

Macro Dev

Macroéconomie
et développement

JANVIER 2026 | N° 72

PANORAMA SEMESTRIEL 2026 #1

Économie internationale : Lames de fond sous une mer plutôt calme

Coordinateur :
Sylvain Bellefontaine

Sommaire

Éditorial

Amaury Mulliez **p. 5**

Économie internationale

Sylvain Bellefontaine **p. 7**

Focus pays **p. 17**

Afrique du Sud

Les acteurs financiers non bancaires, facteur clé de la stabilité macro-financière **p. 18**
Lise Enezian

Kenya

Jauger le risque systémique **p. 20**
Gaëlle Balineau

Maurice

Le secteur financier offshore, pilier d'une économie en mutation **p. 22**
Vincent Joguet

Cambodge

Entre chocs extérieurs et fragilité du système financier **p. 24**
Julien Gourdon

Inde

Un secteur financier redessiné par l'essor des nouveaux acteurs **p. 26**
Alix Vigato

Indonésie

Un système financier solide, mais peu développé **p. 28**
Hélène Ehrhart

Turquie

Le système bancaire, clé de voûte de l'économie **p. 30**
Sylvain Bellefontaine

Argentine

Une confiance à reconstituer pour développer le secteur financier **p. 32**
Christophe Barat

Équateur

Les coopératives de crédit peuvent-elles accompagner la reprise économique ? **p. 34**
Benoît Jonveaux

Liste des sigles et des abréviations **p. 36**

Liste des graphiques et tableaux **p. 37**

Liste de correspondances des normes ISO **p. 38**

Éditorial

Amaury Mulliez – mullieza@afd.fr

« L'or est tout ; et le reste, sans or, n'est rien »

Diderot, *Le neveu de Rameau*

A la faveur d'un environnement géopolitique en recomposition, ce sont beaucoup de paradigmes économiques qu'on avait fini par croire immuables qui évoluent dorénavant sous nos yeux. Essayons ici de les passer brièvement en revue – certains d'entre eux tout du moins.

La relative résilience de la croissance mondiale en 2025, tant du côté des économies avancées que des économies émergentes et en développement, pourrait bien se poursuivre en 2026 dans un panorama d'apparente continuité. Mais en réalité, les ingrédients de cette croissance sont en train de changer. Et si depuis la crise financière de 2008, la croissance s'érode tendanciuellement, il est tout sauf évident que la nouvelle recette puisse inverser la courbe.

Le premier ingrédient est le fait que les taux d'intérêt réels sont redevenus positifs (presque) partout (la normalisation est en cours au Japon même si elle prendra du temps). Il n'en reste pas moins que ce retour à une forme d'orthodoxie monétaire pèse sur la croissance, et que la Fed, après avoir commencé à baisser ses taux, envisage déjà d'utiliser de nouveau son bilan comme levier de soutien à la liquidité financière, laquelle est mise à l'épreuve par les besoins de financement croissants du Trésor américain.

Mais les autres ingrédients sont nettement moins éprouvés et font plutôt penser à une nouvelle recette dont le résultat demandera un certain temps de cuisson avant de livrer son produit.

En octobre 2025, la faillite de l'entreprise de pièces détachées automobiles First Brands – plus de 11 Mds USD de passif en souffrance intégralement sur des financements non bancaires et vraisemblablement en partie du fait d'opérations frauduleuses – a laissé entrevoir que la finance non bancaire commençait à toucher des acteurs de taille significative et que sa supervision allégée – en comparaison du secteur bancaire traditionnel – pouvait générer des risques dont la portée systémique demeure encore difficile à établir.

Après le vote du GENIUS Act en juillet 2025 créant un cadre légal pour les *stablecoins*, on a commencé d'entrevoir le profond changement que cela pouvait amener sur les marchés monétaires mondiaux. Collatéralisés sur des T-bills, les *stablecoins* s'avèrent à la fois une manne pour le financement du déficit public états-unien, un levier pour re-dollariser une partie des transactions et réserves mondiales mais aussi, une source de déstabilisation possible des flux d'investissements de portefeuille à destination des économies émergentes.

Au-delà de la sphère financière, l'intelligence artificielle apporte un levain puissant à ces changements radicaux. L'accélération de la course technologique – entre grands acteurs de la tech aux États-Unis ou dans un contexte plus opaque en Chine – interpelle par les montants d'investissements engagés et interroge sur le temps qui sera nécessaire à les transformer en gains de productivité et en retour sur investissement. En attendant, fin 2025, la valorisation d'OpenAI

était de l'ordre de 500 Mds USD pour un chiffre d'affaires estimé à 13 Mds USD, ce qui représente un multiple de 38, alors que l'entreprise n'a pas atteint son seuil de rentabilité. En décembre 1999, Amazon qui n'était pas non plus profitable était valorisée 22 fois ses ventes environ^[1].

En élargissant encore le spectre d'analyse, la mutation d'un monde globalisé vers un monde multipolaire en voie de régionalisation est un changement de paramètre inédit depuis la mise en place de l'OMC en 1995. Les accords commerciaux bilatéraux ou régionaux devraient désormais – au moins à moyen terme – prendre le dessus sur les règles de l'OMC. Les confrontations géopolitiques et la remise en cause du multilatéralisme viennent encore renforcer ces logiques de blocs et de transactions.

Enfin, c'est la réalité même des limites planétaires qui est remise en cause, dans le sillage de la posture climato-sceptique de la Maison Blanche, avec des conséquences massives (que l'on peut espérer encore réversibles) sur la coopération internationale, les trajectoires de transition et les investissements en faveur de l'adaptation.

A des niveaux très différents donc – depuis le financement des entreprises jusqu'à la coopération internationale pour le climat et la biodiversité – la pâte de l'économie mondiale est-elle en train de changer de nature ? L'inertie propre à l'activité économique limite pour le moment les effets mais ne doutons pas qu'ils puissent à terme être significatifs.

Est-ce pour cela que l'or – placement refuge quand les repères se dissipent – est devenu la classe d'actifs la plus rentable en 2025, s'appréciant de 67 % ? Un niveau presque deux fois supérieur à celui de la deuxième classe : les actions européennes, reflet – encore porteur d'espoir – de l'économie réelle^[2] ?

[1] Capitalisation au 10 décembre 1999 de USD 36 Md (source : StatMuse – pic de l'année 1999) à comparer à un chiffre d'affaires de USD 1,64 Bn (source : Amazon Annual Report 1999)

[2] Performance de l'indice MSCI Europe sur l'année 2025 : +36%; source Macrobond

Économie internationale

Dans l'œil du cyclone ?

Sylvain Bellefontaine — bellefontaines@afd.fr

L'économie mondiale est-elle dans l'œil du cyclone (le calme avant la tempête) ou une détente graduelle des tensions commerciales pourrait-elle amorcer un nouveau cycle (géo)économique plus apaisé ? Dans le même temps, faut-il craindre un nouveau choc financier mondial et avec quelles conséquences pour les pays émergents et en développement (PED), compte tenu de l'exubérance assumée aux États-Unis autour des valeurs de la tech (IA) et des cryptoactifs, ainsi que des risques systémiques potentiellement associés aux institutions financières non bancaires (NBFi) ?

Les évolutions politiques, économiques et financières aux États-Unis sont plus que jamais au cœur des préoccupations pour le reste du monde. Dix mois après le « Liberation day » du 2 avril 2025 ayant vu les États-Unis se lancer dans une « guerre commerciale universelle », l'impact négatif sur l'économie mondiale ne se matérialise que progressivement. La réorganisation des chaînes d'approvisionnement pour réorienter les flux commerciaux, la négociation d'accords commerciaux entre divers pays (dont la Chine) et les États-Unis et la modération globale des mesures de rétorsion envers les États-Unis ont préservé le commerce mondial au premier semestre 2025.

Malgré les signes de ralentissement économique et des échanges commerciaux au second semestre, la croissance économique mondiale a mieux résisté qu'attendu sur l'ensemble de l'année, tout en demeurant inférieure aux perspectives envisagées fin 2024. La faiblesse relative du dollar, la détente des conditions financières internationales (assouplissements monétaires et resserrement des primes de risque souveraines) et la bonne tenue générale des cours des matières premières ont en effet soutenu l'activité économique et la stabilité macro-financière dans les pays émergents et en développement (PED). Cette relative accalmie s'inscrit toutefois dans un climat d'incertitude extrême, dicté par la chronique des mesures erratiques et des voltefaces de l'administration Trump, qui devrait se poursuivre en 2026.

Au final, les facteurs de déstabilisation de l'économie mondiale et de risques macro-financiers demeurent prégnants à court et moyen termes, compte tenu des déséquilibres globaux et des interdépendances fortes :

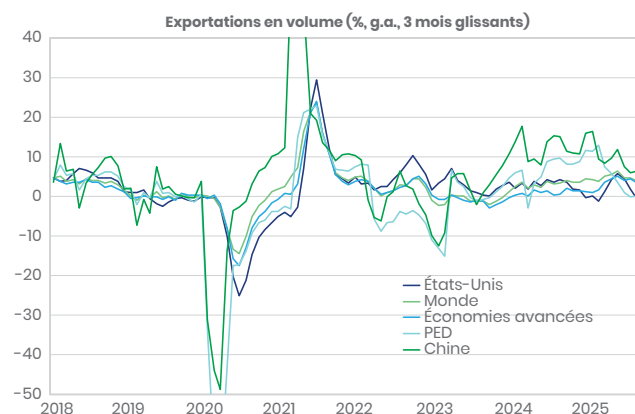
- Escalade possible de la guerre commerciale, notamment sino – états-unienne se muant en guerre des monnaies ; mise en œuvre de barrières commerciales non tarifaires (contrôle de licences d'exportation) ou de mécanismes tels que la taxe carbone aux frontières de l'Union européenne ou le règlement sur la déforestation déclenchant des mesures de rétorsion ;
- Conflictualité géopolitique accrue, dérive impérialiste notamment de la part des États-Unis au risque d'affrontements ouverts (États-Unis – Chine en mer de Chine, Russie – Union européenne, Proche et Moyen-Orient, Amérique latine, autres conflits régionaux et transfrontaliers).
- Remise en cause de l'indépendance, de la crédibilité voire de la souveraineté monétaire des Banques centrales, à commencer par la Fed, face à un dilemme de politique monétaire dans un contexte de dominance budgétaire – compte tenu de l'ampleur des déficits et de l'endettement publics (pays développés et PED) – et face à l'essor des cryptoactifs ;
- Éclatement de la bulle financière de la tech autour de l'IA et/ou krach obligataire aux États-Unis que pourrait générer une crise des institutions financières non bancaires (NBFi), moins régulées que le système bancaire ou des *stablecoins* adossés aux bons du Trésor états-unien ;
- Ralentissement marqué de l'économie chinoise, actrice centrale des chaînes de valeur manufacturières en Asie (et au-delà) et du marché mondial des matières premières, dont le retournement aurait des incidences majeures pour les PED, notamment les pays africains et latino-américains les plus fragiles en termes de finances publiques et de position extérieure ;
- Conséquences du « drill, baby drill » aux États-Unis sur l'offre et les cours du pétrole (tirés à la baisse), notamment pour certains PED très dépendants des hydrocarbures pour leur développement économique ;

- Conséquences socioéconomiques, voire sociopolitiques, néfastes pour ces mêmes PED du resserrement de l'aide publique au développement ;
- Conséquences pour la trajectoire mondiale de décarbonisation de la sortie des États-Unis de l'Accord de Paris sur le climat et plus largement de nombreuses instances multilatérales ;

Résistance du commerce mondial et de la croissance économique

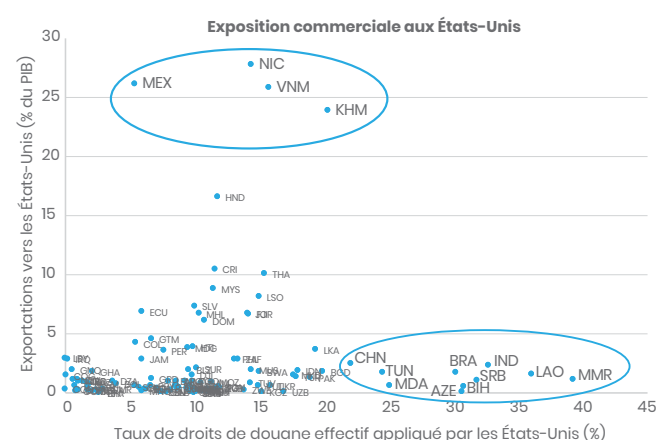
En anticipation du choc tarifaire, les firmes exportatrices/importatrices ont accéléré leur activité sur les premiers mois de l'année 2025. La production industrielle mondiale a progressé de 3 % en glissement annuel (g.a.) sur les neuf premiers mois de l'année (3,9 % dans les PED et 1 % dans les pays développés) et les exportations mondiales en volume ont augmenté de 4,7 % g.a. sur huit mois. Les exportations chinoises ont progressé de 7,7 %, sachant qu'une large part des exportations exposées aux droits de douane prohibitifs auraient été agilement réorientées vers l'Europe et les PED. Toutefois, les exportations des PED marquent le pas depuis l'été (graphique 1). Certains pays très dépendants des exportations vers les États-Unis comme le Vietnam et le Cambodge ont réussi à négocier une réduction des droits de douane (26 octobre 2025), tout comme la Chine pour laquelle l'OCDE estime le taux effectif acquitté à 22 % en décembre 2025. D'autres pays comme le Brésil, l'Inde, la Serbie, la Bosnie, l'Azerbaïdjan, le Laos et la Birmanie demeurent assujettis à des droits de douane coercitifs de plus de 30 % (graphique 2). Les indicateurs avancés d'activité comme le PMI manufacturier (S&P Global) demeurent globalement en territoire expansionniste, notamment aux États-Unis et en Chine, neutres en zone euro et en contraction dans certains pays comme le Brésil, le Mexique et la Turquie. La croissance mondiale devrait ralentir au second semestre de cette année, avec seulement une reprise partielle l'année prochaine en fonction notamment de la détente ou de l'accentuation des frictions commerciales. Sur la base des dernières projections du FMI (tableau 1) par rapport à celles d'octobre 2024, la perte cumulative de production mondiale serait d'environ 0,2 % d'ici la fin de 2026.

Graphique 1 - Ralentissement du commerce mondial après une bonne dynamique au S1 2025



Source : Banque mondiale, calculs AFD

Graphique 2 - Discrimination tarifaire des États-Unis à l'égard des PED



Source : OCDE (2 décembre 2025)

Tableau 1 - Bonne tenue des projections de croissance mondiale à court terme

Région/pays	2024	2025 (avr. 2025)	2025 (oct. 2025)	2026 (avr. 2025)	2026 (oct. 2025)
Monde	3,3	2,8	3,2	3,0	3,1
Economies Avancées	1,8	1,4	1,6	1,5	1,6
Etats-Unis	2,8	1,8	2,0	1,7	2,1
Zone Euro	0,8	0,8	1,2	1,2	1,1
Pays Emergents et en dev. (PED)	4,3	3,7	4,2	3,9	4,0
PED Asie	5,3	4,5	5,2	4,6	4,7
Chine	5,0	3,9	4,8	4,0	4,2
Inde	6,5	6,2	6,6	6,3	6,2
PED Amérique Latine	2,4	2,0	2,4	2,4	2,3
Brésil	3,4	2,0	2,4	2,0	1,9
Mexique	1,4	-0,3	1,0	1,4	1,5
Colombie	1,6	2,4	2,5	2,6	2,3
Moyen-O., AF. Nord & Asie C.	2,6	3,0	3,5	3,5	3,8
Turquie	3,3	2,7	3,5	3,2	3,7
Maroc	3,8	3,9	4,4	3,7	4,2
Egypte	2,4	3,8	4,3	4,3	4,5
Afrique Subsaharienne	4,1	3,8	4,1	4,2	4,4
Nigéria	4,1	3,0	3,9	2,7	4,2
Afrique du Sud	0,5	1,0	1,1	1,3	1,1
Kenya	4,7	4,8	4,8	4,9	4,9

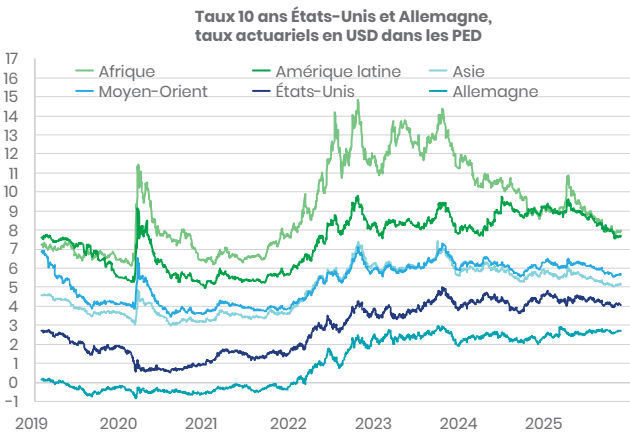
Source : FMI

Des conditions plutôt favorables pour les PED à court terme

La faiblesse relative du dollar (dépréciation de 6 % du taux de change effectif réel en 2025) est un facteur positif pour la maîtrise de l’inflation domestique dans les PED, l’assouplissement monétaire, le desserrement des conditions de financement domestiques pour les États et le secteur privé, ainsi que pour l’allègement du fardeau de remboursement de la dette externe de PED. Malgré

des conditions de (re) financement sur les marchés internationaux toujours plus onéreuses qu’avant 2022 (hors choc Covid-19 en 2020), les rendements sur les obligations souveraines en USD se sont infléchis en 2025, notamment en Amérique latine et en Afrique (graphique 3). Dans un contexte de résistance à la baisse des taux obligataires aux États-Unis, cette éclaircie financière pour les PED s’explique donc par un resserrement des primes de risque (*spreads* souverains) associé à des arbitrages risque-rendement plus favorables et une appréciation plus positive de la soutenabilité des finances publiques dans certains pays, dont ceux ayant subi un traitement de leur dette externe en Cadre commun (Ghana, Éthiopie, Zambie) ou hors Cadre commun (Suriname, Sri Lanka). Pour des raisons bien distinctes, des pays comme le Sénégal et l’Ukraine ont fait exception à cette tendance positive en 2025, parmi la soixantaine de PED référencée dans les indices JP Morgan.

Graphique 3 - Détente des conditions financières internationales en 2025

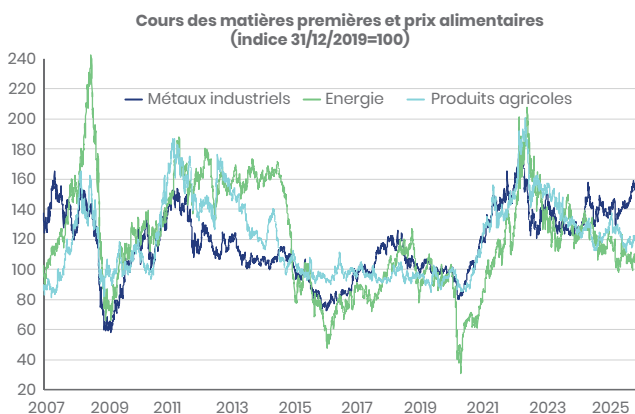


Source : JP Morgan, calculs AFD

La position extérieure des PED très dépendants des exportations de matières premières, notamment en Afrique et en Amérique latine, a globalement profité de la bonne tenue des cours des matières premières, surtout pour les minerais et métaux (graphique 4). Le marché pétrolier se distingue par des pressions structurelles à la baisse sur les cours du baril. L’offre mondiale est alimentée par le « drill, Baby drill » aux États-Unis et l’OPEP+ a décidé fin de novembre 2025 de garder les quotas de production

inchangés pour le premier trimestre de 2026 — après une stratégie de reconquête de parts de marché par une hausse de production en 2025 — en raison d'incertitudes sur la demande saisonnière et l'équilibre du marché. Selon l'Agence internationale de l'énergie (IEA, World Energy Outlook, novembre 2025), la production mondiale de pétrole aurait augmenté de 3Mbj en 2025 et augmenterait de 2,4 Mbj en 2026 alors que la demande ne progresserait « que » de 0,8 Mbj en 2025 et en 2026. Cette tendance est donc positive pour les nombreux pays importateurs, à la fois en termes de balance commerciale et de prix domestiques de l'énergie.

Graphique 4 - Bonne tenue des cours des minerais, pressions à la baisse sur le pétrole



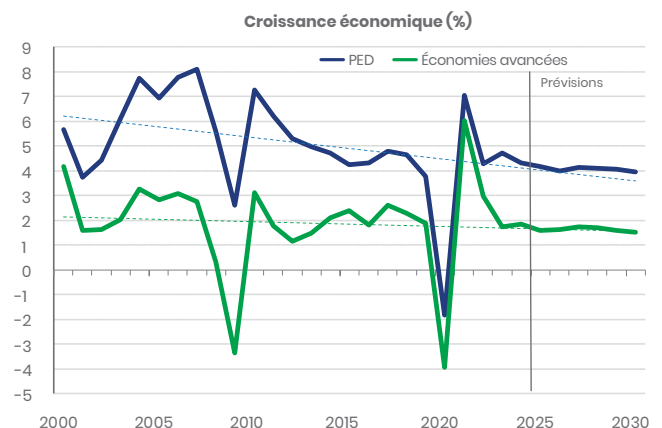
Source : Macrobond, calculs AFD

Perspectives à moyen terme ternies par l'hypothèse d'un ordre géoéconomique durablement conflictuel

À plus long terme, les perspectives de croissance économique, érodées au cours des dernières années (graphique 5), seront tributaires de la capacité des pays, écornée ou structurellement faible dans nombre d'entre eux, à soutenir l'investissement dans l'éducation, la recherche publique, les infrastructures, la bonne gouvernance, un environnement réglementaire qui équilibre le besoin de flexibilité et d'innovation dans le secteur privé, ainsi qu'une bonne coopération internationale et diffusion

technologique. Ce scénario est loin de se dessiner compte tenu du découplage économique et de la bataille normative en germe (cf. la stratégie « China Standards 2035 »). La révolution de l'IA est vue comme une course technologique entre grandes puissances, source de gains de productivité et moyen de pallier la raréfaction de la main-d'œuvre (déclin démographique en Chine, politique migratoire restrictive aux États-Unis), tout en générant des inquiétudes quant aux destructions d'emplois et au déclassement de nombreux travailleurs dans les pays avancés et les PED. Le développement de biens et services non échangeables devient un levier à prendre en compte dans les politiques publiques.

Graphique 5 - Érosion tendancielle et prospective de la croissance économique mondiale



Source : FMI

Les deux principales puissances économiques mondiales pipent les dés du commerce international et sont embarquées dans une stratégie de prédation des ressources mondiales, mais la Chine s'efforce d'apparaître comme un partenaire commercial plus fiable que les États-Unis. La Chine de Xi et les États-Unis de Trump sont également deux faces d'un modèle économique capitaliste dans lequel les acteurs privés sont tributaires d'un pouvoir politique interventionniste et arbitraire. Dans ce contexte, l'Allemagne s'apprête à rompre avec des décennies d'orthodoxie du libre-échange en appelant à plus de « patriotisme européen » et des mesures

protectionnistes pour soutenir l'industrie face à la concurrence chinoise, tout en soutenant l'accord commercial UE-Mercosur. Parallèlement, certains pays s'organisent pour préserver l'ouverture commerciale, à travers des initiatives comme le Partenariat pour l'avenir de l'investissement et du commerce ou « FIT-P », qui pourrait inclure une dizaine de pays (Maroc, Rwanda, Malaisie, Uruguay, Costa Rica, Panama, Paraguay et Norvège) autour de Singapour, les Émirats arabes unis et la Nouvelle-Zélande en tant que membres fondateurs principaux.

La position dominante de la Chine sur les métaux critiques et stratégiques lui confère un pouvoir de marché et de négociation considérable avec les États-Unis, notamment pour les semi-conducteurs, les télécommunications, les véhicules électriques et la défense. La rencontre Trump-Xi du 30 octobre 2025 a abouti à des concessions réciproques pour un an : baisse des droits de douane US contre reprise par la Chine des importations de soja et autres produits agricoles, efforts pour limiter les acheminements de produits chimiques nécessaires au Fentanyl et réduction des restrictions aux exportations de terres rares. Cette fenêtre de stabilité à court terme n'annule pas le risque d'escalade incluant une guerre des changes ciblant un renminbi jugé sous-évalué par les États-Unis (comme le yen lors des accords du Plaza en 1985).

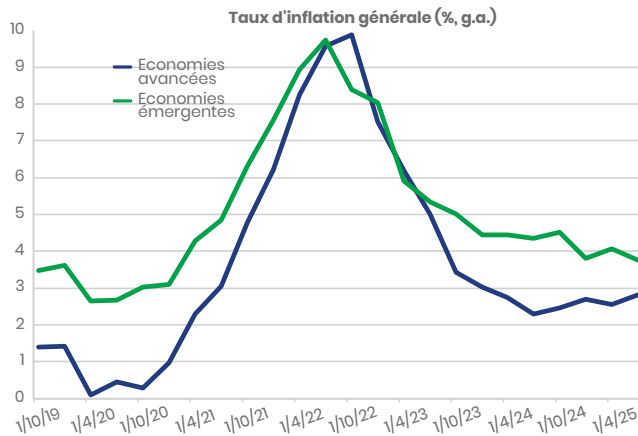
Les regards plus que jamais ravis sur les États-Unis

À moins d'un an des élections de mi-mandat (novembre 2026), la politique protectionniste de l'administration Trump a montré ses premiers effets négatifs sur le coût de la vie aux États-Unis et certains producteurs, agricoles notamment. L'exemple le plus édifiant est celui du secteur du soja, dont une partie conséquente des débouchés était assurée par le marché chinois (jusqu'à ce que la Chine se tourne davantage vers le Brésil et l'Argentine) et dont les éventuels excédents de production étaient redirigés vers les PED via USAID, démantelée. La Maison Blanche a émis un décret exécutif le 14 novembre, éliminant les droits de douane pour certains produits agricoles. Cette annonce est intervenue au moment où la Cour

suprême doit statuer sur la légitimité juridique de la politique tarifaire justifiée en vertu de la loi sur l'urgence économique du 2 avril 2025 (selon le Trésor, jusqu'à 150 Mds USD de remboursement de droits de douane aux entreprises en jeu), et où les États-Unis sortaient du plus long *shutdown* de leur histoire suite au blocage des négociations budgétaires au Congrès, majoritairement attribué au camp républicain selon les sondages d'opinion.

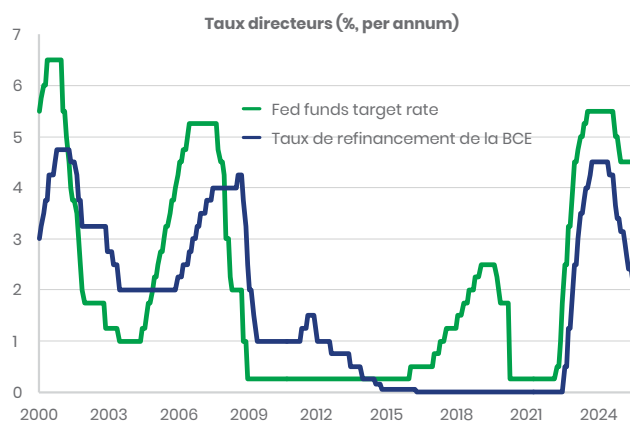
Le climat d'incertitude a des répercussions importantes sur l'orientation des politiques monétaires. Les risques inflationnistes persistants, en particulier aux États-Unis (graphique 6), liés notamment aux droits de douane, ont freiné le rythme de l'assouplissement monétaire de la Fed jusqu'à l'été, avant qu'elle entérine trois baisses de taux directeur de 25 pb depuis septembre 2025 sur fond de ralentissement économique et d'inquiétudes sur le marché de l'emploi (graphique 7). Le besoin de financement de l'État fédéral (1372 Mds USD empruntés sur les neuf premiers mois de 2025) draine une importante liquidité qui tire les taux court terme à la hausse. En réponse, la Fed a annoncé le 29 octobre 2025 qu'elle cesserait la réduction active de son portefeuille de titres du Trésor (quantitative tightening) à partir du 1er décembre. La reprise de l'expansion de son bilan est une hypothèse si les tensions de liquidité sur les marchés monétaires s'amplifiaient. Les *Stablecoins*, adossés aux *T-bills*, sont une autre source de financement monétaire pour le Trésor états-unien et d'attractivité du dollar, qui contrebalance les récents coups de boutoir assénés à sa domination, et pourrait même à terme poser un risque d'éviction pour d'autres besoins de financement à court terme, notamment dans les pays émergents les plus dépendants des flux d'investissements de portefeuille. Parallèlement, en Chine, face aux pressions déflationnistes (déflateur du PIB négatif depuis 3 ans) et à la faible demande interne, l'assouplissement monétaire et réglementaire s'est poursuivi. Ailleurs, la relative faiblesse du dollar et la désinflation ont facilité la détente de la politique monétaire en zone euro et dans la plupart des pays au 1^{er} semestre 2025. Les Banques centrales sont désormais à un possible point d'inflexion avec un manque de visibilité et des orientations de politique monétaire fortement dépendantes des données.

Graphique 6 - Risques inflationnistes latents dans les pays développés, notamment aux États-Unis



Source : OCDE

Graphique 7 - Forward guidance des politiques monétaires compliquée par l'incertitude forte



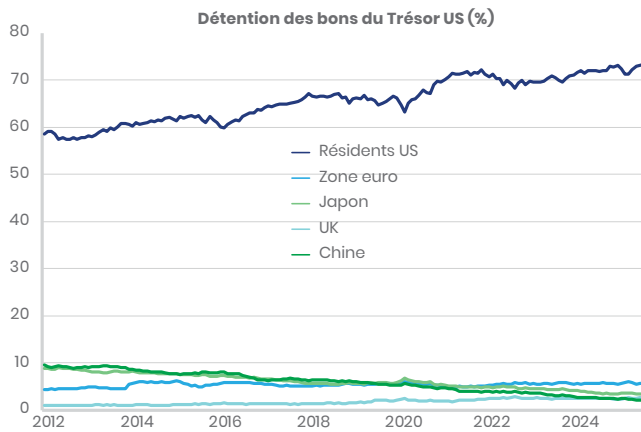
Source : Federal Reserve, BCE

À l'approche de la nomination du successeur de Jerome Powell à la tête de la Fed (mai 2026), l'indépendance et la flexibilité de la politique monétaire états-unienne est remise en cause par l'exécutif, les tensions sur les finances publiques, la volatilité des marchés financiers et l'essor des cryptoactifs. Outre les attaques répétées de Donald Trump, la nomination au Board de la Fed de Stephen Miran, président du *Council of Economic Advisers* (CEA) de la Maison

Blanche et théoricien de l'accord de Mar-a-Algo^[3], pose question. Par ailleurs, le creusement des déficits publics et l'alourdissement du fardeau de la dette génèrent un risque de dominance budgétaire sur la politique monétaire, qui verrait la Fed devoir agir davantage en fonction de l'évolution de la politique budgétaire pour contenir tout risque de crise de la dette publique US (rachat de titres et baisse des taux). La pentification de la courbe de taux liée à la hausse de la prime de terme signale l'inquiétude des marchés, d'autant que le quantitative *tightening* a augmenté la part flottante d'obligations rendant le marché plus dépendant des investisseurs volatils (mini-krach en avril 2025). Une démonétisation de l'actif sans risque de référence serait une source de déstabilisation financière mondiale. La Chine a continué son désengagement des bons du Trésor US (700 Mds USD de titres détenus en septembre 2025, soit 2 % du total, contre 1300 Mds USD en 2013), contrairement aux investisseurs de la zone euro (5,5 %), japonais (3,3 %) et britanniques (2,4 %). La stabilité du marché obligataire US dépend plus largement des investisseurs résidents, dont la part de détention de bons du Trésor a progressé en 2025, passant de 60 % à 74 % en une décennie (graphique 8).

[3] Empreint de contradictions et à risque pour la stabilité économique et financière mondiale, ce projet ne reflète pas à, ce stade, la vision officielle de l'administration Trump. Il prône une dépréciation du dollar « concertée avec les partenaires » au travers d'un accord rappelant celui du Plaza en 1985, afin de soutenir la compétitivité industrielle, l'emploi et l'autonomie stratégique du pays, sans nuire à l'hégémonie du dollar comme devise de réserve internationale et tout en préservant le modèle consumériste des États-Unis, quitte à contraindre le reste du monde à continuer de financer leurs déficits jumeaux à des conditions favorables (échange de dettes contre des obligations à très long terme) sous la menace des tarifs douaniers ou du retrait de garanties de sécurité.

Graphique 8 - Baisse de la part de dette fédérale US détenue par les non-résidents

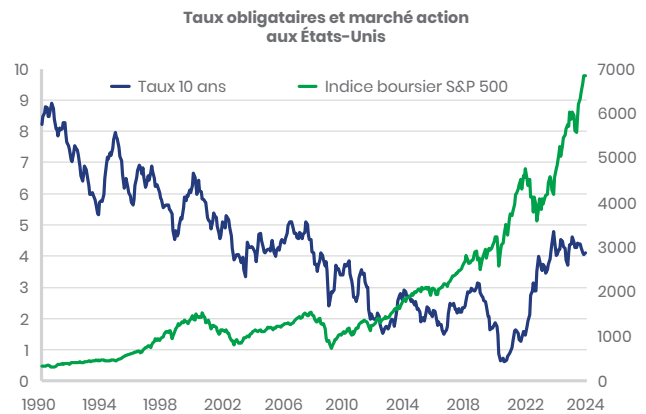


Source : US Department of Treasury

Parallèlement à la flambée du cours mondial de l'or, valeur refuge et source de diversification vis-à-vis du dollar pour les Banques centrales, l'envolée des marchés actions US, tirés par la tech, et des cryptoactifs a atteint un niveau qui génère depuis l'automne des inquiétudes quant à un risque de bulle et de survalorisation (graphique 9). La course technologique a conduit les géants du secteur comme Amazon, Alphabet, Meta et Oracle à émettre pas moins de 81 Mds USD de dette entre septembre et novembre 2025 pour construire des *data centers* (Bank of America). Parallèlement, la chute du cours des cryptomonnaies (-30 % pour le Bitcoin au cours des trois derniers mois 2025) s'explique par un retrait du marché de 1200 Mds USD en quelques semaines (graphique 10). Vantés par le domicile de la Maison Blanche, les cryptos et notamment les stablecoins (un marché estimé à près de 300 Mds USD en novembre 2025) sont des facteurs de déstabilisation financière à travers les sociétés émettrices (Tether, Circle), se rémunérant sur les bons du Trésor et pouvant être amenées à vendre ces actifs en cas de difficultés, notamment des tensions de liquidité. Cette problématique des monnaies privées soulève la question de la souveraineté monétaire et de la nécessité des monnaies numériques de Banque centrale. Rejetée par l'administration Trump, la création de monnaies numériques de Banques centrales est en cours dans de nombreux pays (Chine, Japon, Corée du Sud, zone euro, Nigeria, Afrique du

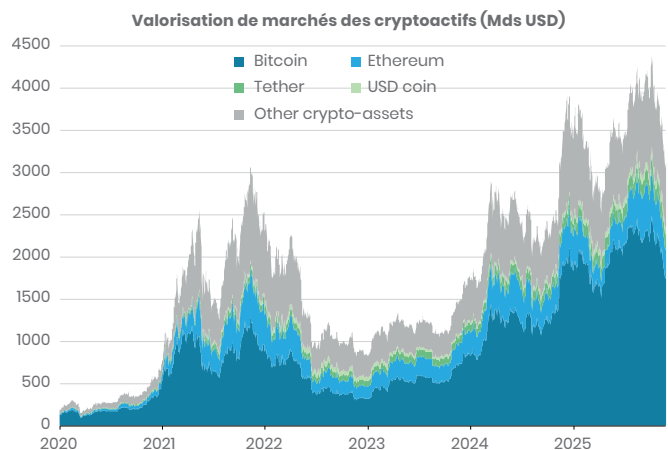
Sud, Ghana, Kenya, etc.), afin aussi d'améliorer l'inclusion financière, de réduire les coûts de transaction et de sécuriser les paiements. N'en déplaise aux banques commerciales qui y voient une menace directe sur leur rôle d'intermédiaire financier, leurs marges et la stabilité de leur base de dépôts.

Graphique 9 - Exubérance des marchés actions US et tensions sur le marché obligataire



Source : US Department of Treasury, S&P Global

Graphique 10 - Volatilité des cryptoactifs

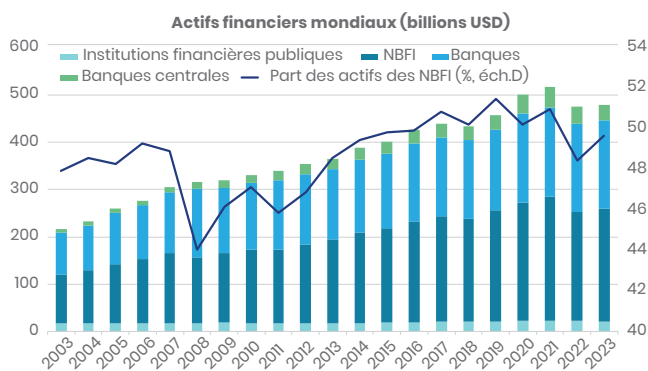


Source : OCDE

Les NBFi, actrices incontournables de la finance internationale

Sans être un sujet nouveau, le rôle des institutions financières non bancaires ou NBFi (fonds d'investissement, assurances, gestion d'actifs, crédit privé, microfinance, etc.) dans l'architecture financière mondiale a fait récemment l'objet d'attentions particulières de la part du FMI (*Global Financial Stability Report*, octobre 2025), de l'OCDE (*Economic Outlook*, décembre 2025) et de la Banque des Règlements internationaux (*Banks' interconnections with non-bank financial intermediaries*, juillet 2025). Les NBFi détiennent en leurs bilans environ la moitié des actifs financiers mondiaux (238 000 Mds USD, soit 49 % en 2023) (graphique 11). Elles ont un rôle majeur sur les marchés de change (1/3 des transactions spot et forte croissance sur les marchés dérivés), les marchés du crédit privé^[4], de l'immobilier et des cryptomonnaies, ce qui diversifie leurs risques, mais complexifie la surveillance.

Graphique 11 – Des acteurs financiers non bancaires au cœur de l'architecture financière



Source : OCDE

[4] L'affaire First Brands, même si elle reste de taille gérable par le système financier US, révèle les fragilités croissantes du segment du crédit privé, aujourd'hui évalué entre 1000 et 2000 Mds USD et pointe un risque diffus, lié au développement de ces dettes faiblement réglementées. Le 10 octobre 2025, First Brands Group, conglomérat spécialisé dans les pièces automobiles a déposé le bilan sous le régime de la loi sur les faillites des États-Unis. Structurellement fragile de par son endettement important, le groupe a pâti depuis le début d'année de difficultés commerciales notamment liées aux droits de douane qui pourraient être l'étincelle ayant déclenché la crise de liquidité de l'entreprise. Les pertes se concentrent sur des fonds de dette privée et des banques d'investissement exposés via des instruments de crédit structurés.

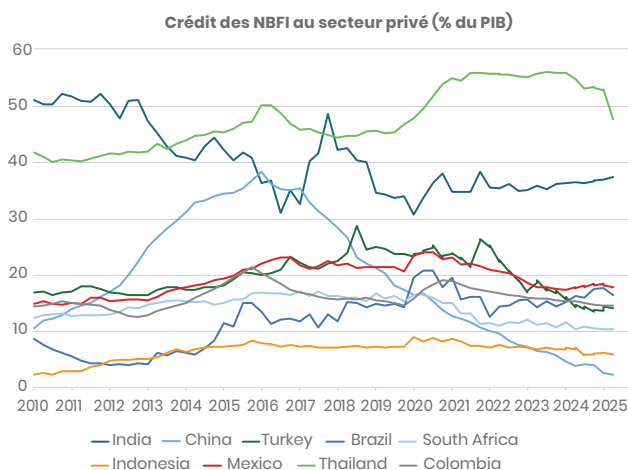
Il faut toutefois distinguer les fonds de pension et les assurances, à vision à long terme et moins dépendants de la volatilité des marchés, présents notamment en Asie, au contraire des fonds communs de placement (FCP, *mutual funds*), à l'horizon d'investissement plutôt court terme et assez présents en Amérique latine. Ces acteurs ne sont pas soumis aux mêmes contraintes prudentielles que les banques, ce qui les rend plus opaques en termes d'actifs, de levier et de liquidité. Le FMI et la BRI mettent en garde contre leur forte interconnexion avec le secteur bancaire (en tant que filiales ou non). Les financements bancaires aux NBFi représentaient ainsi en octobre 2025 pas moins de 13 % des prêts alloués par les banques aux États-Unis et 7 % de leurs actifs, soit un doublement en trois ans, contre respectivement 4 % et 6 % en zone euro. Le FMI pointe aussi des valorisations élevées des actifs des NBFi (actions, crédit, immobilier, etc.). Il recommande d'améliorer la gouvernance des fonds, de renforcer les infrastructures de marché et de mieux planifier la stratégie d'émission et de gestion de la dette souveraine pour limiter les risques de chocs amplifiés par les NBFi (risque de liquidité et de ventes forcées en période de stress financier).

En ce qui concerne les PED, la présence croissante des NBFi (résidents, mais aussi non résidents) sur les marchés obligataires et actions domestiques accroît la capacité d'absorption et la liquidité du marché en élargissant la base des investisseurs institutionnels. Les risques systémiques autour du nexus banques-NBFi-souverain apparaissent encore globalement modérés dans la plupart des PED. Les fonds d'investissement demeurent des acteurs mineurs dans des systèmes financiers encore dominés largement par les banques commerciales, principales détentrices de bons du Trésor et financeuses du secteur privé. Le développement d'une épargne longue, des systèmes de retraite par capitalisation au travers de fonds de pension et de la culture assurancielle sont encore loin des niveaux observés dans les économies avancées et inégaux au sein des PED. Dans la plupart des pays à faible revenu (PFR) et des pays à revenu intermédiaire de la tranche inférieure (PRITi), Les États demeurent ainsi tributaires de l'épargne internationale et de l'aide publique au développe-

ment à travers les financements externes des bailleurs à des conditions concessionnelles, dont le tarissement ou à tout le moins le resserrement est à craindre.

Face à une tendance à la concentration du portefeuille d'actifs des banques dans quelques grandes entreprises publiques ou privées et l'effet d'éviction des titres publics sur le financement des PME et des particuliers, les NBFi ont un rôle à jouer dans l'inclusion financière. Le poids de leurs financements au secteur privé est ainsi assez significatif dans de nombreux pays (graphique 12). Du *shadow banking* chinois^[5] (réduit au cours de la dernière décennie), aux sociétés de crédit à la consommation, aux institutions de microfinance et aux coopératives de crédit dans de nombreux pays d'Asie, d'Afrique et d'Amérique latine, le crédit non bancaire revêt des formes multiples. Les dérives observées par le passé pouvant mener au surendettement de nombreux clients (petits entrepreneurs et agriculteurs) et à la faillite d'institutions financières (non-systémiques)^[6] soulignent les enjeux permanents d'éducation financière (*learning curve*), de régulation et de supervision. Il en est de même dorénavant avec l'essor de la finance digitale, vu comme un levier de promotion de la concurrence, d'inclusion financière et de baisse des coûts pour les clients, mais non dénué de risques en l'absence de cadre légal adapté et efficace.

Graphique 12 – Poids non négligeable du crédit non bancaire dans les pays émergents



Source : BRI

Bibliographie :

BRI, "Banks' Interconnections with Non-Bank Financial Intermediaries", *Basel Committee on Banking Supervision*, juillet 2025

BRI, "Financial Channel Implications of a Weaker Dollar for Emerging Markets", *BIS Bulletin*, n° 114, octobre 2025

FMI, *Global Financial Stability Report*, octobre 2025

FMI, *World Economic Outlook*, octobre 2025

IEA, *World Energy Outlook*, novembre 2025

OCDE, *Economic Outlook*, décembre 2025

[5] L'essor du *shadow banking* en Chine remonte au *credit crunch* de 2008. Certaines entreprises avec des réserves de trésorerie ont jugé profitable de prêter plutôt que de financer de l'investissement productif, donnant ainsi naissance à des NBFi. Rapidement, lorsque les banques d'État ont été rattrapées par les contraintes réglementaires en matière de fonds propres, les gouvernements locaux se sont tournés vers des sociétés fiduciaires (trusts), l'une des principales formes des *shadow banks* chinoises. Des mesures prises depuis 2017 ont permis un ralentissement du recours au système financier parallèle.

[6] Des épisodes de crise de la microfinance plus ou moins localisés et sectoriels ont été répertoriés au XX^e siècle, notamment en Inde, Bolivie, Mexique, Nicaragua, Maroc, Pakistan, Cameroun, Cambodge, Sri Lanka, Ghana.

Focus pays

Afrique du Sud

Kenya

Maurice

Cambodge

Inde

Indonésie

Turquie

Argentine

Équateur

Afrique du Sud : Les acteurs financiers non bancaires, facteur clé de la stabilité macro-financière

Lise Enezian — enezianl@afd.fr

Le système financier sud-africain est développé, profond et de mieux en mieux régulé. Il joue un rôle central pour la croissance économique, la réduction des inégalités, le financement de la transition énergétique et la stabilité macroéconomique du pays, notamment en raison de la part prépondérante de la dette publique portée par les acteurs financiers domestiques. Toutefois, il comporte certaines vulnérabilités qui font peser des risques non négligeables en cas de choc. Cela tient en particulier à la concentration importante ainsi qu'à la forte interconnexion des acteurs financiers : banques commerciales et institutions non bancaires. Le poids des fonds de pension, compagnies d'assurances et autres fonds d'investissement leur confère un rôle central sur les marchés de capitaux domestiques, source de risques en cas de stress financier et souverain.

Les institutions financières non bancaires (NBFIs) constituent un poids macroéconomique particulièrement élevé en Afrique du Sud, avec des actifs représentant 200 % du PIB soit 2/3 du système financier total, en comparaison aux économies émergentes^[7] (environ 100 % du PIB en moyenne en 2023 d'après le *Financial Stability Board*, FSB) où la taille du secteur non bancaire dépasse rarement celle des banques. Les fonds de pension totalisent à eux seuls près de 110 % du PIB en termes d'actifs, dont le GEPIF, fonds public des fonctionnaires, qui pèse 40 % du total et constitue le plus grand fonds africain.

Les portefeuilles des fonds de pension, des assureurs et des fonds communs de placement (FCP) sont fortement ancrés dans l'économie domestique, permettant d'absorber l'épargne nationale et de financer l'économie réelle (obligations d'État, infrastructures, transition énergétique, développement des marchés de capitaux, etc.). Leur rôle d'inclusion financière est également significatif : près de la moitié de la population active formelle contribue à un fonds de retraite, et l'assurance permet aux ménages de lisser les risques économiques et climatiques.

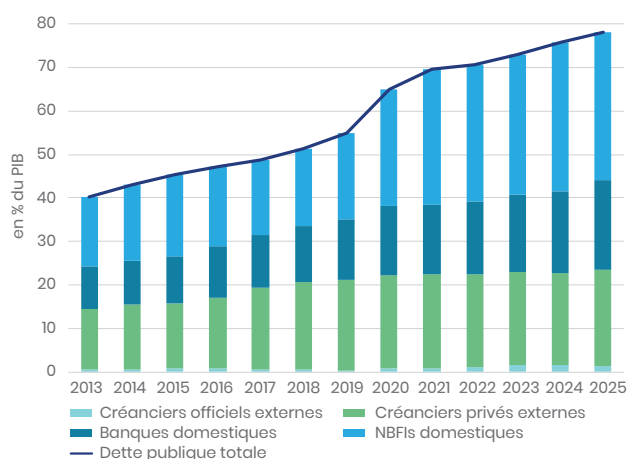
Les actifs bancaires s'élèvent quant à eux à 100 % du PIB dont 90 % sont contrôlés par les 5 grandes banques privées du pays, faisant du secteur bancaire sud-africain l'un des plus concentrés parmi les marchés émergents. Bien que performant, il présente, en plus de sa forte concentration, des fragilités structurelles : sensibilité aux chocs de liquidité, dépendance aux marchés monétaires et aux flux de capitaux non résidents, vulnérabilités opérationnelles cyber et infrastructure (en lien avec la digitalisation rapide des services financiers et la connexion

avec les fintechs et les infrastructures de paiement) et une exposition croissante au risque souverain.

Les NBFIs sont au cœur du nexus souverain-financier

La dette publique sud-africaine, qui s'élève en 2025 à 78 % du PIB, est détenue à près de 70 % par le secteur financier domestique. Les acteurs non bancaires détiennent une part nettement plus importante de la dette publique (43 %) que les banques (26 %), renforçant à la fois la résilience (financement local, moindre exposition en devises), mais aussi la dépendance mutuelle État-investisseurs institutionnels, identifiée comme un risque systémique par le FMI et la Banque centrale sud-africaine (SARB).

Graphique 13 – Structure de la dette publique sud-africaine par type de créanciers



Source : FMI (WEO), calculs AFD

[7] Arabie Saoudite, Chine, Turquie, Indonésie, Russie, Inde, Chili, Brésil, Argentine, Mexique

Le renforcement du nexus Etat-NBFIs-banques augmente la sensibilité du système à un choc financier ou de confiance sur la dette souveraine. Un choc affectant les portefeuilles des NBFIs pourrait entraîner une demande de liquidité soudaine, un retrait de financements à court terme, une tension sur les marchés interbancaire et obligataire, voire déclencher des ajustements procycliques.

Par ailleurs, l'endettement externe du secteur privé sud-africain est relativement limité (15,5 % du PIB), en raison de la profondeur du marché domestique qui permet de couvrir la majorité des besoins de financement des banques et des entreprises. Les réformes récentes quant à l'amélioration de la coopération judiciaire internationale, la supervision des risques non financiers, l'augmentation des enquêtes, poursuites et confiscations liées au blanchiment et au financement du terrorisme ont valu à l'Afrique du Sud de sortir de la liste grise du GAFI en octobre 2025. L'amélioration des régulations des secteurs bancaire et non bancaire devrait permettre de renforcer l'attractivité du système financier pour les investisseurs étrangers, qui représentent à ce jour 25 % de la dette publique domestique et 30 % des actions sud-africaines d'après la SARB.

L'interconnexion importante du système financier renforce la transmission des chocs

L'un des traits les plus structurants et les plus sensibles du système financier sud-africain est son niveau d'interconnexion interne, l'un des plus importants au monde d'après le FSB, à la fois au sein du secteur bancaire, entre les banques et les NBFIs et via les marchés de capitaux. Ce maillage dense constitue à la fois un amortisseur (capacité à mobiliser des liquidités, profondeur des marchés) et un amplificateur potentiel de vulnérabilités, notamment en période de stress.

Au-delà des interconnexions via la dette publique (détention croisée d'obligations souveraines), les banques et NBFIs sont reliées via les marchés de financement, la transformation de liquidité et la dépendance aux mêmes investisseurs étrangers. Les banques sud-africaines sont fortement exposées à ces mêmes NBFIs, à hauteur de plus de 11 % de leurs actifs totaux nets de provision d'après le FSB. Ces mêmes

banques se financent significativement, à hauteur de 35 % de leurs actifs totaux d'après le FSB, via l'émission d'obligations détenues par les fonds de pension, les assureurs et autres institutions financières. En outre, les FCP jouent un rôle central en fournissant une liquidité quotidienne sur le marché monétaire.

Par ailleurs, les marchés sud-africains, considérés comme actifs de référence en Afrique, sont caractérisés par une certaine homogénéité de comportements des investisseurs (stratégies d'allocation similaires, contraintes réglementaires identiques, exposition aux mêmes risques macroéconomiques) et sont fortement exposés aux flux de capitaux globaux (dette externe au-delà des 45 % du PIB en 2025 et le besoin de financement externe est attendu autour de 16 % du PIB jusqu'en 2028 d'après le FMI). Les NBFIs et les banques détiennent donc des actifs similaires et sensibles à la volatilité mondiale.

L'interconnexion domestique des acteurs financiers est en outre accrue par la concentration des acteurs non bancaires, notamment des assurances avec une domination du secteur, totalisant 64 % du PIB en termes d'actifs, par une poignée d'assureurs, investissant prioritairement à long terme. Le secteur étant de plus en plus exposé aux risques climatiques physiques, la hausse marquée d'événements extrêmes (inondations, sécheresses, incendies...) constitue une menace macro-financière élevée. En effet, les pertes des assureurs se transmettent au système financier par des ventes d'actifs et une réduction de l'offre d'assurance, augmentant le coût du capital et la vulnérabilité des entreprises et des ménages.

Le secteur financier non bancaire sud-africain est donc à la fois un stabilisateur structurel par la profondeur qu'il apporte au marché domestique, augmentant la capacité d'absorption des chocs, le financement de la transition énergétique et par son rôle central dans la protection sociale et l'inclusion. Mais il agit aussi comme un vecteur de vulnérabilités, via son exposition élevée à la dette souveraine, aussi bien pour le système financier que pour la soutenabilité des finances publiques. La stabilité du système financier dépendra de sa bonne régulation et de la poursuite des réformes structurelles : renforcement du cadre prudentiel, intégration des risques climatiques, amélioration de la gouvernance du secteur encore hétérogène.

Kenya : Jauger le risque systémique

Gaëlle Balineau — balineaug@afd.fr

Le financement croissant de la dette publique du Kenya par les banques domestiques a accru leur exposition souveraine et entraîné un effet d'éviction sur le financement du secteur privé. Si ces deux caractéristiques sont bien connues, d'autres le sont moins, notamment le fait que i) l'exposition souveraine des principaux acteurs financiers non bancaires est également très élevée et que ii) la concentration des actifs est également forte hors titres publics. Promouvoir davantage de concurrence au sein du système financier et de diversification des portefeuilles tout en maintenant une bonne régulation et supervision reste un défi pour réduire le risque systémique et financer l'économie réelle. Du côté de la demande de financement, les entreprises continuent d'être prudentes, dans l'attente d'une amélioration du cadre macroéconomique.

Depuis 2010, le taux d'endettement public est passé de 35 % à 68 % du PIB. La part domestique a quant à elle crû de 42 % à 54 % et le gouvernement kenyan a pour objectif d'atteindre 75 %. Plusieurs facteurs ont renforcé l'intérêt des banques domestiques pour les titres souverains : le plafonnement des taux sur le crédit au secteur privé, tout d'abord, en vigueur entre 2016 et 2019 ; puis le durcissement des conditions financières à partir de la crise Covid-19, relayée par le choc inflationniste suite à la guerre en Ukraine, accompagné d'un risque de crédit accru. En conséquence, les banques détiennent environ 45 % des titres de dette de l'État, qui ont représenté jusqu'à 32 % des leurs actifs en 2021, et 29 % en 2024. Quelles sont les conséquences de cette concentration ?

Une exposition croissante aux titres souverains

Les titres publics en monnaie locale sont détenus en grande majorité par le secteur financier domestique qui en possède 75,6 % en moyenne depuis 2012, et jusqu'à 87,4 % en 2021. Les banques, actrices principales du secteur financier avec 64 % des actifs en moyenne depuis 2019, en détiennent la majeure partie (45 % environ), suivies des fonds de pension (29 %), des assurances (7 %), des entreprises publiques (6 %) et d'autres acteurs (ménages, entreprises privées non financières et autres acteurs financiers tels que les SACCOs — *Savings and Credit Co-operatives*). La dette domestique représente ainsi une part importante des actifs du secteur financier, qui est passée de 25 % en 2012 à 38 % en 2024 (cf. graphique).

Les risques liés à cette exposition sont aggravés par la faible liquidité sur le marché domestique secon-

daire : les taux de décote appliqués sur les titres souverains utilisés en tant que collatéraux sur le marché interbancaire sont très élevés, et le demeurent malgré la mise en place du Dhow CSD, une plateforme de centralisation des titres d'État censée améliorer le transfert des titres entre prêteurs et emprunteurs. Le marché reste aussi très segmenté, avec des échanges interbancaires guidés par des relations interpersonnelles plus que par une logique de gestion des risques de liquidité ou d'évaluation des actifs.

Une concentration sur les autres actifs, aussi

La concentration dans le secteur financier s'étend aux autres actifs. En ce qui concerne les banques, un stress test réalisé par la Banque Centrale du Kenya (CBK) en mai 2025 fait apparaître que le choc le plus critique demeurerait un défaut de paiement des trois premiers emprunteurs par banque. Il manquerait alors 220,7 Mds de KSh pour se conformer aux exigences de capitalisation pour l'ensemble du secteur bancaire, dont 86 % de ce montant incomberait aux grandes banques (*Tier 1*). Les prêts des banques sont concentrés sur le secteur des transports, de l'énergie, de l'immobilier et de l'industrie manufacturière ; secteurs par ailleurs exposés aux risques climatiques et géopolitiques, mais aussi au risque de défaut souverain — certaines de ces entreprises étant parapubliques.

Les fonds de pension concentrent également leurs investissements dans trois classes d'actifs autres que les titres d'État, sur 15 classes autorisées par le régulateur. On y trouve notamment des fonds garantis (19 %) souvent eux-mêmes adossés à des titres souverains,

des investissements immobiliers (11 %, secteur fortement exposé aux prêts non performants) et des entreprises cotées sur le marché des actions (9 %) – le marché des capitaux étant lui-même concentré.

Hors titres souverains qui leur confèrent leur profitabilité élevée, les compagnies d'assurance investissent dans leurs filiales (9%), l'immobilier (8%) et les dépôts à terme (7%).

Un risque de crédit bien réel

Outre le risque systémique que peut faire porter une telle concentration sur le secteur financier, et donc sur l'économie entière, l'appétit des banques pour les titres souverains a eu un effet d'éviction documenté sur le crédit au secteur privé. Le taux de pénétration du crédit bancaire est de 32 % du PIB au Kenya en 2024 contre 27 % en Afrique subsaharienne, 39 % en Afrique de l'est et australe et 46 % en moyenne pour les pays à revenu intermédiaire de la tranche inférieure (Banque mondiale).

Les fournisseurs non bancaires de crédit demeurent des acteurs mineurs du financement de l'économie réelle. Les SACCOs octroient des prêts à hauteur de 6,4 % du PIB et les prêts des fournisseurs digitaux de crédit (type Tala de Inventure, 10 M d'utilisateurs, ou *M-Shwari* de Safaricom, 32 M d'utilisateurs) n'excèdent pas 2 % du PIB, même s'ils ont doublé en un an, et que pour un emprunteur non digital en 2023, on compte dix emprunteurs digitaux^[8]. On note une hausse spectaculaire des petits prêts aux particuliers depuis la pandémie : en moyenne 65,6 M par an depuis la pandémie, soit une hausse de 63 % par rapport à 2019/20, *versus* +7 % pour les prêts aux entreprises, qui représentent la moitié des prêts en valeur. Le besoin de trésorerie prime sur les comportements d'investissement : le nombre de ménages épargnant a baissé pour la première fois en 2024, et les crédits servent davantage à couvrir les besoins quotidiens ou des urgences (75 % *versus* 60 % en 2016) qu'à investir (42 % *versus* 56 % en 2016).

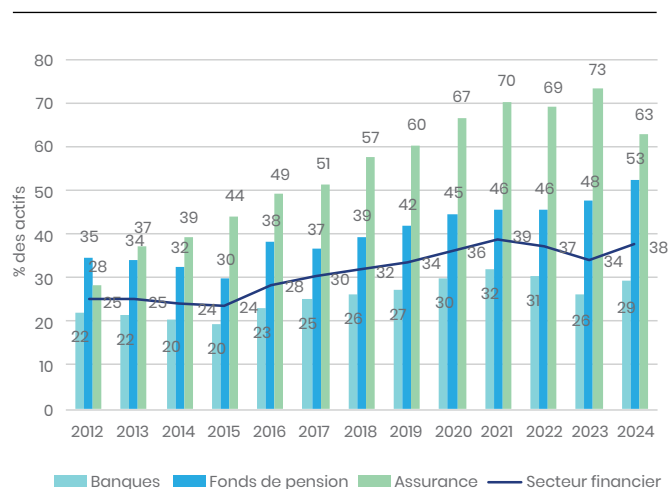
Les Kenyans ont également recours aux offres informelles de crédit accordées par les commerçants, les groupes de pairs (« *chamas* »), ou encore les achats à crédit digitaux – type Fuliza, système de microcrédit revolving connecté à M-Pesa qui compte 33 M d'utilisateurs. Ces multiples offres révèlent une fragilité de la situation

financière des ménages, dont le taux de pauvreté n'a toujours pas retrouvé les niveaux pré-pandémie. Ils signalent aussi que le risque de crédit est élevé pour le secteur bancaire : le taux de défaut des emprunteurs est de 16,6 % en 2024 *versus* 10,7 % en 2021, et le taux de prêts bancaires non performants est de 13,7 % en 2024 *versus* 9,7 % en 2019.

Or, les nouveaux acteurs financiers portent de nouveaux risques : faible inclusivité, taux d'intérêt prohibitifs ou défaut de régulation, ainsi que des risques opérationnels tels que les cyberattaques, qui concernent tous les acteurs du secteur financier (43 % des banques déclarent notamment en avoir été victimes en 2024). Pour tenter de remédier à tout ou partie de ces problèmes, le gouvernement a promulgué une loi visant à encadrer les fournisseurs digitaux de crédit, dont le nombre de licences attribuées est passé de 52 mi-2024 à 85 mi-2025 et enfin 153 en fin d'année, sur 550 demandes. Il a également créé un « *Hustler fund* », un fonds gouvernemental de fourniture de prêts instantanés numériques qui rencontre beaucoup de succès (20 millions de prêts), mais aussi un fort taux de défaut.

Ainsi, si l'effet d'éviction est bien présent, l'offre et la demande de crédit reflètent aussi une situation macro-économique défavorable, et un risque de crédit bien réel associé à la difficulté d'investir de façon rentable : perspectives économiques incertaines, pression fiscale sur les trop peu nombreux acteurs du secteur formel, manque de productivité, inefficience des infrastructures, politiques économiques parfois mal adaptées (plafonnement des taux, surévaluation du *shilling*).

Graphique 14 – Exposition des acteurs financiers kenyens aux titres souverains



Source : Banque Centrale du Kenya (CBK)

[8] Voir 2024 *FinAccess Household Survey* et *Kenya's credit market landscape*.

[9] Prêts non garantis ni « *collatéralisés* », distribués via un canal mobile ou numérique.

Maurice : Le secteur financier offshore, pilier d'une économie en mutation

Vincent Joguet — joguetv@afd.fr

Alors que sa trajectoire de croissance conduit Maurice à rejoindre les Seychelles dans le club très restreint des pays africains à revenu élevé d'ici la fin de la décennie, la conjoncture économique est défavorable et la nouvelle équipe dirigeante, arrivée au pouvoir fin 2024, est contrainte à un redressement urgent et important des finances publiques. La morosité de l'économie mondiale sur fond de guerre des tarifs douaniers imposée par les États-Unis pèse sur la croissance de ce petit État insulaire sensible aux vents contraires internationaux. Conscient de ces vulnérabilités, le nouveau gouvernement compte mettre à profit la capacité historique de Maurice à se réinventer, pour réorienter son modèle économique vers davantage d'investissement et de gains de productivité afin de réduire la dépendance aux importations. Pour financer sa nouvelle orientation, il devrait pouvoir compter sur la participation de son important secteur financier.

Lors des élections générales de novembre 2024, le retour de balancier a été fatal à l'Alliance Lepep qui a quasiment disparu du paysage politique. En sanctionnant l'équipe en place, les électeurs ont exprimé leur besoin de changement après une fin de mandat marquée par des pressions sur le coût de la vie, des scandales politiques et des affaires de corruption qui ont érodé les bons indicateurs de gouvernance du pays. La nouvelle administration est confrontée au ralentissement tendanciel de la croissance économique, qui repose de plus en plus sur la consommation, et hérite de finances publiques dégradées.

Redresser la barre sur les finances publiques

Augmentation des aides sociales (pensions de retraite), de la masse salariale (hausse des salaires, 14^e mois exceptionnel), des subventions... Dans le contexte des élections de 2024, les dépenses publiques sont sorties de leur trajectoire, progressant de 28 % en un an et entraînant un déficit public (7,2 % du PIB) jamais atteint hors période Covid. Le taux d'endettement public est reparti à la hausse pour atteindre 88,4 % du PIB en juin 2025, selon le ministère des Finances.

Pour redresser la situation, qui menace le maintien de la notation souveraine du pays en *Investment grade* en janvier 2025, Moody's, qui classe le pays en Baa3, a dégradé la perspective de stable à négative, le gouvernement Ramgoolam a décidé d'appliquer

un traitement de choc aux finances publiques. La consolidation passe par une réforme du cadre des recettes en s'attaquant aux nombreuses exonérations fiscales inhérentes au modèle économique libéral mauricien : élargissement de l'assiette de l'impôt sur le revenu, sur les sociétés et la TVA, augmentation des droits d'accises sur l'alcool, les cigarettes et les véhicules, taxe sur les hauts revenus et les entreprises à forte rentabilité... L'objectif est une augmentation des recettes totales de 3,7 pp du PIB pour atteindre 29 % du PIB, un niveau inédit. Les dépenses sont aussi visées (-1 pp de PIB par rapport à l'année fiscale achevée) avec une mesure phare : le recul progressif de l'âge d'accès à la retraite de base. Au total, le plan du gouvernement, qui semble très ambitieux, est de diviser le déficit public par deux en un an et de faire redescendre le taux d'endettement en dessous du plafond officiel de 80 % à l'issue de l'année fiscale 2027/28. Il aura besoin pour cela d'une croissance économique robuste. Or celle-ci a tendance à se tasser.

Réformer l'économie pour stimuler la croissance potentielle

Après la récession historique en 2020 (-14,5 %) liée à l'impact sans précédent de la crise sanitaire sur la petite insulaire, il a fallu deux ans pour que l'activité retrouve son niveau pré-pandémie. Pour 2023 et 2024, les estimations très favorables publiées par le précédent gouvernement (7 % et 6,1 %) ont été revues à la baisse, autour de 5 % pour les 2 années. La croissance est

cependant robuste, tirée par les grands travaux et la bonne tenue des arrivées touristiques (+7 % en 2024 par rapport à 2023 et +9 % de recettes du tourisme) et des services financiers.

Le *policy mix* restrictif et le contexte international pèsent toutefois sur les perspectives de croissance, notamment les décisions états-uniennes sur le relèvement des droits de douane (15% pour Maurice après un taux initial de 40%) et les attermoissements sur la prolongation de l'AGOA (African Growth and Opportunity Act). La banque centrale maintient ainsi son taux directeur à 4,5% afin d'ancrer les attentes d'inflation à moyen terme. Tout cela devrait limiter la croissance à 3,2% en 2025, malgré une année touristique qui s'annonce exceptionnelle. En 2026, l'activité devrait continuer à ce rythme (3,4%).

Conscient de l'essoufflement tendanciel de la croissance lié à une forte exposition à la conjoncture internationale (prix des importations, tourisme...) et au vieillissement de la population, le nouveau gouvernement souhaite réorienter le modèle centré sur la consommation de produits importés vers l'investissement et la diversification des exportations. L'objectif est de retrouver une croissance économique plus inclusive de 5 % à moyen terme en s'appuyant sur les fondamentaux : qualité des infrastructures, flexibilité du marché du travail, environnement des affaires favorable à l'investissement. Pour atteindre son objectif, le pays peut compter sur le secteur *offshore*, pilier de son système financier.

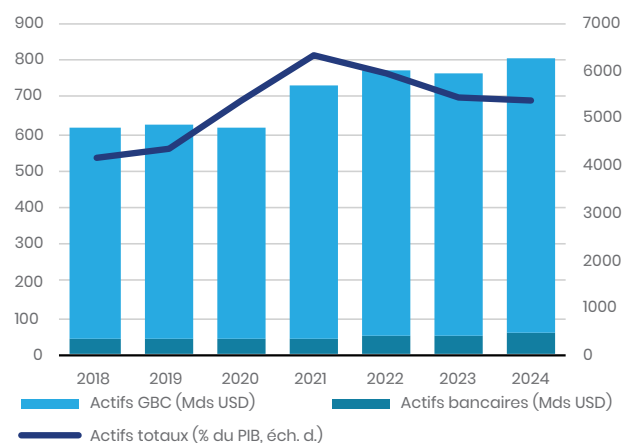
Secteur financier offshore : un pilier structurant de l'économie

La particularité de la place financière mauricienne est la présence massive d'entreprises à statut particulier (les *Global Business Companies* et les *Authorized Companies*) dont l'activité est internationale. Elles sont incitées à s'installer en raison du taux d'imposition favorable et des conventions de non double imposition signées entre Maurice et plus de 40 pays. En 2024, les actifs totaux du secteur *offshore* atteignaient un niveau record de 751 Mds USD (dont 75 % en *equity* et 11 % en prêts), soit 90 % des actifs du secteur financier et environ 50 fois le PIB.

Aux côtés des assurances, fonds de pension et sociétés de leasing locales (environ 11 % des actifs financiers), une part importante des entreprises *offshore* sont des institutions financières non bancaires jouant un rôle d'intermédiation vers l'international dans la mobilisation de capitaux ou la gestion d'actifs. Familières du paysage économique mauricien depuis plus de 30 ans, elles participent à hauteur de 8,3 % au PIB mauricien selon les dernières données de la Bank of Mauritius, via les exportations de services financiers, les recettes fiscales qu'elles génèrent, les emplois qualifiés qu'elles proposent et les services domestiques nécessaires à la bonne marche de leurs activités. Les flux externes qui leur sont associés représentent une composante importante de la balance courante : exportations de services (consulting, gestion) et entrées de revenus primaires (profits rapatriés des filiales, dividendes). Résidentes à Maurice, elles perçoivent des transferts financiers de leurs maisons-mères, comptabilisés en IDE, réinvestis à l'étranger sous forme d'IDE, d'investissements de portefeuille ou d'autres investissements. Les niveaux de ces flux, très significatifs, sont volatils et peu prévisibles.

Le renforcement en cours du cadre réglementaire et des outils prudentiels est essentiel pour prévenir les risques macro-financiers du secteur *offshore*. Le maintien de réserves de change élevées est également un bon amortisseur compte tenu de sa volatilité. Elles atteignaient près de 10 Mds USD en septembre 2025, soit l'équivalent de 13 mois d'importations de biens et services.

Graphique 15 – Les actifs liés aux Global Business Companies sont disproportionnés par rapport à la taille du PIB mauricien



Source : FMI, Financial Services Commission

Cambodge : Entre chocs extérieurs et fragilité du système financier

Julien Gourdon — gourdonj@afd.fr

La croissance économique du Cambodge, qui avait retrouvé un rythme soutenu après la crise sanitaire, montre désormais des signes d'essoufflement. Les tensions commerciales avec les États-Unis fragilisent fortement l'économie : plus d'un tiers des exportations cambodgiennes dépend du marché états-unien, et le conflit avec la Thaïlande pourrait freiner la reprise du tourisme. Dans ce contexte, les prévisions de croissance pour 2025 ont été révisées à la baisse, autour de 4,8 %. Le principal point de vulnérabilité reste néanmoins le secteur bancaire. L'endettement privé atteint des niveaux très élevés, les prêts non performants sont en hausse et le marché immobilier, longtemps soutenu par les financements chinois, montre désormais un ralentissement marqué. Par ailleurs, le secteur financier non bancaire, relativement développé, présente des fragilités similaires, accentuant les risques systémiques.

Au début des années 1990, le Cambodge a progressivement engagé un processus d'industrialisation tout en libéralisant fortement son économie qui se reflète dans un taux d'ouverture commerciale atteignant 143 % en 2024, soit un doublement en trente ans. L'industrie (45 % du PIB, dont 28 % du PIB pour le secteur manufacturier) s'est d'abord développée autour de la filière textile (11 % du PIB), soutenue par un faible coût de la main-d'œuvre et par des accès préférentiels aux grands marchés, notamment les États-Unis et l'Union européenne. Plus récemment, la construction (11 % du PIB) et l'industrie électronique ont pris le relais dans la croissance du secteur secondaire, tandis que l'essor du secteur bancaire et la vigueur du tourisme (10 % du PIB) ont consolidé les performances du secteur tertiaire (39 % du PIB). Depuis 2010, le Cambodge a bénéficié d'une croissance soutenue de plus de 7 % en moyenne, mais la crise du Covid-19 a mis en évidence la dépendance du pays à la demande extérieure.

Une stabilité aujourd'hui fragilisée

La reprise post-Covid avait retrouvé un rythme solide (6 % en 2024), portée par la demande internationale, la vigueur du secteur manufacturier et la franche relance du textile. En revanche, la demande domestique demeure affaiblie, pénalisée par les difficultés persistantes de l'immobilier et de la construction, elles-mêmes affectées par le ralentissement économique chinois. Or, le commerce extérieur fait désormais face à un risque accru de fragmentation géocommerciale, tandis que le regain de tensions avec la Thaïlande menace directement la reprise touristique. Dans ce contexte,

le FMI a révisé ses prévisions à la baisse : la croissance ralentirait à 4,8 % en 2025 puis 4 % en 2026.

Très intégré dans les chaînes de valeur mondiales, le Cambodge bénéficie d'accords commerciaux nombreux, mais il doit désormais anticiper la perte de son statut de pays moins avancé prévue entre 2027 et 2030, qui entraînera la fin des traitements préférentiels pour ses exportations. Par ailleurs, la nouvelle politique commerciale des États-Unis constitue une menace supplémentaire. L'accord du 26 octobre 2025 a fixé une réduction des tarifs douaniers (19 % contre 49 % initialement), mais ils demeurent élevés (3,6 % avant la réforme) quand les États-Unis absorbent 37 % des exportations. Si les exportations ont bondi au premier semestre 2025 (+21 % par rapport au S1 2024) en anticipation de l'application des nouveaux tarifs au 1er août 2025, les effets négatifs seront visibles dès 2026 et contrastés selon l'importance des secteurs (part dans les exportations totales du pays) et leur exposition (part du marché américain dans leurs exportations). Les secteurs du textile, des produits plastiques, du caoutchouc et du cuir, des appareils électriques seront particulièrement touchés. Le Cambodge pourrait également être affecté par des sanctions états-uniennes visant les pays autorisant les réexportations de produits issus d'usines chinoises implantées sur leur territoire.

Le différend frontalier avec la Thaïlande, latent depuis plusieurs années, s'est aggravé en février 2025, causant 43 morts en juillet. Les répercussions sur le tourisme ont été immédiates : -10 % sur le premier semestre 2025 par rapport au S1 2024, puis une chute de 30 % durant l'été. Malgré un cessez-le-feu signé le

26 octobre, les affrontements ont persisté, poussant la Thaïlande à suspendre l'accord le 10 novembre et les combats ont repris le 7 décembre avant de conclure un nouvel accord de cessez le feu le 27 décembre 2025.

Des inquiétudes croissantes sur la finance bancaire

Le secteur bancaire demeure vulnérable en raison de capacités de supervision limitées de la Banque Nationale du Cambodge (mise en œuvre incomplète de Bâle III) et d'une croissance du crédit très rapide au cours des deux dernières décennies, principalement orientée vers les entreprises. L'endettement privé est élevé avec un ratio crédit/PIB de 125 % en 2024, sans inclure le *shadow banking*, et les risques financiers s'accroissent : dégradation de la qualité des actifs, baisse de rentabilité, ralentissement du crédit (3 %). Les secteurs de l'immobilier et de la construction, représentant 22 % des prêts en 2024, continuent d'afficher des perspectives moroses pour 2025–2026. Le taux de créances douteuses (PNP) dépasse 8 % mi-2025 et les provisions demeurent insuffisantes (PNP nets à 17,2 % des fonds propres en avril 2025).

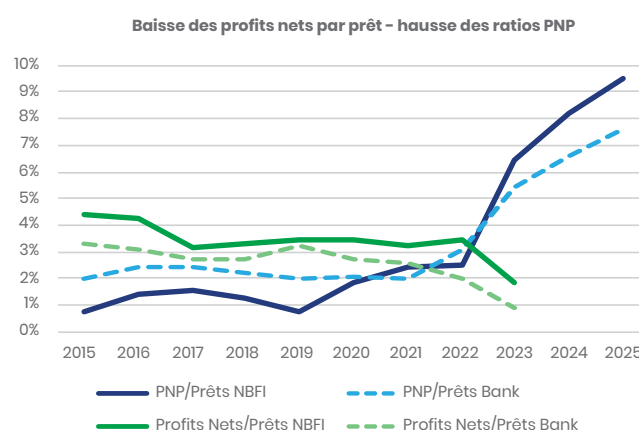
En août 2024, la BNC a permis aux banques de restructurer deux fois leurs prêts sans reclassement ni provision supplémentaire. Ces restructurations atteignent 4,4 Mds USD en 2025 (10 % des prêts totaux). Cette tolérance réglementaire a offert un répit temporaire, mais son expiration en décembre 2025 devrait entraîner une nouvelle hausse des PNP.

La microfinance : un pilier sous tension

Le secteur financier non bancaire cambodgien regroupe essentiellement la microfinance. Celle-ci a connu une transformation notable au cours de la dernière décennie, devenant un pilier essentiel du système financier national avec une cinquantaine d'institutions représentant 10 % des prêts totaux accordés au secteur privé en 2023. En 2024, la microfinance présente une dynamique paradoxale : tandis que le nombre d'emprunteurs recule (1,48 M), l'encours total des prêts augmente légèrement (5,16 Mds USD). Cette diminution laisse supposer des difficultés à attirer de nouveaux clients ou à maintenir la clientèle existante dans un contexte économique marqué par l'incertitude, mais révèle que les clients actifs empruntent des montants plus élevés.

Cette évolution s'accompagne d'une détérioration de la qualité du portefeuille de crédits. Le taux de PNP est passé de 57 % en 2023 à 8,2 % en 2024 et devrait atteindre 9,5 % en 2025. Cette détérioration résulte du ralentissement économique mondial et de la fragilisation des ménages et microentreprises. La circulaire d'août 2024 de la BNC encourage la restructuration des prêts pour soutenir les emprunteurs les plus vulnérables.

Graphique 16 – Baisse des profits nets par prêt – hausse des ratios PNP



Source: National Bank of Cambodia

La microfinance cambodgienne repose largement sur de petits prêts : 71 % des emprunteurs contractent des montants de 3 000 USD ou moins, qui ne représentent que 24 % de l'encours total. La répartition sectorielle des prêts a évolué entre 2009 et 2024. Le financement agricole, autrefois dominant, est passé de 42 % à 21 %, soulevant des inquiétudes quant à la résilience d'un secteur déjà vulnérable au changement climatique et aux fluctuations des marchés. Les secteurs du commerce ont reculé à 20 %, tandis que les services ont augmenté à 12 %, et la construction à 7 %, reflétant une demande croissante pour des activités urbaines et liées aux infrastructures. Le changement le plus significatif concerne cependant les prêts aux ménages, qui représentent désormais 33 % du portefeuille, révélant une montée de prêts non productifs pour de l'endettement personnel afin de couvrir des besoins tels que l'éducation, la santé ou les dépenses quotidiennes. Parallèlement, le secteur enregistre une amélioration notable de l'épargne. Le nombre de déposants a presque doublé depuis 2020, atteignant 2,1 M en 2024, et le volume des dépôts a progressé de 1,8 à 2,5 Mds USD. Cette tendance témoigne d'une confiance accrue du public envers les institutions de microfinance.

Inde : Un secteur financier redessiné par l'essor de nouveaux acteurs

Alix Vigato — vigatoa@afd.fr

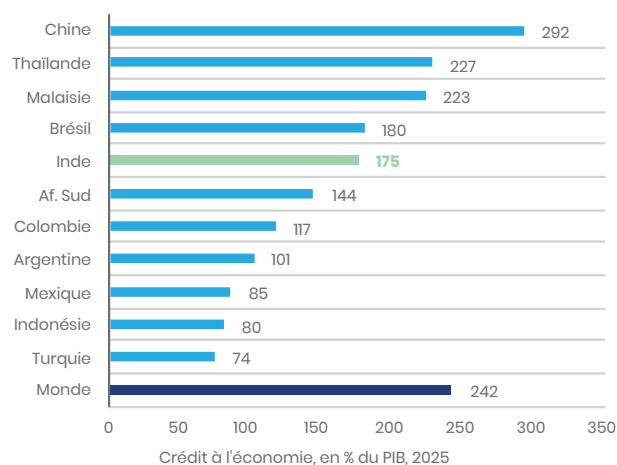
Devenue la quatrième puissance économique mondiale en 2025 (devançant le Japon), mais demeurant un pays à revenu intermédiaire de la tranche inférieure (PRITI), l'Inde bénéficie d'un secteur financier relativement profond et inclusif eu égard à son niveau de développement. S'il est historiquement dominé par des banques publiques, le système financier a connu d'importantes transformations depuis une trentaine d'années, en se diversifiant et se complexifiant. Au-delà des banques privées qui ont profité des vagues de libéralisation des années 1990 puis des difficultés des banques publiques pour se développer, une multitude d'acteurs non bancaires a émergé, assurant au secteur financier un certain dynamisme.

Faisant face à des enjeux de développement encore prégnants, l'Inde présente pour autant un secteur financier relativement profond et inclusif. Pays le plus pauvre des « grands émergents », elle se situe en effet dans la moyenne haute de ce groupe de pays en matière d'actifs détenus par le secteur financier ou de crédit accordé à l'économie. De même, les indicateurs d'inclusion financière indiens sont globalement satisfaisants malgré d'importants écarts entre États, avec 89 % de la population disposant d'un compte dans une institution financière (dont *mobile money*) en 2024, contre 54 % dix ans plus tôt selon la Banque mondiale. La diversité des acteurs qui composent le système financier, principalement des banques, mais aussi une myriade d'entités non bancaires, explique en partie ce niveau relativement élevé de développement.

Historiquement dominatrices, les banques publiques sont de plus en plus concurrencées par les banques privées...

Si l'économie indienne tend à se libéraliser et à s'ouvrir internationalement, l'État continue d'y jouer un rôle structurant, ce qui se traduit notamment par la domination de banques publiques dans le secteur financier. Les 12 banques à capitaux publics du pays connaissent toutefois un déclin progressif de leur part de marché depuis une trentaine d'années. Ainsi, alors qu'elles captaient plus de 90 % de l'actif bancaire dans les années 1990 et encore 75 % en 2010, elles n'en détiennent aujourd'hui qu'un peu plus de la moitié (55 %), contre 38 % pour les banques privées indiennes et 6 % pour les banques étrangères (hors banques locales, régionales et coopératives).

Graphique 17 - Le secteur financier de l'Inde est relativement profond



Source : Banque des règlements internationaux

Ce déclin relatif des banques publiques s'est fait en plusieurs phases. Elles ont d'abord fait face à la concurrence de nouveaux acteurs à partir de 1991-1992 suite à la libéralisation du secteur bancaire, permettant l'essor d'entités privées. Jusqu'alors marginales, celles-ci ont connu une rapide expansion dans les années 2000. Les banques publiques ont, ensuite, connu une période de fortes turbulences dans les années 2010 qui a indirectement favorisé la croissance des entités privées. En effet, après avoir financé massivement et de manière peu regardante le développement de l'économie dans les années 2000 (croissance des prêts de l'ordre de 20 % par an), le secteur bancaire indien, et en premier lieu les banques publiques, a vu sa situation financière

se détériorer, conséquence notamment du ralentissement de la croissance économique et de la dégradation des conditions externes. Le taux de prêts non performants (PNP) des banques publiques a progressé jusqu'à un point haut à 16 % en 2017 tandis que leur rentabilité a été négative cinq années consécutives (de 2015 à 2020). Si une détérioration de la qualité des actifs des banques privées a également été constatée sur la période, leur taux PNP n'a pas dépassé 6 %. En réaction, de sévères mesures d'assainissement ont été mises en œuvre par la *Reserve Bank of India* (RBI) à partir de 2015. Une large revue de la qualité des actifs a été menée, la définition de créances douteuses a été élargie et les exigences réglementaires ont été rehaussées, en lien notamment avec l'application des règles de Bâle III. En parallèle, une vague de recapitalisations a eu lieu et dix banques publiques ont été fusionnées en quatre entités afin de renforcer les niveaux de capitalisation. Des restrictions de crédit ont été décidées, un cadre de restructuration des créances a été établi et une structure de défaillance (*bad bank*) amenée à acquérir 25 Mds USD de créances douteuses a été mise sur pied. Cet assainissement a permis un redressement spectaculaire des bilans des banques publiques, avec notamment un taux de PNP retombé à 3 % en 2025. Dans le même temps toutefois, ces mesures ont fortement pesé sur leur dynamisme. Ainsi, les actifs des banques publiques ne représentent plus que 52 % du PIB en 2024, contre 68 % en 2015. Sur la même période, les actifs des banques privées indiennes continuaient, eux, de progresser, passant de 19 % à 36 % du PIB.

... mais aussi par une myriade d'acteurs financiers non bancaires

Au-delà des banques, les trente dernières années ont également été marquées par le rapide développement d'acteurs financiers non bancaires : compagnies d'assurance, fonds d'investissement, fonds de pension ou encore *Non-banking Financial Companies* (NBFC). Très développée en Inde, cette dernière catégorie d'acteurs se compose d'une dizaine de milliers d'entités très hétérogènes : certaines sont publiques, une minorité peut collecter des dépôts et nombre d'entre elles pratiquent des activités d'intermédiation financière sans licence bancaire (*shadow banking*). Le poids agrégé de ces différents acteurs financiers non bancaires a ainsi fortement crû, avec un total d'actifs passé de 37 % du PIB en 2010 à plus de 80 % aujourd'hui.

Favorisé, lui aussi, par les vagues de libéralisation des années 1990-2000 (ouvertures à la concurrence, montée en puissance des marchés de capitaux, développement des infrastructures de paiement modernes, etc.), cet essor d'acteurs financiers non bancaires a profondément transformé la structure du système financier indien. Ceux-ci ont en effet contribué à l'innovation du secteur (digitalisation, *leasing*, prêt sur actif, microcrédit, etc.) et amélioré sa résilience en renforçant l'interdépendance entre acteurs. De par des activités largement complémentaires aux activités des banques traditionnelles, ils ont, en outre, permis de structurer les marchés de capitaux, diversifier les sources de financement de l'économie et améliorer l'inclusion financière, en ciblant des segments jusqu'alors insuffisamment couverts (infrastructures, immobilier, PME industrielles, microfinance, crédit à la consommation, etc.). Le FMI estime ainsi que près de la moitié des crédits accordés au secteur privé émane désormais d'acteurs non bancaires. Pour l'État indien, ces développements ont, par ailleurs, permis d'élargir la base d'investisseurs potentiels pour la dette publique, dont le niveau est structurellement élevé (81 % du PIB à fin 2025).

L'émergence d'acteurs financiers non bancaires a toutefois induit de nouveaux risques et un besoin accru de régulation. Le cas des NBFC est, en ce sens, emblématique. En sus d'assurer des fonctions complémentaires au secteur bancaire traditionnel, ceux-ci ont largement profité de l'atonie et de la prudence des banques publiques dans les années 2010 pour se positionner comme source de financement alternative. Historiquement moins supervisées, ne recevant (pour l'essentiel) pas de dépôts, étant dépendantes des banques et des marchés de capitaux pour leurs refinancements et étant bien souvent très spécialisées sectoriellement, les NBFC présentent des vulnérabilités propres. En 2018-2019, les défauts de paiement de deux acteurs majeurs, *Infrastructure Leasing & Financial Services* (IL&FS) puis *Dewan Housing Finance Limited* (DHFL), ont ainsi provoqué un choc de confiance et un assèchement brutal de la liquidité, à l'origine d'un effet de contagion et de fortes turbulences pour le secteur (hausse des PNP des NBFC jusqu'à un plateau à environ 7 % en 2018-2020). En réaction, la RBI a opéré un sérieux durcissement de sa réglementation prudentielle, notamment en matière de gestion de liquidité et de supervision, permettant, depuis, un net redressement des bilans (taux de PNP retombé à 3 % début 2025).

Indonésie : Un secteur financier solide, mais peu développé

Hélène Ehrhart — ehrhart@afd.fr

Pour atteindre son objectif d'entrer dans la catégorie des pays à revenu élevé d'ici à 2045, l'Indonésie devrait avoir une croissance économique d'au moins 8 % par an, un rythme plus soutenu que les 5 % constatés en moyenne sur les 20 dernières années. Le secteur financier indonésien est un des leviers permettant de soutenir la progression de l'activité économique, mais il reste de taille modeste, dominé par des banques, avec un rôle encore limité dans le financement du secteur privé. L'actif des institutions financières non bancaires est relativement restreint, comparativement aux autres économies émergentes du G20.

L'Indonésie est entrée en 2022 dans la catégorie des pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure (PRITS), après un premier bref passage en 2019 (suivi d'un retour en PRITI en 2020 et 2021). Le niveau de vie des Indonésiens a plus que doublé depuis 2000 et l'indice de développement humain a progressé significativement au cours des trois dernières décennies (de 0,52 en 1990 à 0,73 en 2023), s'établissant à un niveau élevé. En outre, le taux de pauvreté, au seuil national, a nettement diminué, de 16 % en 2005 à 8,5 % en 2025 et les inégalités de revenu affichent également une tendance au repli sur la dernière décennie (indice de Gini à 0,34 en 2024 contre un pic à 0,41 en 2013), mais restent plus élevées que dans certains pays voisins (Inde, Vietnam, Thaïlande). En parallèle de ces progrès sociaux, on constate toutefois une érosion de la classe moyenne qui ne représente plus que 17 % de la population (contre 21 % en 2019) alors que celle-ci est l'un des soutiens de la croissance via sa consommation résiliente.

À la recherche d'une croissance plus élevée

La croissance du PIB réel a été soutenue depuis deux décennies (+5 % par an en moyenne sur 2005-2024) grâce au dynamisme de la consommation privée. Historiquement, l'Indonésie a enregistré une moindre volatilité de son activité économique que ses voisins, du fait notamment d'une moindre dépendance à la conjoncture internationale. Cette tendance s'infléchit toutefois car la dépendance de l'Indonésie à l'économie chinoise s'est amplifiée (24 % de ses exportations à destination de la Chine, contre 15 % en 2020).

Le pays s'est doté d'un objectif et d'une feuille de route pour devenir d'ici 2045, l'année du centenaire de l'indépendance, un pays résilient, prospère, inclusif et durable qui appartiendrait à la catégorie des pays à revenu élevé. Pour atteindre cette cible, les autorités visent une croissance du PIB d'au moins 8 % par an, soit un rythme nettement plus élevé que sa progression moyenne entre 2005 et 2024.

Alors qu'en début d'année 2025 la croissance du PIB était attendue sous les 5 % (prévision FMI faite en avril 2025 à 4,7 %), plusieurs mesures ont été prises par les autorités pour soutenir le rythme de croissance : stimulus budgétaires, 5 baisses du taux directeur en 2025 pour un total de 125 points de base, le plaçant à 4,75% depuis octobre – son plus bas niveau depuis 2022, et injections de 12 Mds USD de liquidités dans le système bancaire pour des financements productifs. La prévision a été revue par le FMI à 5 % pour 2025 et à 5,1% pour 2026 et, selon la banque centrale d'Indonésie, elle se situerait dans la fourchette 4,7 – 5,5 % en 2025, avant d'accélérer en 2026.

Le pays dispose d'un cadre macroéconomique sain et de coussins de protection en cas de chocs lui permettant d'entreprendre les réformes structurelles nécessaires pour faire progresser son revenu par habitant. En effet, les réserves de change se situent à un niveau adéquat (couverture de près de 6 mois d'importations), l'inflation est bien ancrée au sein de la bande cible de la banque centrale (2,5 % \pm 1 %) et la situation des finances publiques est confortable avec des marges de manœuvre existantes pour accroître les recettes publiques (inférieures à leur potentiel d'au moins 6 points de PIB^[10]) et financer des investissements productifs.

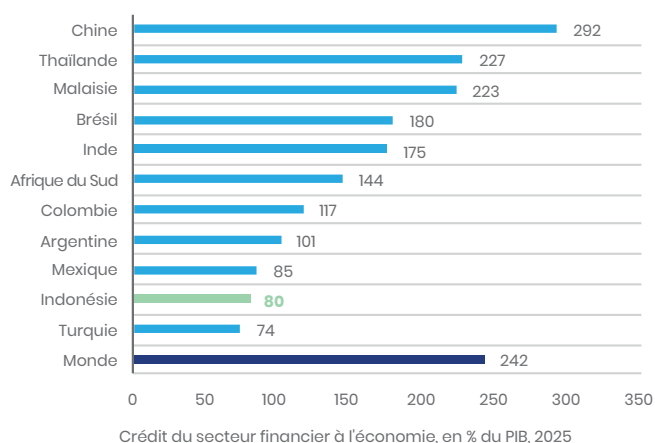
[10] Banque Mondiale (2024), Indonesia Economic Prospects, décembre 2024 : Funding Indonesia's Vision 2045.

Un secteur financier qui finance peu le secteur privé

Alors qu'il pourrait jouer un rôle moteur dans le financement de l'économie, et en particulier du secteur privé, le secteur financier indonésien reste de taille modeste. Il est dominé par des banques bien capitalisées dont plusieurs sont publiques. Les quatre plus grandes banques publiques sont ainsi à l'origine de 40 % du crédit. La gestion conservatrice des risques par les banques s'inscrit dans un cadre réglementaire conforme aux standards internationaux (Bâle III). Le niveau élevé du ratio de solvabilité (CAR à 24,3 % au deuxième trimestre 2025) permet au secteur bancaire d'absorber les chocs, même si certaines petites banques sont fragiles. La qualité de l'actif est bonne (taux de prêts non performants à 2 %) et la loi Omnibus sur les services financiers entrée en vigueur en janvier 2023 a réorganisé la supervision bancaire en définissant précisément les mandats respectifs du régulateur (OJK) et de la banque centrale (Bank Indonesia—BI).

Le financement bancaire indonésien du secteur privé reste modéré en proportion du PIB, à 36 % du PIB en 2024 alors qu'il est de 65 % du PIB en moyenne dans les pays émergents du G20 hors Chine. De même, le secteur financier (bancaire et non bancaire) est peu profond avec un niveau de crédit total à l'économie qui représente 80 % du PIB alors qu'il est largement supérieur dans la plupart des autres économies émergentes (cf. Graphique 18).

Graphique 18 – Le secteur financier (bancaire et non bancaire) de l'Indonésie est peu profond



Source : Banque des règlements internationaux

Les institutions financières non bancaires qui recouvrent les compagnies d'assurance, les fonds de pension, de garantie, les institutions de microfinance, fintech et autres entités financières, n'ont pas crû au même rythme que dans d'autres économies émergentes. Selon les données d'OJK, à fin septembre 2025, le total des actifs de l'industrie de l'assurance et des fonds de pension ne représentait que 11,8 % du PIB et affichait une croissance faible au cours des dernières années. En parallèle, le crédit alloué par la finance digitale s'il est de taille modeste (encours de financement de 0,4 % du PIB) apparaît en hausse plus rapide (+22 % en glissement annuel en septembre 2025).

L'inclusion financière quant à elle s'inscrit en bonne progression avec un taux d'utilisation d'un compte en banque passé de 76 % de la population en 2019 à 91 % en 2025.

À la faveur de l'assouplissement monétaire et des mesures macro-prudentielles (visant à soutenir l'octroi de financements au secteur privé), les autorités cherchent à relancer la croissance du crédit bancaire qui s'inscrit en ralentissement depuis 2024. En 2024, le crédit au secteur privé n'a progressé que de 7,7% et, en 2025, il a crû de 8,1%, un taux proche de la borne inférieure de la cible de BI fixée entre 8% et 11%. Les abaissements du taux directeur en 2025, ont induit une tendance baissière du taux de référence du marché monétaire (IndONIA) qui s'est contracté de 200 points de base en 2025, jusqu'à 3,74 % début janvier 2026, et pourront contribuer à une croissance du crédit plus importante en 2026. En complément, pour accroître les financements vers les secteurs alignés avec les priorités nationales, la banque centrale a décidé d'alléger, depuis 2024, les besoins de constitution de réserves pour les crédits à quelques secteurs, dont le logement, l'agriculture, les petites et moyennes entreprises et l'environnement.

Turquie : Le système bancaire, clé de voute de l'économie

Sylvain Bellefontaine — bellefontaines@afd.fr

La pérennisation de la « normalisation » de la politique économique initiée en 2023 est cruciale pour continuer à apurer les déséquilibres macro-financiers générés par la politique expansionniste (taux d'intérêt bas et boom du crédit). Cette dernière a été source de surchauffe économique, d'inflation, de déficits extérieurs, de défiance des investisseurs (notamment locaux), de dollarisation financière, de chute de la lire et de paupérisation. Sur une ligne de crête, l'économie turque est parvenue à éviter une crise de balance des paiements comme celle de 2000-2001, un traumatisme ancré dans la mémoire collective, grâce à des réajustements rapides (souvent temporaires) de la politique monétaire, des finances publiques plus saines et un système bancaire intrinsèquement solide et agile.

L'ouverture et la libéralisation de l'économie opérée dans les années 1980 avaient rendu le système financier turc plus vulnérable aux chocs externes. La crise de 1994 a été une alerte précoce de la crise systémique majeure de 2000-2001 ayant mis en exergue les fragilités du système bancaire, très dépendant des financements externes à court terme, dans un cadre de supervision et réglementaire défaillant. Depuis, le secteur a été profondément restructuré et renforcé, tout en demeurant un pilier de la politique économique.

Courroie de transmission des Erdoğanomics

L'expansion du crédit bancaire depuis 2010 a été un puissant moteur de la demande interne et de la croissance économique, alimentant le déficit du compte courant et une spirale de dépréciation du taux de change — inflation. Le biais accommodant de la politique monétaire, son imprévisibilité et les interférences politiques se sont accentués suite à la tentative de coup d'État de juillet 2016 et après la crise de change de l'été 2018, conséquence d'une surchauffe économique et des sanctions états-uniennes du premier mandat Trump. Les relations bilatérales se sont bien apaisées depuis, même au cœur de la guerre commerciale « universelle » actuelle, comme en témoigne la visite de Recep Tayyip Erdoğan à la Maison Blanche fin septembre 2025.

Au début des années 2010, la surliquidité en devises des banques liée à la confiance limitée des épargnants dans la lire (TRY) avait suscité la création d'un mécanisme d'options de réserves obligatoires permettant aux banques de détenir une partie de leurs réserves obligatoires en devises ou en or (2011). Destiné à amortir les chocs de liquidité tout en gonflant les réserves de

change brutes au bilan de la Banque centrale (CBRT), ce schéma s'est avéré contre-productif. En incitant l'endettement en devises des banques, il a complexifié l'intermédiation et la transformation financière et affaibli l'efficacité de la politique monétaire pour être finalement abrogé en juin 2023.

À la suite de la tentative de coup d'État de 2016, l'élan de « lirisation patriotique » a réduit le taux d'eurodollarisation des dépôts à moins de 40 % avant une remontée et un pic à 70 % en décembre 2021. Entre-temps, en réponse à l'essoufflement de l'activité économique, les banques publiques ont pris une place grandissante en tant que principal levier de la politique économique expansionniste via le crédit au secteur privé (pic à 71 % du PIB en 2022), adossé à un fonds de garantie étatique. Les banques commerciales (à capitaux turcs ou étrangers) ont maintenu une gestion prudente de leur portefeuille de crédit. Les trois grandes banques publiques (Ziraat 1^{re}, Vakıf 2^e et Halk 4^e) pèsent désormais 41 % des actifs du système bancaire (30 % en 2014), 42 % du crédit alloué et 47 % des dépôts, non sans avoir bénéficié d'importantes recapitalisations par l'État pour préserver leur solvabilité. Par ailleurs, les assouplissements réglementaires, les moratoires et le désendettement en devises des entreprises non financières ont permis d'éviter des faillites massives.

Après un court épisode de resserrement monétaire (fin 2020 — mi-2021), l'ingénierie financière et le carcan réglementaire déployés à partir de décembre 2021 se voulaient une réponse à l'attrition des réserves de change et à la flambée de l'inflation, conséquences de l'assouplissement monétaire dicté par le pouvoir exécutif. Plus palliatif que curatif, et coercitif pour les banques et les entreprises, l'arsenal de mesures avait pour objectif de « reliriser » l'économie et de capter la liquidité en

devises, à travers différents leviers : le mécanisme de dépôts bancaires en lire protégés du risque de change (KKM) garanti par la CBRT ; l'interdiction faite aux banques de prêter en lire aux entreprises détenant «trop» de devises ; la conversion forcée et la hausse des commissions sur les dépôts en devises ; l'extension des swaps de devises entre la CBRT et les banques publiques pour soutenir les réserves de change. Par ailleurs, l'obligation de collatéral en titres publics sur les prêts octroyés par les banques commerciales à des taux d'intérêt supérieurs à 1,8 fois le taux directeur, a constitué une demande captive de bons du Trésor (jusqu'à 19 % de l'actif bancaire total en 2022) et une baisse drastique de la courbe des rendements obligataires.

Confiance des épargnants préservée

Depuis juin 2023, suite à la réélection de Recep Tayyip Erdoğan, les soubresauts politiques, comme l'arrestation d'édiles d'opposition dont le maire d'Istanbul en mars 2025, ont de nouveau secoué la lire, mais permis de tester positivement la gouvernance monétaire. L'absence d'épisodes de panique bancaire (*deposit run*) au cours des dernières années témoigne de la confiance des épargnants dans le système bancaire. La fin des dépôts KKM a été actée en août 2025, l'obligation réglementaire de 60 % de dépôts en lire est respectée depuis mai 2024 et les dépôts croissent rapidement. Le FMI souligne cependant la nécessité d'améliorer les capacités de résolution, d'évaluation, de planification et de financement du fonds de garantie des dépôts (SDIF). De plus, la restauration de l'autonomie opérationnelle du régulateur financier (BDDK) et le réaligement des pratiques réglementaires et comptables avec les normes internationales bâloises demeurent des enjeux.

Si la lente désinflation (30,9 % en 2025) permet un assouplissement monétaire très graduel, le crédit demeure encadré (plafond mensuel de croissance des prêts commerciaux) et la réglementation restreint l'accès aux financements externes. Les marges d'intermédiation sont comprimées, mais les ratios bilanciaux bancaires demeurent satisfaisants en termes de solvabilité (CAR à 18,2 % en août 2025), de rentabilité (ROA à 1,5 %) et de qualité du portefeuille de crédit (taux de PNP à 2,2 % en août 2025, tout comme l'OCER). Les banques profitent de la détente des spreads souverains, au plus bas depuis dix ans (230 pb en USD et 140 pb en EUR), pour se (re) financer à l'international à des conditions relativement favorables.

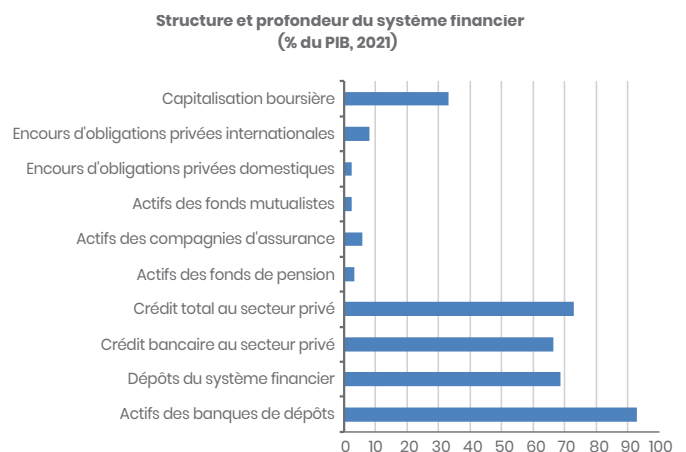
Les NBFI, acteurs encore mineurs

Dans un système financier largement dominé par le secteur bancaire, le rôle de financement des institutions financières non bancaires (crédit privé, affacturage, leasing) demeure limité et ces entités sont souvent des filiales de grandes banques.

L'insuffisance de l'épargne longue (notamment pour la retraite), en dépit d'un taux d'épargne nationale estimé par le FMI à 30 % de PIB, et la base étroite d'investisseurs institutionnels (fonds de pension, compagnies d'assurance, investisseurs étrangers), combinée à un système fiscal complexe, freinent le développement des marchés de capitaux. Toutefois, la gestion d'actifs progresse (au-delà de l'acquisition des créances douteuses des banques depuis 2008) et l'essor des fonds communs de placement (*mutual funds*) est pointé par la CBRT (Financial Stability Report, mai 2025). Ceux-ci représentaient ainsi 10 % du système financier en 2024 contre 2,6 % en 2021 et leur profil d'investissement flexible et court-termiste est une source potentielle de volatilité et d'instabilité. L'investissement en cryptoactifs est très encadré et l'usage des cryptomonnaies est interdit pour les paiements.

La poursuite de l'amélioration des conditions macro-financières du pays sera cruciale pour ancrer la confiance des investisseurs et les règles de marché dans la fixation des prix des actifs (taux, change, actions, or, immobilier, etc.), pour approfondir les marchés domestiques et pour réduire le risque de bulle financière et immobilière.

Graphique 19 – Un système financier dominé largement par les banques



Source : Banque mondiale

Argentine : Une confiance à reconstituer

Christophe Barat—baratc@afd.fr

Depuis l'arrivée aux responsabilités de l'administration Milei, la stabilisation macroéconomique est bien engagée avec des acquis en matière d'équilibre budgétaire, de contrôle de l'inflation et de relance de l'activité. Les facteurs d'instabilité restent néanmoins significatifs. Les élections à mi-mandat d'octobre 2025 confortent la poursuite des réformes en cours. Dans ce contexte, le secteur financier, longtemps réprimé, devrait connaître une trajectoire de croissance impliquant une attention particulière sur l'évolution de la qualité des portefeuilles de crédit et de pratiques de provisionnement, notamment dans le secteur non bancaire. L'approfondissement du secteur financier prendra du temps compte tenu de la défiance des agents économiques.

Deux années sont écoulées depuis l'arrivée aux responsabilités de l'administration Milei. La stabilisation macroéconomique est bien engagée et le pays a retrouvé en 2025 une dynamique de croissance après trois années de récessions. Néanmoins, les équilibres économiques restent fragiles comme en témoigne l'extrême volatilité qui a prévalu pendant le récent cycle électoral et a requis l'intervention massive et inhabituelle des États-Unis pour éviter une nouvelle crise du peso.

Une politique économique confortée par les élections

Depuis décembre 2023, l'administration Milei a mis en œuvre une série de mesures drastiques d'ajustement macroéconomique. Elle a d'abord opéré une forte dévaluation du peso (-54 %) et maintenu une stricte austérité budgétaire en coupant dans les dépenses publiques (-30 % en termes réels en 2024 par rapport à 2023) de manière à dégager un excédent primaire permettant, a minima, de couvrir les paiements d'intérêts de la dette. Cette stratégie a permis de mettre fin au financement monétaire du déficit budgétaire par la Banque centrale (BCRA), principale source du dérapage inflationniste du pays. Malgré les pressions, notamment à l'approche des élections de mi-mandat, les autorités ont scrupuleusement appliqué, mois après mois, leur agenda budgétaire.

Si la dévaluation initiale du peso a poussé l'inflation à la hausse jusqu'à approcher les 300 % (en glissement annuel) en avril 2024, la décrue s'est ensuite amorcée et a été rapide : 120 % fin 2024 ; moins de 50 % en avril 2025 ; 30 % fin 2025. Par ailleurs, la stabilisation monétaire et l'équilibre budgétaire ont permis de ramener l'endettement public de 154 % du PIB en 2023 à 79 % en 2025.

Au niveau de l'activité économique, après une forte contraction du PIB au premier semestre 2024 liée à

l'inflation galopante et aux effets immédiats des coupes budgétaires, la reprise a été forte dès le second semestre 2024, permettant de limiter la récession économique à -1,3 % en 2024. La bonne dynamique du début d'année 2025 s'est ensuite essoufflée à l'approche des élections. Finalement l'année 2025 se serait soldée par une croissance supérieure à 4 %. Cependant, tous les secteurs ne sont pas logés à la même enseigne. La dynamique est portée par les secteurs exportateurs (pétrole, gaz, mines, agriculture) tandis que les secteurs plus orientés vers la demande locale (construction, industrie manufacturière, commerce) sont à la peine.

La reprise de l'activité, associée à des politiques de prestations sociales ciblées sur les pauvres, a permis de ramener le taux de pauvreté au premier semestre 2025 (32 %) au niveau pré-pandémie, effaçant la hausse brutale observée au premier semestre 2024. La baisse globale des inégalités cache de fortes disparités entre les travailleurs du secteur informel qui ont vu leur revenu réel augmenter, contrairement à ceux du secteur formel privé, et encore plus ceux du secteur public. En outre, compte tenu des coupes dans la fonction publique et des défaillances d'entreprises dans le secteur privé formel, un transfert des travailleurs vers l'informel s'est également opéré. La baisse de la pauvreté s'accompagne malgré tout d'une forme de paupérisation de la population.

Le point le plus critique de la stabilisation macro-financière concerne la politique monétaire et la gestion des réserves extérieures. L'instabilité chronique depuis la crise de 2001-2002 a été auto-entretenu par une défiance vis-à-vis du peso, une forte demande de dollar hors du système financier et un niveau élevé d'épargne privée argentine placée à l'étranger. Combiné à une balance commerciale très dépendante de l'évolution des cours des matières premières, il en a résulté un niveau de réserves de change notoirement insuffisant, à 25 % du niveau adéquat fin 2024 selon le FMI.

En avril 2025, l'Argentine a conclu un nouveau programme financier avec le FMI (20 mds USD) accompagné d'une évolution du régime de change (flexibilisation) et d'un desserrement progressif des contrôles de capitaux. La mise en œuvre du programme a été considérée comme satisfaisante, mais a nécessité une dérogation sur le rythme d'accumulation des réserves extérieures (revue de juillet 2025).

Dans un contexte de réserves insuffisantes, les tensions entre le gouvernement et le Congrès, un scandale de corruption et la défaite aux élections provinciales du Grand Buenos Aires ont exacerbé la volatilité financière avant les élections de mi-mandat. La demande accrue de dollar a fait déraiser le taux de change du peso au-delà de la bande de fluctuations et amené le spread souverain jusqu'à 1500 pbs. Différents artifices ont été utilisés pour stimuler l'offre de dollar et, in fine, c'est l'intervention de l'administration Trump (achat de pesos pour plus de 2 mds USD, annonce d'une ligne de swap USD/ARS de 20 mds USD) qui a permis de stabiliser la situation.

Le résultat des élections de mi-mandat, très favorable à l'administration Milei, a conforté cette stabilisation et offre une fenêtre d'opportunité pour engager certaines réformes clefs concernant le travail, la fiscalité et les pensions. Un enjeu sera d'avoir une politique plus proactive d'accumulation des réserves extérieures, avec des implications éventuelles sur le taux de change.

Un nécessaire développement du secteur financier atrophie

Le faible développement du secteur financier argentin, au regard du niveau de richesse par habitant, est le fruit de facteurs multiples et historiques qui ont généré une véritable défiance de la part des épargnants : crise de la dette en 2001, nouvelle crise financière en 2008, répression financière pour favoriser le financement de l'État, fiscalité sur les transactions financières, etc.

En 2023, la branche d'activité « intermédiation financière » ne comptait que pour 1,6 % du PIB et employait moins de 150 mille personnes (2 % de la population active). Autour de 15 % du PIB, le crédit — bancaire et non bancaire — au secteur privé est quatre fois inférieur à la moyenne des pays pairs d'Amérique latine.

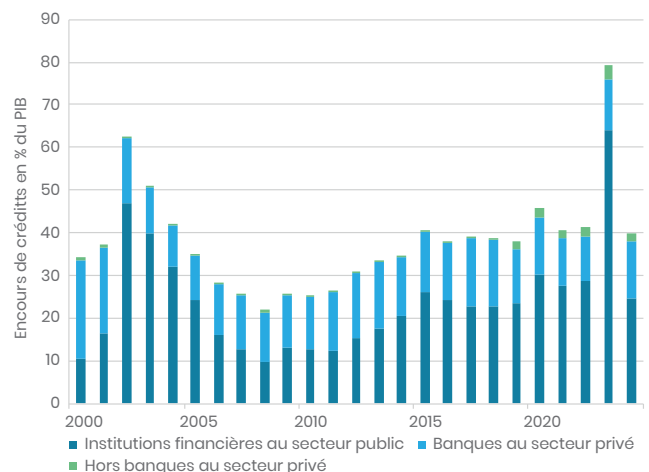
Le secteur bancaire est à la fois très concentré (6 banques représentent les deux tiers des actifs) et fragmenté (avec près de 80 banques). Les ressources et emplois restent à très court terme et, jusqu'à récemment,

le financement du secteur public limitait fortement les interventions auprès du secteur privé. Après 5 années de baisse (2020–2024), le crédit a enfin redémarré en termes réels fin 2024 et le secteur anticipe une poursuite de la croissance (+30 % en termes réels pour 2026).

Le secteur bancaire cohabite avec 13 établissements financiers non bancaires (sociétés financières) dont les deux tiers sont à capitaux étrangers. Leur encours de prêts (2,5 mds USD en septembre 2025) représente moins de 3 % de celui du secteur bancaire. Ces entités voient leur activité progresser plus vite que le secteur bancaire traditionnel, mais elles font face à une qualité de crédit plus dégradée (4 % contre 2 % en mars 2025) et un portefeuille moins bien provisionné (100 % contre 150 %). Compte tenu de leur poids limité, ils ne constituent pas un risque systémique.

La BCRA exerce par ailleurs une surveillance des fournisseurs de crédit non financiers (PCNF), « fiducies financières (FF) et plateformes de services de crédit entre particuliers (PSCP) ». Ce segment représente plus de 500 institutions en mars 2025, dont près de 70 « fintechs » particulièrement actives. L'encours de financement de ces institutions représentait l'équivalent de près de 7 mds USD (au taux de change parallèle) en janvier 2025, soit un montant significativement supérieur aux établissements financiers non bancaires. La dynamique de ce segment est forte dans un contexte où 40 % de l'emploi national est informel. Les niveaux d'irrégularité doivent être surveillés, car ils restent supérieurs à ceux du système financier (8,6 % en janvier 2025 pour les fournisseurs de crédits non financiers).

Graphique 20 – Le financement du secteur public contraint drastiquement l'accès au crédit du secteur privé



Source : Banque mondiale, calculs AFD

Équateur : Les coopératives de crédit peuvent-elles accompagner la reprise économique ?

Benoît Jonveaux — jonveaux@afd.fr

La situation macroéconomique de l'Équateur connaît des signes de stabilisation depuis la fin de l'année 2024. Après la récession de 2 % enregistrée en 2024, la croissance économique a atteint 3,8 % au premier semestre 2025 en parallèle d'un certain dynamisme de l'investissement. Le secteur bancaire traditionnel est contraint par les spécificités liées à la dollarisation et l'environnement réglementaire, ce qui limite sa capacité de financement du secteur privé. A contrario, les coopératives de crédit ont connu un développement rapide au cours des quinze dernières années. Elles affichent une véritable complémentarité avec le secteur bancaire, en particulier pour le soutien au tissu productif des petites entreprises qui peuvent servir de relais de croissance. Les coopératives présentent toutefois des vulnérabilités qui appellent des mesures afin de préserver la stabilité du secteur et sa capacité de financement.

Le modèle économique équatorien a connu au cours des dix dernières années de nombreux chocs et crises : chute des prix du pétrole en 2015-2016, périodes récurrentes d'incertitude politique entre 2017 et 2024, défaut souverain en 2020, montée de l'insécurité et du crime organisé sur l'ensemble de la période et succession de chocs exogènes (séisme de 2016, pandémie de 2020, événements climatiques sévères). Après le dernier épisode de récession qui a vu le PIB reculer de 2 % en 2024, la croissance économique s'est établie à 3,8 % en glissement annuel (g.a.) au premier semestre 2025 et devrait atteindre 3,5 % sur l'ensemble de l'année. Le secteur financier domestique est clé pour accompagner la reprise économique, en soutenant la consommation, mais aussi et surtout l'investissement en vue d'une diversification du modèle productif.

Une reprise économique encourageante, mais des relais de croissance incertains

Le rebond économique observé depuis début 2025 repose sur plusieurs facteurs : stabilisation politique consécutive aux élections générales, maîtrise des comptes publics (déficit contenu à 1,2 % du PIB), soutien renouvelé des bailleurs de fonds (5 Mds USD de décaissements budgétaires attendus sur l'année), bonne performance des exportations hors pétrole (+13 %) et hausse sensible des transferts des travailleurs expatriés (6 Mds USD en 2025 soit 4,6 % du PIB). Signe de cet environnement plus favorable, l'investissement

est reparti à la hausse sur les six premiers mois de l'année 2025 (+7 % g. a.), témoignant de la confiance retrouvée des acteurs économiques et du dynamisme dans certains secteurs d'activité (agriculture, manufacture de biens agroalimentaires pour l'exportation, services). En parallèle, les financements des bailleurs, les exportations de biens et les transferts des migrants entraînent une hausse de la liquidité domestique. La croissance des dépôts bancaires s'est accélérée depuis fin 2024.

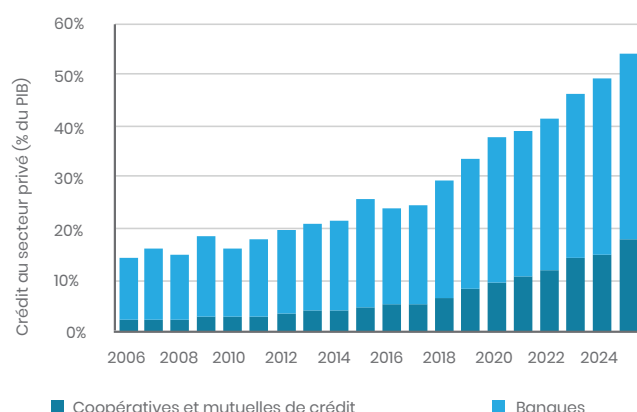
Si les conditions semblent réunies pour soutenir l'activité au cours des prochains trimestres, des difficultés persistent. Outre l'incertitude sur la capacité de l'État à refinancer intégralement sa dette en 2026 et un environnement des affaires encore dégradé, le secteur bancaire traditionnel fait face à des contraintes pour accompagner le financement des entreprises. Il est en effet soumis aux contraintes de l'environnement économique et réglementaire équatorien : la dollarisation entraîne de fortes exigences de liquidité et une maîtrise des risques (qui explique la robustesse du secteur) qui se traduit par une très grande prudence des banques. Par ailleurs, la réglementation bancaire (plafonnement des taux par segment et secteur d'activité et de clientèle, répression financière sur les titres publics) engendre des distorsions de marché qui excluent notamment la clientèle plus informelle et de plus petite taille, pourtant relais potentiel de croissance inclusive et diversifiée. Enfin, l'incertitude persistante héritée de dix années de chocs incite également à une reprise

timide de l'activité de crédit. Malgré la hausse des dépôts enregistrée depuis début 2025, le volume de prêts au secteur privé octroyés par les banques n'a augmenté que de 10 % g.a. en octobre (contre 17 % pour les dépôts). Si ce découplage conforte la position de liquidité des banques, il limite la croissance potentielle de l'économie.

Les coopératives de crédit, un vecteur essentiel, mais fragile du financement de l'économie

La révision de la Constitution en 2008 a officialisé et formalisé le rôle de l'économie populaire et solidaire (EPS) dans l'organisation de la société équatorienne, dont les coopératives et mutuelles de crédit sont le véhicule financier. Ces institutions ont ainsi connu au cours des quinze dernières années une croissance rapide, qui en font un vecteur majeur de financement de l'économie. Leur portefeuille de prêts (passé de 2 Mds USD fin 2010 à 20 Mds USD mi-2025) représentait un peu moins de 15 % du crédit total au secteur privé au début des années 2010 contre près de 30 % en 2025, et leurs actifs consolidés pèsent pour 24 % du PIB.

Graphique 21 – Un poids croissant des coopératives et mutuelles de crédit dans le financement de l'économie



Source : BCE, Asobanca, FMI, calculs AFD

Le développement des coopératives a permis de servir un segment de la demande de crédit sur lequel les banques traditionnelles étaient peu présentes. Elles se sont ainsi positionnées sur le crédit à la

consommation (52 % de leur portefeuille de prêts contre 40 % pour les banques) et sur le microcrédit (38 % pour les coopératives contre 7 % pour les banques). Cela a notamment contribué à accroître l'inclusion financière, passée de 37 % au début des années 2010 à près de 65 % fin 2024, et de contribuer au développement économique et à la réduction de la pauvreté. Par ailleurs, elles sont restées relativement actives lors des crises économiques, en particulier lorsque l'activité de crédit des banques a connu un recul en 2009, 2016 et 2020.

Le poids croissant des près de 400 coopératives existantes appelle toutefois l'attention à plusieurs égards. D'abord parce qu'elles restent structurellement plus fragiles que les banques traditionnelles : moins rentables (rentabilité des fonds propres de 4,3 % contre 10,7 % pour les banques en 2025), elles affichent un taux de créances douteuses élevé (8,2 % des prêts bruts contre 4,3 % pour les banques) assorti d'un plus faible, bien que confortable, ratio de provisionnement (101 % contre 188 % pour les banques). Ensuite parce que les coopératives opèrent sous un régime de supervision et de réglementation différencié alors même que les plus grandes d'entre elles ont une activité et un bilan se rapprochant de ceux des banques du *Tier 1* : 8 coopératives dépassent 750 M USD d'actifs et la plus importante affiche un bilan de 3,7 Mds USD qui en fait la 7^e institution financière du pays. Cela accroît le risque systémique, comme en témoigne la faillite de CREA (bilan de 250 M USD), pourtant parmi les établissements à supervision renforcée, à l'été 2025. Enfin, l'activité des coopératives marque le pas depuis début 2024, avec un taux de croissance du crédit bien inférieur aux moyennes observées depuis quinze ans. Cela pourrait révéler les limites opérationnelles et financières de ces institutions, et leur exposition aux conditions économiques locales (conditions climatiques pour le secteur agricole, insécurité pour le commerce en particulier). Les réformes législatives et réglementaires mises en œuvre par les autorités en 2024-2025 en matière d'harmonisation et de renforcement de la supervision, de gouvernance du secteur, d'exigences de LCB-FT et de mécanismes de résolution devraient permettre de mieux encadrer le secteur afin qu'il puisse continuer d'accompagner le développement économique de l'Équateur.

Liste des sigles et abréviations

AGOA	African Growth and Opportunity Act
ALENA	Accord de libre-échange nord-américain
BRI	Banque des Règlements Internationaux
CAR	Capital Adequacy Ratio
CNUCED	Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement
CPEC	China-Pakistan Economic Corridor
EIU	Economist Intelligence Unit
FCP	Fonds commun de placement
FSB	Financial Stability Board
FMI	Fonds Monétaire International
g.a.	Glissement annuel
GAFI	Groupe d'action financière
GEPF	Government Employees Pension Fund
G20	Groupe des vingt, forum intergouvernemental composé des dix-neuf pays les plus développées plus l'Union européenne
IA	Intelligence artificielle
IRA	Inflation Reduction Act
KSh	Shilling kenyan
LCB-FT	Lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme
Mbj	Million de barils par jour
NBFI	Non-Bank Financial Institutions
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Economique
OCER	Prêts non performants nets de provisions rapportés aux fonds propres
OPEP	Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole
Pb	Point de base
PED	Pays émergents et en développement
PFR	Pays à faible revenu
PIB	Produit intérieur brut
PNP	Prêts non performants
Pp	Point de pourcentage
PRITI	Pays à revenu intermédiaire de la tranche inférieure
PRITS	Pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure
ROA	Return On Assets
SACCOs	Savings and Credit Co-operatives
USAID	U.S. Agency for International Development
USD	Dollar des Etats-Unis
WEO	World Economic Outlook

Liste des graphiques et tableaux

Graphique 1 : Ralentissement du commerce mondial après une bonne dynamique au S1 2025

Graphique 2 : Discrimination tarifaire des États-Unis à l'égard des PED

Tableau 1 : Bonne tenue des projections de croissance mondiale à court terme

Graphique 3 : Détente des conditions financières internationales en 2025

Graphique 4 : Bonne tenue des cours des minerais, pressions à la baisse sur le pétrole

Graphique 5 : Érosion tendancielle et prospective de la croissance économique mondiale

Graphique 6 : Risques inflationnistes latents dans les pays développés, notamment aux États-Unis

Graphique 7 : Forward guidance des politiques monétaires compliquée par l'incertitude forte

Graphique 8 : Baisse de la part de dette fédérale US détenue par les non-résidents

Graphique 9 : Exubérance des marchés actions US et tensions sur le marché obligataire

Graphique 10 : Volatilité des cryptoactifs

Graphique 11 : Des acteurs financiers non bancaires au cœur de l'architecture financière

Graphique 12 : Poids non négligeable du crédit non bancaire dans les pays émergents

Graphique 13 : Structure de la dette publique sud-africaine par type de créanciers

Graphique 14 : Exposition des acteurs financiers kenyans aux titres souverains en proportion de leurs actifs

Graphique 15 : Les actifs liés aux Global Business Companies sont disproportionnés par rapport à la taille du PIB mauricien

Graphique 16 : Cambodge : Baisse des profits nets par prêt, hausse des ratios de PNP

Graphique 17 : Le secteur financier de l'Inde est relativement profond

Graphique 18 : Le secteur financier (bancaire et non bancaire) de l'Indonésie est peu profond

Graphique 19 : Turquie : Un système financier dominé largement par les banques

Graphique 20 : Argentine : Le financement du secteur public contraint drastiquement l'accès au crédit du secteur privé

Graphique 21 : Equateur : Un poids croissant des coopératives et mutuelles de crédit dans le financement de l'économie

Code ISO-3	Pays	Code ISO-3	Pays	Code ISO-3	Pays
AFG	Afghanistan	GIN	Guinée	PAK	Pakistan
ZAF	Afrique du Sud	GNQ	Guinée équatoriale	PAN	Panama
ALB	Albanie	GNB	Guinée-Bissau	PLW	Palaos
DZA	Algérie	GUY	Guyana	PNG	Papouasie-Nouvelle-Guinée
AGO	Angola	HTI	Haïti	PRY	Paraguay
ATG	Antigua-et-Barbuda	HND	Honduras	PER	Pérou
ARG	Argentine	COK	Iles Cook	PHL	Philippines
ARM	Arménie	MHL	Iles Marshall	CAF	République centrafricaine
AZE	Azerbaïdjan	SLB	Iles Salomon	COD	République démocratique du Congo
BHS	Bahamas	IND	Inde	DOM	République dominicaine
BGD	Bangladesh	IDN	Indonésie	RWA	Rwanda
BRB	Barbade	IRQ	Irak	LCA	Sainte-Lucie
BLZ	Belize	IRN	Iran	VCT	Saint-Vincent et les Grenadines
BEN	Bénin	JAM	Jamaïque	SLV	El Salvador
BTN	Bhoutan	JOR	Jordanie	WSM	Samoa
BLR	Biélorussie	KAZ	Kazakhstan	STP	Sao Tomé-et-Principe
MMR	Birmanie	KEN	Kenya	SEN	Sénégal
BOL	Bolivie	KGZ	Kirghizistan	SRB	Serbie
BIH	Bosnie	KIR	Kiribati	SYC	Seychelles
BWA	Botswana	KSV	Kosovo	SLE	Sierra Leone
BRA	Brésil	LAO	Laos	SGP	Singapour
BFA	Burkina Faso	LSO	Lesotho	SOM	Somalie
BDI	Burundi	LBN	Liban	SDN	Soudan
KHM	Cambodge	LBR	Liberia	SSD	Soudan du Sud
CMR	Cameroun	LBY	Libye	LKA	Sri Lanka
CPV	Cap-Vert	MKD	Macédoine du Nord	SUR	Suriname
CHN	Chili	MDG	Madagascar	SYR	Syrie
CHN	Chine	MYS	Malaisie	TJK	Tadjikistan
COL	Colombie	MWI	Malawi	TZA	Tanzanie
COM	Comores	MDV	Maldives	PSE	Palestine
COG	Congo	MLI	Mali	TCD	Tchad
CRI	Costa Rica	MAR	Maroc	THA	Thaïlande
CIV	Côte d'Ivoire	MUS	Maurice	TLS	Timor-Leste
CUW	Cuba	MRT	Mauritanie	TGO	Togo
DJI	Djibouti	MEX	Mexique	TON	Tonga
DMA	Dominique	FSM	Micronésie	TTO	Trinité-et-Tobago
EGY	Egypte	MDA	Moldavie	TUN	Tunisie
ECU	Equateur	MNG	Mongolie	TUR	Turquie
ERI	Erythrée	MNE	Monténégro	TUV	Tuvalu
SWZ	Eswatini	MOZ	Mozambique	UKR	Ukraine
ETH	Ethiopie	NAM	Namibie	URY	Uruguay
FJI	Fidji	NRU	Nauru	VUT	Vanuatu
GAB	Gabon	NPL	Népal	VNM	Vietnam
GMB	Gambie	NIC	Nicaragua	VEN	Venezuela
GEO	Géorgie	NER	Niger	YEM	Yémen
GHA	Ghana	NGA	Nigeria	ZMB	Zambie
GRD	Grenade	UGA	Ouganda	ZWE	Zimbabwe
GTM	Guatemala	UZB	Ouzbékistan		

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

Gaëlle Balineau, Christophe Barat, Sylvain Bellefontaine, Hélène Ehrhart, Lise Enezian, Julien Gourdon, Vincent Joguet, Benoît Jonveaux, Amaury Mulliez, Alix Vigato

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

Date de fin de rédaction : 15/01/2026

Avertissement

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