

## Economies émergentes en 2026 : vers de nouvelles baisses de taux des banques centrales et entrées de capitaux

11/01/2026

Confidentiel

### Résumé

*Les politiques monétaires accommodantes observées dans la plupart des pays émergents en 2025 devraient se poursuivre en 2026, même si les situations diffèrent sensiblement d'un pays à l'autre. La baisse médiane attendue des taux directeurs en 2026 s'élèverait à environ 50 points de base, soit environ deux fois moins que celle observée en 2025. L'année dernière, ces assouplissements monétaires ont surtout été rendus possibles par une dynamique de désinflation, portée par la baisse des cours alimentaires et du pétrole mondiaux, ainsi que la dépréciation du dollar.*

*Au cours de la première partie de 2026, sauf choc externe majeur, des conditions financières extérieures favorables devraient continuer de favoriser l'entrée de capitaux, après une année record enregistrée en 2025. L'ampleur attendue en 2026 de la baisse totale du principal taux d'intérêt directeur de la Fed (50 pb) étant semblable à celle des pays émergents, l'écart de rendement restera significativement au profit des seconds. Qui plus est, pour certains pays, le ralentissement de l'inflation pourrait permettre d'accroître l'écart de taux avec les États-Unis en termes réels. Et enfin, la nouvelle baisse attendue du dollar contribuerait aussi à la poursuite de cette tendance.*

*Par ailleurs à plus long terme, la montée en compétences structurelle des banques centrales de certains de ces pays, en améliorant la conduite de la politique monétaire, contribue également à soutenir ces flux de capitaux. Le renforcement de leur indépendance, l'adoption de régimes de ciblage de l'inflation favorisant l'ancrage des anticipations et le recours à des instruments de politique monétaire non conventionnels ont consolidé la crédibilité et l'efficacité des banques centrales, rassurant ainsi les investisseurs étrangers.*

*Cette montée en compétence explique en partie que les pays émergents pris dans leur ensemble sont désormais moins exposés qu'auparavant aux changements non anticipés de politique monétaire aux Etats-Unis : les chocs de politique monétaire domestique jouent désormais un rôle prépondérant dans la détermination des rendements obligataires, tandis que l'influence des chocs monétaires américains apparaît plus faible et principalement concentrée sur les actifs risqués.*

## 1. Le cycle d'assouplissement monétaire observé dans la plupart des pays émergents en 2025 devrait se poursuivre en 2026

1.1. En 2025, dans la majorité des pays émergents, les banques centrales ont assoupli leur politique monétaire, conforme aux anticipations de début d'année 2025

Au cours de l'année 2025, **une large majorité des banques centrales des pays émergents ont abaissé leurs taux directeurs**. Sur les vingt-trois pays émergents que nous avons analysés<sup>1</sup>, **la baisse médiane en 2025 s'est établie à -100 points de base (pb)**, contre -50 pb « seulement » en 2024 et une hausse de +75 pb en 2023.

Dans quatorze de ces vingt-trois pays émergents, **les banques centrales se sont comportées comme à peu près comme attendu en début d'année dernière par le consensus des prévisionnistes** (qui avait anticipé, **une baisse médiane de 75 pb**). Si ces banques centrales n'ont que peu dévié de la trajectoire anticipée – même si quelque unes ont davantage assoupli leur politique monétaire que prévu –, on observe **une hétérogénéité dans le rythme et l'ampleur des baisses de taux enregistrées au cours de l'année parmi ces pays**.

	Inflation		Taux directeur				
	2025 (%)	Cible <sup>2</sup> (%)	Fin 2025 (en %)	Variation 2025 (pb)	Anticipations au 01/01/2025 (%)	Écart par rapport aux anticipations en 2025 (pb)	Variations anticipées d'ici fin 2026 (pb) <sup>3</sup>
<b>Vietnam</b>	3,5	4,5 – 5,0	4,5	0	4,45	5	-14
<b>Chili</b>	3,4	3,0	4,5	-50	4,45	5	-21
<b>Malaisie</b>	1,4	n/a	2,75	-25	3,05	-30	-8
<b>Corée du Sud</b>	2,3	2,0	2,5	-50	2,30	20	-20
<b>Pérou</b>	1,5	2,0	4,25	-75	4,35	-10	-22
<b>Thaïlande</b>	-0,5	5,0	1,25	-100	1,95	-70	-20
<b>Afrique du Sud</b>	3,5	3,0	6,75	-100	7,00	-25	-50
<b>Philippines</b>	1,8	3,0	4,5	-125	5,00	-50	-25
<b>Inde</b>	0,7	4,0	5,25	-125	5,75	-50	-11
<b>Indonésie</b>	2,9	2,5	4,75	-125	5,25	-50	-51
<b>Pologne</b>	2,4	2,5	4	-175	4,80	-80	-46
<b>Kenya</b>	4,5	5,0	9	-225	9,90	-90	-67
<b>Russie</b>	6,6	4,0	16	-500	16,90	-90	-392

**Certains pays d'Amérique latine (Chili, Pérou) et d'Asie (Malaisie, Corée du Sud, Thaïlande) ont connu des baisses modérées (au maximum 100 points de base) de leurs taux directeurs au cours de l'année 2025.** Ces baisses modérées s'expliquent par **des niveaux d'inflation et d'anticipations d'inflation proches**

<sup>1</sup> Note : notre échantillon de pays émergents est composé de pays d'Amérique latine, d'Afrique, d'Europe de l'Est et d'Asie. Ces 23 pays émergents sont ceux pour lesquels des prévisions sont disponibles sur Bloomberg.

<sup>2</sup> Note : les cibles sont soit issues de la base de données de Z. Zhang, tirée de l'article “Does inflation targeting track record matter for asset prices? Evidence from stock, bond, and foreign exchange markets”, soit directement des sites internet des différentes banques centrales.

<sup>3</sup> Note : les anticipations datent du 1er janvier 2026.

(Chili<sup>4</sup> et Corée du Sud) ou légèrement inférieurs (Thaïlande et Pérou) **aux cibles fixées par les banques centrales et par des niveaux de croissance satisfaisants et moins affectés que prévu par la nouvelle politique commerciale américaines.**

D'autres pays, comme **l'Afrique du Sud (-100 pb en 2025)**, les **Philippines, l'Inde et l'Indonésie (-125 pb chacun en 2025)**, ainsi que la **Pologne (-175 points de base)**, ont connu **un assouplissement monétaire d'ampleur plus importante en 2025**.

En **Afrique du Sud**, celui-ci s'explique notamment par une **trajectoire inflationniste favorable<sup>5</sup>**, dans un contexte où la banque centrale a abaissé sa cible d'inflation (à 3%, avec une marge de tolérance de plus ou moins un point de pourcentage)<sup>6</sup>.

Aux **Philippines** et en **Indonésie**, les baisses des taux directeurs en 2025 s'inscrivent dans un cycle d'assouplissement monétaire entamé au troisième trimestre 2024.

En effet, la **banque centrale philippine, qui a encore baissé son taux directeur en décembre 2025**, a réduit celui-ci **de 200pb au total depuis août 2024**. Cette baisse est permise par un contexte où **l'inflation est maîtrisée** (1,8%, en-dessous de la cible de 3%).

Après une baisse de 125 pb depuis le début de l'année, la banque centrale indonésienne a décidé de garder son taux d'intérêt inchangé en octobre puis en novembre 2025, tandis que l'inflation devrait rester dans la fourchette cible à court terme, soutenue par une roupie stable et des mesures visant à soutenir la croissance économique<sup>7</sup>.

En **Inde, le cycle de baisse de taux n'a commencé qu'au début de l'année 2025<sup>8</sup>**. Ici aussi, les baisses successives, motivées par une inflation historiquement basse et des anticipations favorables, **permettent à la banque centrale de davantage soutenir l'économie<sup>9</sup>**.

La dynamique est comparable en **Pologne** : en décembre 2025, la banque centrale a décidé la sixième réduction du taux depuis le mois de mai (175 pb au total), avec la volonté de soutenir la croissance dans un environnement d'inflation maintenue sous la cible<sup>10</sup>.

Dans d'autres pays comme le **Kenya** ou la **Russie**, pour lesquels des **baisses de taux de grande ampleur étaient anticipées en début d'année dernière, ces dernières se sont réalisées (respectivement -225 pb et -500 pb en 2025)**.

Au **Kenya**, ces baisses de taux s'expliquent **par une inflation inférieure à la cible fixée** par la banque centrale (4,5% contre 5%), ainsi que **par une volonté de soutenir la croissance à travers le crédit bancaire<sup>11</sup>**. Si les perspectives de croissance sont stables, autour de 5%, l'incertitude élevée entourant la **politique commerciale mondiale, les tensions géopolitiques et surtout l'impact potentiel des sécheresses à venir sur l'agriculture soulèvent certains risques<sup>12</sup>**, dans un contexte où les autorités commenceront à négocier un nouveau programme avec le **FMI début 2026<sup>13</sup>**.

En **Russie, après une période de contraction monétaire visant à juguler l'inflation** – qui a atteint un pic de 10,3% en glissement annuel en mars 2025 – et à stabiliser le rouble, la banque centrale a entamé

<sup>4</sup> Chile Interest Rate, *Trading Economics*, 10/2025

<sup>5</sup> South Africa Interest Rate, *Trading Economics*, 20/11/2025

<sup>6</sup> South Africa: Staff Concluding Statement of the 2025 Article IV Mission, *IMF*, 06/12/2025

<sup>7</sup> Indonesia Interest Rate, *Trading Economics*, 11/2025

<sup>8</sup> Good days for home loan borrowers: EMIs to drop further after RBI cuts repo rate, *The Economic Times*, 04/12/2025

<sup>9</sup> Changes to India's repo rate since June 2000, *Reuters*, 05/12/2025

<sup>10</sup> Poland Eases Monetary Policy with Sixth 2025 Rate Cut, *Trading Economics*, 03/12/2025

<sup>11</sup> Kenya's central bank cuts key rate again to spur bank lending, *Reuters*, 09/12/2025

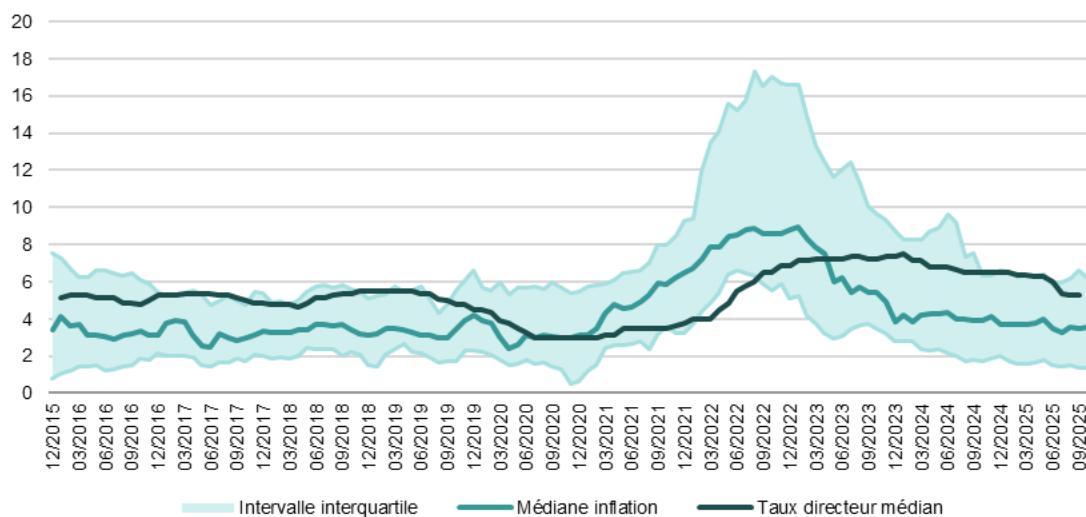
<sup>12</sup> Kenya Cuts Interest Rate to 9% in Record Easing Streak, *The Kenyan Wallstreet*, 15/12/2025

<sup>13</sup> Kenya expects more IMF programme talks during January staff visit, *Reuters*, 10/12/2025

depuis juin 2025 un assouplissement de sa politique monétaire. Le taux directeur est ainsi passé de son maximum en temps de guerre, 21%, à 16% en décembre 2025. Cette baisse rapide des taux a été rendue possible par un ralentissement de l'inflation plus rapide que prévu bien que celle-ci reste au-dessus de sa cible (6,6% pour une cible à 4%). Cependant, cette baisse des taux ne devrait pas être suffisante pour permettre une reprise immédiate de la croissance : 0,8% de croissance projetée en 2025 et 1,2% en 2026<sup>14</sup>.

Ainsi, ces assouplissements monétaires ont accompagné une dynamique de désinflation qui s'est poursuivie en 2025 (voir graphique 1). En témoigne la baisse des prix des denrées alimentaires – qui représentent, dans les pays émergents étudiés, en moyenne 29% du panier de l'IPC – au cours des trois premiers trimestres de 2025. Les prix des denrées alimentaires ont reculé de 1% au troisième trimestre 2025 (en glissement trimestriel) et étaient inférieurs de 5% à ceux de l'année précédente, tirée par une baisse marquée des prix des céréales (riz, blé, maïs) dans un contexte d'offre mondiale abondante, ainsi que des autres produits alimentaires (sucre, fruits), ce qui a compensé la légère hausse des prix des huiles et des farines<sup>15</sup>.

**Graphique 1 – Inflation, médiane et intervalle interquartile, et taux directeur médian dans notre panel de pays émergents<sup>16</sup>**



Source : Bureaux de statistiques des pays respectifs, LSEG, calculs GSA

Cette désinflation a également été portée par la poursuite de la baisse des cours mondiaux du pétrole et une réorientation des exportations chinoises provoquant un afflux de marchandises bon marché<sup>17</sup>.

En effet, les prix du pétrole – qui pèsent moins de 10% dans le panier de l'IPC des pays émergents – ont baissé en 2025 (voir graphique 2), en raison des tensions commerciales persistantes et d'un déséquilibre entre une production en forte hausse (augmentation des objectifs de production de l'OPEP+) et une croissance atone de la consommation (ralentissement de la demande chinoise)<sup>18</sup>.

<sup>14</sup> Russian central bank expected to cut key rate by 50 bps to 16% at December meeting, *Reuters*, 03/12/2025

<sup>15</sup> Commodity Markets Outlook, *Banque Mondiale*, 10/2025

<sup>16</sup> Ce panel comprend 32 pays. Les 23 pays cités dans les tableaux de cette étude, ainsi que la Chine, le Bangladesh, le Qatar, les Émirats arabes unis, l'Arabie saoudite, l'Égypte, le Maroc, l'Angola et la Bulgarie.

<sup>17</sup> Politique monétaire : et maintenant ?, *BNP Paribas*, 25/09/2025

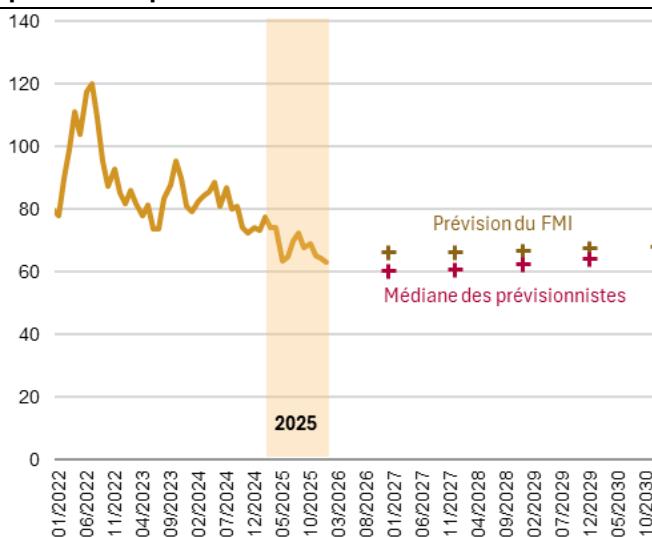
<sup>18</sup> Oil Market Glut: Rising Supply and Slowing Demand Shape 2025 Outlook, *World Bank Blogs*, 04/11/2025

Par ailleurs, les conditions financières extérieures sont restées favorables, avec une hausse des flux de capitaux (voir partie 2) contribuant à une appréciation des devises émergentes face au dollar américain (voir graphique 3)<sup>19</sup>.

En effet, le dollar s'est déprécié en raison de l'incertitude générée par les annonces tarifaires de D.Trump, de la remise en cause partielle de son statut de valeur refuge, des interrogations sur l'endettement induit par la « Big Beautiful Bill », ainsi que de la baisse des taux de la Fed<sup>20</sup>.

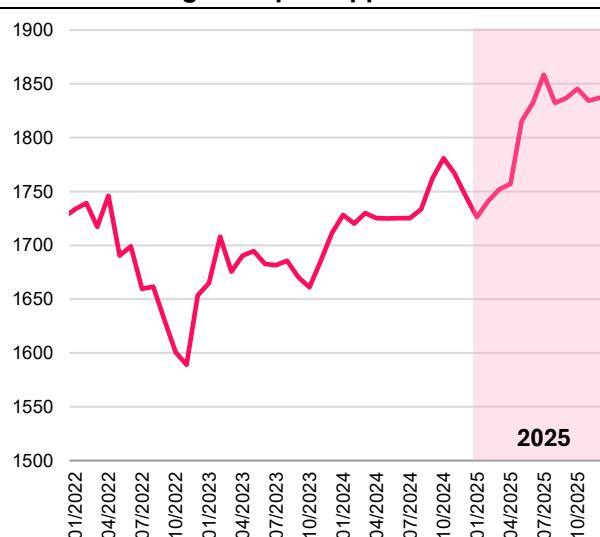
En réduisant les coûts à l'importation, cette appréciation des devises émergentes vis-à-vis du dollar a contribué à la désinflation et donné aux banques centrales une marge de manœuvre plus confortable pour abaisser leurs taux d'intérêt<sup>21</sup>. Une étude du FMI montre qu'en moyenne, dans les économies émergentes, la transmission du taux de change aux prix à la consommation est de 22%<sup>22</sup>.

**Graphique 2 – Prix du pétrole (Brent, USD/baril) et prévisions pour les années à venir**



Source : Energy Information Administration, United States, FMI, Bloomberg

**Graphique 3 – Évolution d'un panier de 25 devises émergentes par rapport au dollar<sup>23</sup>**



Source : MSCI

1.2. Pour certains pays comme la Turquie, l'Argentine et le Nigeria, les baisses de taux directeurs n'ont pas été aussi fortes qu'anticipé au début de l'année 2025

En Turquie, en Argentine, au Nigeria, en Colombie et, dans une moindre mesure, en Hongrie et en Roumanie, l'assouplissement monétaire en 2025 a été beaucoup moins important qu'anticipé.

<sup>19</sup> Politique monétaire : et maintenant ?, BNP Paribas, 25/09/2025

<sup>20</sup> Why the U.S. Dollar Is Depreciating in 2025 and What It Means for You, HUDSON Financial Partners, 21/10/2025

<sup>21</sup> Politique monétaire : et maintenant ?, BNP Paribas, 25/09/2025

<sup>22</sup> Non-Linear Exchange Rate Pass-Through in Emerging Markets, FMI, 2016

<sup>23</sup> Note : la pondération de chaque devise est égale à la pondération de son pays dans l'indice MSCI Emerging Markets Index.

	Inflation		Taux directeur				
	2025 (%)	Cible (%)	Fin 2025 (en %)	Variation 2025 (pb)	Anticipations au 01/01/2025 (en %)	Écart par rapport aux anticipations en 2025 (pb)	Variations anticipées d'ici fin 2026 (pb)
<b>Turquie</b>	30,9	5,0	38	<b>-950</b>	31,1	690	-909
<b>Argentine</b>	31,4	5,0	29	<b>-300</b>	24,3	475	-650
<b>Nigéria</b>	14,5	n/a	27	<b>-50</b>	22,7	435	-700
<b>Colombie</b>	5,3	3,0	9,25	<b>-25</b>	6,8	250	-18
<b>Hongrie</b>	3,8	3,0	6,5	<b>0</b>	5,25	125	-78
<b>Roumanie</b>	9,8	2,5	6,5	<b>0</b>	5,35	115	-106

Concernant la Turquie et l'Argentine, **si les assouplissements monétaires de 2025 figurent parmi les plus importants des pays émergents, avec respectivement -950 pb et -300 pb en 2025, ils restent loin de ce qu'avaient anticipé les marchés en début d'année** : ceux-ci prévoyaient une baisse supplémentaire de **690** points de base en Turquie et de **475** pb en Argentine. Outre la fragilité persistante de leurs comptes extérieurs et donc de leur devise, ces écarts s'expliquent par **une désinflation plus lente qu'anticipé** en 2025, contraignant les deux banques centrales à modérer leur assouplissement, voire à l'interrompre, comme en témoigne **la remontée du taux directeur de 350 pb en avril 2025 en Turquie et le maintien du taux directeur à 29% en Argentine depuis janvier 2025**. Dans ces deux pays, l'inflation fin 2025 (30,9% en glissement annuel en Turquie et 31,4% en Argentine) **reste bien supérieure aux cibles fixées par les banques centrales** (5% dans les deux cas), et même à l'objectif de fin d'année en Turquie (24%)<sup>24</sup>. Fin 2025, cette persistance de l'inflation s'explique en Turquie par une augmentation des coûts des services (frais de scolarité et tarifs des bus scolaires)<sup>25</sup> et en Argentine par une hausse du prix du bœuf<sup>26</sup>. Par ailleurs, depuis mai 2025, la Banque centrale d'Argentine a décidé que ses taux d'intérêt seraient déterminés par l'offre et la demande<sup>27</sup>.

Au **Nigéria** et en **Colombie**, les taux directeurs n'ont été assoupli qu'une seule fois au cours de l'année 2025 : de **50 pb en septembre au Nigéria** et de **25 pb en mai en Colombie**. Ces baisses relativement modérées **contrastent avec les anticipations formulées en début d'année**, qui tablaient sur un assouplissement de **-485** points de base au Nigéria et de **-275 pb** en Colombie en 2025.

Au Nigéria, le choix de maintenir le taux directeur inchangé pendant une large partie de l'année, puis depuis septembre après la première baisse, **s'explique par la volonté de pérenniser les progrès réalisés en matière de désinflation**<sup>28</sup>. En effet, celle-ci a connu une huitième baisse consécutive en novembre 2025, passant de 24,2% en mars à 14,5%<sup>29</sup>. Pour 2026, la banque centrale du Nigéria **s'est fixée une cible d'inflation à 16,5% (+/- 2%), avec pour objectif d'atteindre 13% en 2027**, formalisant ainsi son passage à un cadre de ciblage de l'inflation<sup>30</sup>.

En Colombie, **ce sont également les risques d'un regain de l'inflation, alors qu'elle demeure au-dessus de la cible fixée par la banque centrale** (5,3% en glissement annuel en novembre 2025 pour une cible de 3,0%), qui ont conduit la banque centrale à **maintenir le taux directeur inchangé depuis mai 2025**.

<sup>24</sup> [Turkey Interest Rate, Trading Economics, 12/2025](#)

<sup>25</sup> [Turkey's central bank cuts key rate by 100 basis points to 39.5 percent, Turkish Minute, 23/10/2025](#)

<sup>26</sup> [Argentina monthly inflation pushed up by higher beef prices in November: Reuters poll, Reuters, 10/12/2025](#)

<sup>27</sup> [Argentina's Central Bank announces plan to stop deciding interest rates, Buenos Aires Herald, 14/05/2025](#)

<sup>28</sup> [Nigeria's central bank holds key rate, wants inflation to fall further, Reuters, 25/11/2025](#)

<sup>29</sup> [Nigeria Interest Rate, Trading Economics 25/11/2025](#)

<sup>30</sup> [Nigeria Central Bank Targets 16.5% Inflation in 2026 Under New Framework, Bloomberg, 30/12/2025](#)



L'inflation a d'ailleurs **de nouveau augmenté entre juin et octobre 2025**, passant de 4,8% à 5,5%. Par ailleurs, la suspension par le gouvernement de la règle budgétaire, qui impose des contraintes institutionnelles pour protéger les finances publiques, ainsi que l'augmentation de son objectif de déficit (de 5,1% à 7,1% en 2025), constituent également des sources de risque<sup>31</sup>.

Enfin, en **Roumanie et en Hongrie, les taux directeurs sont restés inchangés tout au long de l'année 2025, à 6,5% dans les deux pays, alors que les marchés s'attendaient à des baisses respectives de 115 pb et de 125 pb en 2025**. Dans les deux pays, cette absence de baisse s'explique par une inflation toujours supérieure à la cible fixée par les banques centrales, bien qu'en Hongrie elle soit plus proche de celle-ci (3,8% en glissement annuel en novembre 2025 pour une cible de 3%) qu'en Roumanie (9,8% en novembre pour une cible de 2,5%). Par ailleurs, en Hongrie, la **banque centrale met également en avant la stabilité de la monnaie pour justifier le maintien du taux inchangé**<sup>32</sup>. En Roumanie, l'inflation a atteint en novembre l'un de ses niveaux les plus élevés depuis deux ans, portée par une série d'augmentations d'impôts et de mesures d'austérité mises en œuvre afin de réduire un déficit budgétaire dépassant 9% du PIB, le plus élevé de l'Union européenne<sup>33</sup>.

1.3. Au Ghana, au Mexique et au Pakistan, les baisses de taux décidées par les banques centrales ont été plus fortes qu'attendu

Le **Ghana, le Mexique et le Pakistan sont les trois seuls pays émergents de notre échantillon d'étude à avoir connu un assouplissement monétaire plus marqué en 2025 que ce qui avait été anticipé en début d'année**.

	Inflation		Taux directeur				
	2025 (%)	Cible (%)	Fin 2025 (en %)	Variation 2025 (pb)	Anticipations au 01/01/2025 (%)	Écart par rapport aux anticipations en 2025 (pb)	Variations anticipées d'ici fin 2026 (pb)
<b>Mexique</b>	3,8	3,0	7	<b>-300</b>	8,50	-150	-50
<b>Ghana</b>	6,3	8,0	18	<b>-900</b>	19,50	-150	-417
<b>Pakistan</b>	5,6	5,0 – 7,0	10,5	<b>-250</b>	13,35	-285	-170

Au Mexique, **le taux directeur a diminué de 300 points de base en 2025, soit 150 pb de plus que ce qui était anticipé en début d'année**. Cette baisse plus prononcée des taux s'explique par une inflation proche de sa cible (3,8% en glissement annuel en novembre 2025 pour une cible de 3% ± 1 point de pourcentage)<sup>34</sup> ainsi que par la volonté de soutenir une croissance économique<sup>35</sup> atone : +0,7% de croissance sont attendus en 2025, affectés par le ralentissement de la progression des salaires réels et la baisse des transferts de fonds en provenance de l'étranger<sup>36</sup>.

De son côté, **le Ghana est le pays émergent qui a connu le plus fort assouplissement monétaire en 2025, avec une baisse de 900 points de base, soit 150 pb supplémentaires par rapport à ce qu'avaient anticipé les prévisionnistes en début d'année**. Cette très forte baisse **s'explique par une désinflation plus**

<sup>31</sup> [Colombia central bank holds rate at 9.25% amid fiscal uncertainty, inflation](#), *Reuters*, 27/06/2025

<sup>32</sup> [National Bank of Hungary Review: Plenty of reasons to sit tight](#) | *articles*, *ING Think*, 21/10/2025

<sup>33</sup> [Romania Inflation Rate](#), *Trading Economics*, 12/11/2025

<sup>34</sup> [Mexico Inflation Accelerated Ahead of Banxico Rate Meeting](#), *Bloomberg*, 09/12/2025

<sup>35</sup> [Monetary Policy Statement](#), *Banco de Mexico*, 08/08/2025

<sup>36</sup> [Mexico's economy surprises to the upside, but outlook is weak](#), *Dallas Fed*, 16/10/2025

**rapide que prévu (de 23,5% en janvier à 6,3% en novembre).** La bonne performance du secteur extérieur, qui a contribué à stabiliser la monnaie, ainsi qu'une inflation importée modérée y ont contribué<sup>37</sup>.

Enfin, au Pakistan, **le taux directeur a baissé de 250 points de base depuis le début de l'année 2025, alors que les anticipations tablaient sur une hausse de 35 points de base en début d'année.** Cet écart entre les anticipations et la réalité s'explique par **une inflation contenue dans la fourchette fixée par la banque centrale.** Cependant, la banque centrale n'a pas poursuivi sa dynamique d'assouplissement malgré cette inflation maîtrisée, maintenant son taux directeur inchangé pendant quatre réunions successives, **car les perspectives macroéconomiques à court terme se sont légèrement détériorées à la suite des inondations, faisant courir le risque d'une remontée de l'inflation**<sup>38</sup>. Finalement, en décembre, la banque centrale pakistanaise a abaissé son taux directeur de **50 pb supplémentaires à la suite de l'approbation par le FMI d'un décaissement de 1,2 milliard de dollars**, qui a porté les réserves de change à plus de 15,8 milliards de dollars et permis au gouvernement d'assurer le service de sa dette, tout en offrant une marge de manœuvre pour soutenir la politique monétaire<sup>39</sup>.

#### 1.4. Le Brésil est le seul pays émergent à avoir mené une politique monétaire restrictive en 2025

**Le Brésil est le seul pays émergent, parmi les vingt-trois pays que nous avons analysés, à avoir mené une politique monétaire restrictive en 2025.** Ce resserrement monétaire, entamé en septembre 2024, fait suite à une période d'assouplissement postpandémie. **En 2025, le taux directeur de la banque centrale a augmenté de 275 points de base**, passant de **12,25%** début janvier 2025 à **15%** en juin. Ces décisions ont été justifiées par la nécessité de ramener l'inflation et les anticipations d'inflation vers leur objectif de 3%<sup>40</sup>. En effet, l'inflation s'élevait à 4,2% en novembre, en légère baisse par rapport au mois précédent, mais toujours au-dessus de l'objectif fixé pour cette année<sup>41</sup>. Elles s'expliquent surtout par le niveau toujours bas de la devise brésilienne face au dollar malgré des comptes extérieurs sur une tendance favorable depuis quelques années. Le niveau élevé du déficit budgétaire continue en effet d'inquiéter des investisseurs internationaux, ce qui limite les flux de portefeuille entrants.

**Cependant, depuis juillet 2025, la banque centrale brésilienne a fait le choix de maintenir le taux directeur inchangé, jugeant que le maintien du taux d'intérêt à son niveau actuel sur une période prolongée serait suffisant pour assurer la convergence de l'inflation vers l'objectif de 3%**<sup>42</sup>. Par ailleurs, d'après le FMI, si la transmission de la politique monétaire demeure efficace, **la croissance du crédit a été forte ces dernières années.** Le Fonds explique cette dichotomie à la fois par **des facteurs cycliques** (croissance plus rapide que prévu, faible taux de chômage et hausse des revenus ayant stimulé la demande de crédit) et **par des changements structurels** (amélioration de l'inclusion financière et de la disponibilité du crédit)<sup>43</sup>. Ainsi, il est également possible que la banque centrale brésilienne soit encore en train d'ajuster sa politique monétaire à ce nouvel équilibre.

En utilisant les anticipations d'inflation à 12 mois publiées par la banque centrale du Brésil<sup>44</sup>, nous avons construit trois scénarios : **un scénario optimiste**, qui retient le taux d'inflation minimum (scénario 1), **un scénario central**, qui utilise le taux d'inflation médian (scénario 2), et un **scénario pessimiste**, fondé sur le taux d'inflation maximal prévu par l'enquête (scénario 3). Nous avons ensuite construit **les projections pour**

<sup>37</sup> [Ghana Monetary Policy November 2025, Focus Economics, 24/11/2025](#)

<sup>38</sup> [Pakistan central bank holds interest rate at 11% for fourth time in a row, Reuters, 27/10/2025](#)

<sup>39</sup> [Pakistan Interest Rate, Trading Economics, 15/09/2025](#)

<sup>40</sup> [Brazil central bank holds rates, signals confidence in maintaining stance, Reuters, 05/11/2025](#)

<sup>41</sup> [Explaining Strong Credit Growth in Brazil Despite High Policy Rates, IMF, 09/10/2025](#)

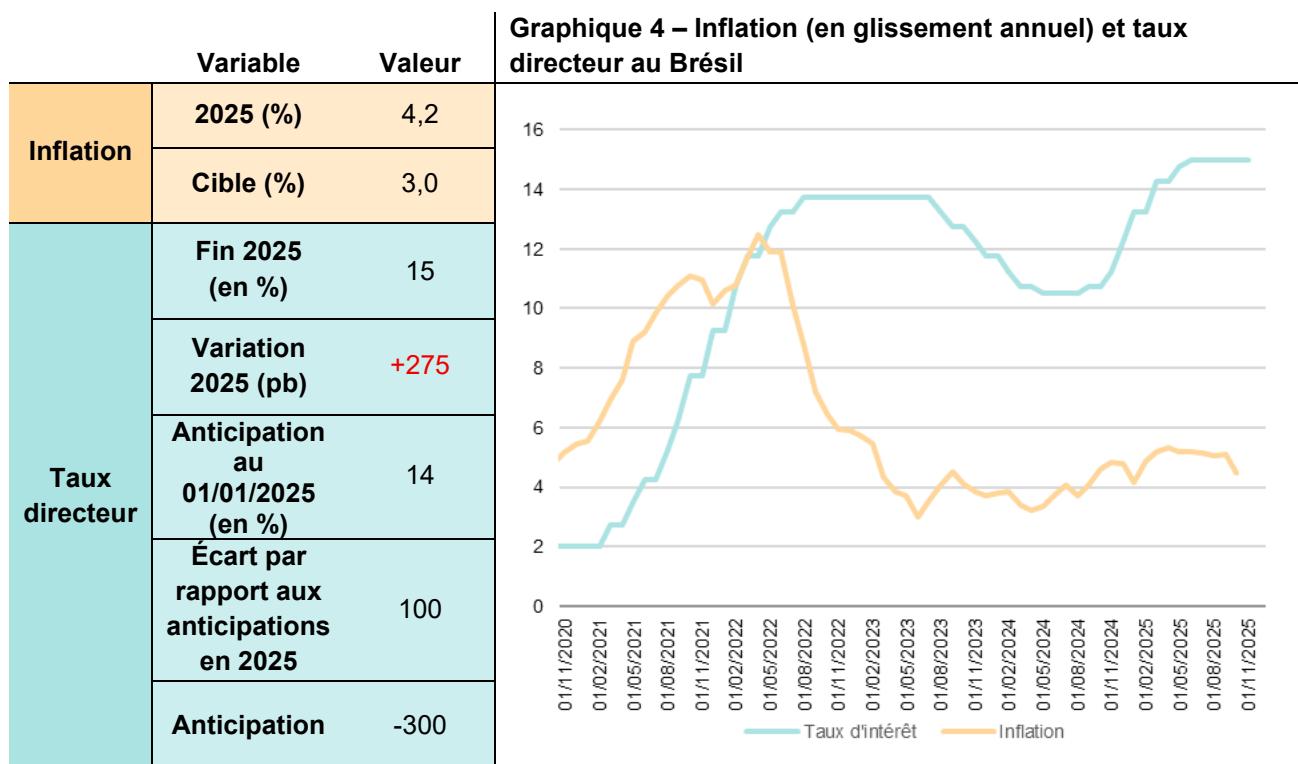
<sup>42</sup> [Brazil central bank holds rates, signals confidence in maintaining stance, Reuters, 05/11/2025](#)

<sup>43</sup> [Explaining Strong Credit Growth in Brazil Despite High Policy Rates, IMF, 09/10/2025](#)

<sup>44</sup> [Sistema Expectativas de Mercado, Banco central do Brazil](#)

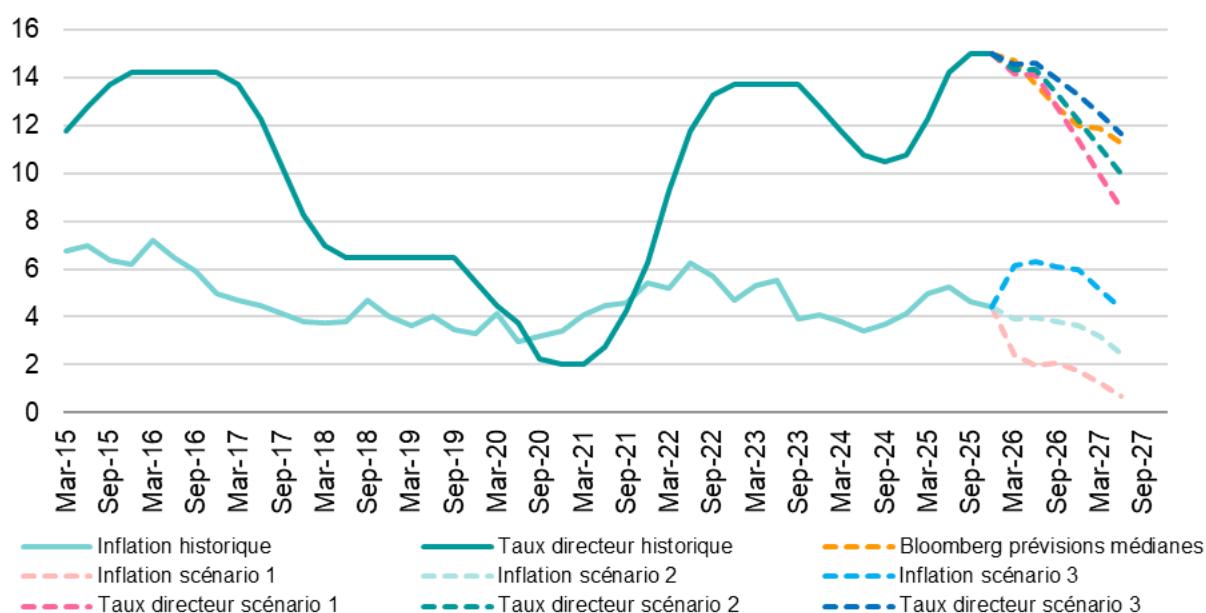


le taux directeur de la banque centrale induites par ces trois scénarios, en appliquant une règle de Taylor<sup>45</sup>.



Source : Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística et Banco Central do Brasil

**Graphique 5 - Anticipation d'inflation à 12 mois et prévisions du taux Selic selon les trois scénarios d'anticipations d'inflation**



Source : Banco do Brasil, Bloomberg, Calculs GSA

<sup>45</sup> Note : la règle de Taylor détermine la réaction des taux de la banque centrale en fonction de l'écart entre les anticipations d'inflation et l'objectif d'inflation. Nous avons utilisé la version de cette règle propre à la banque centrale du Brésil.

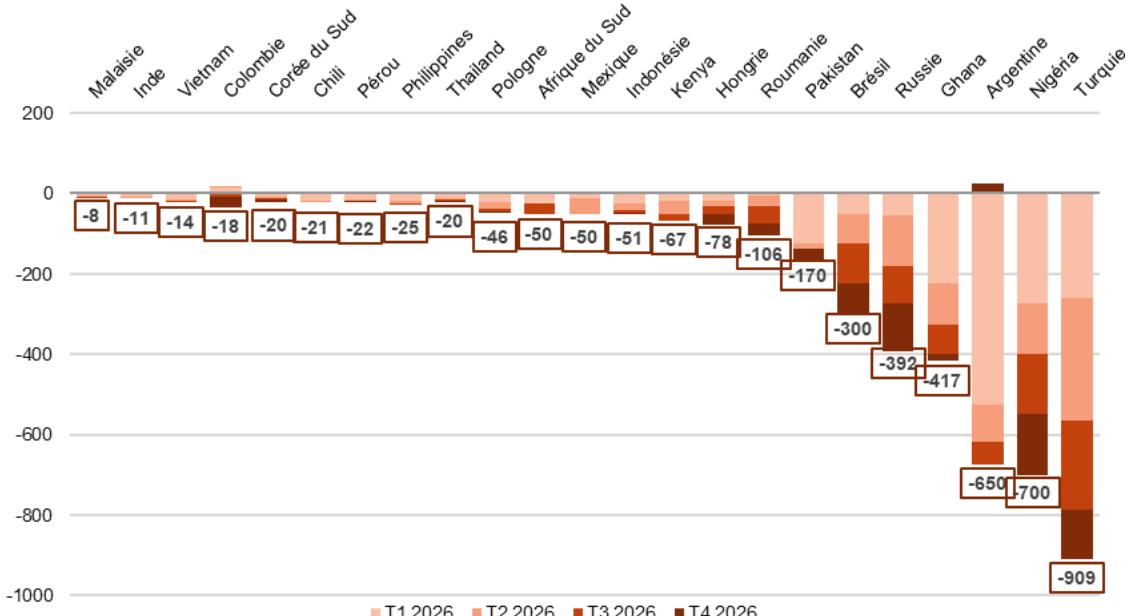
**Dans le scénario central, le taux Selic amorcerait sa baisse dès le 1<sup>er</sup> trimestre 2026 et atteindrait un niveau de 10% au 2<sup>ème</sup> trimestre 2027.** Dans le scénario pessimiste, dans lequel les anticipations d'inflation montent à 6,3%, le taux Selic baisse également à partir du T1 2026, mais ne recule que jusqu'à 11,7%, soit 1,7 point de pourcentage de plus que dans le scénario central.

1.5. En 2026, l'assouplissement monétaire dans les pays émergents devrait se poursuivre. En 2026, le consensus des prévisionnistes table sur une poursuite générale des mesures d'assouplissement monétaire. Toutefois, l'ampleur de la réduction des taux directeurs serait plus limitée que celle observée en 2025<sup>46</sup>. En effet, si la baisse moyenne attendue en 2026 est de 180 points de base – soit un niveau comparable à celle observée en 2025 –, la baisse médiane anticipée par les prévisionnistes n'est que de 51 points de base, soit environ deux fois moins que la baisse médiane de 2025. En 2023 et 2024, les variations médianes des taux directeurs étaient respectivement de -50 pb et +75 pb.

De plus, ces mesures d'assouplissement sont loin d'être homogènes entre les différents pays émergents. En effet, si le marché anticipe pour des pays comme la Turquie (-909 points de base attendus en 2026), le Nigéria (-700 pb) ou l'Argentine (-650 pb) de très fortes baisses des taux directeurs, l'assouplissement monétaire devrait rester très modéré dans certains pays, comme les Philippines (-25 pb) et la Thaïlande (-45 pb).

Ces différences probables d'ampleur des baisses de taux peuvent s'expliquer par des rythmes de désinflation inégaux et des cycles d'assouplissement décalés<sup>47</sup>. Par exemple, des pays comme le Brésil et la Hongrie devraient entamer leur cycle d'assouplissement monétaire en 2026, tandis que, dans plusieurs pays d'Asie, l'inflation se situe déjà à des niveaux historiquement bas et pourrait même repartir à la hausse, notamment en Inde<sup>48</sup> (4,4% attendus fin 2026, voir graphique 7).

**Graphique 6 – Anticipations des variations des taux directeurs pour une sélection de pays émergents en 2026**

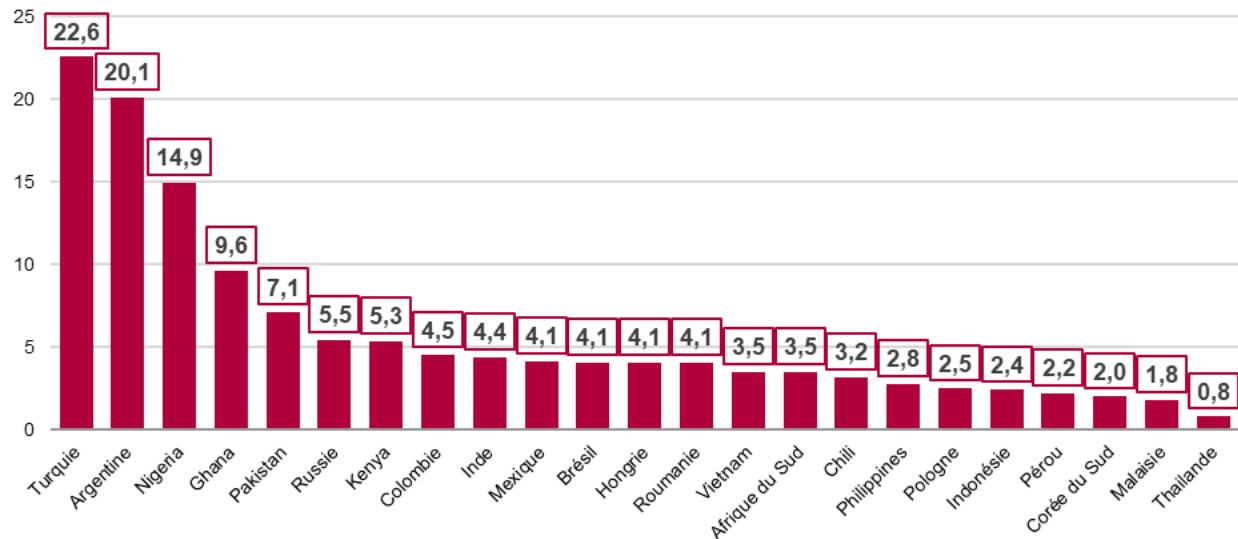


Source : Bloomberg

<sup>46</sup> Politique monétaire : et maintenant ?, BNP Paribas, 25/09/2025

<sup>47</sup> Politique monétaire : et maintenant ?, BNP Paribas, 25/09/2025

<sup>48</sup> Politique monétaire : et maintenant ?, BNP Paribas, 25/09/2025

**Graphique 7 – Anticipation d'inflation pour le T4 2026 dans une sélection de pays émergents (en glissement annuel)**

Source : Bloomberg

Il est intéressant de noter que les pays pour lesquels les anticipations de baisse des taux sont les plus fortes en 2026 **sont également ceux où l'inflation est attendue au niveau le plus élevé à la fin de cette même année**, notamment en Turquie, en Argentine et au Nigéria. Cette situation s'explique par le fait que l'inflation y est actuellement très élevée et que les niveaux anticipés pour fin 2026 correspondent déjà à des baisses significatives (-9 points de pourcentage en Turquie et -11,3 points de pourcentage en Argentine). Au Nigéria, la baisse des taux anticipée malgré une inflation qui ne reculerait pas pourrait s'expliquer par un niveau de resserrement monétaire encore très élevé fin 2025 – le taux directeur atteignant 27% – de sorte qu'un assouplissement progressif ne provoquerait pas de reprise de l'inflation.

**Mais la tendance ne devrait pas être homogène : la montée des incertitudes politiques, liée notamment à la tenue d'échéances électorales en 2026 (avril au Pérou, mai en Colombie et au Vietnam, novembre aux États-Unis), ainsi que l'aggravation de certaines fragilités budgétaires, pourraient accroître la volatilité des flux de capitaux et multiplier les épisodes de pression à la baisse sur certaines devises des pays émergents<sup>49</sup>.**

## 2. Des baisses de taux dans les pays émergents se sont accompagnées d'un afflux de capitaux

### 2.1. Un afflux de capitaux record en 2025, facilité par un regain d'attractivité des actifs émergents et un dollar faible

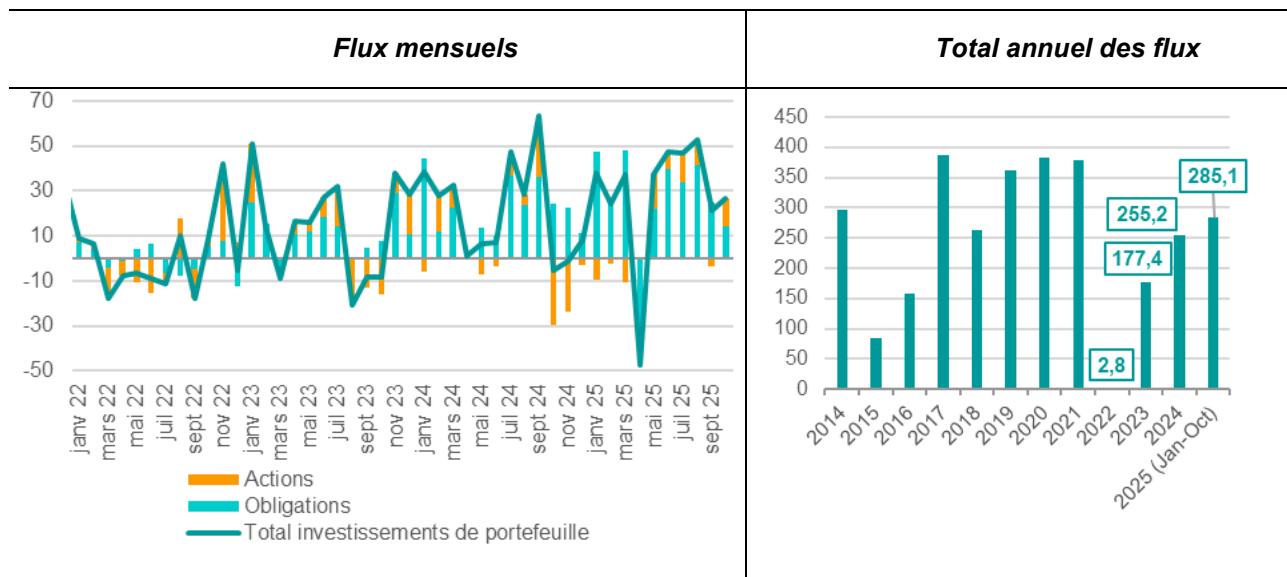
#### 2.1.1 Des montants d'investissements de portefeuille en hausse

L'année 2025 a été marquée par un regain de dynamisme des investissements dans les pays émergents. **Les investissements de portefeuille nets notamment, n'ont connu que des mois positifs en 2025, à l'exception du mois d'avril 2025**, selon les données du tracker de l'*Institute of International Finance* (IIF). L'afflux d'investissements de portefeuille, nets, vers les 37 pays émergents couverts s'est élevé à 285 milliards

<sup>49</sup> [Politique monétaire : et maintenant ?, BNP Paribas, 25/09/2025](#)

US\$ sur les 10 premiers mois de l'années, contre 255 milliards sur l'ensemble de l'année 2024. En variation annuelle sur 10 mois, cela constitue une hausse de 15%.

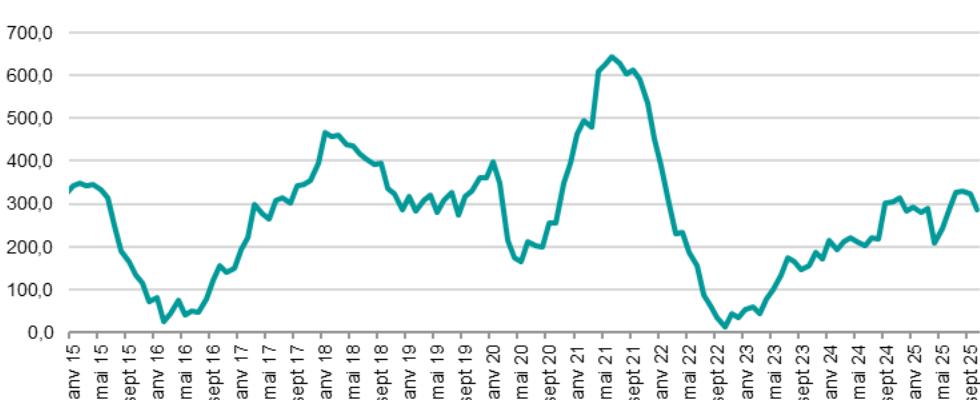
#### Graphique 8 et 9 – Flux d'investissements de portefeuille vers les pays émergents (40 pays)



Source : IIF

Les investissements nets dans les pays émergents avaient atteint un niveau historiquement bas en 2022 (+2,8 mds US\$ seulement), coïncidant avec le resserrement monétaire initié par la Réserve Fédérale américaine (Fed). Depuis 2022, les flux se sont progressivement rétablis en 2023, 2024 et 2025 (graphique 9), mais ils demeurent inférieurs aux années 2019 à 2021, où, animés par la recherche de rendement dans un univers de taux bas, les investisseurs avaient massivement dirigé les capitaux vers les pays en développement.

#### Graphique 10 – Flux d'investissement de portefeuille dans les pays émergents (12 mois glissant)



Source : IIF



## 2.1.2 Les actifs en devise local séduisants pour certains types d'investisseurs en raison de la baisse des taux

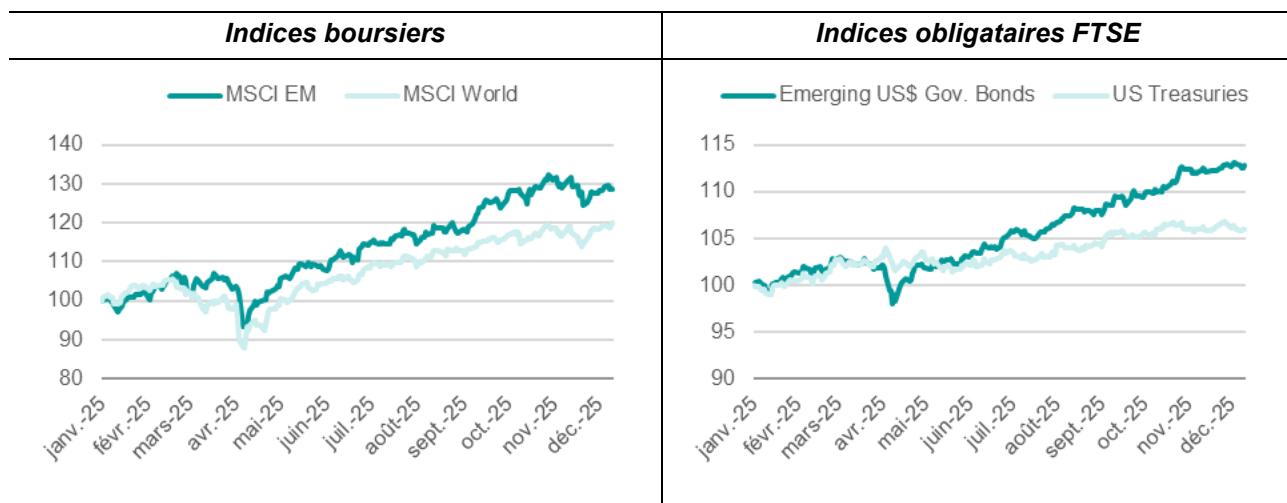
L'attractivité des actifs émergents en 2025 constitue à la fois une cause et, dans une certaine mesure, une conséquence de l'assouplissement monétaire. Dans ces pays, les assouplissements monétaires se sont accompagnés d'une hausse de la valeur des actifs financiers.

Concernant les obligations, **la baisse des taux directeurs se répercute sur les rendements des obligations souveraines, qui, en baissant, font augmenter la valeur des obligations**. Ainsi ces actifs deviennent attractifs pour les investisseurs de court moyen terme à la recherche de plus-values, comme les fonds communs de placements (*mutual funds*). A l'inverse pour les investisseurs orientés vers les stratégies de portage (conservation des obligations jusqu'à maturité), comme les fonds de pension, l'attractivité des obligations en devise locale est plus forte quand la différence de taux d'intérêt s'accroît entre les Etats-Unis et les pays émergents (voir plus bas).

Pour les actions des pays émergents, **la perspective d'un accès au capital à un coût plus faible en raison de la baisse des taux peut faire grimper les anticipations des profits des entreprises**, et donc la valeur des actions offrant des opportunités sur les marchés locaux. Ainsi, les marchés financiers dans les pays émergents ont plutôt mieux performé que ceux des pays développés en 2025. Au 19 décembre, le MSCI EM, l'indice boursier reflétant les marchés d'action d'un grand nombre de pays émergents<sup>50</sup>, était en hausse de 26% depuis le 1<sup>er</sup> janvier, contre 18% pour le MSCI World, l'indice mondial.

Concernant les indices obligataires souverains, un écart de performance en faveur des pays émergents est également observable. Depuis janvier l'indice FTSE reflétant la performance des obligations en US\$ de pays émergents a progressé de 13%, contre 6% pour celui des obligations du Trésor américain.

**Graphique 11 et 12 – Performance des indices boursiers et obligataires, base 100 = janvier 2025**



Source : LSEG Datastream

<sup>50</sup> L'indice MSCI EM couvre 1195 actifs répartis dans 24 pays. La Chine, Taiwan, l'Inde la Corée et le Brésil sont les pays les plus représentés.

### 2.1.3 La dépréciation du dollar a également joué un rôle clé dans l'afflux d'investissements

En 2025, la dépréciation du dollar par rapport à la plupart des devises émergentes a également joué un rôle clé dans l'orientation des capitaux vers les pays émergents.

La dépréciation du dollar pousse généralement à la hausse la valorisation des actifs émergents, et accroît l'appétit au risque des investisseurs internationaux, qui se tournent davantage vers ces actifs émergents. Selon une étude de la Banque des règlement internationaux réalisée sur 17 pays émergents avec des données mensuelles entre 2006 et 2024<sup>51</sup>, les variations du dollar seraient le facteur dominant des flux d'investissements vers les pays émergents.

**Graphique 13 – Indice dollar DXY**



Source : LSEG Refinitiv

Note : Une baisse de l'indice reflète une baisse du dollar face à un panier de devises mondiales.

**Les effets du dollar seraient notamment plus forts que ceux de l'indice de volatilité VIX (l'indicateur le plus couramment utilisé pour refléter l'appétit pour le risque à l'échelle mondiale), ou que la variation du différentiel de taux directeur avec les Etats-Unis.** Une dépréciation du dollar d'un écart-type par rapport aux autres monnaies des économies avancées<sup>52</sup> (équivalent à 9% sur la période observée) tend à accroître, au cours du même mois, le ratio des obligations en monnaie locale et les actions émergentes sur le total des actifs détenus par des non-résidents de respectivement 0,29 et 0,16 point de pourcentage.

En d'autres termes, la hausse simultanée de la valeur des actions, des obligations et surtout une appréciation des devises émergentes par rapport au dollar ont alimenté les flux d'investissement vers les pays émergents de « carry-trade » des investisseurs internationaux en 2024. Le rendement du carry trade en 2025 a atteint son plus haut niveau depuis 2009, selon l'indice Bloomberg *Emerging Market Carry Index*<sup>53</sup>.

## 2.2. Un regain d'attractivité qui pourrait se confirmer en 2026

### 2.2.1 Les écarts de taux réels pourraient s'écartier en raison du ralentissement de l'inflation dans les pays émergents

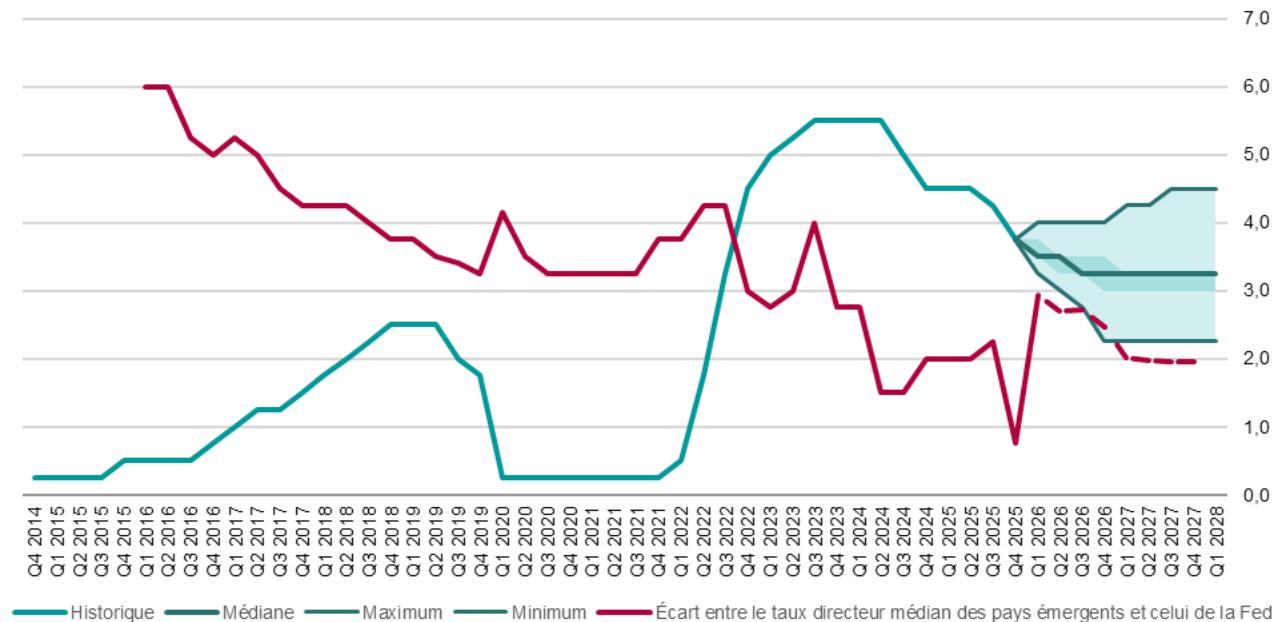
**Dans beaucoup de pays émergents**, en 2026, les taux devraient être réduits, dans le scénario médian des prévisionnistes, à deux reprises de 25 pb en 2026 (voir graphique 14). Cette baisse, signifie un maintien de l'écart de taux avec les pays émergents. Cette tendance plaide donc pour un maintien des flux nets d'investissements entrant dans les marchés émergents à un niveau assez élevé.

<sup>51</sup> The US dollar and capital flows to EMEs, [www.bis.org](http://www.bis.org), 16/09/2024

<sup>52</sup> Les auteurs utilisent l'indice du dollar par rapport aux autres économies avancées pour éviter les endogénéités entre taux de change et flux d'investissements entre les Etats-Unis et les pays émergents.

<sup>53</sup> Carry Trade Revival That Electrified EM Spurs 2026 Optimism - Bloomberg, Bloomberg.com, 14/12/2025

### Graphique 14 – Anticipations des décisions de la Fed et écart entre le taux directeur médian des pays émergents et celui de la Fed



Source : Bloomberg

Note : les anticipations datent de fin 2025

De surcroît, alors que l'inflation pourrait rester sous pression aux Etats-Unis en 2026 en raison de perturbations induites par l'application des tarifs douaniers, elle ralentit ou est stable dans la plupart des pays émergents. **Ainsi, plusieurs pays pourraient bénéficier d'une augmentation de l'écart de taux d'intérêt réels avec les Etats-Unis, comme l'Argentine, la Turquie, la Roumanie, le Nigeria, la Colombie, ou encore le Pakistan, qui pourraient tous voir cet écart s'élargir de plusieurs points de pourcentage<sup>54</sup>.**

**Qui plus est, si la faiblesse du dollar se maintient (voir ci-dessous), comme cela est attendu, la variation des taux de change ne compenserait pas l'élargissement des écarts de taux d'intérêts réels.** Par ailleurs, un dollar faible contribue à réduire l'inflation importée ainsi que le poids de la charge de la dette libellée en dollars, jouant favorablement sur le risque de crédit des autres pays

**Par ailleurs, il convient de souligner que l'exposition des pays émergents aux chocs américains se réduit.** En effet, dans une étude consacrée à l'impact des chocs monétaires américains et domestiques sur les variables financières des marchés émergents, **le FMI montre que les chocs nationaux exercent un effet nettement plus important sur les rendements des obligations d'État que les chocs de politique monétaire américaine**, dont l'impact est plus faible et statistiquement non significatif. En revanche, les chocs de politique monétaire américaine ont des effets plus marqués sur les classes d'actifs plus risquées, telles que les cours des actions, les taux de change et les écarts de crédit<sup>55</sup>.

Enfin, le FMI souligne également que la capacité accrue des économies à faire face aux phases d'aversion au risque, la moindre nécessité d'intervenir sur les marchés des changes lorsque les cadres de politique économique sont robustes, ainsi que les éléments attestant d'une autonomie plus grande de la politique monétaire nationale, **indiquent une évolution graduelle vers un environnement international qui, bien que demeurant hétérogène selon les pays, s'apparente davantage au trilemme classique de Mundell-**

<sup>54</sup> Calculs réalisés à partir des prévisions de taux d'intérêt et d'inflation agrégées par Bloomberg, ou à défaut, du FMI.

<sup>55</sup> [Emerging Market Resilience: Good Luck or Good Policies?](#), IMF, 10/2025

**Fleming qu'au “dilemme” mis en avant par Rey (2015), selon lequel l'indépendance de la politique monétaire ne peut être préservée qu'au prix de contrôles des capitaux<sup>56</sup>.**

## 2.2.2 Un rééquilibrage du risque en faveur des pays émergents

**En 2025, les investisseurs ont globalement perçu une augmentation l'incertitude politique aux Etats-Unis**, avec notamment des annonces de droits de douanes fréquentes et peu anticipées, les tractations en vue du remplacement du président de la Fed Jerome Powell à l'issue de son mandat en mai 2026, ou le regain de tensions géopolitiques entre les Etats-Unis et d'autres pays du monde (Chine, Venezuela, Afrique du Sud...).

**En Europe l'évolution du risque perçu par les investisseurs a également été globalement plutôt défavorable.** La perte de compétitivité du vieux continent, dans l'industrie notamment, est illustrée par le ralentissement économique en Allemagne (croissance quasi nulle attendue en 2025, à 0,2%). Les blocages politiques en France ont accru les fragilités budgétaires du pays, faisant chuter la notation du souverain d'un ou deux crans, la conduisant au niveau simple A dans 2 des 3 principales agences (A+ selon S&P, et Fitch, Aa3 selon Moody's<sup>57</sup>). Aux marges orientales du continent, les tensions géopolitiques avec la Russie se sont accrues, et peu d'avancées politiques ont été obtenues en vue de la résolution du conflit russe-ukrainien.

Parallèlement, plusieurs pays émergents ont vu leur situation économique se normaliser, après plusieurs années de perturbations liées d'abord à la pandémie, à l'inflation, et à une moindre disponibilité des capitaux en 2022 et 2023. La Turquie par exemple a renforcé l'orthodoxie de sa politique monétaire, le Nigéria a libéralisé son taux de change, et cessé les coûteuses subventions à l'énergie, l'Egypte a connu des avancées dans son programme FMI, et plusieurs pays ayant fait l'expérience récente d'une restructuration de dette souveraine (Ghana, Zambie, Sri Lanka) ont vu leur notation souveraine reprendre une pente ascendante<sup>58</sup>. La fin de la vague d'élections de 2024, où la moitié de la population mondiale était appelée aux urnes a également détendu la perception du risque par les investisseurs.

Dans ce contexte, les primes de risques affectées aux pays émergents se réduisent relativement à celles des économies avancées. Au vu des éléments sur lesquels cette dynamique repose, elle pourrait se prolonger en 2026, et offrir aux pays émergents de nouvelles possibilités d'attirer des capitaux.

## 2.2.3 Un dollar qui reste affaibli pourrait également pousser des capitaux vers les pays émergents

Pour 2026, plusieurs banques continuent de penser que le dollar demeure surévalué, et que sa faiblesse pourrait perdurer en 2026, laissant le dollar à niveau proche ou inférieur à celui d'aujourd'hui. ABN Amro estime que le taux de change pourrait atteindre 1,25 EUR/USD d'ici la fin 2026, contre 1,17 en décembre 2025<sup>59</sup>.

En termes effectifs, le consensus des prévisionnistes (médiane établie par Bloomberg) anticipe une prolongation de la dépréciation du dollar, avec un indice DXY qui passerait de son niveau de 98,5 au début de l'année 2026 à 97 pendant le deuxième semestre 2026, soit un niveau proche de son minimum de l'année 2025, à 96,6.

Morgan Stanley par exemple estime qu'une nouvelle dépréciation pourrait principalement s'opérer sur la première moitié de 2026, amenant l'indice dollar DXY de son niveau actuel de 98-100 à 94 mi-2026, ce qui constituerait son plus bas niveau depuis 2021. Cette trajectoire s'expliquerait par un affaiblissement de l'économie américaine (marché du travail, croissance...) et par des incertitudes sur la gouvernance de la Fed. Le candidat favori de la Maison Blanche Kevin Hassett a témoigné de son inclination vers une prolongation du

<sup>56</sup> Emerging Market Resilience: Good Luck or Good Policies?, IMF, 10/2025

<sup>57</sup> Au 6 Janvier 2025

<sup>58</sup> Reuters, Marvellous emerging markets tipped for another star showing in 2026, Decembr 19<sup>th</sup> 2025

<sup>59</sup> Dollar weakness will continue in 2026 - ABN AMRO, www.abnamro.nl, November 27<sup>th</sup> 2025

cycle d'assouplissement monétaire<sup>60</sup>. Dès lors, si ces facteurs s'atténuent au deuxième semestre 2026, le dollar pourrait retrouver son niveau actuel<sup>61</sup>.

Cette perspective du dollar s'affaiblissant pourrait continuer de renforcer l'attractivité des actifs émergents, en devise local notamment, puisqu'à l'inverse, **les devises émergentes pourraient s'apprécier en 2026, prolongeant une trajectoire constatée en 2025**, comme au Mexique, ou Brésil, qui figure parmi les devises émergentes s'étant le plus appréciées en 2025<sup>62</sup> (+16% et +12% entre janvier et décembre 2025, respectivement).

Pour ces pays cependant, une appréciation trop forte de la monnaie pourrait produire des effets négatifs sur l'économie réelle, affaiblir la compétitivité des exportations, et grever la diversification économique. Enfin en cas de retournement soudain et/ou massif de cette dynamique sur le marché de changes, un reflux des investissements étrangers, préjudiciable aux pays émergents, pourrait se produire.

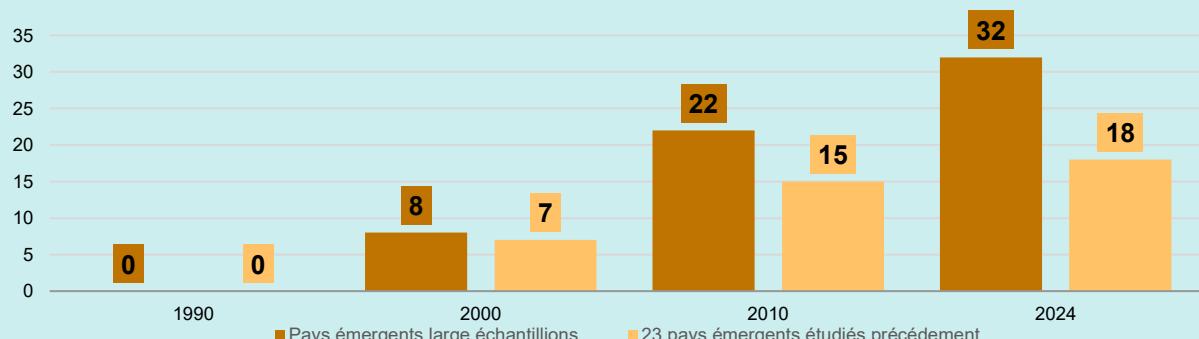
**Encadré : La montée en compétences structurelle des banques centrales des pays émergents améliore la conduite des politiques monétaires et contribue aux entrées de capitaux**

Dans les pays émergents, **la conduite de la politique monétaire s'est progressivement perfectionnée, accompagnée par la consolidation de la crédibilité des banques centrales**. Plusieurs facteurs illustrent cette montée en compétences des banques centrales.

➤ **Un meilleur ancrage des anticipations d'inflation**

Tout d'abord, **les banques centrales des pays émergents ont, depuis le début des années 2000, mis en place des règles de ciblage de l'inflation** (cible ou bornes), leur permettant de mieux ancrer les anticipations d'inflation. Par exemple, sur 33 pays émergents en 2000, seuls 8 pays disposaient de règles de ciblage de l'inflation, contre 32 sur 33 en 2024 (voir graphique 15). **Or l'adoption d'un régime de ciblage de l'inflation entraîne une baisse significative de la transmission entre taux de change et prix à la consommation** pour la plupart des pays émergents<sup>63</sup>.

**Graphique 15 – Nombre de pays émergents dotés d'une règle de ciblage de l'inflation<sup>64</sup>**



Source : Zhongxia Zhang

<sup>60</sup> Fed chair front-runner Hassett says 'plenty of room' to cut rates | Reuters, Reuters, 09/12/2025

<sup>61</sup> U.S. Dollar Depreciation Could Deepen Through First Half | Morgan Stanley, Morgan Stanley, 26/11/2025

<sup>62</sup> Wild currency swings put emerging markets in the spotlight | Reuters, Reuters, 15/12/2025

<sup>63</sup> Exchange Rate Pass-through in Emerging Countries: Do the Inflation Environment, Monetary Policy Regime and Institutional Quality Matter?, CEPII, 2016

<sup>64</sup> Note : dans ce graphique, le groupe « pays émergents large échantillon » représente un panel de pays émergents composé de 33 pays. L'autre échantillon correspond aux 23 pays émergents étudiés dans la partie 1 de cette étude, à l'exception de 5 pays pour lesquels nous ne disposons pas de données. Ces 18 pays émergents font également partie du « large échantillon ».

De plus, une étude du FMI montre que, depuis la crise économique de 2008, **les coefficients associés à l'inflation dans la règle de Taylor** – c'est-à-dire la fonction de réaction de la banque centrale, qui détermine les décisions de hausse ou de baisse des taux d'intérêt en fonction des anticipations d'inflation, de l'output gap et du taux de change – ont diminué. Autrement dit, **les banques centrales accordent aujourd'hui moins d'importance aux écarts des anticipations d'inflation par rapport à l'objectif qu'auparavant**, probablement en raison du renforcement de leur crédibilité et d'un ancrage plus solide des anticipations d'inflation à long terme<sup>65</sup>.

Enfin, la mise en place de cadres rigoureux pour communiquer les décisions de politique monétaire et les raisons qui les sous-tendent témoigne de cette montée en compétence des banques centrales dans les pays émergents. Par exemple, de nombreuses banques centrales des marchés émergents (Thaïlande, Chili, Afrique du Sud et Géorgie) ont mis au point des cadres de communication sophistiqués : conférences de presse régulières, déclarations de politique générale et rapports sur la politique monétaire<sup>66</sup>.

Néanmoins, si l'ancrage des anticipations d'inflation s'est amélioré, la capacité des banques centrales à maintenir l'inflation dans la cible définie (entre la borne inférieure et la borne supérieure)<sup>67</sup> n'a pas réellement progressé (voir graphique 16) : en moyenne, entre 2000 et 2004, l'inflation en fin d'année se situait dans la cible dans 49% des cas, contre 50% en moyenne entre 2015 et 2019 et 34% entre 2020 et 2024, une période toutefois marquée par la crise du Covid-19 et par les conséquences inflationnistes de l'invasion de l'Ukraine sur les prix alimentaires et de l'énergie.

**Graphique 16 – Évolution de la précision des banques centrales quant à leur objectif d'inflation**



Source : Zhongxia Zhang

- Même s'il existe des marges d'amélioration, l'indépendance des banques centrales des pays émergents se renforce

Une meilleure conduite de la politique monétaire par la banque centrale passe également par son indépendance vis-à-vis du gouvernement<sup>68</sup>.

Dans les pays émergents, l'indépendance des banques centrales a progressé au cours des dernières décennies, comme en témoigne l'amélioration de l'indice d'indépendance des banques centrales (voir graphique 17), dont la valeur médiane dans notre échantillon de pays émergents est passée de 0,49 en 1960 à 0,68 en 2023.

<sup>65</sup> [Emerging Market Resilience: Good Luck or Good Policies?](#), IMF, 10/2025

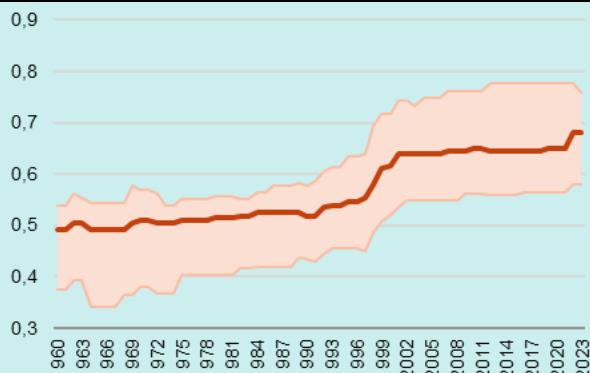
<sup>66</sup> [Emerging Market Resilience: Good Luck or Good Policies?](#), IMF, 10/2025

<sup>67</sup> Note : pour les quelques pays émergents qui ne disposent pas de bornes supérieures ou inférieures définies, nous avons fixé des bornes de  $\pm 2$  points de pourcentage autour de la cible.

<sup>68</sup> [Emerging Market Resilience: Good Luck or Good Policies?](#), IMF, 10/2025

Cependant, **cette indépendance demeure imparfaite**. Une étude du FMI, qui analyse les motivations à l'origine des transitions de gouverneurs – en distinguant les considérations politiques des procédures transparentes fondées sur des règles et la primauté des qualifications professionnelles – **montre que les changements motivés par des considérations politiques restent nettement plus fréquents dans les marchés émergents** (environ 50% des transitions) que dans les économies avancées (seulement 8% de l'ensemble des changements)<sup>69</sup>.

**Graphique 17 – Indice d'indépendance des banques centrales dans une sélection de pays émergents (compris entre 0 et 1)**

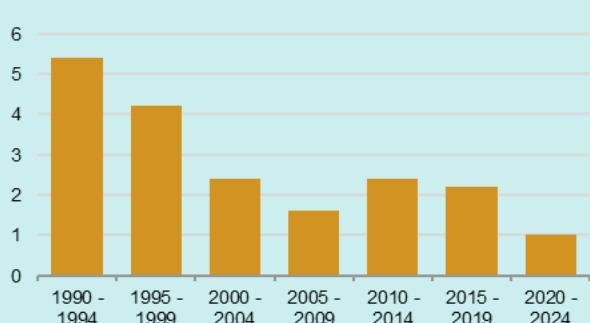


Source : Romelli, *The political economy of reforms in central bank design: evidence from a new dataset* (2022)

Par ailleurs, l'ancrage des anticipations d'inflation est plus fragile dans les pays où les changements de gouverneurs liés à des considérations politiques sont fréquents. Les anticipations dépassent l'objectif d'environ 1% lorsque ces changements sont récurrents, et de plus de 2% lorsqu'ils constituent la norme. À l'inverse, dans les pays où l'autorité monétaire n'est pas soumise à ce type de transitions, les anticipations d'inflation demeurent proches de la cible fixée<sup>70</sup>.

Si l'on s'intéresse uniquement aux 23 pays émergents étudiés dans la première partie de cette étude, on observe néanmoins une amélioration notable : le nombre moyen de changements irréguliers de gouverneur de banque centrale est en nette baisse depuis les années 1990 (voir graphique 18), tandis que l'ancienneté moyenne des gouverneurs est en nette hausse (voir graphique 19).

**Graphique 18 – Nombre moyen de changements irréguliers du gouverneur de la banque centrale dans une sélection de pays émergents**



Source : *When is a Central Bank Governor Replaced? Evidence Based on a New Data Set*, *Journal of Macroeconomics*

**Graphique 19 – Ancienneté moyenne des gouverneurs des banques centrales d'une sélection de pays émergents (années)**



<sup>69</sup> [Emerging Market Resilience: Good Luck or Good Policies?](#), IMF, 10/2025

<sup>70</sup> [Emerging Market Resilience: Good Luck or Good Policies?](#), IMF, 10/2025

- **L'utilisation de nouveaux instruments de politique monétaire pendant la pandémie témoigne également de la montée en compétences des banques centrales des pays émergents**

Enfin, les économies émergentes ont, ces dernières années, **intégré des instruments non traditionnels de politique monétaire** – tels que les indications sur les taux d'intérêt et les programmes d'achats d'actifs – **afin d'élargir leur marge de manœuvre. Cette diversification des instruments utilisés témoigne également de la montée en compétences de leurs banques centrales.**

**Les premières utilisations de ces politiques monétaires non conventionnelles ont été déclenchées par la pandémie**, qui a mis en évidence la faible marge de manœuvre de nombreuses banques centrales des pays émergents, contraintes par la borne zéro des taux d'intérêt ou par les risques de sorties de capitaux. Dans ce contexte, **certaines banques centrales ont eu recours à la « forward guidance »**, c'est-à-dire à l'engagement explicite de suivre une orientation de politique monétaire annoncée à l'avance. **Ces dernières années, l'Inde, Israël, le Chili, le Brésil et le Pérou ont ainsi introduit des dispositifs de « forward guidance ».** Le Brésil et le Pérou ont privilégié une approche conditionnée aux résultats économiques, tandis que le Chili, Israël et l'Inde ont opté pour des annonces sans horizon temporel précis. Ces mesures se sont révélées efficaces<sup>71</sup>.

De même, **les stratégies d'achats d'actifs** – consistant en des acquisitions par les banques centrales d'obligations libellées en monnaie locale afin d'atténuer les tensions sur les marchés financiers et de stabiliser les marchés obligataires – **ont atteint leurs objectifs**. Dans certains pays, comme le Chili, l'Inde et Israël, les achats d'actifs sont venus compléter les indications sur les taux d'intérêt<sup>72</sup>. **Ainsi, la capacité des banques centrales des marchés émergents à mettre en œuvre des dispositifs de « forward guidance » et des stratégies d'achats d'actifs reflète une amélioration de leur indépendance et de leur crédibilité, résultant notamment d'une plus grande transparence de leur politique monétaire**<sup>73</sup>.

<sup>71</sup> [Nouveaux instruments de politique monétaire dans les économies de marché émergentes](#), Banque de France, 01/07/2024

<sup>72</sup> [Nouveaux instruments de politique monétaire dans les économies de marché émergentes](#), Banque de France, 01/07/2024

<sup>73</sup> [Nouveaux instruments de politique monétaire dans les économies de marché émergentes](#), Banque de France, 01/07/2024