNL, 34 % de l'urée et du soufre servant à la fabrication d'engrais, 33 % de l'hélium et le double du brome, nécessaires notamment à la fabrication des semi-conducteurs et des puces électroniques, et 8 % de l'aluminium. La région est un *hub* logistique et voit transiter 15 % du fret aérien et des passagers mondiaux. Concernant le marché du gaz naturel, la fermeture du détroit d'Ormuz a retiré temporairement près de 20 % des flux mondiaux de GNL du marché, malgré l'émergence d'un trafic maritime semi-clandestin. Toutefois, selon l'AIE, l'élément central est la disparition probable d'environ 15 % des volumes additionnels de GNL attendus sur 2026-2030, compte tenu des dommages subies par les installations qataries réduisant durablement les capacités de liquéfaction, que ne compenserait pas à court terme la montée en puissance structurelle de projets aux États-Unis et au Canada (cf. graphique 5).

Le scénario central de l'AIE^[6] reste néanmoins celui d'un marché progressivement mieux approvisionné à partir de fin 2026 et en 2027, face à une demande croissante de l'Europe, en raison de la baisse des importations par gazoduc et des besoins de sécurité énergétique, mais aussi de l'Asie, dont la Chine. Les cours de l'urée, engrais azoté fabriqué à partir d'ammoniac lui-même produit principalement à partir de gaz naturel, ont grimpé de 55 % en quelques semaines avant de refluer de 12 % en mai, sans avoir atteint les sommets des deux précédents chocs alimentaires de 2008 et 2022 (cf. graphique 6).

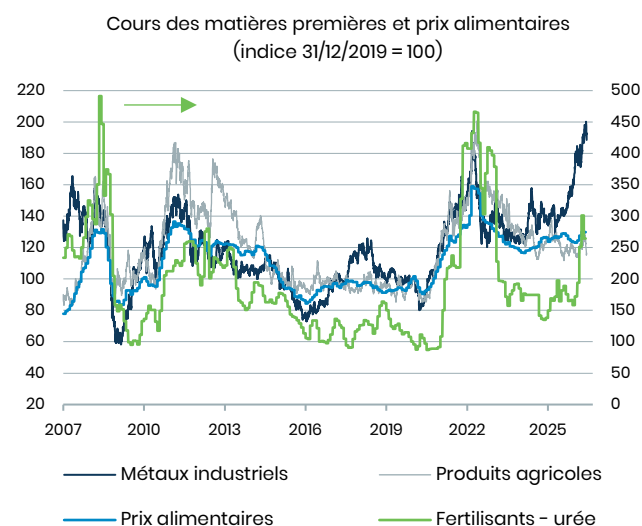
L'urée est souvent le principal canal de transmission des prix énergétiques vers les prix alimentaires, avec un effet potentiellement visible sur les récoltes 2026-2027.

Graphique 5 – ... et de gaz naturel, notamment au Qatar



Source : JODI (données à mars 2026).

Graphique 6 – Hausse globale des cours de matières premières



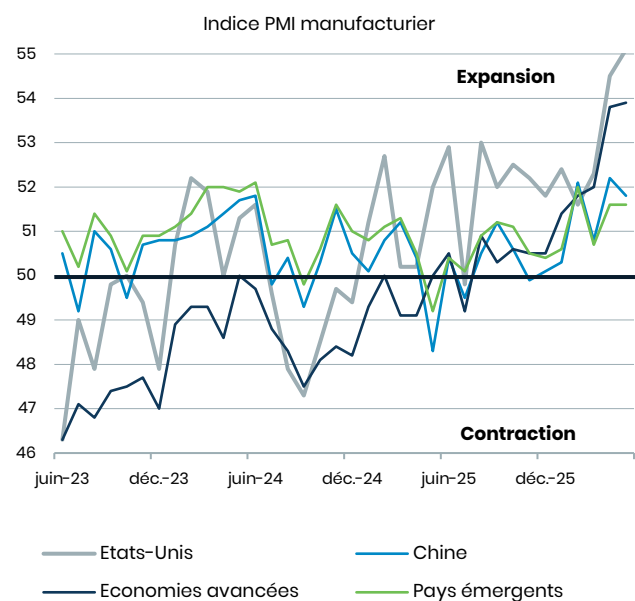
Source : S&P, FAO, FMI, Calculs AFD.

[6] IEA. 2026. *Gas Market Report, Q2-2026*. Paris : IEA. <https://www.iea.org/reports/gas-market-report-q2-2026>.

Bonne résistance de l'économie mondiale

En 2025, en anticipation du choc tarifaire, les firmes exportatrices et importatrices avaient accéléré leur activité au 1^{er} semestre. En 2026, en réaction au conflit au Moyen-Orient et au blocage du détroit d'Ormuz, les entreprises ont accéléré certains achats en avril-mai, surtout dans les économies avancées (cf. graphique 7). Le rebond des indices des directeurs d'achat (*Purchasing managers Index* [PMI]) est en partie artificiel, les entreprises ayant avancé certains achats pour se protéger contre les risques sur l'énergie et le transport. A *contrario*, la contraction s'est poursuivie dans certains grands émergents comme le Brésil, le Mexique et la Turquie, en ligne avec le repli de leur production manufacturière. Au niveau mondial, la production manufacturière a progressé au rythme de la croissance économique en 2025, soit +3,1 % en g. a., dont +1,2 % dans les économies avancées et +4,4 % dans les PED. Cette progression s'est maintenue au T1 2026 (+3,2 % g. a.), malgré la piètre performance de l'UE (-1,6 %), tirée par l'Allemagne. Les données partielles disponibles pour avril indiquent une bonne résistance des États-Unis (+1,3 % g. a.) et un ralentissement en Chine à +4 % g. a., malgré le dynamisme des secteurs technologiques.

Graphique 7 – Accélération des achats des entreprises depuis le blocage du détroit d'Ormuz

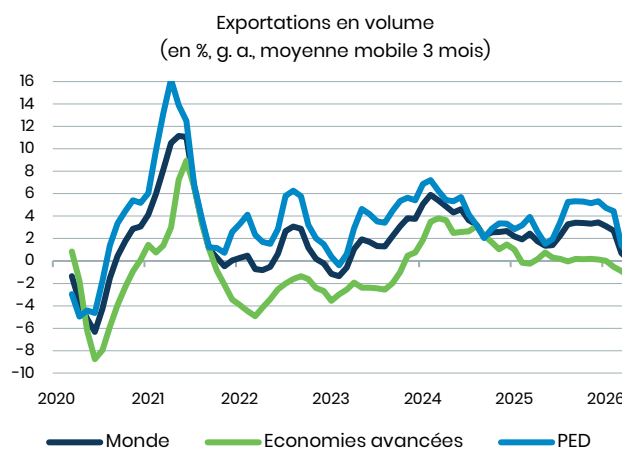


Source : S&P Global.

[7] Cette loi fédérale autorise le président à régler le commerce dans le cadre d'une situation d'urgence nationale en réponse à une menace étrangère.

Dans le même temps, les exportations mondiales en volume ont été atones sur 3 mois g. a. avec, en avril, une contraction de 1,4 % pour les économies avancées (cf. graphique 8). Dans le contexte de la fermeture du détroit d'Ormuz, l'indice mondial des prix à l'exportation a augmenté de 6,5 % sur un an en mars 2026, se rapprochant du pic atteint en juin 2022. En valeur courante, les exportations ont ainsi progressé significativement au T1 2026, notamment aux États-Unis (+12 % g. a.), avec des exportations records de pétrole en avril (effets volume et prix), et en Chine (+14,7 % ; effet volume), alors qu'elles se sont fortement comprimées dans la zone euro (-6,4 %).

Graphique 8 – Décrochage des exportations en volume



Source : FMI, calculs AFD.

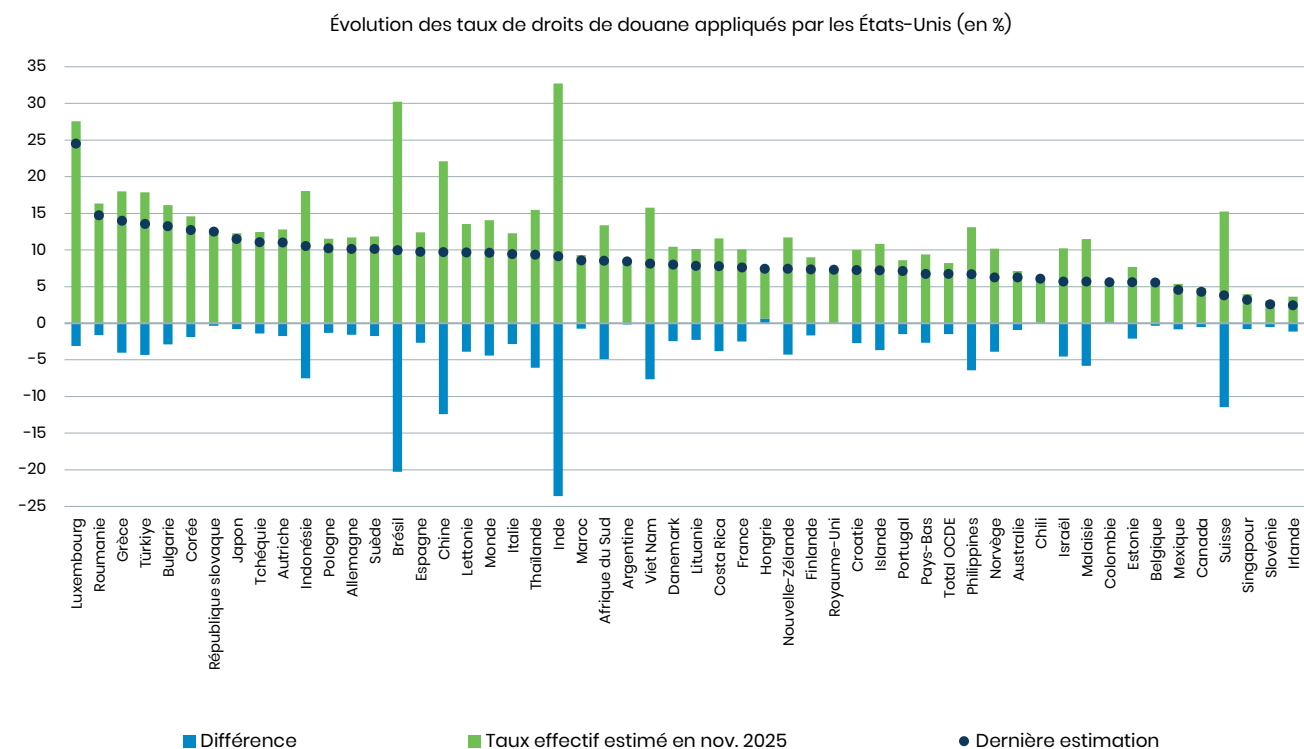
Poursuite de la confrontation commerciale à plus bas bruit

La guerre commerciale est passée au second plan derrière le conflit au Moyen-Orient. Malgré la signature au second semestre 2025 de différents accords bilatéraux entre les États-Unis et leurs « partenaires », notamment la Chine, la menace d'une reprise des hostilités tarifaires et non tarifaires reste bien présente. Désavouée par la Cour suprême le 24 février 2026 sur l'utilisation des pouvoirs d'urgence (*International Emergency Economic Powers Act* [IEEPA])^[7] pour imposer ses droits de douane généralisés le 2 avril 2025, l'administration Trump persiste (cf. graphique 9). Depuis le 24 février, elle a appliqué une surtaxe au titre de la Section 122 du *Trade Act* de 1974 de 10 à 15 %

destinée à répondre à un problème de balance des paiements. Début juin, elle a annoncé deux projets de droits de douane supplémentaires au titre de la Section 301 du *Trade Act* de 1974 contre des pratiques commerciales étrangères jugées déloyales (25 % envisagés contre le Brésil), notamment en invoquant le travail forcé (10 % ou 12,5 % sur une soixantaine de pays dont l'UE et la Chine). Selon Global Trade Alert^[8], 43 % des importations des États-Unis seraient exemptées de ces mesures. De son côté, le Peterson Institute for International Economics (PIIE)^[9] considère que cette utilisation de la Section 301 a de fortes chances d'être invalidée par les tribunaux. PIIE indique que début juin, neuf pays avaient signé des accords bilatéraux ARTs (*Agreements on Reciprocal Trade*) avec les États-Unis : Argentine, Bangladesh,

Cambodge, Équateur, Salvador, Guatemala, Indonésie, Malaisie, Taïwan. Ils constituent une forme hybride entre accord commercial préférentiel et arrangement de sécurité économique, avec, en toile de fond, une volonté d'éviction de la Chine. Le Mexique et le Canada ont officiellement proposé de prolonger l'ACEUM^[10] jusqu'en 2042. En effet, bien que l'accord commercial nord-américain soit en vigueur jusqu'en 2036, il est soumis à une révision en juillet 2026. L'administration Trump souhaite renégocier plusieurs termes de l'accord, notamment les règles d'origine, les déficits commerciaux et certaines questions liées aux investissements et aux chaînes d'approvisionnement.

Graphique 9 – Nivellement à la baisse des tarifs douaniers états-unis depuis l'arrêt de la Cour suprême



Source : OCDE (juin 2026).

[8] Voir : <https://globaltradealert.org/>.

[9] Voir : https://www.piie.com/blogs/realtime-economics/2026/us-reciprocal-trade-deals-built-push-americas-trade-partners-away?utm_source=update-newsletter&utm_medium=email&utm_campaign=piie-insider.

[10] L'Accord Canada-États-Unis-Mexique, ou *United States-Mexico-Canada Agreement (USMCA)/Tratado entre Mexico, Estados Unidos y Canada (T-MEC)*, a succédé le 1^{er} juillet 2020 à l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA ou NAFTA en anglais) en place depuis le 1^{er} janvier 1994.

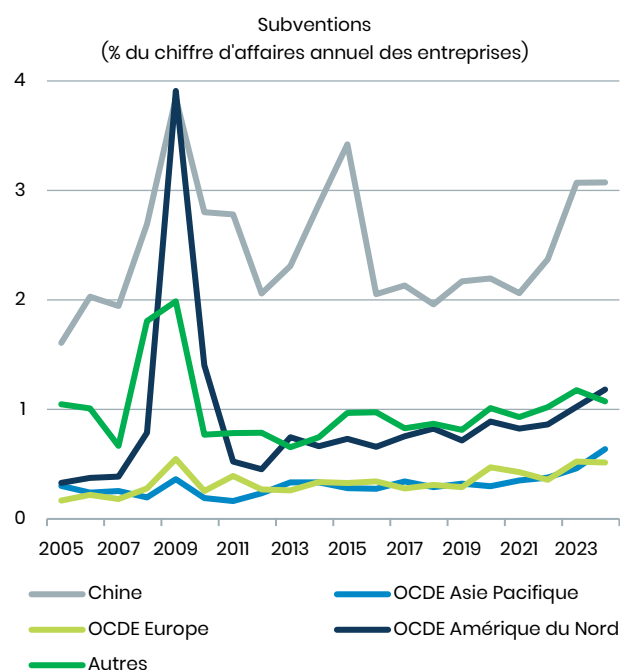
La Chine, un soleil froid

La centralité de la Chine dans l'économie mondiale ne rime pas forcément avec attractivité. Pékin poursuit sa stratégie d'influence sans ingérence, à travers des partenariats économiques sans alliances formelles – y compris avec la Russie et l'Iran – lui permettant une neutralité apparente et un effacement dans les conflits en Ukraine et au Moyen-Orient. La Chine se positionne ainsi comme défenseur du libre-échange, du multilatéralisme et des PED, mais ses actions en mer de Chine et le resserrement de l'étau sur Taïwan restent, eux aussi, des menaces pour la stabilité régionale, voire mondiale. Le 2 mai 2026, les autorités chinoises ont formulé une interdiction de se conformer aux sanctions des États-Unis visant cinq entreprises chinoises actives dans le raffinage pétrolier, dans le cadre de mesures liées à des transactions pétrolières avec l'Iran. Le 8 mai, la Chine a officiellement supprimé ses tarifs douaniers sur les importations de 53 pays africains jusqu'au 30 avril 2028 (seul l'Eswatini est exclu du dispositif, en raison de ses relations avec Taïwan). Le sommet sino-états-unien du 14-15 mai peut être résumé comme une détente prudente ou une « paix froide ». Les deux puissances ont cherché à éviter une détérioration encore plus marquée de leurs relations économiques, mais les divergences fondamentales restent les mêmes en matière commerciale, technologique, de sécurité et de rivalité géopolitique, surtout autour de Taïwan.

Par ailleurs, selon une étude récente de l'OCDE^[11], les entreprises chinoises ont en moyenne reçu 3 à 8 fois plus de soutien public que les entreprises des pays de l'OCDE sur la période 2005-2024 (cf. graphique 10). L'OCDE estime qu'environ 22 % des gains de parts de marché mondiales des entreprises étudiées sont liés aux subventions ; pour les entreprises chinoises, cette proportion monte à 60 %. Les aides publiques (subventions directes, avantages fiscaux, terrains, prêts préférentiels, etc.) auraient permis aux entreprises chinoises de gagner des parts de marché, mais sans amélioration significative de leur productivité ou de leur rentabilité. Les secteurs les plus subventionnés sont le photovoltaïque, les semi-conducteurs, l'acier,

l'aluminium, la construction navale, les batteries et les industries lourdes. Dans un communiqué du 29 mai 2026^[12], la Commission européenne considère que l'état actuel des relations commerciales et d'investissement entre l'UE et la Chine n'est pas soutenable, et qu'une réponse plus ferme et cohérente sera nécessaire, tout en maintenant une approche axée sur la réduction des risques et non sur le découplage. La réponse coordonnée de l'UE continue de pâtir des dissensions entre pays membres, avec une ligne de fracture entre les tenants d'une posture plus ferme, dont la France, et ceux qui craignent les conséquences économiques d'une confrontation avec Pékin, Allemagne en tête.

Graphique 10 – La Chine, championne mondiale des subventions aux entreprises



Source : OCDE.

Risque de récession mondiale circonscrit à ce stade

Dans leurs scénarios les plus sévères, le FMI et l'OCDE n'envisagent pas de contraction de l'activité économique mondiale en 2026-2027. Cependant, Oxford Economics (OE) présente un scénario de récession technique mondiale à partir

[11] OECD. 2026. *OECD MAGIC Database of Industrial Subsidies*. Paris : Éditions de l'OCDE. <https://doi.org/10.1787/ce94f33b-en>.

[12] Commission européenne. 2026. « La Commission européenne juge l'état actuel des relations économiques avec la Chine « non viable », promettant un rééquilibrage ». Bulletin Quotidien Europe n° 13877, 29 mai 2026. <https://agenceurope.eu/fr/bulletin/article/13877/15/la-commission-europeenne-juge-letat-actuel-des-relations-economiques-avec-la-chine-non-viable-promettant-un-reequilibrage>.

de mi-2026, sous l'hypothèse d'une intensification du conflit au Moyen-Orient. Les perspectives de croissance sont largement dépendantes de la reprise plus ou moins rapide du trafic maritime dans le détroit d'Ormuz, de l'ampleur des destructions d'infrastructures pétro-gazières dans les pays du Golfe et, en conséquence, de l'évolution des cours des matières premières, des perturbations des chaînes d'approvisionnement, des répercussions des coûts de production sur les prix finaux et de l'ajustement de la demande en fonction des politiques monétaires et budgétaires nationales. Entre ses projections d'octobre 2025 et d'avril 2026, le FMI n'a pas révisé la croissance mondiale pour 2026 (+3,1% après +3,4% en 2025), du fait d'un acquis de croissance en fin d'année 2025 meilleur qu'attendu, d'une certaine détente de la guerre tarifaire et de meilleures perspectives pour les États-Unis, la Chine et l'Inde (cf. tableau 2). La zone Afrique du Nord et Moyen-Orient devrait bien sûr être très affectée avec une croissance divisée par deux en 2026 (à +1,9%), alors que les autres régions connaîtraient une performance conforme à celle envisagée à l'automne.

Dans ses dernières prévisions d'avril 2026^[13], le FMI présente deux scénarios alternatifs, dont le plus sévère verrait la croissance mondiale atterrir autour de 2% en 2026 et 2027 avec un baril de pétrole à 110 USD en moyenne en 2026^[14] et à 125 USD en 2027 (cf. tableau 3). Dans ses perspectives de juin 2026^[15], l'OCDE prévoit +2,8% de croissance mondiale en 2026 et un rebond à +3,1% en 2027. Ce scénario de base mise sur des perturbations limitées dans le temps et un prix moyen du baril de pétrole de 92 USD en 2026 et de 80 USD en 2027. Il implique aussi une reprise de l'activité au second semestre 2026, après un coup de frein au T2 2026 (cf. graphique 11). Dans un scénario de perturbations prolongées au-delà de 2026, les prix des hydrocarbures augmenteraient de 50% par rapport au scénario de base jusqu'au T3 2027. L'ajustement de la demande mondiale à un choc inflationniste plus marqué et une offre contrainte de produits énergétiques et d'autres intrants industriels et agricoles limiterait la croissance à 2,1% en 2026 (-0,7 point de PIB vs. le scénario de base) et à 1,8% en 2027 (-1,3 point de PIB).

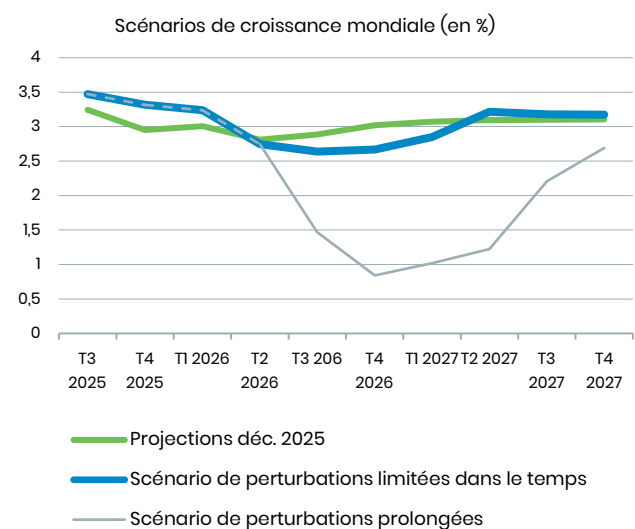
Oxford Economics dresse, de son côté, un scénario d'intensification du conflit qui porterait le prix du baril de pétrole à 160 USD au T3 2026, induisant une récession technique mondiale et une croissance annuelle moyenne réduite à 1,9% en 2026 et 1,3% en 2027. **Dans ce scénario, dont la probabilité d'occurrence est estimée à 10%, la perte cumulée de PIB en volume en 2026-2027 par rapport au scénario de base serait de l'ordre de 4,5% pour les pays du Golfe, de plus de 2,5% aux États-Unis et au Japon, d'environ 2% en zone euro et en Asie pacifique, de plus de 1,5% en Chine et de plus ou moins 1% en Afrique et en Amérique latine.**

Tableau 3 – Scénarios alternatifs du FMI

SCÉNARIOS	CENTRAL	ADVERSE	SÉVÈRE
Croissance mondiale 2026	3,1%	2,5%	2,0%
Croissance mondiale 2027	3,2%	3,0%	2,2%
Inflation mondiale 2026	4,4%	5,4%	5,8%
Inflation mondiale 2027	3,7%	3,9%	6,1%
Pétrole 2026 (USD/b)	82	100	110
Pétrole 2027 (USD/b)	76	75	125

Source : FMI (WEO).

Graphique 11 – Qui contrôle les mers (et les détroits), contrôle l'économie



Source : OCDE (juin 2026).

[13] FMI. 2026. *World Economic Outlook. Global Economy in the Shadow of War*. Washington, D.C.: FMI. <https://www.imf.org/en/publications/weo/issues/2026/04/14/world-economic-outlook-april-2026>.

[14] Au 16 juin 2026, la moyenne journalière depuis le 1er janvier pour le baril de Brent s'établit à 90 USD environ.

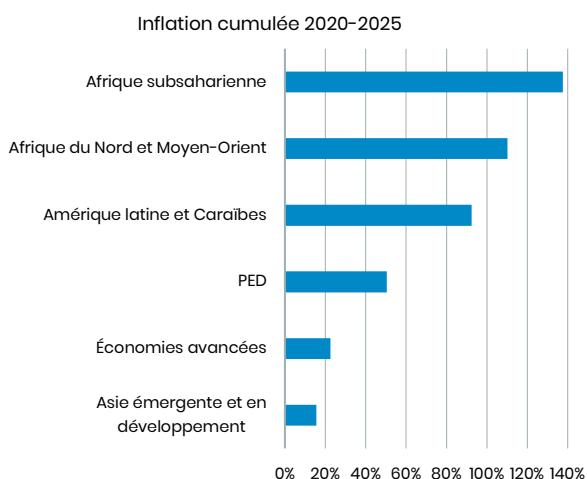
[15] OCDE. 2026. « Sous pression ». *Perspectives économiques de l'OCDE 2026* (1). Paris: Éditions de l'OCDE. <https://doi.org/10.1787/0688e261-fr>.

Nouveau choc inflationniste après une hausse marquée du coût de la vie depuis 2020

En 2026-2027, le choc inflationniste mondial serait de moindre magnitude que celui de 2022-2023, sauf dans un scénario de fermeture prolongé du détroit d'Ormuz et/ou d'intensification du conflit, dans lequel la hausse de l'inflation serait proche de celle observée en 2022-2023 (environ 2-2,5 points). Le pic inflationniste serait moins prononcé, en raison principalement d'un effet de base plus favorable.

La hausse du coût de la vie a été particulièrement marquée dans les PED depuis la pandémie, notamment en Afrique subsaharienne (cf. graphique 12). Selon l'Organisation internationale du travail (OIT)^[16], la progression des salaires réels a été forte en Asie émergente, tandis que les économies avancées et l'Amérique latine auraient péniblement comblé les pertes de pouvoir d'achat liées au choc inflationniste de 2022-2023. En 2022, alors que l'inflation était déjà élevée avant l'invasion de l'Ukraine par la Russie (6,3 % fin 2021 vs. 4 % fin 2025), le choc énergétique l'a accélérée du fait de la forte reprise postpandémique, des pénuries de biens intermédiaires, de la congestion logistique mondiale et des politiques budgétaires et monétaires expansionnistes. Dans le scénario le plus sévère, l'inflation mondiale culminerait à 6 % en 2026-2027 selon le FMI et à 6,8 % selon Oxford Economics, contre 8,9 % en 2022.

Graphique 12 – Forte inflation cumulée depuis la pandémie



Source : FMI (WEO), calculs AFD.

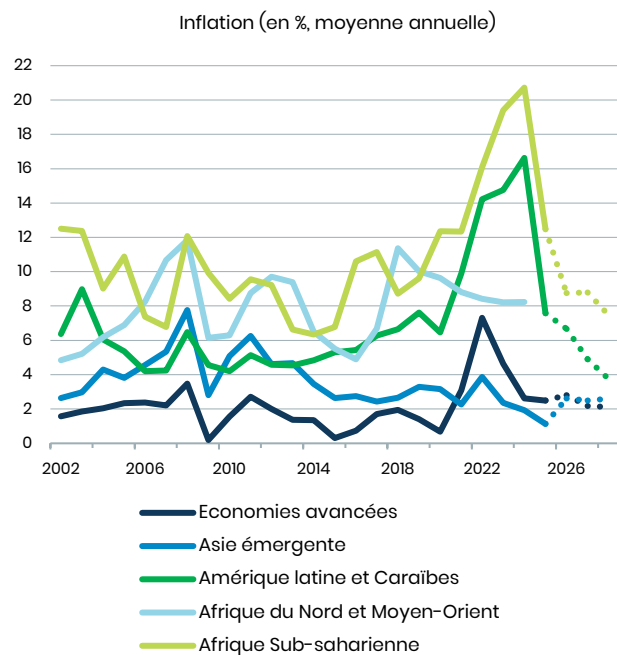
Cependant, à l'instar des précédents chocs inflationnistes de 2008, 2011 (flambée des prix alimentaires) et 2022, les PED devraient être plus affectés que les économies avancées, en particulier l'UE moins dépendante des hydrocarbures du Golfe en 2026 que du gaz russe en 2022. Ceci d'autant plus qu'un nouvel épisode El Niño se profile et pourrait être particulièrement puissant, avec des effets délétères sur la campagne agricole 2027. Le poids des prix de l'énergie et des produits alimentaires dans le panier des ménages est plus important dans les PED. Les autorités nationales y ont déployé de nouvelles mesures anti-inflation depuis mars, listées par l'AIE^[17] sur les aspects énergétiques, répondant parfois à des injonctions contradictoires entre soutien aux entreprises et au pouvoir d'achat des ménages (subventions, prix plafonnés, baisses de taxes, aides directes) et modération de la demande (incitation à la sobriété, restrictions d'usages et des déplacements, télétravail forcé, fermetures d'administrations et d'écoles, etc.). Les marges de manœuvre budgétaires pour maintenir durablement des subventions à l'énergie, voire aux engrais ou à certains produits alimentaires, sont souvent limitées, notamment en Afrique (cf. graphiques 13 et 14). Depuis 2022, certains pays comme le Nigéria, l'Angola, le Kenya, l'Éthiopie, le Sénégal, le Cameroun et l'Égypte ont supprimé ou fortement réduit les subventions prohibitives aux carburants, comme préconisé par le FMI et la Banque mondiale, qui privilégient les aides ciblées. Région la plus épargnée en 2022, l'Asie est la plus exposée en 2026 compte tenu de sa forte dépendance à l'égard des importations énergétiques en provenance du Golfe.

Mais la plupart des pays bénéficient de fondamentaux macroéconomiques solides et de leviers budgétaires. Face au choc énergétique, le risque d'approvisionnement est relativement contenu en Amérique latine, hormis pour les pays d'Amérique centrale et des Caraïbes. Néanmoins, la région demeure exposée à la hausse des cours internationaux avec des marges budgétaires généralement plus contraintes qu'en Asie. **À noter que la matérialisation et le maintien dans le temps de l'accord du 17 juin, même s'ils ne résoudraient pas instantanément les problèmes d'approvisionnement et de prix, permettrait sans doute un réancrage des anticipations d'inflation et une détente des politiques monétaires.**

[16] OIT. 2024. *Rapport mondial sur les salaires 2024-25 : Vers une baisse des inégalités salariales au niveau mondial ?*. Genève : OIT.

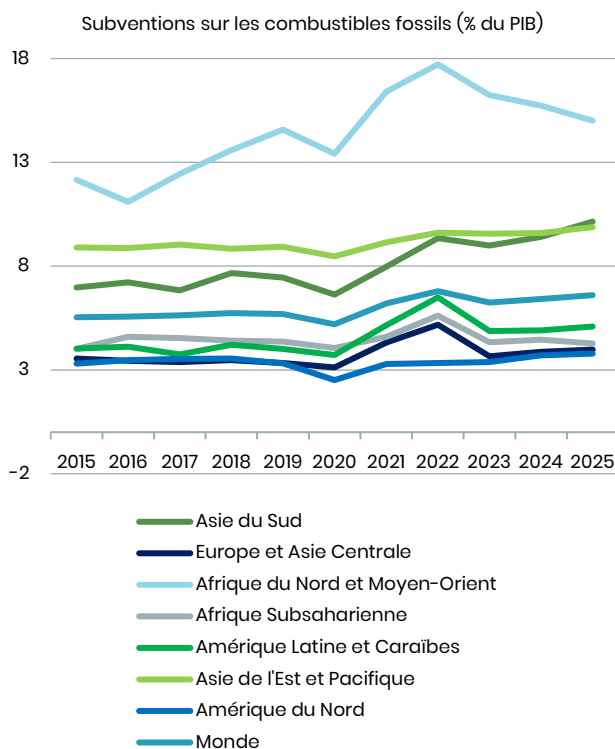
[17] <https://www.iea.org/data-and-statistics/data-tools/2026-energy-crisis-policy-response-tracker?tab=Energy+conservation>.

Graphique 13 – Désinflation post-choc de 2022 interrompue en 2026-2027



Source : FMI (WEO).

Graphique 14 – Des subventions sur les énergies fossiles importantes à l'échelle mondiale



Source : Climate Change. Fossil Fuel Subsidies, FMI, Washington, D.C., <https://www.imf.org/en/topics/climate-change/energy-subsidies>.

Risque de tensions accrues sur les marchés financiers internationaux

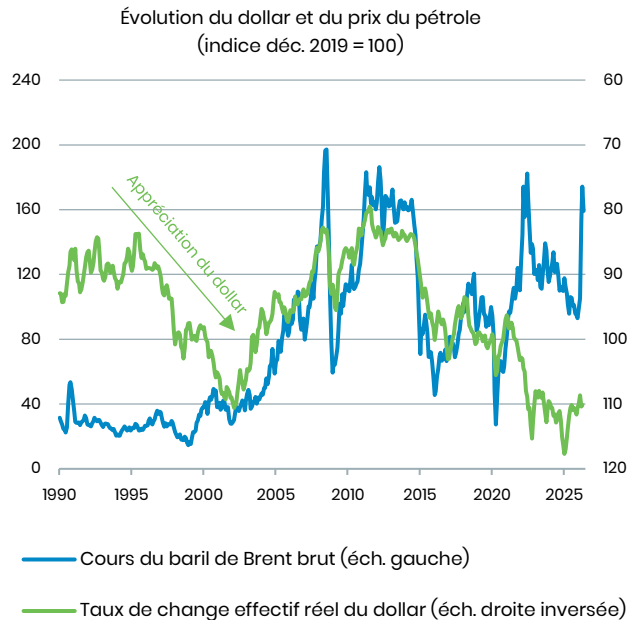
Après une année 2025 très favorable, les marchés émergents ont été chahutés en mars 2026 avant de se reprendre. Le risque de resserrement des conditions de financement internationales pour les PED est plus fort, du fait de nombreux facteurs :

- raffermissement, modéré à ce stade, du dollar US ;
- interruption de l'assouplissement monétaire face à la résurgence de l'inflation ;
- tensions sur la liquidité mondiale, drainée par le boom du marché actions tiré par le secteur de la *tech* aux États-Unis (introduction en bourse record de SpaceX, en attendant Anthropic et Open AI) au regard de besoins d'investissements colossaux (endettement croissant) ;
- pressions sur les marchés obligataires des économies avancées compte tenu des besoins de financement publics importants (cf. graphiques 15 à 20).

Depuis la réélection de Donald Trump, le dollar US s'est déprécié (-7 % pour le taux de change effectif réel). La tendance s'est légèrement infléchie depuis le déclenchement du conflit avec l'Iran en février 2026 (+1 %). Un dollar plus fort et des pressions sur les devises viennent renforcer le risque inflationniste dans les PED, certains comme l'Indonésie, les Philippines et la Turquie ayant déjà resserré leurs conditions monétaires en 2026, tout comme la zone euro le 11 juin (+25 pbs à 2,25 %). Les Banques centrales asiatiques, notamment indienne et indonésienne, sont intervenues activement sur le marché des changes pour défendre leur monnaie, de même que la Turquie qui a connu une attrition importante de ses réserves de change. L'orientation de la politique monétaire aux États-Unis demeure centrale pour l'évolution des marchés émergents. Insistant sur son engagement à restaurer la stabilité des prix, le nouveau président de la Fed, Kevin Warsh, a déjà imprimé sa marque sur l'institution en passant d'une *forward guidance* très explicite sous Jerome Powell à une stratégie de communication beaucoup plus prudente et conditionnelle. Le premier comité de politique monétaire (*Federal Open Market Committee [FOMC]*) sous sa présidence des 16-17 juin a maintenu le *statu quo* sur les taux directeurs (fourchette cible des Fed Funds entre 3,50 % et 3,75 %), et le communiqué n'indique pas un biais discrétionnaire ou accommodant, au contraire, et malgré les pressions récurrentes de la Maison Blanche pour une baisse des taux d'intérêt.

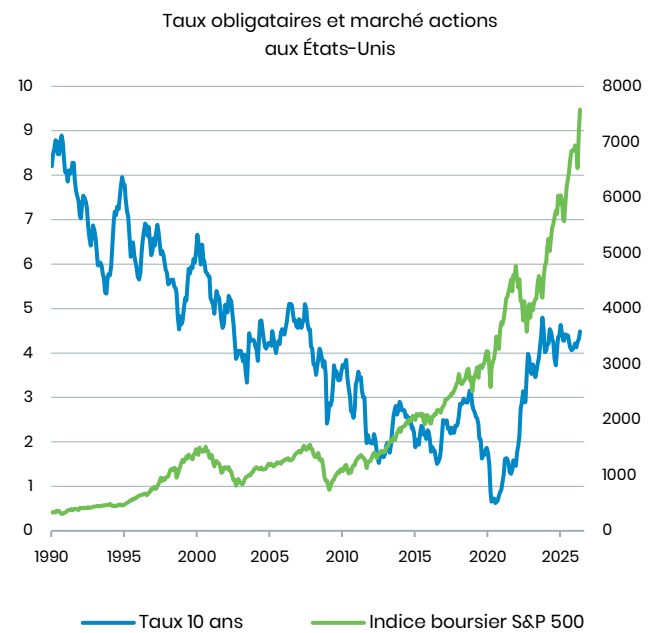
Dans un contexte de hausse des taux « sans risque » à 10 ans (États-Unis pour les financements en USD et Allemagne pour ceux en EUR), les primes de risque souverain (*spreads*) des PED sont demeurées à des niveau historiquement bas après un écartement en mars. Après des sorties ce même mois, les flux d'investissement de portefeuille vers les PED ont repris de la vigueur suite à l'accord de cessez-le-feu entre les États-Unis et l'Iran le 8 avril, avant un mois de mai plus mitigé dans le contexte de poursuite des hostilités et du blocage du détroit d'Ormuz. **Au global, entre fin février et mi-juin, les conditions de (re)financement sur les marchés internationaux se sont renchéries pour les économies avancées (+35 à 50 pbs pour l'Allemagne, les États-Unis et la France), les pays d'Asie (+36 pbs en moyenne pour les taux actuariels en USD à 5,5%) et surtout du Moyen-Orient (+73 pbs à 6,4%, mais partant de niveaux très bas).** Sur la période, les pays d'Afrique et d'Amérique latine ont connu une relative stabilité des taux actuariels sur leurs encours d'eurobonds, à respectivement 7,5% et 7,3% en moyenne régionale.

Graphique 15 – Dépréciation tendancielle du dollar US depuis l'administration Trump II



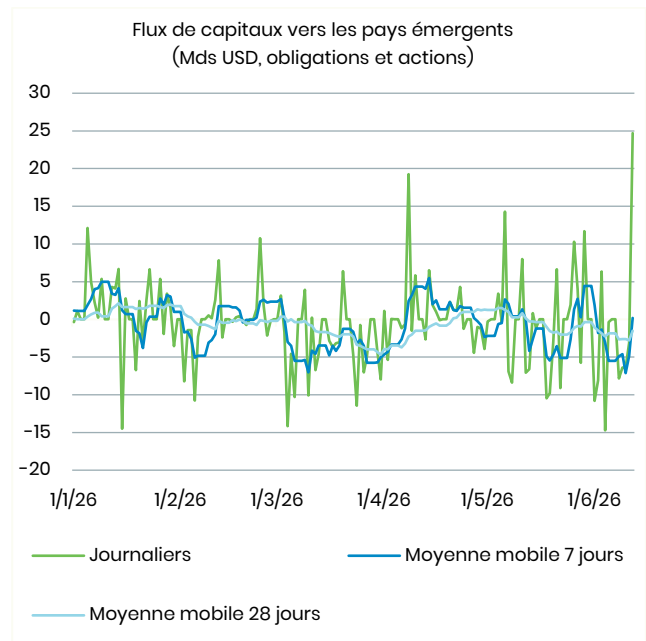
Source : FMI, EIA, calculs ECO.

Graphique 16 – Marché actions au plafond, marché obligataire sous tension



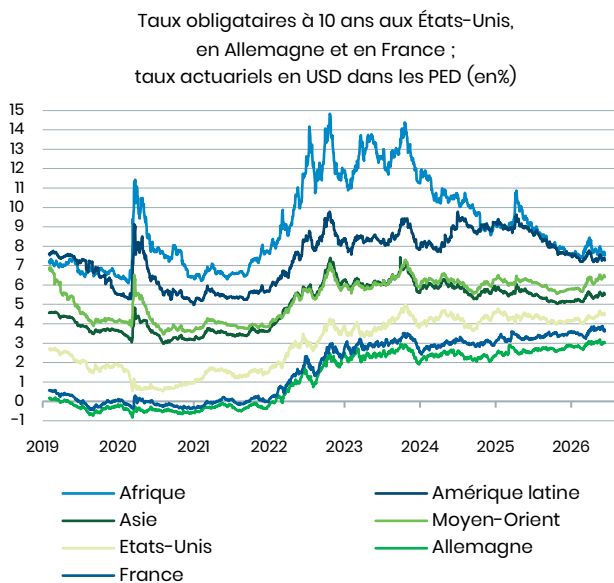
Source : US Department of Treasury, S&P Global.

Graphique 17 – Flux de capitaux vers les marchés émergents volatils au S1 2026 mais sans fuite massive



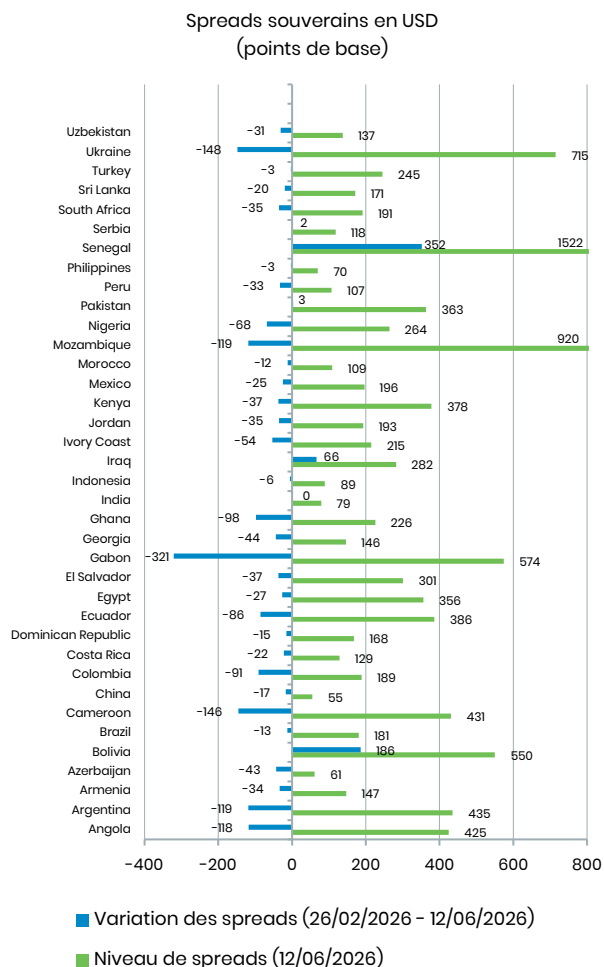
Source : IIF.

Graphique 18 – Remise en cause de la détente des conditions de financement pour les PED



Source : JP Morgan.

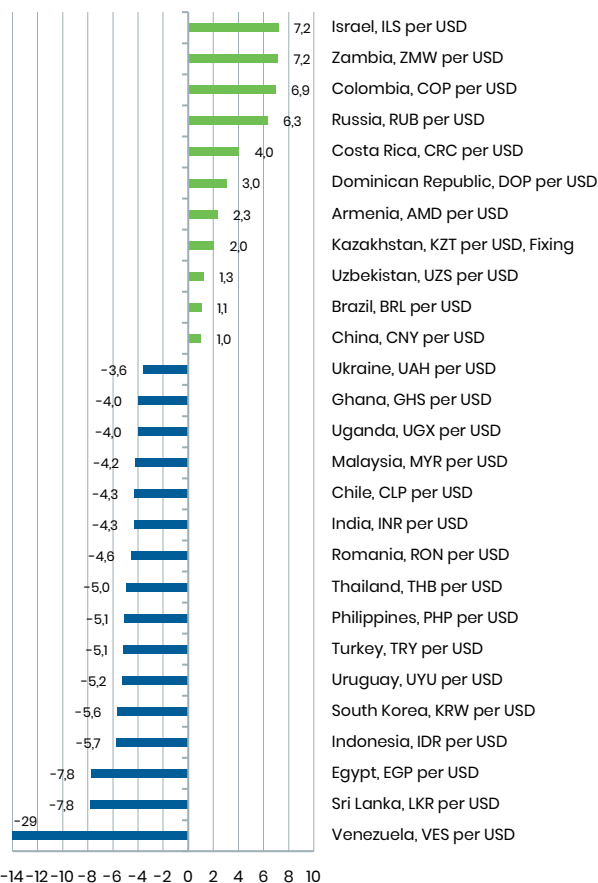
Graphique 19 – ...malgré des primes de risque comprimées au S1 2026



Source : JP Morgan, calculs AFD

Graphique 20 – Des devises émergentes sous contrôle face à un dollar US plutôt en baisse

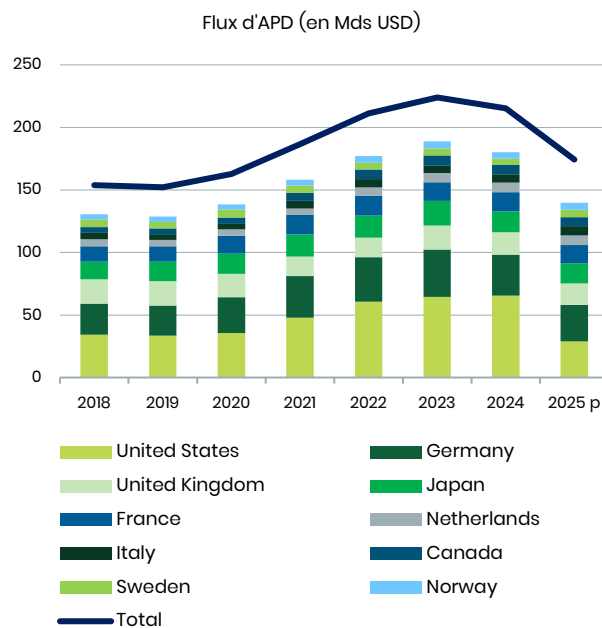
Principales variations de devises face au dollar US (en % depuis le 26/02/2026)



Source : Macrobond, calculs AFD.

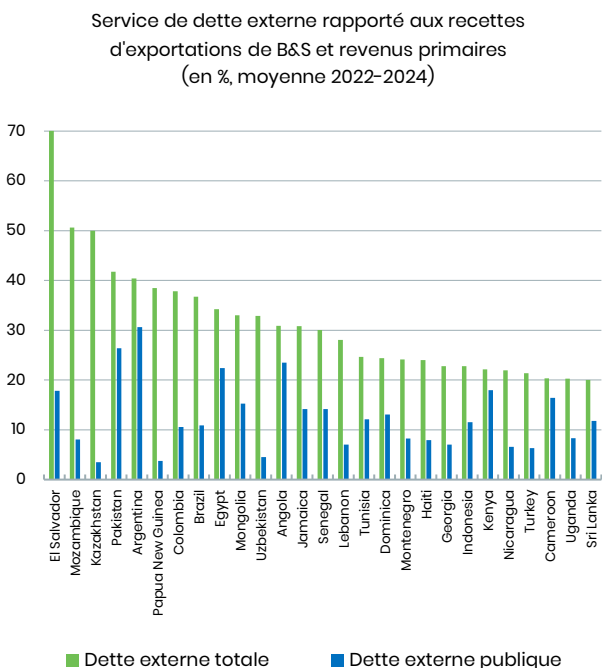
Les taux actuariels sur les encours de dettes extérieures publiques restent donc inférieurs aux taux de sorties des nouvelles émissions d'eurobonds effectuées depuis 2024, notamment en Afrique. Ceci pose à terme la question du renchérissement de la dette externe et de l'alourdissement de son service, dans un contexte d'assèchement de l'aide publique au développement (APD) (-23 % en 2025 par rapport au pic de 2023, à 174 Mds USD selon l'OCDE^[18]) et de réduction des financements concessionnels (cf. graphiques 21 et 22). Les conditions de marchés demeurent plus onéreuses qu'avant la pandémie, de l'ordre de +100 pbs en Afrique, +170 pbs en Amérique latine, +180 pbs en Asie et +220 pbs au Moyen-Orient. Ces niveaux, inversement proportionnels au risque structurel global associé à chacune de ces régions, reflètent en partie le risque de court terme lié aux conséquences du conflit au Moyen-Orient. Les taux de financement de marché pour les pays d'Afrique se situent généralement entre 8 et 10 % pour l'Afrique du Sud, l'Égypte, le Nigéria, le Kenya, la Côte d'Ivoire, le Cameroun, le Bénin, le Gabon. Meilleure signature du continent (hors Botswana qui n'émet pas d'eurobonds), le Maroc n'a pas recouru aux marchés internationaux depuis 2023, tandis que la Tunisie n'a pas émis depuis 2019, notamment du fait de conditions prohibitives. Le Sénégal a vu son accès aux marchés se refermer (*spreads* autour de 1 500 pbs) compte tenu de la dérive des finances publiques révélées en 2024, tout comme le Mozambique. Ces deux pays pourraient connaître une restructuration de leur dette publique. À ce stade, les pays ayant achevé leur processus de restructuration de dette – Ghana et Zambie (mais aussi Sri Lanka hors Afrique) – ne sont pas retournés sur les marchés, l'Éthiopie, quant à elle, est sur le point d'achever le sien. L'Argentine n'a pas émis d'eurobond depuis 2018, alors que la Bolivie, en proie à une crise de balance des paiements larvée, a émis en 2024 et que l'Équateur est retourné sur les marchés en janvier 2026 pour sa première émission classique d'eurobonds (*i. e.* hors *debt-for-nature swap* de 2023) depuis la restructuration de 2020. Au Pakistan, l'amélioration de la situation macroéconomique depuis la crise de 2022-2023 a permis un retour sur les marchés en avril 2026 (dernière émission en 2021).

Graphique 21 – Réduction de l'aide publique au développement depuis 2024



Source : OCDE.

Graphique 22 – Risque de hausse du service de la dette externe publique et totale



Source : Banque mondiale, calculs AFD.

[18] OCDE. 2026. « Un déclin historique de l'aide au développement : données préliminaires de l'APD pour 2025 ». 9 avril 2026. <https://www.oecd.org/fr/data/insights/data-explainers/2026/04/a-historic-decline-in-foreign-aid-preliminary-2025-oda-data.html>.

Focus pays

Égypte

Éthiopie

Nigéria

Ouganda

Bangladesh

Ouzbékistan

Pakistan

Serbie

Égypte : Une fragile stabilisation

Julien Gourdon – gourdonj@afd.fr

Malgré une amélioration visible des principaux indicateurs macroéconomiques – stabilisation du taux de change, reflux de l’inflation et retour progressif des financements extérieurs –, l’économie égyptienne demeure marquée par des fragilités structurelles profondes. Les déséquilibres externes restent importants, tandis que le modèle de croissance continue de dépendre des entrées de capitaux, du soutien des partenaires du Golfe et du rôle dominant de l’État. Dans un contexte régional particulièrement dégradé, cette récente stabilisation apparaît encore fragile et vulnérable à un nouveau choc externe ou géopolitique.

Les progrès récents sur le front des déséquilibres macroéconomiques ont permis de restaurer en partie la confiance des investisseurs et du FMI. Toutefois, ces avancées restent insuffisantes pour dissiper plusieurs vulnérabilités majeures : (i) une situation sociopolitique encore fragile et un retard de convergence avec les pays émergents comparables en termes de revenu par habitant ; (ii) un niveau d’endettement très élevé pesant fortement sur la soutenabilité des finances publiques ; (iii) des chocs externes liés aux conflits régionaux susceptibles d’aggraver une balance courante déjà déficitaire et remettant en cause le processus de désinflation et de baisse des taux d’intérêt.

Une stabilisation macroéconomique réelle depuis 2024

Depuis 2024, l’Égypte semblait engagée dans une phase de stabilisation macro-économique encourageante après plusieurs années de fortes turbulences, marquées par des tensions sur la livre, une inflation record et d’importants déséquilibres budgétaires. Le principal succès concernait la stabilisation monétaire. Après plusieurs dévaluations successives, l’adoption d’un régime de change flexible a permis de réduire fortement les distorsions sur le marché des changes. Les pénuries de devises et l’écart avec le marché parallèle ont pratiquement disparu, signe d’un regain de confiance des agents économiques locaux, le tout contribuant au retour de la confiance des investisseurs étrangers et à l’amélioration des conditions financières. Dans le même temps, l’inflation, qui avait dépassé 38 % en 2023, a nettement ralenti pour revenir autour de 12 % début 2026. Cette désinflation est un tournant

majeur après plusieurs années d’érosion du pouvoir d’achat. Elle permet à la Banque centrale d’initier un cycle d’assouplissement monétaire avec plusieurs baisses de taux, soutenant le crédit, l’investissement privé et la demande intérieure.

Les résultats budgétaires apparaissent également plus solides. Les autorités ont engagé des réformes sensibles, notamment la réduction progressive des subventions énergétiques. Les recettes fiscales ont progressé grâce à l’élargissement de l’assiette fiscale, à la digitalisation de l’administration et à la réduction des exonérations. Cette amélioration a permis le maintien d’un excédent primaire significatif. La situation de la dette publique montre aussi des signes d’amélioration. Après un pic à 96 % du PIB en 2023, le ratio de dette est revenu autour de 87 % en 2025, porté par la consolidation budgétaire, une croissance plus dynamique et une meilleure structure de financement. L’objectif des autorités est de ramener la dette à 71–73 % du PIB d’ici 2028-2029.

Cette stabilisation commence à produire des effets tangibles sur l’activité, la croissance économique repassant au-dessus de 4 % en 2025. La reprise a été soutenue par le tourisme, les activités liées au Canal de Suez, l’industrie manufacturière, ainsi que le redémarrage progressif de l’investissement privé. D’importants financements externes (FMI : 4,3 Mds ; Banque mondiale : 7 Mds ; UE : 8 Mds ; Arabie Saoudite : 5 Mds) et privés, notamment via l’accord de Ras el-Hekma (35 Mds)^[19], ont également renforcé les perspectives de court terme.

[19] Cet accord, signé en février 2024 entre l’Égypte et le Fonds souverain émirien d’Abu Dhabi (ADQ), pour le développement de la péninsule de Ras el-Hekma (côte nord), est l’un des plus importants investissements étrangers dans le pays.

Mais des défis majeurs subsistent

Derrière cette stabilisation, les réformes structurelles les plus sensibles avancent lentement, alimentant les interrogations sur la capacité du pays à transformer cette embellie conjoncturelle en consolidation durable. Le principal sujet de préoccupation concerne la place toujours dominante de l'État dans l'économie. La réduction de cette empreinte est essentielle pour assurer un cadre concurrentiel entre entreprises publiques et privées, stimuler l'investissement privé, améliorer la concurrence et accroître la productivité. Or, les avancées dans le programme de privatisations restent limitées malgré les engagements répétés des autorités. L'Égypte avait annoncé la privatisation de 38 entreprises publiques dans le cadre du programme soutenu par le FMI, mais peu d'opérations significatives ont réellement abouti. Les ambitions semblent désormais davantage orientées vers la rationalisation et la formalisation des entreprises publiques que vers de véritables cessions d'actifs. Les efforts en matière de transparence et de gouvernance demeurent insuffisants pour modifier durablement le fonctionnement de l'économie.

Les vulnérabilités liées à la dette publique continuent également de peser lourdement sur les perspectives du pays. Malgré la baisse récente du ratio de dette, le niveau demeure très élevé pour une économie émergente exposée aux chocs externes. Les besoins de financement restent considérables, autour de 40 % du PIB par an, tandis que la charge d'intérêts de la dette absorberait plus de 80 % des recettes publiques en 2026 (FMI), un record mondial. Cette contrainte budgétaire réduit fortement les marges de manœuvre de l'État et accroît la dépendance aux financements extérieurs et au soutien du FMI. Les déséquilibres extérieurs restent importants, avec une économie fortement dépendante des importations et de sources de devises volatiles comme le tourisme, les transferts des expatriés, le Canal de Suez ou les investissements immobiliers.

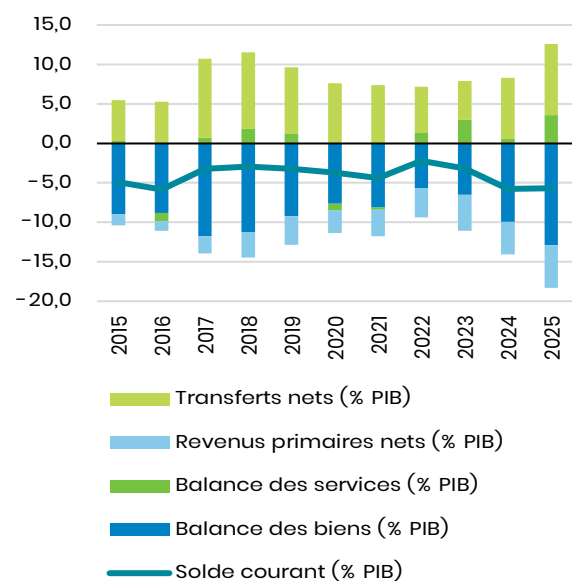
Un risque réel de détérioration

La dégradation récente du contexte géopolitique régional menace directement les acquis de la stabilisation observée depuis 2024. L'Égypte reste très dépendante des importations de blé (1^{er} importateur mondial), d'énergie et de biens

intermédiaires, ce qui l'expose à toute hausse des prix mondiaux du pétrole et des matières premières. L'augmentation de la facture énergétique va alourdir simultanément le déficit courant et le coût des subventions publiques. Les ajustements des prix administrés de l'énergie vont également alimenter les tensions inflationnistes. Dans ce contexte, les autorités ont laissé la livre se déprécier afin de préserver les réserves de change. La monnaie a ainsi perdu près de 10 % de sa valeur au printemps 2026 face au dollar. Si cette flexibilité du change permet d'absorber une partie du choc externe, elle renchérit fortement le coût des importations et risque d'alimenter la nouvelle spirale inflationniste. La Banque centrale pourrait ainsi être contrainte de maintenir des taux d'intérêt élevés au détriment du crédit et de l'investissement privé.

Les comptes extérieurs apparaissent particulièrement exposés. Le déficit commercial pourrait encore se creuser avec la hausse des importations énergétiques. Dans le même temps, l'Égypte subit d'importantes sorties de capitaux étrangers, notamment sur le marché obligataire. Entre mi-février et mi-mars, elles s'élèvent à près de 10 Mds USD, flux qui sont depuis revenus. Ainsi, le financement de ce déficit expose toujours l'Égypte à un nouveau retournement de confiance. Enfin, les risques de baisse du tourisme, du trafic du Canal de Suez et des transferts des travailleurs expatriés dans le Golfe menacent plusieurs des principales sources de devises du pays.

Graphique 23 – Une nette dégradation de la balance courante



Source : FMI, calculs AFD.

Éthiopie : Une forte sensibilité aux chocs

Hélène Ehrhart – ehrharth@fd.fr

Les réformes économiques d'ampleur, mises en place à partir de juillet 2024, ont permis l'amélioration des fondamentaux macroéconomiques marquant la sortie de la crise économique à laquelle le pays était confronté depuis cinq ans. Toutefois, l'économie éthiopienne ne dispose encore que de faibles marges de manœuvre et reste sensible aux chocs, en particulier à celui de la crise au Moyen-Orient.

Après plusieurs années marquées par des chocs successifs – pandémie de Covid-19, conflit au Tigré, sécheresses récurrentes et réduction des financements internationaux – l'économie éthiopienne montre depuis mi-2024 des signes tangibles de redressement. Le gouvernement a engagé un vaste programme de réformes (*HomeGrown Economic Reform 2.0*) soutenu par un programme avec le FMI, visant à corriger les déséquilibres macroéconomiques qui avaient entraîné une forte inflation, une pénurie de devises et une situation de surendettement.

Un contexte économique de reprise

Les réformes ont rapidement produit de bons résultats, aidées par une combinaison de facteurs exogènes très favorables (bonne récolte agricole, hausse du prix international de l'or et du café). L'une des mesures les plus importantes a été la flexibilisation du taux de change en juillet 2024. Cette réforme a entraîné une forte et rapide dépréciation du birr (40 % en sept jours et 55 % entre juillet et décembre 2024) et a permis de réduire fortement l'écart entre le marché officiel et le marché parallèle des devises, qui constituait une source majeure de distorsions économiques. Dans le même temps, l'accès aux financements extérieurs s'est amélioré grâce à l'approbation par le FMI d'un programme de 3,4 Mds USD, dont une part importante a été rapidement décaissée pour soutenir la balance des paiements et restaurer la confiance des investisseurs et des partenaires internationaux. En outre, la conclusion d'un accord de restructuration de la dette avec les créanciers officiels bilatéraux (juillet 2025) a permis à la dette publique éthiopienne de retrouver une trajectoire soutenable et l'assainissement financier des entreprises publiques a réduit les passifs contingents de l'État.

Les réserves de change ont commencé à se reconstituer, atteignant plus de 5 Mds USD (couverture de plus de 2 mois d'importations) au deuxième trimestre 2026, les tensions sur l'accès aux devises se sont atténuées et l'inflation a amorcé un ralentissement (retour en décembre 2025 sous les 10 %, à 9,7 %, pour la première fois depuis sept ans) grâce à une politique monétaire plus rigoureuse et à la réduction du financement monétaire du déficit public.

La croissance économique retrouve une dynamique supérieure à 8 %. Sur les années fiscales 2024/2025 et 2025/2026, elle est évaluée à 9,2 %, l'activité ayant notamment été soutenue par le retour progressif à la normale en matière de disponibilité des devises. Les perspectives pour FY26/27 sont légèrement plus nuancées et dépendantes de l'évolution du conflit au Moyen-Orient : le FMI prévoit une croissance à 7,8 %^[20], alors que les autorités, dans leur projet de budget présenté en juin 2026, misent sur une croissance à 10,1 %.

Une sensibilité à la crise au Moyen-Orient

La guerre en Iran et les tensions générées, notamment sur les marchés mondiaux du pétrole et des engrais, ont éprouvé la résilience de l'économie éthiopienne alors que ses marges de manœuvre sont encore limitées.

Le principal canal de transmission est celui des importations énergétiques. L'Éthiopie importe la totalité de ses besoins en produits pétroliers raffinés. En vertu d'un accord de long terme, elle s'approvisionne principalement auprès du Koweït (60 % de son diesel et 100 % de son kérosène). En raison de la perturbation de l'approvisionnement depuis le Golfe, l'Éthiopie a été contrainte de trouver, en urgence, de nouveaux

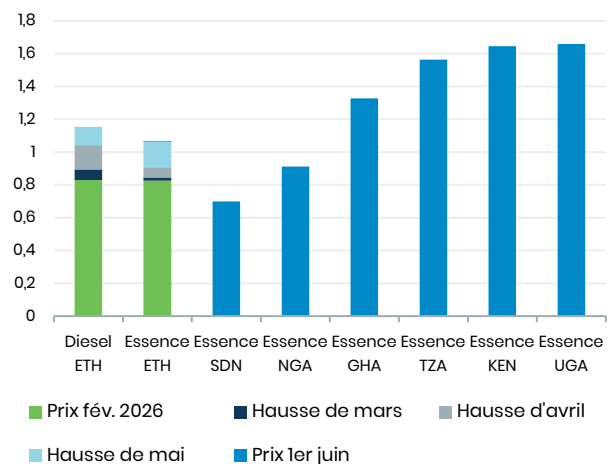
[20] FMI, 5^e revue de la Facilité élargie de crédit Éthiopie, juillet 2026.

fournisseurs. Avec des importations de carburant supérieures à 4 Mds USD par an en 2023 et 2024, soit près de 3 % du PIB, une hausse des prix du pétrole pèse directement sur la balance commerciale, le compte courant et les réserves de change. Si la dépendance énergétique du pays aux produits pétroliers reste relativement faible – ceux-ci ne représentant que 7,8 % du mix énergétique^[21] grâce au rôle central de l'hydroélectricité et de la biomasse –, ils demeurent essentiels pour le transport et pour près de la moitié de la consommation énergétique du secteur industriel.

La hausse des cours du pétrole constitue également un risque inflationniste, susceptible d'affecter le pouvoir d'achat des ménages. Les autorités maintiennent un système de subventions aux prix des carburants qui avait été renforcé lors de la flexibilisation du taux de change en 2024 afin de limiter l'impact inflationniste de la dépréciation du taux de change. Depuis 2025, les autorités se sont engagées dans un processus de réduction progressive de ces subventions, visant leur suppression totale courant 2026. Elles ont continué à jouer un rôle significatif début 2026 : les prix à la pompe restent encore sensiblement inférieurs à ceux qui résulteraient d'une répercussion intégrale des cours internationaux. Les autorités ont néanmoins procédé à plusieurs relèvements des prix administrés fin 2025 et début 2026 (cf. graphique 24). Au 1^{er} juin 2026, avec un prix de l'essence à la pompe fixé à 167 birr par litre (soit 1,07 USD par litre), les prix en Éthiopie restent inférieurs à la moyenne mondiale constatée de 1,44 USD par litre et, au sein de l'Afrique, le pays se situe au 10^e rang des prix les plus faibles (cf. graphique 24).

Les autorités ont ainsi été confrontées à un arbitrage délicat entre la maîtrise du coût budgétaire des subventions et baisses de taxes et la préservation du pouvoir d'achat des ménages. Pour l'exercice budgétaire 2025/2026, l'enveloppe allouée aux subventions sur les carburants était initialement plafonnée à 100 Mds ETB, soit environ 0,6 % du PIB. Le contexte de tensions sur les prix internationaux de l'énergie a ravivé les pressions inflationnistes. Les premiers mois de 2026 semblent déjà marquer un ralentissement du processus de désinflation observé depuis la réforme du change : en avril 2026, l'inflation a atteint 11,7 % en glissement annuel, dépassant à nouveau la barre des 10 %.

Graphique 24 – Évolution et comparaison internationale des prix à la pompe (en USD/litre)



Source : Global Petrol Prices, calculs AFD.

Un second canal de transmission concerne l'agriculture. L'Éthiopie dépend largement des importations d'engrais agricoles, ce qui l'expose à la hausse des prix et aux difficultés d'approvisionnement en raison des perturbations dans le détroit d'Ormuz. En 2024, l'Éthiopie a été, en Afrique, le premier importateur d'engrais en volumes (1,97 million de tonnes). Le renchérissement de ces importations pèse sur la balance commerciale du pays. Les engrais bénéficiant encore de mécanismes de soutien public, l'impact immédiat sur les agriculteurs est, de fait, partiellement amorti. Toutefois, de manière similaire au dispositif de subvention aux carburants, la réduction progressive des subventions aux engrais accroît l'exposition de l'économie aux fluctuations des prix internationaux, ce qui pourrait peser sur les coûts de production agricole et, à terme, sur les prix alimentaires.

[21] Energy System of Ethiopia (base de données), Agence internationale de l'énergie, Paris (2023), <https://www.iea.org/countries/ethiopia>.

Nigéria : Bénéficiaire macro net du choc mondial

Sylvain Bellefontaine – bellefontaines@afd.fr

L'impact direct du choc énergétique mondial devrait être positif pour les comptes externes du Nigéria, exportateur de pétrole, gaz, produits raffinés et urée, grâce à un effet prix et volume. La suppression des subventions sur les carburants et la hausse attendue des recettes budgétaires pourraient être neutralisées par les pressions sur les dépenses publiques face au coût social et au coup de frein sur la demande intérieure générés par une désinflation contrariée, en année pré-électorale.

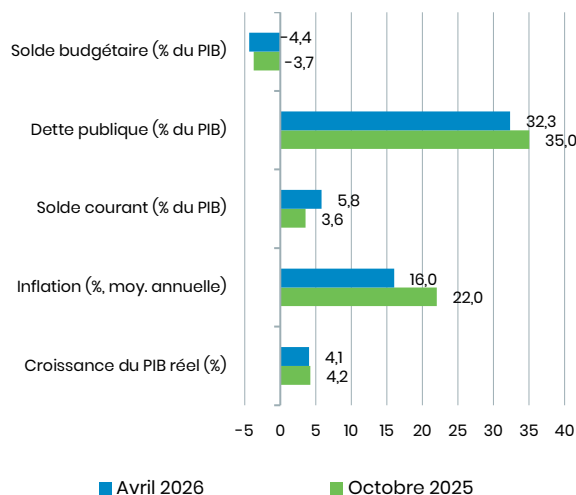
Un baril de brut à 100 USD ou plus contribue certainement moins à « l'équilibre macro-social »^[22] du Nigéria qu'un baril à 74 USD, son cours moyen en 2024-2025. Mais au cœur du nouveau choc économique mondial déclenché par la guerre en Iran, le Nigéria affiche un niveau de prime de risque souverain (*spread* de 270 pbs par rapport aux bons du Trésor états-unis) au plus bas depuis septembre 2014 et S&P a amélioré sa notation en devises (à B/S) en mai. Le krach pétrolier de 2014 et la fin du super-cycle des matières premières avaient marqué le début d'une « décennie perdue » pour le Nigéria. Le choc actuel devrait permettre de confirmer les orientations de politiques économiques, le bien-fondé et la pérennité des réformes menées par l'administration Tinubu depuis trois ans, sans nier les fragilités et défis socio-économiques^[23].

Rebond pétro-gazier

Malgré un poids économique réduit à seulement 5,5 % du PIB, le secteur des hydrocarbures demeure structurant et névralgique (87 % des exportations et 36 % des recettes budgétaires en moyenne sur 2021-2025) pour un pays détenant les 11^e réserves mondiales de pétrole et les 10^e de gaz naturel selon BP. Le rebond de la production pétrolière proche du quota OPEP+ de 1,5 M b/j en 2025 a permis au Nigéria de retrouver sa place de 1^{er} producteur du continent, grâce notamment à des efforts de maintenance et de sécurisation des installations. La réforme du cadre légal et fiscal pour attirer ou maintenir les investisseurs domestiques et étrangers a aussi commencé à porter ses fruits. Le gouvernement ambitionne un doublement de la production de brut d'ici 2030. Les majors ExxonMobil, Shell et TotalEnergies se désengagent des activités

onshore pour des raisons environnementales, de baisse des rendements et de tensions avec les communautés du delta du Niger, tout en restant actives dans l'*offshore*, en particulier dans le gaz naturel.

Graphique 25 – Évolution des projections macroéconomiques pour 2026



Source : FMI (WEO).

Par ailleurs, la relation semble s'apaiser entre la Nigerian National Petroleum Corporation (NNPC), société nationale en situation de monopole sur l'*upstream*, et le groupe Dangote, nouvel acteur en position dominante sur le *downstream* et de quasi-monopole sur le raffinage domestique. En septembre 2025, les deux sociétés ont renouvelé pour deux ans leur accord « naira contre pétrole brut » afin d'approvisionner la raffinerie Dangote inaugurée en 2024, et dont le projet de doublement des capacités à 1,4 M b/j en 2028 en ferait la plus grande raffinerie au monde. Véritable tournant en

[22] Au sens de capacité d'une société à absorber des chocs économiques, politiques, géopolitiques sans basculer dans une crise sociale.

[23] Voir à ce propos : Bellefontaine, Sylvain. 2026. *Nigéria : Le long chemin de la stabilisation au développement*. MacroDev 74. Paris : Éditions Agence française de développement.

termes d'indépendance énergétique du Nigéria et d'édification d'un *hub* régional africain, ces développements demeurent tributaires d'un groupe privé dirigé par la première fortune du continent. Si la stratégie affichée se veut dédiée à l'intérêt national, Dangote est connu pour ses pratiques de *dumping* afin de saper la concurrence, éprouvées dans les secteurs du ciment et du sucre.

« Gagnant externe » de la crise au Moyen-Orient

L'excédent du compte courant retrouvé en 2022 a permis de soutenir la position extérieure (réserves de change) et, combiné à une meilleure gouvernance monétaire, de stabiliser le naira après la flexibilisation du régime de change et la double dévaluation en 2023-2024. Le solde courant devrait se consolider en 2026 (+5,8 % du PIB selon le FMI), sous l'effet de la hausse des recettes d'exportations de pétrole brut et raffiné (essence, fuel, kérosène, etc.) vers l'Afrique de l'Ouest et l'Europe, premier partenaire du Nigéria (42 % de ses exportations en 2024 et 58 % du stock d'investissements directs étrangers [IDE]), mais aussi les États-Unis (13 % des exportations et 16 % du stock d'IDE). Le Nigéria a été peu affecté par la guerre tarifaire de l'administration Trump, les produits pétroliers en étant exonérés. Mais il est exposé aux États-Unis à travers les transferts de la diaspora, à des niveaux records en 2025, et l'aide publique au développement *via* feu-USAID (santé, épidémies, malnutrition).

Historiquement, le Nigéria dépendait des importations d'urée (composante des engrais), principalement en provenance d'Iran. Depuis, le pays en est devenu un producteur important, grâce aux investissements de Dangote Group et d'Indorama Eleme Fertilizer & Chemicals. Face aux perturbations du marché mondial des engrais depuis la fermeture du détroit d'Ormuz, le Nigéria a augmenté ses exportations vers la sous-région.

Du côté des investissements étrangers, les flux entrants d'IDE sont structurellement limités (0,5 % du PIB sur 10 ans) et concentrés dans les hydrocarbures, compte tenu du difficile climat des affaires et d'un marché domestique (242 M d'habitants en 2026) « adressable » encore limité par le niveau de pauvreté (70 % au seuil des pays à revenu intermédiaire de la tranche inférieure [PRITI] de 4,20 USD/j PPA). Le regain de confiance dans la trajectoire macro-financière du pays s'est traduit par

un rebond des IDE, à un niveau record en 2025 (4 Mds USD) depuis 2014. Suite à la signature d'un accord de coopération avec la Chine (1^{er} fournisseur du pays ; 7 % du stock d'IDE) en septembre 2024, 20 Mds USD d'investissement ont été annoncés dans l'agriculture, l'industrie automobile, l'énergie et l'exploitation minière, dont le lithium. En parallèle, les flux nets d'investissements de portefeuille demeurent volatils mais dynamiques sur le marché obligataire domestique (+7,2 Mds USD en 2025 après +13,6 Mds en 2024).

Impact ambivalent sur les finances publiques

Les retombées positives du choc pétrolier en termes de recettes budgétaires pourraient être annihilées par la hausse des dépenses sociales, d'autant plus à l'approche des élections générales en janvier 2027, pour préserver le pouvoir d'achat des plus démunis et maintenir une croissance économique autour de 4 %. La désinflation plus rapide qu'anticipée depuis le pic de mi-2024 (34 % en g. a.) marque le pas au premier semestre 2026, avec des pressions sur les prix alimentaires et des transports (+48 % à la pompe depuis février). Mais le taux d'inflation globale est stable, autour de 15-16 %, un niveau qui se maintiendrait en moyenne sur l'année selon le FMI et Oxford Economics.

La révision en hausse par le FMI de sa projection de déficit public pour 2026, de 3,7 à 4,4 % du PIB entre octobre 2025 et avril 2026 ne remettrait pas en cause la trajectoire budgétaire à moyen terme, à l'appui des réformes adoptées depuis 2023 (abandon des subventions aux prix des carburants, réforme fiscale et arrêt du financement monétaire des déficits). La renégociation de plusieurs contrats de partage de production pétrolière (2025) et la reprise du contrôle des flux financiers des mains de la société nationale NNPC (2026) illustrent la volonté de l'État de « recentraliser » la rente, sans crispier les investisseurs. La réforme fiscale effective depuis début 2026 doit encore faire ses preuves pour doper la moindre mobilisation fiscale (5,3 % du PIB en 2025). Cela constitue le point noir des finances publiques face à des besoins colossaux en termes de dépenses sociales, sécuritaires et d'infrastructures. Ces dernières pèsent ensemble moins que la charge d'intérêts de la dette, qui ponctionne 30 % des recettes publiques, malgré un taux d'endettement limité à 35 % du PIB.

Ouganda : Une dynamique économique carbonée

Christophe Barat – baratc@afd.fr

Depuis la fin de la période Covid, l'Ouganda a connu une accélération progressive de la croissance. Sur les trois derniers exercices budgétaires, elle se maintient sur une dynamique forte (supérieure à 6 % par an) et devrait encore accélérer de manière ponctuelle avec l'entrée en production du pétrole. La rente pétrolière contribuera à résorber partiellement les déséquilibres des comptes externes et, dans une moindre mesure, des comptes publics. Sa saine gestion implique néanmoins de mettre en place et d'appliquer des dispositifs adaptés de gouvernance. À cet égard, la reprise toujours attendue d'un programme avec le FMI permettrait de conforter le cadre macroéconomique et financier pour les années à venir et de soutenir la trajectoire des financements externes nécessaires pour faire face aux besoins d'investissement.

En janvier 2026, la réélection du président Museveni pour un 7^e mandat a mis fin à une période pré-électorale tendue et marque la continuité du régime entrant dans sa 5^e décennie de pouvoir. Dans un contexte international très incertain lié à la guerre au Moyen-Orient, l'économie ougandaise fait preuve de résilience, portée par l'entrée prochaine en production du pétrole.

Dynamisme de la croissance économique, relayée par l'entrée imminente en production du pétrole

Les décennies 1990-2000 ont été marquées par une forte croissance, au cours desquelles l'économie ougandaise s'est significativement transformée. Les secteurs des services et des industries manufacturières, orientés vers le marché régional, sont montés en puissance. Néanmoins, l'économie reste encore aujourd'hui largement informelle et les emplois sont concentrés dans le secteur agricole.

La décennie 2010 a été marquée par une relative stagnation en matière d'ouverture internationale et de diversification des exportations, le pays souffrant toujours de son enclavement et de sa dépendance à l'axe d'approvisionnement *via* Mombasa. Contrairement à la Tanzanie, l'Ouganda n'a pas encore percé le plafond des pays à faible revenu.

Après le ralentissement lié à la période Covid, la croissance économique a progressivement accéléré et dépasse 6 % par an depuis l'année budgétaire 2023/2024 (FY23/24). Les contributions sectorielles à la croissance ont été équilibrées entre l'agriculture, les industries manufacturières et extractives, et les services, portés par les investissements dans le secteur pétrolier et une bonne tenue des exportations agricoles, notamment du café.

Le principal nouveau relai de croissance attendu concerne l'exploitation pétrolière. L'entrée en production des champs du lac Albert, gérés par TotalEnergies et le chinois CNOOC, plusieurs fois reportée, est désormais envisagée pour fin 2026. La production devrait culminer autour de 80 millions de barils par an (220 000 b/j) sur la période 2030-2033 avant de baisser assez rapidement (25 millions de barils attendus vers 2040). Une part croissante de la production devrait, à terme, alimenter le marché local avec l'investissement dans la raffinerie de Hoima. Le choc de croissance devrait se limiter à près de 6 points de PIB et être concentré sur 4 années budgétaires à partir de FY26/27.

Au-delà du pétrole, il importe néanmoins de construire de nouveaux relais de croissance en travaillant sur le climat des affaires, l'accès du secteur privé au financement, et surtout, dépasser le sous-investissement chronique dans les secteurs sociaux compte tenu de la forte dynamique démographique, de la jeunesse de la population et des contraintes de productivité qui pèsent sur l'économie.

Maîtrise de l'inflation malgré les tensions économiques internationales

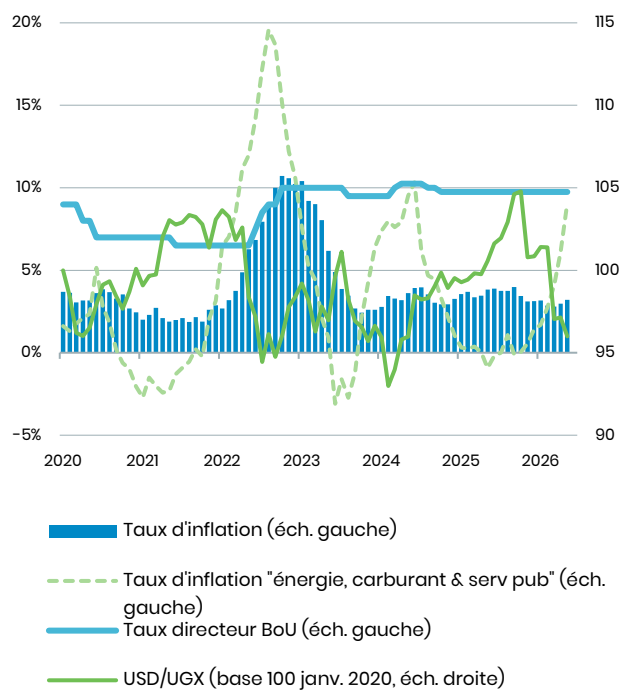
L'économie ougandaise se caractérise par une remarquable stabilité des prix dans un contexte de taux de change flexible et de cible d'inflation à 5 %. L'agression russe en Ukraine a, certes, entraîné un pic d'inflation au-delà de 10 % à la fin de l'année 2022, mais la prompte réaction de la banque centrale (Bank of Uganda [BoU]), qui a relevé le taux directeur de 350 points de base, a permis de ramener l'inflation sous les 4 % en g. a. dès mi-2023. Depuis lors, les variations de prix sont restées limitées et dans la fourchette basse en comparaison des principaux partenaires de la

Communauté d'Afrique de l'Est (East African Community [EAC]).

La guerre au Moyen-Orient a renouvelé les tensions sur les produits pétroliers, avec une hausse de l'indice des prix du panier « énergie, carburant et service public » (+9,1 % en mai 2026 en g. a.²⁴), mais un impact encore marginal sur l'indice global des prix (+3,2 % en g. a.).

La contrepartie de cette maîtrise des prix se trouve dans le niveau très élevé des taux d'intérêt réels (plus de 600 pbs entre le taux directeur de la BoU et l'inflation en g. a.) qui pénalise l'accès du secteur privé au crédit bancaire (seulement 12 % pour le ratio crédit sur PIB) et renchérit fortement le coût de la dette publique dont les intérêts absorbent plus du quart des recettes budgétaires.

Graphique 26 – Inflation, taux directeur et taux de change



Source : UBoS ; BoU ; calculs AFD.

Le maintien de taux d'intérêt réels élevés est également essentiel pour garantir la stabilité du taux de change dans un régime de change flexible, en préservant l'attractivité du shilling pour les investisseurs étrangers sur les marchés financiers

domestiques. Il apparaît donc peu probable, dans le contexte actuel, de voir un desserrement de la politique monétaire, d'autant plus que le shilling s'est déprécié de 7 % vis-à-vis du dollar depuis novembre 2025.

Réduction attendue des déséquilibres extérieurs et publics liée à la production pétrolière

La dynamique de croissance ougandaise s'accompagne de déficits jumeaux significatifs, avec respectivement -5,9 % et -7,1 % du PIB de déficit budgétaire et de déficit courant en moyenne sur les trois derniers exercices budgétaires (de FY23/24 à FY25/26). Les comptes publics pâtissent d'une faiblesse structurelle des recettes budgétaires, notamment liée aux nombreuses exonérations fiscales, et d'un coût croissant de l'endettement public résultant du recours privilégié à l'endettement intérieur. Le creusement du déficit du compte courant s'explique en bonne partie par les investissements réalisés dans le cadre des projets pétroliers.

À cet égard, l'entrée en production du pétrole fin 2026 devrait permettre de réduire significativement le déficit courant, de l'ordre de 5 points de PIB entre FY25/26 et FY28/29. Cette nouvelle rente permettrait ainsi de ramener le solde courant autour de -2 % du PIB sans toutefois passer en excédent, compte tenu des besoins d'investissement du pays et de la trajectoire de production d'hydrocarbures.

L'impact projeté sur les comptes publics est, à ce stade, beaucoup plus limité. Si les revenus budgétaires issus du pétrole devraient dépasser 2 % du PIB à compter de FY29/30, les projections misent sur un déficit budgétaire stable, au-delà de -6 % du PIB, sur les cinq prochains exercices budgétaires. La persistance d'un déficit budgétaire élevé résulte de la croissance attendue des dépenses publiques, et notamment des paiements d'intérêt de la dette. Elle conduit également à la poursuite d'une trajectoire haussière de la dette publique, projetée à près de 60 % du PIB vers la fin de la décennie contre 55 % du PIB en FY25/26.

[24] Depuis le début du conflit, le prix de l'essence a augmenté de +26 % et celui du diesel de + 30%, soit dans la fourchette basse de la région.

Bangladesh : L'essoufflement d'un modèle économique

Marion Hémar – hemarm@afd.fr

Après trente ans de forte croissance, l'économie bangladaise a fortement ralenti au cours des trois dernières années sous l'effet de l'inflation, de la crise du secteur bancaire et des incertitudes politiques et géo-économiques. Le modèle économique, centré sur le textile et les transferts de la diaspora, principalement installée dans les pays du Golfe, montre des limites structurelles. Le conflit au Moyen-Orient aggrave les fragilités internes déjà existantes et pourrait avoir des effets négatifs sur les finances publiques, les comptes externes, l'inflation et la croissance économique.

À la suite des élections nationales du 12 février 2026, le gouvernement nouvellement élu a pris ses fonctions dans un contexte économique très incertain. Les canaux de transmission du choc lié au conflit au Moyen-Orient sont multiples : hausse des coûts logistiques (assurance, fret maritime), baisse de la demande mondiale, contraction des transferts de fonds de la diaspora et hausse des prix mondiaux de l'énergie et des engrais, combinées à une possible dépréciation du taux de change.

Ralentissement économique et politiques contracycliques limitées

L'économie a enregistré une expansion robuste sur les trois dernières décennies, avec un taux de croissance annuel moyen de 6,8 % dans les années 2010. Ces trente ans de progrès économiques ont permis de solidement ancrer le Bangladesh dans la catégorie des PRITI depuis 2015. Les deux principaux moteurs de l'économie : l'industrie textile (80 % des exportations), développée grâce au faible coût du travail, et les transferts de fonds de la diaspora (5,5 % du PIB en moyenne depuis 2021), ont permis de soutenir la consommation sur un vaste marché domestique (170 millions d'habitants). Toutefois, la croissance ralentit depuis 3 ans, freinée par le ralentissement de la consommation lié à l'inflation élevée et des marchés d'exportations (États-Unis, UE), la faiblesse de l'investissement dans un environnement coûteux et incertain et des fragilités persistantes du secteur bancaire. Dans ce contexte, la dynamique de convergence du PIB/habitant vers celui des pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure (PRITS) s'est essoufflée, l'inflation a érodé le pouvoir d'achat, et près de 3 millions de personnes seraient retombées dans la pauvreté extrême (au seuil de

3 USD/j), attisant les frustrations sociales. Avec la crise au Moyen-Orient, la Banque mondiale a révisé à la baisse les perspectives de croissance, désormais estimées à 3,9 % pour l'année fiscale 2026 (FY26)^[25], contre 4,6 % avant le déclenchement du conflit. La hausse des coûts des intrants et de l'inflation réduirait le pouvoir d'achat des ménages, affaiblissant la consommation privée. Les prix élevés de l'énergie et l'incertitude macroéconomique pourraient décourager l'investissement privé, en particulier dans le secteur manufacturier.

La faiblesse des finances publiques limite la capacité du gouvernement à adopter des mesures de relance contracycliques. La pression fiscale est l'une des plus faibles au monde et a diminué au cours de l'exercice fiscal 2025 pour atteindre le niveau le plus bas des quinze dernières années (inférieures à 7 % du PIB). En FY25, le déficit budgétaire a toutefois été contenu (-2,9 % du PIB). La sous-exécution des dépenses d'investissement et des dépenses sociales a plus que compensé la baisse des recettes et la hausse des dépenses courantes, maintenant le déficit primaire à 0,7 % du PIB en FY25. L'augmentation des subventions énergétiques, en vue d'atténuer l'impact de la hausse des prix sur les ménages, pourrait évincer les dépenses prioritaires, compromettre les efforts de consolidation budgétaire et accroître les besoins de financement de l'État, dans un contexte de conditions de financement domestiques et externes plus tendues. Le déficit public alimente la hausse du taux d'endettement public qui devrait dépasser 45 % du PIB fin 2028 (contre 42 % du PIB fin 2025). Le FMI a dégradé le risque de surendettement public de faible à modéré (juin 2025), avec peu de marges pour absorber les chocs.

[25] Année budgétaire courant de juillet 2025 à juin 2026.

Regain d'inflation à court terme

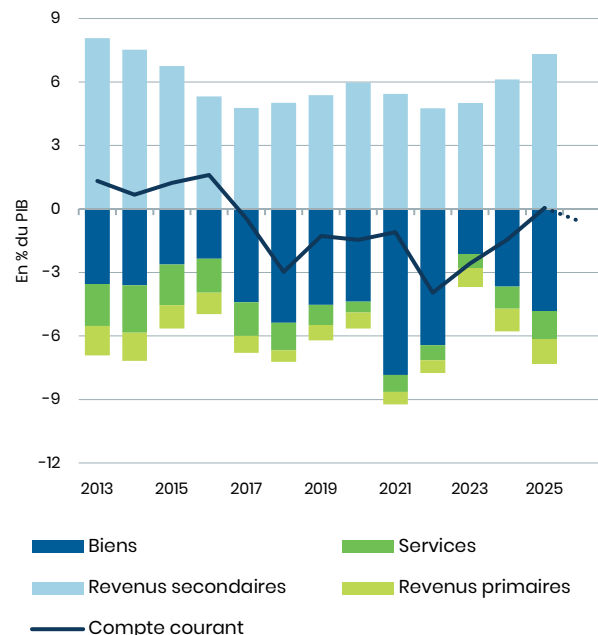
L'inflation persiste à des niveaux élevés (9,6 % en moyenne entre 2023 et 2025), nettement au-dessus de la cible de 5 à 6 % fixée par la Banque centrale du Bangladesh (Bangladesh Bank [BB]). Entre décembre 2023 et octobre 2024, la BB a augmenté son taux directeur d'un total de 225 points de base, pour l'amener à 10 %, stable depuis lors. Les importantes injections de liquidités destinées à soutenir les banques fragiles à partir de novembre 2024 ont toutefois perturbé la transmission de la politique monétaire. Le conflit en cours au Moyen-Orient menace d'accroître le coût des importations, et notamment de l'énergie, aggravant ainsi les perspectives d'inflation. L'augmentation des prix de l'énergie affecte directement les coûts de production dans les secteurs agricole et industriel. La hausse des coûts de transport pourrait entraîner des effets de diffusion généralisés sur les prix à l'échelle de l'économie. L'inflation est restée relativement contenue, au regard de l'historique du pays, à 9 % en g. a. fin avril 2026 (projeté à 9,2 % en 2026 selon le FMI). La crise du secteur bancaire s'est intensifiée ces derniers trimestres, contribuant à une augmentation du risque systémique. Le taux de prêts non performants a presque doublé en 2025, suite, en partie, au renforcement de la réglementation sur la classification des prêts (à 32,3 % fin mars 2026).

Forte exposition du compte courant

Le solde du compte courant s'est creusé en 2021-2022, notamment en raison de la hausse de la facture énergétique liée à la guerre en Ukraine. Après une baisse des exportations en FY23 et FY24, elles sont bien orientées en FY25 (+7 % contre -5 % en FY24). Début 2025, la hausse des tarifs douaniers américains à 35 % (contre environ 15 % précédemment) a pesé sur le secteur du textile (20 % des exportations textiles sont à destination des États-Unis). Ce taux a été ramené à 20 % en juillet 2025, puis à 19 % en février 2026. Parallèlement, la croissance modérée, des importations a contribué à améliorer la balance commerciale (à -5,6 % du PIB en FY25). Les transferts de la diaspora (dont 45 % viennent des pays du Golfe et 16 % des États-Unis)

ont atteint des niveaux historiques. Progressant de plus de 25 % pour représenter 6,6 % du PIB en FY25, ils ont compensé le déficit commercial permettant de maintenir un compte courant à l'équilibre. Le conflit au Moyen-Orient pourrait affecter négativement l'ensemble des composantes du compte courant. Les importations pourraient augmenter avec la hausse conjuguée du coût des importations d'énergie et du fret. Les exportations, quant à elles, pourraient être affectées par les perturbations des routes commerciales mondiales et le ralentissement de la croissance de la demande sur les marchés clés. Le conflit est également susceptible d'avoir un impact négatif sur les transferts de fonds avec le ralentissement de l'activité économique dans les pays d'accueil, réduisant la demande de main-d'œuvre et la croissance des salaires. Le financement d'un éventuel déficit courant sera d'autant plus à surveiller que les IDE sont structurellement faibles (0,4 % du PIB en FY25). Alors que le niveau des réserves de change n'avait cessé de se détériorer depuis mi-2021, l'adoption d'un régime de change plus flexible à la mi-2025 et le soutien des bailleurs ont contribué à stabiliser le taka et à accumuler des réserves (à 3,8 mois d'importations de biens et services fin 2025).

Graphique 27 – Décomposition de la balance courante



Source : FMI, calculs AFD.

Ouzbékistan : Bien armé face au nouveau choc mondial

Thibault Vasse – vasset@afd.fr

La succession de chocs mondiaux des dernières années a montré la résilience économique de l'Ouzbékistan. L'économie ouzbèke témoigne de solides fondamentaux et d'une croissance dynamique. L'amélioration du pilotage macroéconomique des autorités, appuyée par un fort soutien des bailleurs, a limité l'accumulation de déséquilibres et offre des marges de manœuvre au pays. Une économie relativement diversifiée et peu extravertie, une bonne indépendance énergétique, l'importance du rôle contracyclique de l'or et une exposition directe limitée au pays du Golfe Persique placent l'Ouzbékistan en bonne position pour éviter le pire du choc lié à la guerre en Iran.

L'arrivée au pouvoir de Shavkat Mirziyoyev en 2016 a engagé l'Ouzbékistan dans un vaste programme de réformes institutionnelles, administratives et économiques. Articulées autour de la stratégie nationale "Uzbekistan 2030", adoptée en 2023 et mise à jour en 2026, les réformes structurelles visent à ouvrir et libéraliser l'économie, à améliorer la gouvernance publique et à adopter progressivement les standards internationaux en matière de gestion économique. Si certaines réformes ont connu des retards, on observe une ouverture économique progressive, une action publique plus efficace et un pilotage macroéconomique qui s'améliore, bien que des marges de progression demeurent.

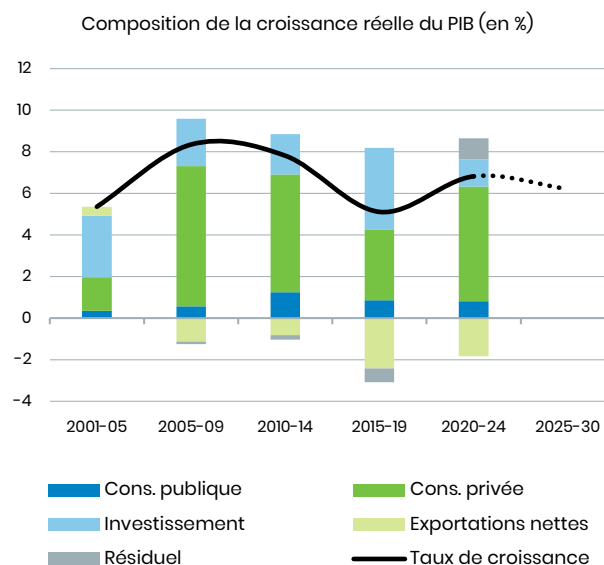
Un réel dynamisme économique

La croissance du PIB réel a atteint en moyenne 7,5 % par an durant les vingt années qui ont précédé la crise du Covid-19. Son effet n'a été que temporaire et, dès 2021, la croissance a retrouvé son dynamisme pré-crise s'établissant à 7 % en moyenne, et jusqu'à 7,7 % en 2025, malgré les vents contraires à l'échelle mondiale (ex. : droits de douanes, conflits au Moyen-Orient et en Europe, incertitude généralisée). Ceci place l'Ouzbékistan dans le top 20 mondial des économies les plus dynamiques de la période post-Covid et a permis de rehausser son PIB réel par habitant de 26 % depuis 2019.

La croissance est portée par la consommation privée qui y a contribué à hauteur 80 % en moyenne sur la période 2021-2024. Elle est soutenue par une dynamique démographique favorable, ainsi qu'une hausse des salaires réels qui ont progressé de 8 % par an en moyenne sur les cinq dernières années. À ceci s'ajoute la forte hausse des transferts des migrants ces dernières années, grâce à l'émigration d'Ouzbeks (qui renvoient des fonds

dans leur pays natal) et à l'afflux de migrants russes depuis 2022 (qui rapatrient leurs avoirs en Ouzbékistan). Ces transferts, dont la provenance se diversifie au-delà des sources traditionnelles (ex. : Russie, Kazakhstan) vers d'autres régions (ex. : Union européenne, Asie), ont atteint 14 % du PIB entre 2020 et 2024. En outre, l'investissement joue un rôle croissant dans l'économie, son poids étant passé de 20 % du PIB en 2016 à 33 % en 2025, bénéficiant des flux entrants d'IDE et d'une expansion rapide du crédit bancaire.

Graphique 28 – Une croissance dynamique portée par la consommation privée



Source : Banque mondiale ; FMI, calculs AFD.

Des atouts pour amortir la crise liée à la guerre au Moyen-Orient

Appuyé par un fort soutien financier et technique de la communauté internationale, l'Ouzbékistan cherche à adopter les standards internationaux pour la conduite de ses politiques budgétaires, monétaires et économiques.

Les autorités ont notamment renforcé les cadres de gouvernance des finances publiques et de réglementation financière, et ont engagé une transition vers un régime de change flexible et de ciblage de l'inflation.

L'engagement en faveur d'un pilotage macroéconomique prudent se reflète dans les fondamentaux macroéconomiques du pays. Les finances publiques sont saines : la dette publique reste modérée (29 % du PIB en 2025), de même que la charge d'intérêts (3,3 % des recettes), et le déficit public est sous contrôle (1,7 % du PIB en 2025 contre 3,8 % en 2023). Grâce à une croissance favorable (projetée par le FMI à 5,9 % en moyenne sur 2026-2031) et des déficits publics maîtrisés (1,9 % du PIB en moyenne), la dette devrait diminuer graduellement pour atteindre 27 % du PIB en 2031, bien en dessous de la limite fixée par les autorités (60 % du PIB). De même, le déficit du compte courant (5 % du PIB en moyenne sur 2021-2025) est généralement couvert par des flux d'IDE en hausse (3 % du PIB en moyenne), des financements concessionnels et des investissements de portefeuille croissants (2 % du PIB). Ceci permet au pays de préserver ses amples réserves de change qui représentaient 66,3 Mds USD fin 2025, soit 14 mois d'importation. Ces éléments offrent des marges de manœuvre face aux chocs exogènes.

Par rapport à beaucoup de pays en développement, l'Ouzbékistan semble paré pour faire face à la guerre au Moyen-Orient. L'exposition directe aux pays du Golfe est limitée : ces derniers ne représentent que 3,1 % des importations (dont une part négligeable des importations énergétiques) et 2,1 % des exportations. Ainsi, les effets seront surtout indirects, liés au ralentissement attendu du commerce international, aux importantes poussées inflationnistes, aux pressions sur les comptes externes et publics, et à un risque de durcissement des conditions financières à l'échelle mondiale. Les éléments de résilience susmentionnés devraient amortir les effets du choc économique lié à la guerre en Iran. En outre, la persistance de prix administrés, notamment énergétiques, et les contrats à long terme pour le gaz devraient permettre de réduire les effets de la hausse des cours mondiaux des énergies fossiles sur les hausses des prix domestiques.

D'importantes incertitudes demeurent quant à la durée et à la gravité de la crise énergétique et à ses conséquences économiques, même si la phase la plus intense du conflit semble être terminée et que le détroit d'Ormuz se rouvre progressivement. À moyen-long terme, la libéralisation et l'ouverture de l'économie ouzbèke voulue par les autorités est un processus complexe de longue haleine qui pourrait engendrer des difficultés sociales (ex. : impacts sur le pouvoir d'achat, hausse des inégalités) et de gouvernance (ex. : concentration du pouvoir, lassitude face aux réformes).

Les autorités naviguent avec souplesse dans un contexte géopolitique complexe

Carrefour entre les régions eurasiennes et doté d'importantes ressources minérales (ex. : or, cuivre, molybdène, sélénium, lithium, cadmium, terres rares), l'Ouzbékistan occupe une position stratégique. À l'heure où les tensions géopolitiques s'accroissent et l'ordre mondial s'ébranle, l'Ouzbékistan déploie une stratégie multivectorielle qui vise une multiplication des partenariats internationaux et une position équilibrée face aux grandes puissances eurasiatiques. Cette approche multiaxe, tout en maintenant des relations pragmatiques avec Moscou et Pékin, permet à Tachkent de diversifier ses partenariats et de renforcer son autonomie stratégique.

L'apaisement en cours des relations avec les pays d'Asie centrale constitue un revirement majeur. Autrefois marquée par des tensions profondes sur le plan économique, territorial, et de gestion des ressources, l'Asie centrale, sous l'impulsion de l'Ouzbékistan, a initié une dynamique positive vers plus de collaboration. Rompant avec l'approche d'Islam Karimov, les autorités ouzbèkes ont adopté une politique de « bon voisinage ». L'une des principales réussites a été la signature avec le Tadjikistan et le Kirghizistan du Traité de Khujand en 2025 pour mettre fin aux disputes frontalières. D'autres formes de collaboration se développent, avec plus d'investissements et de commerce intrarégional, et une posture plus unifiée sur la scène internationale. Cette collaboration est critique dans la mesure où les défis auxquels sont confrontés ces pays sont de nature régionale (eau, énergie, climat et sécurité).

Pakistan : Un pivot géopolitique fragile à l'épreuve d'un nouveau choc économique

Benoît Jonveaux – jonveauxb@afd.fr

Alors que le Pakistan connaissait une amélioration macroéconomique sensible depuis la crise de 2022-2023, le conflit au Moyen-Orient entraîne de nouvelles incertitudes et soulève de nouveaux défis. Les marges de manœuvre restent limitées pour faire face à la hausse des prix des hydrocarbures, aux difficultés d'approvisionnement, à la possible fragilisation des comptes publics et au retour de l'inflation. Placé dans l'œil du cyclone géopolitique par son rôle dans les négociations entre les États-Unis et l'Iran, le Pakistan pourrait voir son économie affectée par des vents contraires en 2026 et 2027.

Début 2026 a été un moment charnière sur le plan géopolitique pour le Pakistan. Moins d'un an après les affrontements d'avril-mai 2025 avec l'Inde (interrompus par un cessez-le-feu fragile), le Pakistan a ouvert un nouveau front en entrant en guerre contre l'Afghanistan fin février 2026, et s'est retrouvé au cœur des négociations entre un troisième voisin, l'Iran, et les États-Unis. Si ces événements confirment le rôle de pivot géopolitique régional du Pakistan, ils ne sont pas sans risque sur le plan économique et financier. La situation économique du pays, qui sort d'une crise récente en 2022-2023, est en effet encore fragile et fortement exposée aux retombées du conflit au Moyen-Orient.

Une stabilisation économique depuis 2023...

En 2022-2023, les retombées économiques mondiales de la guerre en Ukraine ont fortement fragilisé l'économie du Pakistan, qui faisait par ailleurs face à des chocs idiosyncratiques. En parallèle de l'augmentation des prix des hydrocarbures, de la hausse des taux d'intérêt et du tarissement des flux de capitaux, le Pakistan connaissait au même moment une période de forte instabilité politique, avec la destitution d'Imran Khan et de son gouvernement en avril 2022. À cela s'ajoutaient des inondations catastrophiques dont le coût a été estimé à 9 % du PIB. La situation macroéconomique du pays s'est, en conséquence, fortement détériorée : récession en 2022-2023, dépréciation du taux de change PKR/USD, envolée de l'inflation, creusement des déficits jumeaux, érosion des réserves de change et mise en place de contrôles des capitaux et des importations.

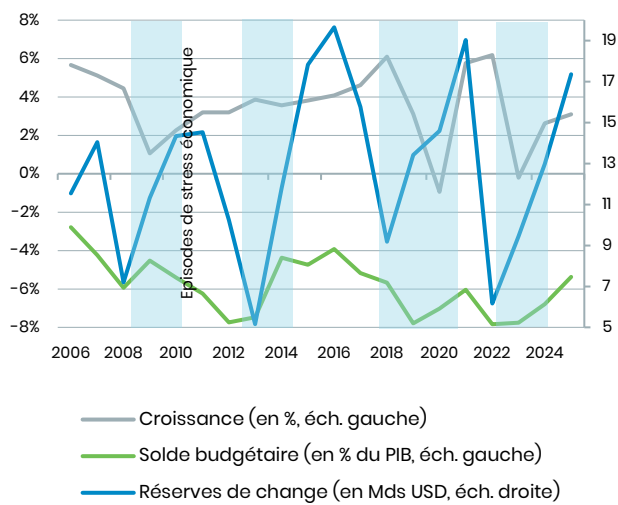
Depuis fin 2023, la situation s'améliore et le Pakistan est entré dans une phase de consolidation. Soutenu par un nouveau programme avec le FMI, le gouvernement de Shehbaz Sharif a d'abord réussi

un ajustement budgétaire significatif. Le déficit public a été ramené de plus de 7,5 % du PIB à un niveau qui devrait être proche de 3,2 % du PIB pour l'année fiscale 2025/2026 (qui a pris fin en juin 2026), permettant de ramener la dette publique de 78 % du PIB en juin 2023 à 70 % du PIB en juin 2026. La contraction des importations et la bonne tenue des transferts des migrants ont par ailleurs conduit à un léger excédent du compte courant en 2025, qui, combiné aux financements externes, a permis une reconstitution des réserves de change, d'un point bas à 3 Mds USD en janvier 2023 (soit moins d'un mois d'importations de biens et services), à 16,5 Mds USD fin 2025. Enfin, le taux de change et l'inflation se sont stabilisés, permettant un assouplissement monétaire de la Banque centrale (State Bank of Pakistan [SBP]) qui a baissé ses taux directeurs de 150 points de base (de 22 % à 10,5 %) entre juin 2024 et décembre 2025. Ces facteurs ont soutenu l'activité, et la croissance économique a atteint 3,1 % sur l'année fiscale 2024/2025 et 3,6 % en FY25/26.

... face aux risques pluriels de 2026

C'est donc dans un contexte ambivalent que le Pakistan fait face à un nouveau choc géo-économique mondial. Au-delà de l'ajustement macro-budgétaire conjoncturel, le modèle économique n'a pas connu de transformation majeure qui puisse le protéger des répercussions de la crise au Moyen-Orient. L'expérience de 2022-2023 n'a été que le dernier épisode d'un historique long de crises de balance des paiements (que le pays a aussi connu en 2008, 2013 et 2018) et de cycles d'expansion et de contraction. C'est d'autant plus le cas en 2026 que les modalités de ce nouveau choc sont susceptibles d'avoir des conséquences significatives pour l'économie pakistanaise en raison des nombreux canaux de transmission possibles.

Graphique 29 – Une économie en proie à des crises économiques récurrentes



Source : FMI (WEO).

Le premier concerne la hausse du prix des hydrocarbures, qui représentent 30 % des importations totales du pays, ce qui pourrait accentuer les déséquilibres des comptes externes. En 2022–2023, le choc avait creusé le déficit commercial d'environ 6 Mds USD sur la période d'avril 2022 à mars 2023, contribuant à la baisse des réserves. La hausse des prix pourrait également peser sur les finances publiques en matière de subventions directes et indirectes. Les autorités ont annoncé depuis mars 2026 plusieurs mesures pour minimiser l'impact sur les prix à la pompe, financées à ce stade par la réallocation d'autres dépenses qui ont été gelées. Mais, sur le long terme, l'équation ne pourra que difficilement être maintenue, sans creuser davantage l'endettement. Or, la dette publique pakistanaise reste coûteuse : la charge d'intérêt absorbe près de 50 % des recettes publiques, elles-mêmes très limitées (à peine 16 % du PIB en 2025). Enfin, le choc international pourrait accentuer la hausse de l'inflation déjà observée depuis fin 2025 : elle dépasse depuis février 2026 la fourchette cible de 5–7 % fixée par la SBP et a atteint 11,7 % en mai 2026. La SBP a ainsi rehaussé son taux directeur de 100 points de base fin avril 2026.

Par ailleurs, la dépendance du Pakistan aux économies du Golfe ajoute une fragilité supplémentaire. Les perturbations sur le détroit d'Ormuz compliquent l'approvisionnement en pétrole et gaz, dont 80 à 90 % proviennent du Golfe. Malgré des mesures pour limiter la consommation (et, ce faisant, le coût) d'énergie et de carburant, le pays a été confronté à des pénuries. Elles se répercutent sur un climat social difficile et viendront peser sur l'activité économique. Par ailleurs, les transferts des migrants en provenance des pays du Golfe s'élèvent à environ 20 Mds USD par an (5 % du PIB) et constituent l'une des principales sources de devises du Pakistan, mais leur niveau pourrait décroître avec le ralentissement économique régional. Enfin, le soutien financier des pays du Golfe pourrait être fragilisé. Les Émirats arabes unis ont ainsi décidé, début avril 2026, de ne pas refinancer un dépôt à la SBP de 3,5 Mds USD (qui avait été reconduit les sept dernières années), obligeant le Pakistan à le rembourser. Si le soutien confirmé du FMI (qui vient de décaisser 1,3 Md USD en mai 2026) et celui retrouvé des marchés internationaux (le Pakistan a émis pour 750 M USD d'eurobonds en avril pour la première fois depuis quatre ans) limitent les risques de liquidité, le pays ne dispose que de peu de coussins de sécurité pour absorber une diminution des financements étrangers ou une fuite des capitaux. Les réserves de change représentent en effet encore moins de 3 mois d'importations.

Le Pakistan devrait pouvoir compter sur le soutien de la communauté internationale au regard du rôle pivot que le pays occupe dans la région et de son rôle d'intermédiaire dans les négociations entre les États-Unis et l'Iran. Toutefois, l'impact macro-économique d'un conflit prolongé au Moyen-Orient pourrait être significatif et expose le Pakistan à un nouveau choc sur la balance des paiements, les finances publiques et la croissance.

Serbie : Zone de turbulence prolongée par la crise au Moyen-Orient

Vincent Joguet – joguetv@fd.fr

Malgré des contraintes structurelles (émigration, déclin démographique, fragilité de la gouvernance, spécialisation productive à faible valeur ajoutée), la Serbie est sur une bonne trajectoire de croissance depuis une dizaine d'années, ce qui a contribué significativement au développement socio-économique du pays. Cependant, la dégradation de l'État de droit, qui éloigne le pays de l'accession à l'Union européenne, génère des tensions sociales qui s'expriment dans la rue depuis 2024. Elle amplifie le ralentissement de la croissance économique lié à plusieurs facteurs domestiques et externes. À cela s'ajoute, depuis début 2026, l'impact de la crise au Moyen-Orient qui s'invite dans le pays *via* le canal de l'inflation. La Serbie possède cependant d'importantes marges de manœuvre pour affronter la situation.

Alors que les travaux pour l'Exposition internationale 2027, qui accueillera plus de 130 pays à Belgrade l'an prochain, vont bon train, les nuages s'amoncellent au-dessus de l'économie serbe, sans pour autant remettre en question ses fondamentaux qui assurent son dynamisme depuis une dizaine d'années.

En effet, depuis 2016, la Serbie enregistre des performances économiques solides basées sur son rôle croissant dans les chaînes de valeur comme exportatrice de produits manufacturiers à destination de l'Union européenne. Entre 2018 et 2024, la croissance du PIB réel a atteint 3,8 % par an en moyenne, l'un des meilleurs résultats européens, portée par le dynamisme des exportations et par celui de la demande domestique. La consommation privée a ainsi profité de la hausse des salaires nets moyens (+13 % par an depuis 2019), du ralentissement de l'inflation depuis 2023 et de la baisse du chômage qui a atteint 8,6 %, son plus bas niveau en 2024 (malgré un taux de chômage des jeunes qui reste élevé). Aux côtés du Monténégro, la Serbie est le pays des Balkans occidentaux avec le revenu national brut (RNB) par habitant le plus élevé.

Les efforts budgétaires soutenus par la succession de programmes FMI, dont celui en cours (Instrument de coordination des politiques 2024-2027, sans financement), ont permis au pays de redresser ses finances publiques et d'atteindre un déficit primaire contenu entre 0 % et 0,8 % du PIB depuis 2023. En conséquence, le taux d'endettement public s'est contracté de 12 points de PIB depuis 2020 et atteint 42,4 % (hors garantie) fin 2025.

Malgré un déficit courant structurel important (-4,5 % du PIB en moyenne depuis 2021), la Serbie a reconstitué ses réserves internationales qui ont plus que doublé entre mai 2022 et début 2025 dynamisées par les exportations (+65 % en 4 ans), la vigueur des investissements directs étrangers (6 % du PIB en moyenne depuis 10 ans) et les émissions d'eurobonds sur les marchés financiers.

Des perturbations sociopolitiques dans un contexte économique dégradé

Mais depuis fin 2024, le pays fait face à une crise sociopolitique de grande ampleur. À la suite de l'effondrement meurtrier de l'auvent de la gare de Novi Sad, un mouvement, initialement étudiant et aujourd'hui hétéroclite, s'est constitué contre la corruption et la mauvaise gouvernance^[26] : occupation d'universités, blocage d'axes routiers et manifestations massives, etc. Bien qu'elle faiblisse depuis le second semestre 2025, la mobilisation continue, les revendications portant sur la tenue d'élections anticipées. Face à l'ampleur du rassemblement du 23 mai dernier à Belgrade, le président Vučić a affirmé que des élections pourraient avoir lieu à l'automne.

Ce long mouvement social a, entre autres facteurs, contribué à la déstabilisation de l'économie qui s'est reflétée dans le recul de la croissance, passée de 3,9 % en 2024 à 2 % en 2025. La croissance a aussi fait les frais de conditions météorologiques défavorables (baisse de la production de blé et de fruits), de la faiblesse de l'activité en Europe,

[26] Depuis l'arrivée au pouvoir du Parti progressiste serbe, le pays a perdu 45 places dans le classement sur la perception de la corruption de *Transparency International* (il n'est dépassé en Europe que par la Biélorussie) et 25 places dans le classement sur la qualité de la gouvernance de la Banque mondiale.

principal marché des produits serbes et d'entrées moins importantes d'IDE dans tous les secteurs. Ces derniers ont été divisés par deux en un an sur fond d'incertitudes macroéconomiques mondiales, de fin du cycle haussier des IDE chinois dans les secteurs des mines et de l'industrie manufacturière, mais également d'inquiétudes face à la situation sociopolitique.

En outre, l'entrée en vigueur, en octobre 2025, des sanctions états-uniennes liées à l'actionnariat russe de la compagnie pétrolière NIS, détenue majoritairement par Gazprom, a contraint cette dernière à fermer l'unique raffinerie du pays pendant plus d'un mois. Fin janvier 2026, le gouvernement a annoncé que la société hongroise MOL s'était engagée à racheter la totalité des parts russes de NIS, mais les négociations n'ont toujours pas abouti. Elles pourraient durer plus longtemps que prévu et font peser un risque sur l'approvisionnement en carburant si les dérogations de Washington aux sanctions ne sont pas renouvelées.

Une reprise économique affectée par la crise au Moyen-Orient

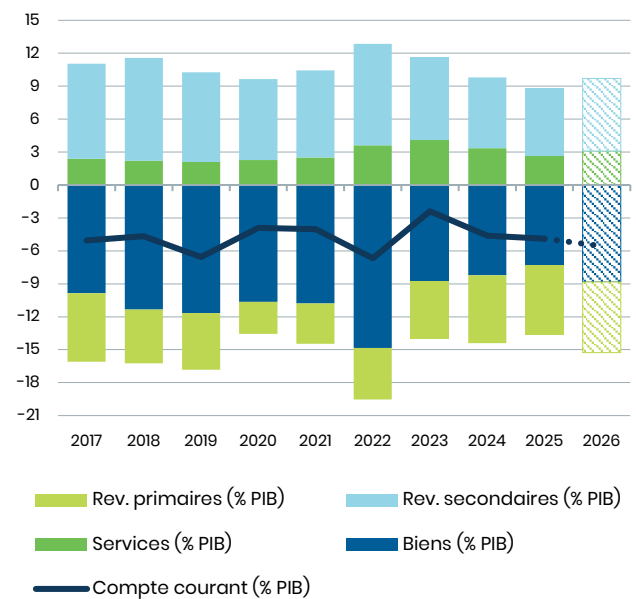
L'exercice 2026 devrait faire les frais des retombées de la crise au Moyen-Orient. La croissance, mieux orientée qu'en 2025, restera contenue à 2,75 % selon les dernières projections du FMI qui a achevé début mai sa troisième revue du programme ICP. Le retour à une croissance plus robuste (4 %) est dorénavant attendu en 2027, notamment avec les retombées d'Expo 2027.

Depuis mars 2026, l'inflation, difficilement contenue en 2025 au prix de contrôles sur les marges des distributeurs, est repartie légèrement à la hausse, reflétant l'augmentation des prix du carburant. Elle restait cependant dans la fourchette de la banque centrale (1,5 %-4,5 %) en avril à 3,3 % en glissement annuel en raison des mesures prises par le gouvernement pour atténuer l'impact sur les consommateurs : réduction de 20 % des droits d'accise sur les carburants, plafonnement des prix à la pompe et interdiction d'exporter du pétrole. Dans un scénario de blocage prolongé du détroit d'Ormuz, la Banque centrale pourrait être amenée à augmenter ses taux si l'inflation accélère et le gouvernement à renforcer ses mesures de subventionnement.

En conséquence, le plan de développement économique de 48 Mds EUR présentés le 7 mars dernier et visant à soutenir les infrastructures, la défense, la numérisation et l'IA à horizon 2035 pourrait être la variable d'ajustement budgétaire en cas d'enlèvement de la situation. En effet, le gouvernement serbe est tenu de ne pas dépasser un déficit budgétaire de 3 % du PIB. Or, celui-ci s'est légèrement aggravé en 2025 pour atteindre 2,4 % du PIB et devrait encore se creuser en 2026.

L'ouverture économique du pays pourrait aussi être un canal de diffusion du conflit sur la balance des paiements. L'augmentation de la facture des importations pèsera sur la balance commerciale, qui avait atteint un niveau historiquement bas en 2025, et sur le déficit courant qui pourrait atteindre 5,7 % du PIB en 2026 selon le FMI, contre 4,9 % du PIB en 2025 et 6,5 % du PIB en 2022 lors du précédent choc énergétique lié à la guerre en Ukraine. Comme en 2025, les réserves internationales pourraient être mises à contribution. Le régime de change de flottement administré vis-à-vis de l'euro de jure et en arrangement stabilisé *de facto* demeure soutenable, à l'appui d'un cadre de politique monétaire adéquat et d'amples réserves de change.

Graphique 30 – Probable dégradation du déficit courant en 2026



Source : FMI, EIU, calculs AFD.

Liste des sigles et abréviations

ADQ	Fonds souverain émirien d'Abu Dhabi
AIE	Agence internationale de l'énergie
APD	aide publique au développement
ART	<i>Agreements on Reciprocal Trade</i>
ASEAN	Association of Southeast Asian Nations / Association des Nations de l'Asie du Sud-Est
BB	Bangladesh Bank
BoU	Bank of Uganda
EAC	East African Community / Communauté d'Afrique de l'Est
g. a.	glissement annuel
Fed	Federal Reserve
FMI	Fonds monétaire international
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i>
GNL	gaz naturel liquéfié
IDE	investissements directs étrangers
IEEPA	<i>International Emergency Economic Powers Act</i>
NBFI	<i>Non-bank financial institution</i>
NNPC	Nigerian National Petroleum Corporation
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OE	Oxford Economics
OIT	Organisation internationale du travail
PB	point de base
PED	pays en développement
PIB	produit intérieur brut
PIIE	Peterson Institute for International Economics
PMI	<i>Purchasing managers Index</i>
PPA	parité de pouvoir d'achat
PRITI	pays à revenu intermédiaire de la tranche inférieure
PRITS	pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure
RNB	revenu national brut
SBP	State Bank of Pakistan

Liste des graphiques et tableaux

Graphiques

Graphique 1 – Croissance mondiale résiliente face aux chocs successifs

Graphique 2 – Un marché pétrolier désormais structurellement excédentaire

Graphique 3 – Flambée et détente rapide des cours du pétrole et coûts de fret maritime

Graphique 4 – Chute drastique de la production de l'OPEP depuis mars 2026

Graphique 5 – ... et de gaz naturel, notamment au Qatar

Graphique 6 – Hausse globale des cours de matières premières

Graphique 7 – Accélération des achats des entreprises depuis le blocage du détroit d'Ormuz

Graphique 8 – Décrochage des exportations en volume

Graphique 9 – Nivellement à la baisse des tarifs douaniers états-uniens depuis l'arrêt de la Cour suprême

Graphique 10 – La Chine, championne mondiale des subventions aux entreprises

Graphique 11 – Qui contrôle les mers (et les détroits), contrôle l'économie

Graphique 12 – Forte inflation cumulée depuis la pandémie

Graphique 13 – Désinflation post-choc de 2022 interrompue en 2026-2027

Graphique 14 – Des subventions sur les énergies fossiles importantes à l'échelle mondiale

Graphique 15 – Dépréciation tendancielle du dollar US depuis l'administration Trump II

Graphique 16 – Marché actions au plafond, marché obligataire sous tension

Graphique 17 – Flux de capitaux vers les marchés émergents volatils au S1 2026 mais sans fuite massive

Graphique 18 – Remise en cause de la détente des conditions de financement pour les PED

Graphique 19 – ...malgré des primes de risque comprimées au S1 2026

Graphique 20 – Des devises émergentes sous contrôle face à un dollar US plutôt en baisse

Graphique 21 – Réduction de l'aide publique au développement depuis 2024

Graphique 22 – Risque de hausse du service de la dette externe publique et totale

Graphique 23 – Une nette dégradation de la balance courante (en % du PIB)

Graphique 24 – Évolution et comparaison internationale des prix à la pompe (en USD/litre)

Graphique 25 – Évolution des projections macroéconomiques pour 2026

Graphique 26 – Inflation, taux directeur et taux de change

Graphique 27 – Décomposition de la balance courante

Graphique 28 – Une croissance dynamique portée par la consommation privée

Graphique 29 – Une économie en proie à des crises économiques récurrentes

Graphique 30 – La dégradation du déficit courant pourrait s'amplifier en 2026 avec le renchérissement des importations (en % du PIB)

Tableaux

Tableau 1 – Rappel des chocs successifs depuis 2020

Tableau 2 – Projections de croissance économique du FMI (en %, scénario de référence)

Tableau 3 – Projections de croissance économique du FMI (en %, scénario de base)

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 Christophe Lecourtier
Directeur de la rédaction Thomas Mélonio
Création graphique MeMo, Juliegilles, D. Cazeils
Conception et réalisation PUB

Date de fin de rédaction : 19/06/2026

Crédits et autorisations

License Creative Commons

Attribution - Pas de commercialisation - Pas de modification
<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>



Dépôt légal 3^e trimestre 2026

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>