

# Perspectives

N°26/183– 21 septembre 2026

## Pays émergents : Covid-19, la dette en héritage

### *Un panorama de la dette dans les économies émergentes*

Les chocs exogènes se multiplient depuis la Covid-19 et font peser un risque sur les dynamiques d'endettement partout dans le monde. Depuis 2019, cette succession de chocs, communs mais non symétriques (pandémie, guerre en Ukraine, hausse des prix des matières premières, resserrement monétaire mondial et appréciation du dollar) a eu des effets hétérogènes selon la structure des économies et des financements.

Dans l'ensemble, la période se caractérise par une nette hausse initiale de la dette publique en 2020, suivie d'une stabilisation partielle des ratios dette/PIB à partir de 2021-2022. Cette amélioration apparente masque toutefois des vulnérabilités persistantes : coût de la dette plus élevé, maturités plus courtes dans certains pays, et, pour les emprunteurs les plus fragiles, accès plus limité aux financements extérieurs.

La dette externe a, de son côté, continué de progresser en valeur dans de nombreux pays, mais le changement majeur depuis 2022 tient moins au niveau des encours qu'à la dégradation des conditions de financement. La remontée des taux américains et européens, le renforcement du dollar et l'aversion au risque des investisseurs ont fait augmenter les *spreads* souverains et les coûts de refinancement.

Pour les économies dépendantes de ressources en devises (exportations de matières premières, tourisme, envois de fonds ou entrées de capitaux), la soutenabilité de la dette dépend donc davantage de la capacité à générer des recettes externes, à maintenir des réserves de change adéquates, et à préserver la confiance des investisseurs.

Le principal risque à court terme dans les pays émergents n'est pas une crise généralisée, mais

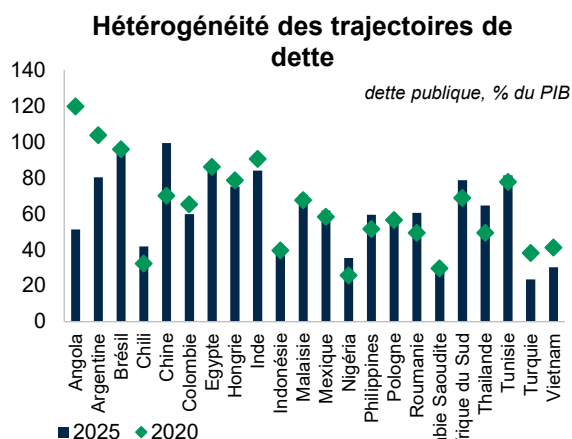
plutôt celui d'un accident de refinancement parmi certains souverains considérés comme pays « frontières » par les marchés. Cette segmentation entre grands pays perçus comme plus solides, et souverains frontières plus fragiles, traduit surtout des vulnérabilités nationales – dette publique, inflation, position extérieure, dette en devises, gouvernance, qualité du crédit, etc. Il n'y a donc pas, pour l'instant, une méfiance indiscriminée de la classe d'actifs émergente.

Néanmoins, le *nexus* souverain-banques et les passifs quasi-publics sont à surveiller, car, dans de nombreux pays, ils prennent le relais du risque externe classique. Pour d'autres, le canal de stress reste plus classiquement le taux de change, l'inflation et les sorties de portefeuille. Et surtout, la configuration actuelle de la double guerre en Iran et en Ukraine est particulièrement défavorable aux importateurs nets d'énergie et/ou de céréales, à régime de change peu flexible. Enfin, les réductions d'aide bilatérale augmentent le besoin de financement des PMA, au moment où les créanciers privés deviennent de plus en plus sélectifs. Le FMI estime qu'environ 15% des pays à faible revenu sont déjà surendettés et 40% à risque élevé.

### **Dette publique : après le choc Covid, la différenciation**

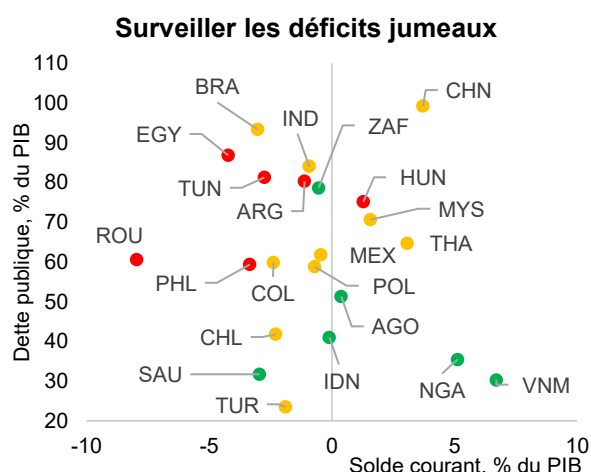
Dans l'ensemble des économies émergentes et en développement, la dette publique brute est passée de 55% du PIB en 2019 à 74% en 2025. Cette hausse rapide, concentrée lors du choc de Covid-19, s'explique par les politiques de soutien budgétaire mises en place, allant des dépenses sanitaires (vaccins, masques, moyens supplémentaires alloués aux systèmes hospitaliers), aux transferts aux ménages (chômage partiel, transferts directs) et aux entreprises (allègements de charges), en passant par des

subventions compensant la hausse des prix alimentaires ou énergétiques. Cette hausse des dépenses s'étant accompagnée d'une chute de l'activité et donc des recettes fiscales, l'effet boule de neige a joué à plein, et a pu être renforcé dans certains cas par la dépréciation de certaines devises.



Sources : FMI, Crédit Agricole S.A./ECO

La période post-Covid, marquée par un choc sur le prix des matières premières (alimentaires et énergétiques, dans le sillage du début de la guerre en Ukraine) a conduit à une **forte hétérogénéité des trajectoires parmi les pays émergents**. Les écarts de rythme de reprise de l'activité, d'inflation, de dépréciation du taux de change, l'évolution des recettes fiscales, l'ampleur des subventions et, surtout, le différentiel entre croissance nominale et taux d'intérêt effectif sur la dette ont accentué les divergences entre pays.

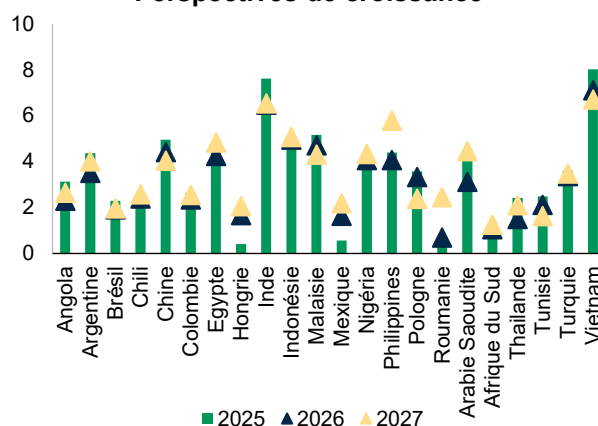


Sources : FMI, Crédit Agricole S.A./ECO

AGO : Angola, ARG : Argentine, BRA : Brésil, CHL : Chili, CHN : Chine, COL : Colombie, EGY : Égypte, HUN : Hongrie, IND : Inde, IDN : Indonésie, MYS : Malaisie, MEX : Mexique, NGA : Nigéria, PHL : Philippines, POL : Pologne, ROU : Roumanie, SAU : Arabie saoudite,

ZAF : Afrique du Sud, THA : Thaïlande, TUN : Tunisie, TUR : Turquie, VNM : Vietnam.

## Perspectives de croissance



Sources : FMI, Crédit Agricole S.A./ECO

## Trois profils types

Trois groupes de pays peuvent être distingués, en matière de dette publique : les pays exportateurs de matières premières, moins touchés par l'inflation, qui ont profité de la hausse des prix internationaux (**Angola, Arabie saoudite, Indonésie**), et dans lesquels les ratios de dette se sont stabilisés, voire ont baissé. Dans le cas saoudien, la hausse des prix du pétrole de 2022-2023 a effectivement représenté une aubaine pour les comptes publics, ce qui a permis la réduction du ratio de dette, et a limité le besoin de financement en devises. Mais cette tendance s'est inversée, le ratio reprenant une trajectoire à la hausse depuis 2024, l'Arabie saoudite est ainsi devenue le deuxième émetteur émergent de dette en devises derrière la Chine.

Viennent ensuite les pays dans lesquels une dette élevée et des besoins de financement persistants, couplés à des contraintes de croissance, ont maintenu des niveaux de dette élevés ou ascendants (**Argentine, Égypte, Hongrie, Roumanie, Tunisie**). Ce sont évidemment les plus fragiles. Dans ces pays, les contraintes politiques et institutionnelles rendent la crédibilité et la continuité de l'ajustement budgétaire particulièrement déterminantes pour les primes de risque, l'accès au financement et, *in fine*, les équilibres externes : il faut absolument maintenir la confiance et stabiliser les anticipations.

En **Hongrie**, la défaite de Viktor Orbán, et surtout l'ancrage de long terme que constitue la volonté du nouveau gouvernement de rejoindre l'euro, permettent de rassurer les marchés. En revanche, la **Roumanie**, même si elle repousse pour l'instant une dégradation souveraine qui la placerait hors *investment grade*, paie déjà une prime de risque

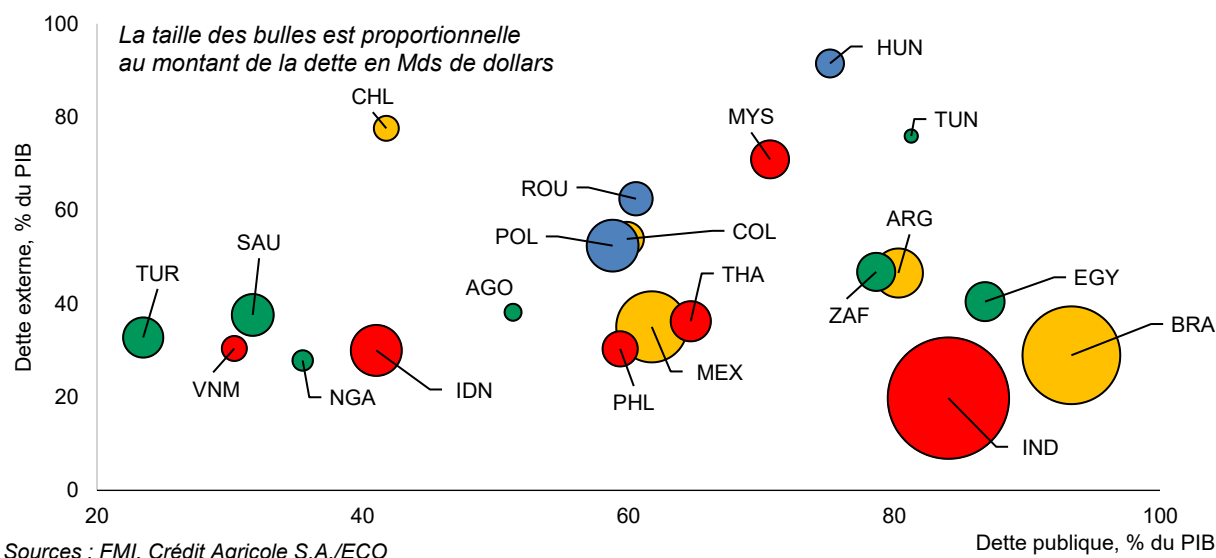
semblable à celle de pays de notation inférieure : de fait, la très grande précarité électorale et parlementaire des partis centristes de la coalition gouvernementale, jugés les plus crédibles par les marchés, laisse planer le doute sur la poursuite des efforts budgétaires dans un contexte de croissance et d'inflation dégradé.

Dans le cas **égyptien**, le coût très élevé des charges d'intérêts (11% du PIB), contraint le gouvernement à une dure politique d'austérité. La réduction de la dépense publique passe notamment par celle des aides sociales, pour dégager des surplus primaires importants (3,5% du PIB). Cela pèse sur la classe moyenne. L'Égypte a pour l'instant résisté au choc Ormuz, mais fait partie des pays à surveiller quant à leur profil de dette, car elle est désormais confrontée à une double menace : non seulement l'extension du conflit sur Bab el-Mandeb, mais aussi la nouvelle montée des tensions en mer Noire, qui pèsent sur les livraisons

de blé. Enfin, les pays du Golfe ont endossé lors de la dernière crise égyptienne le rôle de prêteurs en dernier ressort, et la confiance dans la trajectoire souveraine est donc indirectement liée, désormais, à la résilience du modèle de croissance émirati face à la guerre.

Reste enfin un dernier groupe (**Brésil, Chili, Chine, Inde, Malaisie**) pour lequel le financement de la dette publique n'est pas encore une contrainte, mais où la trajectoire ascendante de cette dernière mérite néanmoins une certaine surveillance. À ce titre, la Chine apparaît à risque, en particulier sur le risque sous-souverain (collectivités locales). La crise immobilière traversée par le pays depuis cinq ans a en effet lourdement pesé sur les ressources directes des municipalités, et contraint le gouvernement central à prendre directement en charge une plus grande partie des dépenses.

### Pays émergents : Panorama de la dette



AGO : Angola, ARG : Argentine, BRA : Brésil, CHL : Chili, COL : Colombie, EGY : Égypte, HUN : Hongrie, IND : Inde, IDN : Indonésie, MYS : Malaisie, MEX : Mexique, NGA : Nigéria, PHL : Philippines, POL : Pologne, ROU : Roumanie, SAU : Arabie saoudite, ZAF : Afrique du Sud, THA : Thaïlande, TUN : Tunisie, TUR : Turquie, VNM : Vietnam.

### Dette externe : le schéma de 2022 se répète-t-il avec la guerre en Iran ?

La dette externe recouvre à la fois les engagements de l'État, des banques et des entreprises envers des créanciers non-résidents. Son niveau ne suffit donc pas à apprécier la vulnérabilité d'un pays : il faut également considérer la part libellée en devises, l'échéancier de remboursement, la part détenue par des investisseurs de portefeuille, les réserves de change et la capacité d'exportation.

Une dette externe élevée peut rester soutenable si elle finance des actifs productifs, ou si elle est adossée à des recettes stables en devises. Elle devient en revanche plus risquée lorsque les remboursements à court terme excèdent les réserves disponibles, ou lorsque le pays dépend d'entrées de capitaux volatils. Son suivi est essentiel dans l'analyse du risque-pays des économies émergentes, car les comportements des investisseurs non-résidents sont généralement plus volatils, et que les crises souveraines ont souvent été provoquées par un surendettement externe.

La dette externe a globalement connu la même dynamique que la dette publique, avec un contexte de départ plus hétérogène.

Depuis 2019, les pays émergents ont été confrontés à une double évolution. **D'une part, les besoins de financement externes ont augmenté** avec les déficits courants, la pandémie et les mesures de soutien budgétaire. **D'autre part, l'accès aux financements internationaux est devenu plus coûteux à partir de 2022.** La hausse des taux directeurs dans les économies avancées a renchéri le coût des nouvelles émissions en devises et incité les investisseurs à privilégier les actifs américains. Le dollar fort a par ailleurs accru le poids des remboursements libellés en dollars.

**Les pays fragiles – structurellement en déficit courant, dépendants des financements externes, et/ou avec des réserves de change insuffisantes** (Argentine, Égypte, Tunisie ou Turquie) ont donc subi fortement le durcissement des conditions financières mondiales à partir de 2022. Quant aux pays **les plus pauvres, la hausse des taux a représenté de fait une exclusion des marchés de dette.** Cela a été spécialement dur pour les pays d'Afrique subsaharienne, qui étaient déjà dans une situation précaire. On a vu ainsi une série de défauts souverains, le **Ghana** en 2022, l'**Éthiopie** en 2023, et une restructuration longue en **Zambie** après le défaut en 2020. Les comptes publics kényans et sénégalais ont également souffert, et les deux pays ont récemment annoncé un processus de restructuration avec le FMI, deux ans après le dévoilement de la dette cachée.

Après une longue période de taux bas, le cycle de remontée des taux amorcé à partir de 2022 a donc conduit à une hausse rapide du service de la dette des pays émergents. Entre 2022 et 2024, les pays en développement ont ainsi versé 741 milliards de dollars de plus au titre du principal et des intérêts qu'ils n'en ont reçus en nouveaux financements externes, signalant un basculement vers des sorties nettes de capitaux.

**Depuis le début de la guerre en Iran, le schéma de 2022 semble se répéter, et est alourdi par certains contextes locaux plus complexes.** Les **pays du Golfe**, qui avaient tiré profit de la guerre en Ukraine, ne sont cette fois plus protégés, du fait de leur implication directe dans le conflit. En Asie aussi, les situations sont plus contrastées : les devises des pays importateurs d'énergie (Philippines, Inde, Thaïlande) sont fragilisées, tandis qu'en **Indonésie**, les doutes relatifs à la trajectoire budgétaire proposée par le gouvernement ainsi que le manque de transparence des marchés actions ont conduit à de brusques sorties de capitaux.

Alors que le cycle de hausse des taux se poursuit dans les pays développés, les effets observés depuis 2022 sur les marchés internationaux de capitaux devraient donc se poursuivre, voire s'aggraver.

## L'extension de la dette locale n'a pas supprimé le risque externe

Les pays disposant de larges marchés obligataires domestiques — **Brésil, Chine, Inde, Mexique, Afrique du Sud ou Indonésie** — ont pu continuer à financer une part importante de leur déficit en monnaie locale, limitant ainsi leur exposition directe au risque de change. Toutefois, ce modèle de financement n'est pas sans contrepartie : **les banques domestiques sont souvent presque contraintes de participer à cet effort de financement**, alimentant un effet d'éviction du secteur privé, pour lequel l'accès aux liquidités est plus contraint. En **Inde** et en **Indonésie** notamment, la faiblesse persistante de la base fiscale et l'absence d'épargne financière des ménages accentuent les effets d'éviction de l'épargne, au détriment du secteur privé.

Surtout, **si l'extension de la dette locale a réduit les risques de currency mismatch directs du souverain pour les grands émergents, cela n'a pas supprimé le risque externe** : le risque de change est transféré aux investisseurs étrangers sur les marchés locaux, dont les sorties peuvent provoquer hausse des rendements, dépréciation et perte de valorisation. En réalité, l'internationalisation des marchés locaux a réduit le « péché originel » de la dette en dollars, mais elle expose encore plus les pays aux sorties de portefeuille, aux évolutions du change et aux arbitrages mondiaux.

En **Afrique du Sud**, un quart du marché domestique est ainsi détenu par les non-résidents. La faiblesse de la croissance couplée à des taux obligataires élevés implique aussi un différentiel intérêt-croissance défavorable, et le service de la dette est l'un des premiers postes du budget. Au **Brésil** — où le profil souverain est sécurisé par des réserves internationales qui dépassent la dette publique externe à court terme — la part des investisseurs étrangers n'excède pas 10%, mais le Trésor doit rémunérer les investisseurs domestiques : la moitié de la dette fédérale est indexée sur le Selic (taux d'intérêt directeur de la banque centrale). Le risque tient donc plutôt à la détérioration fiscale, au quasi-souverain et au coût d'intérêt en monnaie locale. La présence des investisseurs étrangers est limitée au **Mexique** (à 11,25% contre 15% en 2023), et en **Colombie**, la détérioration des finances publiques entraîne en ce moment un recul de la part étrangère (18,8%) et une

hausse de l'encours local, qui pèse en retour sur la trajectoire fiscale.

En **Turquie**, la détention non-résidente de dette publique locale, fortement réduite après les politiques hétérodoxes de 2021-23, reste limitée, mais depuis le tournant de politique économique de mi-2023, des flux de *carry trade* contribuent à

soutenir la livre. Leur retrait pèserait d'abord sur le change et les réserves plutôt que le financement direct du souverain. Le resserrement de la liquidité en devises contribuerait néanmoins à dégrader les conditions de refinancement sur la dette externe, portée surtout par les banques et les entreprises.

| 2025            | PIB     | Dette publique |         | Recettes publiques | Service de la dette |                |          | Dette externe | Service de la dette externe |                |
|-----------------|---------|----------------|---------|--------------------|---------------------|----------------|----------|---------------|-----------------------------|----------------|
|                 | Mds USD | % du PIB       | Mds USD | % du PIB           | Mds USD             | % des recettes | % du PIB | % du PIB      | Mds USD                     | % exportations |
| Angola          | 141,7   | 51,3           | 72,7    | 13,7               | 5,5                 | 28,5           | 3,9      | 38,2          | 4,2                         | 10,8           |
| Argentine       | 685,9   | 80,3           | 550,9   | 16,0               | 8,3                 | 7,6            | 1,2      | 46,6          | 10,9                        | 10,4           |
| Brésil          | 2 280,8 | 93,3           | 2128,7  | 32,4               | 165,6               | 22,4           | 7,3      | 29            | 35,4                        | 8,7            |
| Chili           | 357,5   | 41,8           | 149,4   | 21,4               | 4,5                 | 5,9            | 1,3      | 77,6          | 11,4                        | 9,3            |
| Chine           | 19 519  | 99,2           | 19370,3 | 19,6               | 192,3               | 5              | 1,0      | 13,1          | 122,3                       | 3              |
| Colombie        | 458,1   | 59,9           | 274,2   | 16,4               | 12,9                | 17,1           | 2,8      | 53,9          | 15,4                        | 22,4           |
| Égypte          | 405,2   | 86,8           | 351,9   | 14,9               | 37,4                | 61,9           | 9,2      | 40,5          | 8,1                         | 10,6           |
| Hongrie         | 247,6   | 75,2           | 186,1   | 42,5               | 11                  | 10,4           | 4,4      | 91,5          | 9,6                         | 5,4            |
| Inde            | 3 882,1 | 84,1           | 3263,9  | 9,8                | 142,6               | 37,6           | 3,7      | 19,8          | 40,8                        | 4,7            |
| Indonésie       | 1 445,8 | 41             | 593,1   | 11,5               | 31,2                | 18,7           | 2,2      | 30            | 22,6                        | 6,9            |
| Malaisie        | 473,5   | 70,7           | 334,5   | 16,5               | 12,5                | 16             | 2,6      | 70,9          | 9                           | 2,6            |
| Mexique         | 1 842   | 61,8           | 1137,5  | 23,3               | 68,1                | 15,9           | 3,7      | 35            | 22                          | 3              |
| Nigéria         | 289,8   | 35,5           | 102,8   | 10,1               | -                   | -              | -        | 27,8          | 5,1                         | 8,8            |
| Philippines     | 486,9   | 59,4           | 289,1   | 16                 | 15                  | 19,3           | 3,1      | 30,3          | 7,3                         | 5,7            |
| Pologne         | 1 040,5 | 58,8           | 611,8   | 43,6               | 26,1                | 5,8            | 2,5      | 52,5          | 25,4                        | 4,9            |
| Roumanie        | 429,5   | 60,6           | 260,1   | 34,5               | 11,3                | 7,6            | 2,6      | 62,5          | 10                          | 6,6            |
| Arabie saoudite | 1 273,8 | 31,7           | 404,1   | 23,3               | -                   | -              | -        | 37,6          | 23,7                        | 6,2            |
| Afrique du Sud  | 427,8   | 78,6           | 336,4   | 25,4               | 23,5                | 21,7           | 5,5      | 46,8          | 8,9                         | 6,6            |
| Thaïlande       | 577,3   | 64,7           | 373,4   | 15,1               | 6,6                 | 7,6            | 1,2      | 36,2          | 6,9                         | 1,7            |
| Tunisie         | 56,7    | 81,3           | 46,1    | 29,4               | 2,2                 | 12,9           | 3,8      | 75,9          | 1,7                         | 8,1            |
| Turquie         | 1 588,8 | 23,5           | 373     | 19,9               | 52,1                | 16,5           | 3,3      | 32,8          | 31                          | 7,9            |
| Vietnam         | 494,3   | 30,3           | 150     | 21                 | 20,1                | 19,4           | 4,1      | 30,4          | 2,1                         | 0,4            |

(1) La dette externe désigne l'ensemble des engagements des résidents d'un pays envers des **non-résidents** (créanciers étrangers), quel que soit l'instrument (prêts, titres, etc.) et la devise.

Sources : FMI, Oxford Economics, Crédit Agricole S.A./ECO

**Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :**



## **Monde – Scénario macro-économique 2026-2027 – Juin 2026**

[Un scénario de nouveau hautement conditionnel](#)

| Date       | Titre                                                                                                                        | Thème                         |
|------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------|
| 18/09/2026 | <u><a href="#">Monde – L'actualité de la semaine – 18 septembre 2026</a></u>                                                 | Monde                         |
| 18/09/2026 | <u><a href="#">France – L'inflation a augmenté à 2,4% en août, sous l'effet des prix de l'énergie</a></u>                    | France                        |
| 17/09/2026 | <u><a href="#">Technologies – Process intelligence, la nouvelle ruée vers l'or des entreprises</a></u>                       | Tech-Media-Telecom            |
| 11/09/2026 | <u><a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a></u>                                                                     | Monde                         |
| 11/09/2026 | <u><a href="#">Italie – La croissance tient, l'inflation repart</a></u>                                                      | Italie                        |
| 10/09/2026 | <u><a href="#">Allemagne – Système des retraites : vers l'introduction de la capitalisation dans le régime général ?</a></u> | Allemagne                     |
| 03/09/2026 | <u><a href="#">Europe – Secteur bancaire – Panorama macro-bancaire du deuxième trimestre 2026</a></u>                        | Banque, Europe                |
| 01/09/2026 | <u><a href="#">États-Unis – Secteur bancaire – Résultats du T2-2026 : accélération des revenus</a></u>                       | Banque, États-Unis            |
| 17/07/2026 | <u><a href="#">Infographie - Baromètre 2025 du e-commerce en France</a></u>                                                  | Biens de consommation, France |
| 17/07/2026 | <u><a href="#">Défense et aérospatial : des technologies d'aujourd'hui au quantique de demain</a></u>                        | Industrie, défense            |

### **Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.**

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la publication :** Isabelle JOB-BAZILLE

**Rédacteurs en chef :** Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDA

**Zone euro :** Ticiano BRUNELLO, Marianne PICARD, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS, Grégoire GLORIEUX

**États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves :** Slavena NAZAROVA

**Europe centrale et orientale, Asie centrale, géoéconomie :**

Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Nathan QUENTRIC

**Asie :** Sophie WIEVIORKA

**Amérique latine :** Catherine LBOUGRE (coordination scénario)

**Afrique du Nord, Moyen-Orient, Afrique subsaharienne :** Laure DE NERVO, Jorge APARICIO LOPEZ

**Documentation :** Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Datalab ECO

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Sophie Gaubert

**Contact :** [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

**Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :**

**Internet :** <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

**Application Etudes ECO** disponible sur l'[App store](#) & sur [Google Play](#)

*Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse régionale, ne saurait donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.*