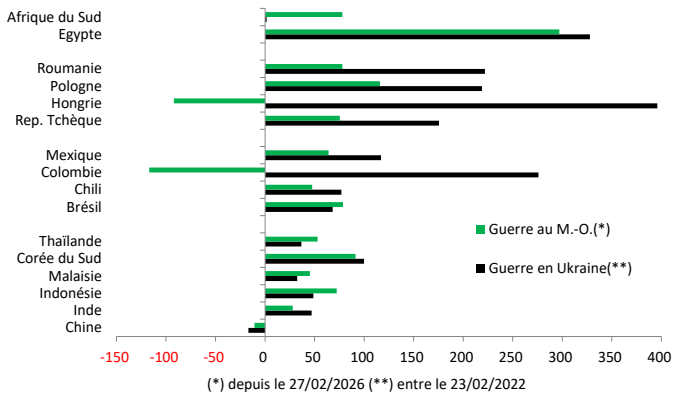
PAYS ÉMERGENTS : QU'EST-CE QUI EXPLIQUE LA BONNE TENUE DES CONDITIONS DE FINANCEMENT FACE AU CHOC ÉNERGÉTIQUE ?

François Faure

Six mois se sont écoulés depuis le début de l'intervention militaire des États-Unis et d'Israël en Iran et au Liban. Quel bilan peut-on dresser de l'impact de ce choc externe sur les conditions de financement des États des principaux pays émergents et sur l'évolution des taux de change ? Et quels parallèles peut-on dresser avec le choc énergétique de 2022 ?

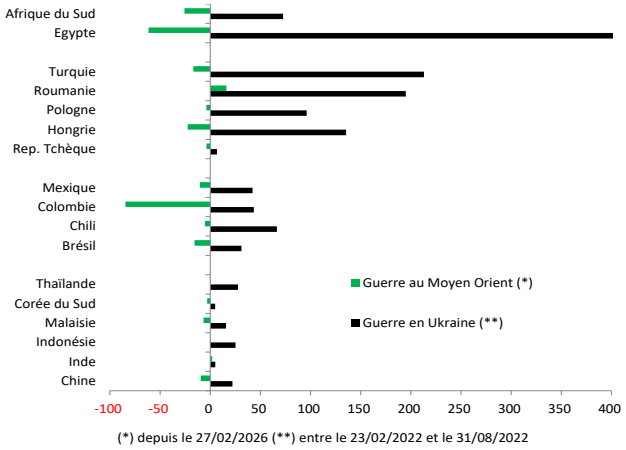
Meilleure résistance financière des pays émergents au choc du Moyen-Orient

Évolution des rendements des obligations d'État à 10 ans (points de base)



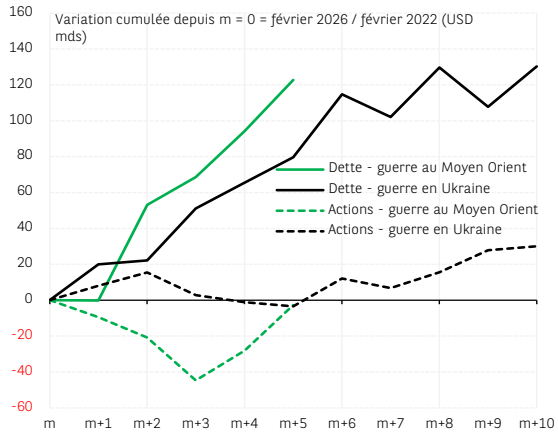
GRAPHIQUE 1

Évolution des primes de CDS-5 ans (points de base)



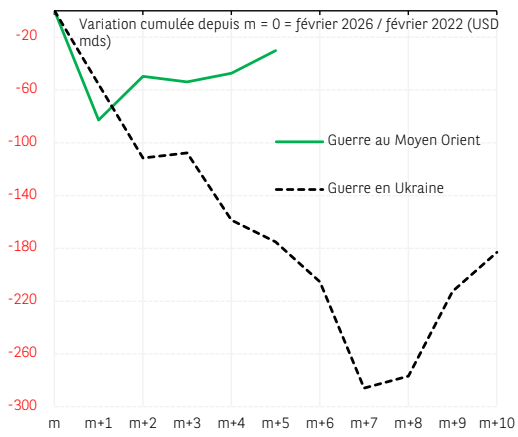
GRAPHIQUE 2

Investissements de portefeuille des non-résidents dans les pays émergents hors Chine, Corée du Sud et Taïwan



GRAPHIQUE 3

Réserves officielles de change des pays émergents hors Chine, Corée du Sud et Taïwan



GRAPHIQUE 4

SOURCES : INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE, LSEG, MACROBOND

Les conditions de financement et les taux de change résistent mieux en 2026 qu'en 2022…

En ce qui concerne le coût de financement domestique en monnaie locale, de loin la principale source de financement des États, les rendements obligataires ont moins augmenté, surtout pour les pays d'Asie, la seule exception étant la Turquie (graphique 1)[1]. L'explication principale est qu'en 2022, confrontées à une poussée rapide de l'inflation, presque toutes les banques centrales avaient relevé leur taux directeur. Elles sont, au contraire, peu nombreuses à le faire depuis février, et certaines ont même poursuivi leur cycle d'assouplissement.

Mais les écarts par rapport aux rendements de référence (américains ou allemands) se sont réduits pour pratiquement tous les pays (en dehors de la Turquie), alors qu'en 2022, au contraire, ces écarts s'étaient élargis pour les pays d'Europe centrale.

Cela s'explique par la réaction des marchés qui s'inquiètent autant, voire plus, de la dégradation des finances publiques des pays avancés que de celle des pays émergents. De fait, les rendements obligataires en termes réels[2] des pays d'Asie de l'échantillon sont actuellement du même ordre de grandeur qu'à la fin de l'année 2019 (avant la succession des chocs externes survenus depuis la Covid et le gonflement quasi-général des ratios de dette publique). En revanche, ceux des pays avancés sont passés du négatif au positif.

En ce qui concerne le coût de financement externe en devises, mesuré par les rendements obligataires de référence (la base) augmentés des primes de risque (mesurées par les primes de *CDS*), la base a évidemment augmenté avec la normalisation des rendements obligataires des pays avancés depuis 2022. Mais les primes de risque ne se sont pas élargies depuis la fin février, alors qu'elles s'étaient tendues pour la grande majorité des pays en 2022 (graphique 2). Enfin, les devises se sont moins dépréciées par rapport à 2022 et la plupart se sont même réappréciées depuis la fin du printemps ou le début de l'été passé. Au total, les conditions de financement se sont moins détériorées qu'en 2022.

… grâce notamment au soutien des investissements des non-résidents sur les marchés obligataires locaux

D'après les estimations de l'IIF, les investissements de portefeuille des non-résidents en titres de dette et en actions dans les pays émergents ont mieux résisté cette année qu'en 2022 (graphique 3), si on exclut de l'échantillon la Chine (en raison de son poids prépondérant) ainsi que la Corée du Sud et Taïwan qui sont, de loin, les pays les plus avancés de l'échantillon de l'IIF[3], et dont les sorties d'investissements des marchés d'actions ont été massives depuis mars[4]. Sur cet échantillon corrigé, la hausse des investissements en titres de dette a été sensiblement plus importante qu'en 2022, tandis que les évolutions des investissements en actions ont été équivalentes, au global, ce qui est cohérent avec le moindre élargissement des rendements obligataires en monnaie locale et la moindre dépréciation des devises.

Pour les pays d'Asie les plus avancés, les excédents commerciaux ont compensé les sorties d'investissements de portefeuille en actions des non-résidents

Les évolutions comparées des réserves de change et des balances commerciales - les seules informations disponibles sur les balances de paiements autres que les investissements de portefeuille des non-résidents pour tous les pays de l'échantillon sur les 5-6 mois écoulés - apportent des compléments d'information. Les évolutions des réserves de change (graphique 4) confirment *a priori* le message d'une meilleure résistance des taux de change[5]. Celles des balances commerciales ne montrent, elles, aucune différence. Cependant, pour la Corée du Sud et, dans une moindre mesure, Taïwan, le gonflement des excédents commerciaux (grâce notamment au boom de l'IA) explique la réappréciation des taux de change au cours de l'été, malgré des sorties d'investissements de portefeuille jusqu'en juillet[6].

francois.faure@bnpparibas.com

1 La Turquie est un cas très particulier car les évolutions portent la marque des chocs externes mais également du risque politique domestique.
2 *i.e.* diminués de l'inflation sous-jacente.
3 L'échantillon de l'IIF ne comprend ni Hong Kong, ni Singapour.
4 USD 88 mds pour la Corée du Sud, USD 53 mds pour Taïwan.
5 Le lien entre baisse des réserves de change et dépréciation des taux de change ne vaut qu'en régime de change flottant pur ou géré (*i.e.* avec interventions ponctuelles de la banque centrale) ; en régime de change fixe, la défense du taux de change va de pair avec une baisse des réserves de change de la banque centrale. Les pays émergents de l'échantillon fonctionnent tous en régime de change flottants pur ou géré.
6 Ainsi, de janvier à août, la balance commerciale de la Corée affiche un excédent cumulé d'un peu plus de USD 200 mds, contre un déficit de 25 mds en 2022.

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOINSIGHT
Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOPERSPECTIVES
Analyses et prévisions des principales économies, développées et émergentes

ECOFLASH
Un indicateur, un évènement économique majeur

ECOWEEK
L'actualité économique de la semaine et plus...

ECOCHARTS
Panorama mensuel des dynamiques d'inflation au sein des principales économies développées

ECOATLAS
Les chiffres clés de l'économie française comparés à ceux des principaux pays européens

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE
Un graphique hebdomadaire illustrant des points saillants de l'économie

ECOTV
Quel est l'évènement du mois ?
La réponse dans vos quatre minutes d'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE
Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

Bulletin publié par les Études Économiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre
Directrice de la rédaction : Isabelle Mateos y Lago
Copyright image : Rahul Sapra

Les informations et opinions contenues dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ni aucune de ses filiales ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur adéquation à un usage particulier, et ces informations n'ont pu faire l'objet d'une vérification indépendante par BNP Paribas ou par toute autre personne. BNP Paribas, l'ensemble de ses filiales, affiliées ou ses membres, dirigeants, mandataires, agents ou employés, décline toute responsabilité ou obligation, et ne fait aucune déclaration ou garantie, expresse ou implicite, quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations ou des opinions fondées sur celles-ci contenues dans ce document, lequel ne saurait être utilisé à ce titre. Ce document ne constitue pas une recherche, telle que définie par MIFID II, et ne fait partie d'aucune offre de vente ou d'émission, ni ne constitue une sollicitation d'offre d'achat de tout instrument financier ; ni ce document, ni toute partie de celui-ci, ni le fait même de sa diffusion, ne sauraient servir de base, ou être utilisés, en relation avec un contrat ou une décision d'investissement. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées à l'intention des destinataires, mais ne sauraient être considérées comme faisant autorité ou être substituées au jugement de tout destinataire, et sont susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification. En fournissant ce document, BNP Paribas ne propose aucun conseil en investissement, financier, juridique, fiscal ou autre, et n'est tenue à aucune obligation fiduciaire envers les destinataires. Toute référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future, laquelle peut être supérieure ou inférieure aux résultats antérieurs. Toute simulation de performance passée ou hypothétique est le résultat d'estimations effectuées par BNP Paribas, à un moment donné, sur la base de paramètres, de conditions de marché et de données historiques sélectionnés par BNP Paribas, et ne saurait servir de guide, de quelque manière que ce soit, pour les performances futures. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations, même si elle a été informée de la possibilité de telles pertes. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas est susceptible d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document y figurent au titre d'information. Toutefois, de nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions puissent être réalisées à ces prix, ces données étant susceptibles de changer rapidement. BNP Paribas est susceptible de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents, ou inversement. BNP Paribas, ses dirigeants et employés peuvent exercer, ou avoir exercé, des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

BNP Paribas est constituée en France sous forme de société anonyme, et agréée et supervisée en tant qu'établissement de crédit par la Banque centrale européenne (BCE) et en tant que prestataire de services d'investissement par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009 Paris, France.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site : https://globalmarkets.bnpparibas.com.

Pour les mentions légales spécifiques par pays (États-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taïwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez saisir l'URL suivante pour accéder aux mentions légales applicables : https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2026). Tous droits réservés.

pour vous abonner à nos publications :
ÉTUDES ECONOMIQUES

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change