

PAYS ÉMERGENTS ET EN DÉVELOPPEMENT : COMMENT RÉSISTERONT-ILS AU CHOC ÉNERGÉTIQUE ?

Comme en 2022, le choc énergétique va affecter les économies émergentes et en développement. Aujourd'hui comme hier, c'est un jeu à somme négative entre pays importateurs et pays exportateurs. De plus, bien qu'il s'agisse d'un choc d'offre, les banques centrales des pays émergents pourraient durcir leur politique si elles devaient contrer des pressions à la baisse sur les taux de change, pour éviter une accélération trop forte de l'inflation. Toutefois, par rapport à 2022, il existe des facteurs atténuants : 1/ l'absence de choc sur les prix des matières premières agricoles jusqu'à présent ; 2/ l'IA, qui constitue un moteur de croissance exogène pour les pays d'Asie notamment, et 3/ la Fed sera plus conciliante qu'en 2022 face à l'accélération attendue de l'inflation. Au regard de la solvabilité et de la liquidité des finances publiques et des comptes extérieurs, les émergents ne sont pas plus vulnérables qu'en 2022. En revanche, certains pays en développement le restent. L'impact sur les balances énergétiques entraîne des tensions sur les taux d'intérêt et les taux de change mais elles restent, pour le moment, limitées.

Quatre ans presque jour pour jour après l'intervention militaire de la Russie en Ukraine en 2022, les économies émergentes vont subir les conséquences d'un nouveau choc externe de même nature : une envolée des prix du pétrole et du gaz combinée à une interruption de l'approvisionnement en provenance des pays du Golfe. Le choc stagflationniste dépendra évidemment à la fois de l'ampleur de la hausse des prix et de la durée du conflit. Au-delà de quelques semaines de tensions, quel sera le choc de croissance et d'inflation pour les économies émergentes ? Comment sont affectées leurs conditions financières ? Les économies émergentes sont-elles plus vulnérables qu'en 2022 ?

UN CHOC STAGFLATIONNISTE

Que le scénario soit celui d'une hausse modérée mais permanente des prix du pétrole ou celui d'une hausse très forte mais transitoire, les simulations macroéconomiques montrent que l'impact négatif sur la croissance des pays importateurs nets est largement supérieur à l'effet positif pour les pays exportateurs nets. Dans le premier scénario, il n'y aurait même aucun effet positif pour les pays exportateurs.

En effet, un choc de prix de matières premières n'est jamais un jeu à somme nulle. Ainsi, en 2022, la croissance des pays émergents et en développement avait atteint 4,3% contre 7% en 2021, alors qu'en octobre 2021 le FMI ne prévoyait qu'une décélération de 1,5 point (de 6,4% à 5,1%).

Par rapport à 2022, trois facteurs modérateurs sont à souligner. Premièrement, l'envolée des prix des hydrocarbures ne s'est pas diffusée aux prix des principales matières premières agricoles (blé, maïs, coton, riz). Deuxièmement, même si les pays d'Asie pâtissent directement des ruptures d'approvisionnement, tout comme les pays d'Afrique, ils bénéficient plus que les autres du développement de l'intelligence artificielle ; en 2022, un tel moteur de croissance n'existait pas. Troisièmement, même si l'inflation réaccélère, un durcissement monétaire aux États-Unis comparable à celui de 2022 est improbable.

Trois facteurs de risque entrent aussi en jeu. Les prix des hydrocarbures ont entraîné ceux des matières dérivées du pétrole qui entrent dans la composition des engrais. On peut donc craindre une propagation aux prix des matières agricoles à travers la hausse du coût de ces intrants de production. Deuxièmement, si le conflit se prolongeait, les ruptures d'approvisionnement affecteraient l'ensemble des secteurs d'activité en Asie où, à l'exception de la Chine, les stocks de pétrole brut ne dépassent pas deux mois, mais aussi en Afrique (en Afrique du Sud, le ratio est de deux semaines seulement). Troisièmement, confrontées à une accélération de l'inflation et à des pressions sur les taux de change, les banques centrales des pays émergents pourraient durcir leur politique monétaire.

L'impact *a priori* négatif sur l'inflation va résulter d'effets multiples qui peuvent en partie mutuellement s'atténuer. Toutefois, contrairement à l'impact sur la croissance, la hausse du coût de l'énergie affectera *a priori* autant les pays exportateurs que les pays importateurs.

L'impact direct sur l'inflation va dépendre à la fois i/ de la part de l'énergie dans les indices de prix, ii/ de l'évolution du taux de change contre dollar US, et iii/ de la mise en place (ou du renforcement) de mécanismes d'atténuation de la hausse des prix de l'énergie pour les consommateurs ou les producteurs. De plus, l'impact total du choc résultera de la propagation à l'ensemble des prix : il sera d'autant plus fort que le niveau d'inflation sera élevé et/ou que l'économie sera en haut de cycle.

Pour les pays émergents, la part de l'énergie dans les indices des prix à la consommation est comprise entre 7% et 13%. L'impact mécanique de la hausse des cours des hydrocarbures serait donc loin d'être négligeable¹.

La plupart des économies émergentes ont atteint la phase intermédiaire de leur cycle conjoncturel. Elles ne sont donc ni en bas de cycle, ni en haut de cycle (les *output gap* sont soit modérément positifs², soit modérément négatifs). Les effets de propagation à l'ensemble des prix ne seraient pas exacerbés par une situation de surchauffe. De plus, les dépréciations des taux de change restent contenues (-1,5% en médiane contre USD depuis le 27 février). Enfin, nombre de pays disposent d'un mécanisme de limitation de la hausse des prix (Chine) ou réintroduisent un système de compensation *via* une baisse des taxes ou une hausse des subventions (Croatie, Hongrie, Indonésie, Turquie). Certains pays ont même décidé de mesures de rationnement pour limiter la consommation de carburant. Ces mesures de compensation atténueront l'impact négatif du choc sur l'inflation et la consommation des ménages, mais au prix d'une détérioration des finances publiques ou au détriment des compagnies de raffinage.

DES CONDITIONS FINANCIÈRES PEU AFFECTÉES DANS L'ENSEMBLE

Le conflit a provoqué des tensions sur les taux d'intérêt domestiques. La hausse est modérée en Asie (inférieure ou égale à 35 points de base [pb] sauf pour les Philippines avec +70 pb).

1 À titre d'illustration, la Turquie présente toutes les caractéristiques d'une économie très sensible aux chocs de prix de l'énergie. Sa Banque centrale estime qu'une hausse permanente des prix du pétrole uniquement de 10% entraînerait un surplus d'inflation d'environ 1 point de pourcentage (pp) au bout d'un an. Les estimations d'économistes locaux sont comprises entre 4 et 6 pp, avec des hypothèses de prix du baril de Brent de USD 85 ou USD 100 maintenus au moins 1 an, même en tenant compte du mécanisme de barème mobile qui permet d'atténuer les hausses de cours qui est très généreux pour les consommateurs (jusqu'à 75%).

2 À l'exception de pays d'Asie bénéficiant du boom de l'IA comme Taïwan.



ÉDITORIAL

4

Elle l'est également au Brésil et au Mexique (+40 pb). Les pays les plus affectés sont ceux d'Europe centrale et l'Afrique du Sud avec des hausses comprises entre 55 et 70 pb (Hongrie) et, surtout, la Turquie avec +135 pb. Les marchés anticipent donc une accélération de l'inflation, suivie d'un durcissement monétaire plus rapide qu'en Asie, ce qui serait cohérent avec ce qui s'est passé en 2022. La Turquie est particulièrement affectée en raison du fort coefficient de transmission des variations de change à l'inflation (*pass-through*)³ et de propagation à l'ensemble des prix.

En revanche, les primes de risque ont très peu réagi, y compris concernant les pays du Golfe (à l'exception de Bahreïn⁴). Dans les pays où elles ont augmenté, les primes de CDS se sont élargies généralement de moins de 15 points de base⁵. Sur les deux premiers mois de l'année, les États ont émis sans aucune difficulté de la dette internationale. Toutefois, le risque d'un *fly to quality* ne peut pas être écarté car les investissements de portefeuille ont été importants jusqu'en février 2025.

LA VULNÉRABILITÉ DES PAYS ÉMERGENTS ET EN DÉVELOPPEMENT PAR RAPPORT AU PRÉCÉDENT CHOC DE 2022

La vulnérabilité des économies émergentes à un choc externe se mesure à l'aune de la solvabilité des États et de la capacité de résistance de leurs comptes extérieurs. Mais les pays émergents et en développement sont-ils plus vulnérables qu'en 2022 ?

La solvabilité des États ne s'est que marginalement dégradée

Sur un échantillon de 43 pays émergents (dont les pays industrialisés d'Asie et les pays d'Europe centrale membres de la zone euro, et hors Ukraine), la dette publique rapportée au PIB a augmenté de 5 points, voire plus dans 25% des cas. Mais la charge d'intérêts rapportée au revenu n'a augmenté significativement que pour six pays (de 5 points de pourcentage ou plus). La solvabilité des États *stricto sensu* ne s'est détériorée que marginalement alors que leurs dettes ont augmenté.

Par ailleurs, malgré le dynamisme des flux d'investissements de portefeuille des non-résidents, la part de la dette souveraine en monnaie locale détenue par ces derniers a diminué depuis 2022 dans la très grande majorité des pays. L'exposition au risque de change s'est réduite également, la dette en devises (en pourcentage du PIB) n'ayant augmenté de plus de 5 points de PIB que pour cinq pays, ce qui peut expliquer la hausse modérée des primes de CDS.

Sur la base de ces indicateurs, l'Égypte et le Pakistan sont les pays les plus fragiles de notre échantillon. Le premier l'est en raison d'une très forte augmentation de la charge de la dette, qui absorbe plus de la moitié des revenus du pays. Le second en raison également d'une hausse de la charge d'intérêts, combinée à une possible hausse des subventions, qui pourrait remettre en cause le soutien du FMI.

En Argentine, les finances publiques restent le maillon faible des pays émergents. Non pas en raison d'une dégradation de la solvabilité de l'État, bien au contraire, mais en raison d'une faiblesse des réserves de change au regard du remboursement de sa dette en dollars US (problème de liquidité en dollars).

Le risque de défaut lié à une dégradation de la solvabilité concerne surtout les pays à faibles revenus. En effet, ces derniers cumulent souvent une forte augmentation de leur dette publique, y compris en devises, ayant entraîné un gonflement de la charge d'intérêts (qui était déjà élevée en 2022). C'est le cas du Bangladesh, du Nigeria et, surtout, du Sénégal.

Une capacité de résistance des comptes extérieurs sauf pour les pays à faibles revenus en déficit

En première analyse, la capacité de résistance des comptes extérieurs d'un pays dépend de l'ampleur de l'impact du choc sur la balance énergétique, mais aussi de l'importance du déficit courant et de la liquidité en devises des banques centrales.

Pour les pays émergents de notre échantillon, les balances énergétiques (pétrole, gaz et produits pétroliers) sont déficitaires en Europe centrale et en Turquie (entre -1,5% et -3,6% du PIB), mais aussi en Asie (entre -1,4% et -5,9% du PIB). Selon l'hypothèse conservatrice d'une hausse des prix des hydrocarbures de 40% en moyenne cette année par rapport à la moyenne 2025 (prix du baril maintenu à USD 100), l'alourdissement de la facture énergétique atteindrait entre 0,8 et 2,3 points de PIB pour les pays d'Asie, et entre 0,5 et 1 point de PIB pour les pays d'Europe centrale et la Turquie. Néanmoins, pour les pays avec les déficits de la balance énergétique les plus élevés, les soldes courants sont soit en excédent (Corée du Sud, Thaïlande), soit inférieur au seuil d'alerte de 5% du PIB (ce qui est le cas de la plupart des pays d'Europe centrale à l'exception de la Roumanie). Sur notre échantillon de 43 pays, la proportion de pays avec un déficit courant supérieur ou égal à 3% est la même en 2025 qu'en 2022. En Amérique latine, la balance énergétique est même excédentaire en Argentine, au Brésil et en Colombie, et les déficits des autres pays sont faibles.

Les réserves de change des banques centrales des pays émergents étaient généralement plus importantes fin 2025 qu'elles ne l'étaient fin 2022. En termes de mois d'importations de biens et services et autres paiements courants, elles sont, au mieux, restées stables mais en règle générale les ratios sont supérieurs à cinq mois.

Pour les pays émergents, le risque d'une crise de la balance des paiements liée à un gonflement de la facture énergétique est *a priori* faible. L'Argentine, l'Égypte, le Pakistan et l'Ukraine ont malgré tout besoin d'un soutien des institutions financières et de grandes banques internationales pour assurer le service de leur dette extérieure. Le Pakistan est particulièrement vulnérable car ses réserves de change sont, de ce point de vue, insuffisantes. Pour les pays avec un déficit courant élevé, l'alourdissement de la facture énergétique peut, en revanche, générer des pressions à la baisse sur les taux de change.

Les pays à faibles revenus sont les plus vulnérables au choc des prix de l'énergie, soit parce que leur déficit énergétique est très élevé (Cambodge, Laos), soit parce que leurs réserves de change sont faibles par rapport au service de la dette extérieure (Sri Lanka). De plus, nombre de pays d'Afrique subsaharienne s'approvisionnent très largement auprès des pays du Golfe et ne disposent pas de réserves de pétrole.

François Faure

3 Pour l'instant, la livre turque a mieux résisté que les devises d'Europe centrale (-0,4% contre dollar US depuis le 27/02) grâce aux interventions de la Banque centrale. Mais le coefficient de *pass-through* est de 0,4 contre entre 0,1 et 0,2 pour les principaux pays d'Europe centrale et l'Afrique du Sud.

4 Sauf pour Bahreïn (+35pb)

5 Avec Bahreïn, les autres exceptions sont l'Égypte (+46 pb), l'Argentine et la Turquie (+25 pb chacune).



BNP PARIBAS

la banque
d'un monde
qui change