

Perspectives

Hebdomadaire – N°23/260 – 6 octobre 2023

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Un équilibre délicat.....</i>	2
☞ <i>Zone euro : au T2 les gains de pouvoir d'achat entièrement épargnés.....</i>	4
☞ <i>France : le pays au top niveau à l'international en termes de « PIB ressenti »</i>	4
☞ <i>Italie : la politique budgétaire à la croisée des chemins</i>	5
☞ <i>Espagne : le tour est à Sánchez.....</i>	7
☞ <i>Égypte : l'inflation au plus haut envoie un signal macro-économique très négatif.....</i>	8
☞ <i>Égypte : une dégradation de rating et une injonction du FMI qui préoccupent les marchés.....</i>	9
☞ <i>Angola : vers une diversification de l'économie ?.....</i>	10

 **Un équilibre délicat**

Marché du travail tendu, « sur-épargne » entamée mais encore abondante, rattrapage de la consommation de services, sorte de queue de comète de la reprise *post-Covid* : tels sont les principaux facteurs qui ont soutenu l'expansion au-delà des attentes. Couplés aux bilans globalement sains des agents privés, ils ont permis à la croissance de bien mieux résister que ce que faisaient craindre la forte accélération de l'inflation et le resserrement violent des conditions monétaires. Au moment où ce dernier va imprimer plus douloureusement sa marque, où les soutiens largement hérités de la reprise *post-pandémie* s'effritent, **c'est la poursuite de la désinflation qui permet de tabler sur un essoufflement, non un effondrement, de la croissance.** Et cette hypothèse n'est pas exempte de risques, comme en témoigne le rebond des prix du pétrole depuis l'été : ce rebond motivé par la réduction de production initiée par l'Arabie saoudite signale qu'en l'absence d'offre concurrente, l'OPEP+ reste maître des cours du pétrole.

Primus inter pares (même si ce statut lui est contesté), **la résistance de l'économie américaine a continué de surprendre au point d'afficher une vigueur difficilement soutenable** : le consommateur en a, comme toujours, été le principal artisan et ses forces déclinent. L'épargne excédentaire accumulée aux pics de la pandémie (estimée à 2 300 milliards de dollars, soit environ 10% du PIB, en mars 2021) aurait diminué de moitié. Après s'être progressivement replié, passant même dès septembre 2021 sous son niveau pré-crise (moyenne 2017-2019 proche de 8% du revenu), le taux d'épargne semble stabilisé, mais à un niveau très faible. Par ailleurs, le marché du travail, certes encore solide, envoie des signaux de refroidissement : ralentissement du rythme des embauches, forte baisse des offres d'emploi, croissance plus faible des salaires, taux de démission en recul sensible, redressement du taux de participation. Un recours accru aux cartes de crédit. Enfin, l'encours des crédits renouvelables a atteint un niveau record : les impayés sont en hausse et sa croissance a déjà commencé à ralentir.

Récession, entendue au sens de deux trimestres consécutifs de contraction du PIB, ou non ? Telle est la question qui permet de statuer sur la nature de l'atterrissage. Dans sa version « authentique », sans récession, **l'atterrissage en douceur ne peut être exclu. Notre scénario central envisage cependant une très légère récession à la charnière des années 2023-2024.** L'atterrissage en 2024 ne serait pas violent : la croissance moyenne atteindrait 2,1% en 2023, une performance très honorable, avant un ralentissement à 0,7% en 2024 pour une inflation moyenne poursuivant son net repli (4,2% et 2,7% respectivement en 2023 et 2024, après 8% en 2022).

En zone euro, le ralentissement est déjà patent. À l'affaiblissement de la demande mondiale, clairement lisible sur la contre-performance des exportations, se superposent les effets néfastes d'un double choc : la hausse des prix des matières premières en 2022 et l'impact, plus précoce et plus significatif qu'attendu, de la hausse des taux d'intérêt. Ces chocs affectent très différemment les grandes économies de la zone euro dont ils rendent la lisibilité conjoncturelle complexe. Mais, globalement, la brutalité (ou la douceur) de l'atterrissage dépendra des effets conjugués de deux forces opposées : transmission progressive du resserrement monétaire le plus violent que la zone euro ait connu contre renforcement de la dynamique désinflationniste attendu dès le quatrième trimestre 2023 et portant l'inflation moyenne de 5,6% en 2023 à 3% en 2024 (après 8,4% en 2022). Avec un pic de la transmission monétaire en 2023 et une activité seulement stable au cours de la seconde moitié de l'année, la croissance moyenne se situerait à 0,5%, après 3,4% en 2022. **Le scénario de redressement modeste de la croissance (0,9% en 2024) s'appuie sur la seule demande interne** : il repose sur la consommation, profitant des gains de pouvoir d'achat liés à la désinflation et de l'ajustement décalé des salaires nominaux à celle de l'inflation passée.

Dans l'univers émergent, malgré le ralentissement de la croissance dans les pays développés, une croissance globalement satisfaisante, sans être impressionnante, se dessine : un scénario assorti d'un niveau élevé d'incertitude. Au titre des facteurs de risques figure, tout d'abord, celui de taux d'intérêt américains restant « plus élevés, plus longtemps », une contrainte spécifique et coûteuse pour la sphère émergente. Figure ensuite le risque lié à un ralentissement de la désinflation susceptible de perturber les assouplissements monétaires envisagés ou déjà amorcés par des banques centrales soucieuses de ne pas abîmer leur crédibilité. Mais, **le principal risque reste la Chine : la faiblesse de la reprise tant attendue a déçu et la capacité de la Chine à soutenir (ou non) la conjoncture suscite de nombreuses interrogations.** Les autorités chinoises ont déjà mis en œuvre deux grands types de mesures : elles ont, d'une part, assoupli très prudemment les conditions monétaires et, d'autre part, pris des mesures en faveur du secteur de l'immobilier. Ces actions commencent à porter leurs fruits : notre scénario retient une stabilisation de la croissance à un niveau encore satisfaisant quoique relativement faible au regard des performances passées (5,1% et 4,5%, respectivement, en 2023 et 2024 après 3% en 2022). Mais, le risque d'une réponse contra-cyclique insuffisante ou inadaptée, ne parvenant pas à stabiliser les anticipations de croissance et à rétablir la confiance, demeure. Et, avec lui, celui d'une faiblesse prolongée de la

demande et d'une correction du secteur immobilier assorties d'un impact négatif durable sur la croissance.

En termes de politique monétaire, les grandes banques centrales ne sont pas disposées à baisser la garde. À l'issue de resserrements monétaires massifs, et bien que toujours éloignées de leurs cibles d'inflation, les banques centrales ont, en effet, récemment opté pour le mode « pause ». **Hors surprise désagréable sur l'inflation impliquant un resserrement supplémentaire, cette pause se prolongerait, maintenant les taux directeurs à des niveaux élevés : il est déraisonnable de parier sur des baisses rapides.**

La *Fed* a maintenu le taux des *Fed funds* (borne haute) à 5,50% en septembre, mais publié un *dot plot* suggérant une baisse de seulement 50 points de base de son taux directeur en 2024 et non plus de 100. Cela vient valider le risque de taux restant « plus élevés, plus longtemps » et confirme que la *Fed* souhaite éviter un assouplissement prématuré des conditions financières. Notre scénario central continue de tabler sur une longue pause suivie de baisses à partir de juin, abaissant la borne supérieure des *Fed funds* à 4,75% fin 2024. Les risques restent toutefois majoritairement orientés vers une évolution plus *hawkish* : une nouvelle hausse au quatrième trimestre 2023 ne peut être exclue. Dans la zone euro, si le risque d'une dernière hausse ne peut être ignoré, notre scénario retient néanmoins le maintien par la **BCE** de ses

taux à leur niveau actuel (taux de refinancement à 4,50%) jusqu'à la fin de l'été 2024 au moins. Bien qu'elle envisage de poursuivre ces réinvestissements jusque fin 2024, la BCE pourrait, en outre, décider d'accélérer son *quantitative tightening* en cessant ses réinvestissements dans le PEPP au début de l'année 2024.

Résistance de l'inflation, de la croissance et resserrements monétaires déterminés ont naturellement fait se redresser brutalement les taux obligataires. Un scénario de repli modeste se dessine aux États-Unis et table sur des taux souverains à dix ans proches de 4% fin 2023, puis 3,50% fin 2024. Un scénario de baisse sensible semble, en revanche, prématuré dans la zone euro où la BCE, dont la politique est clairement restrictive, pourrait s'atteler à une réduction plus rapide de son bilan. Le *Bund* se situerait ainsi vers 2,60% fin 2023 et fin 2024. Enfin, le thème du « sourire du dollar » reste d'actualité. La résistance de l'économie américaine, la détermination de la *Fed*, un différentiel de taux d'intérêt favorable et des épisodes d'aversion au risque : **tout continue de conférer au dollar un attrait indiscutable à très brève échéance.**

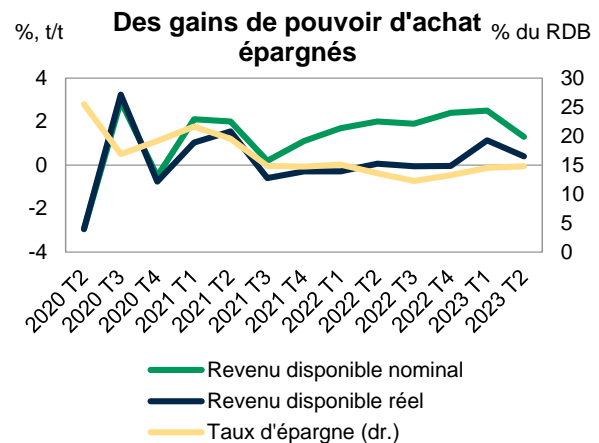
Pour plus d'informations, consultez la publication : [Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 : un équilibre délicat](#) »

Zone euro

Zone euro : au T2 les gains de pouvoir d'achat entièrement épargnés

Des créations d'emplois, certes en ralentissement, mais encore positives (+0,2% sur le trimestre après 1,6% au T1 2023) et une nouvelle progression du salaire par travailleur (0,7% sur le trimestre) ont continué d'alimenter la croissance du revenu disponible nominal des ménages (1,3%). Ce rythme, bien qu'en voie d'affaiblissement (après 2,5% au T1 2023) reste supérieur à celui des prix auxquels font face les ménages. Le déflateur de la consommation privée n'a crû que de 0,9% au T2, avec un rythme affaibli par rapport au trimestre précédent (+1,3% sur le trimestre) ce qui garantit un deuxième trimestre de gains au revenu disponible réel (+0,4% au T2 après +1,1% au T1 2023). Ces gains de pouvoir d'achat ne se sont pas traduits par plus de consommation, mais ont été entièrement transférés en épargne. Le taux d'épargne après avoir augmenté de 1,2 point au T1 a encore progressé de 0,3 point se situant à 14,8%. En redressement depuis le T4 2022, ce taux a de nouveau dépassé sa moyenne d'avant la pandémie après la baisse de l'été 2022. L'excès d'épargne cumulé depuis la Covid n'est pas entamé mais continue d'augmenter. Bien qu'il ne soit pas équitablement distribué entre

les ménages (il est surtout disponible pour les deux quintiles les plus élevés de la distribution du revenu) et qu'il ait été en partie investi dans des actifs non liquides, il constitue encore un potentiel pour amortir les effets négatifs du resserrement monétaire sur la consommation privée.



Notre opinion – La croissance du revenu disponible nominal se renforce depuis la fin 2021 sous l'effet d'une contribution de plus en plus positive des rémunérations, malgré un apport de moins en moins important des revenus nets de la propriété du fait de la remontée de la part des charges d'intérêts (de 1,5 point depuis un an). Le revenu disponible réel, après son recul continu entre l'été 2021 et l'été 2022 profite désormais de cette dynamique ainsi que de la désinflation. La progression des salaires serait plus rapide que l'inflation en fin d'année et en 2024, garantissant une contribution positive des rémunérations à la croissance du revenu réel. C'est sur cette base que se justifie notre scénario d'accélération modérée de la consommation des ménages en 2024.

France : le pays au top niveau à l'international en termes de « PIB ressenti »

Des travaux de recherche sont menés à l'Insee afin de trouver un indicateur de bien-être monétaire alternatif, « meilleur » que la mesure du produit intérieur brut (PIB). Le PIB est en effet un indicateur très imparfait pour de nombreuses raisons, trop éloigné du bien-être ressenti. L'indicateur proposé, le « PIB ressenti »¹, classe la France devant les États-Unis ainsi que l'Allemagne. Outre la dimension monétaire, l'indicateur pourrait par la suite être complété par des éléments de bien-être non monétaire.

La mesure traditionnelle du bien-être monétaire, celle du PIB, souffre de plusieurs lacunes. Tout d'abord, une hausse du PIB n'a pas les mêmes implications en fonction de l'évolution de la population (celle-ci pouvant simplement résulter d'une progression de la population). À ce titre, la

mesure du PIB par habitant lui est préférée. Cependant, même en utilisant le PIB par habitant, une majorité de la population peut voir ses revenus diminuer alors même que le PIB augmente, la mesure usuelle de la croissance accordant *de facto* plus de poids aux ménages les plus aisés. Enfin, une hausse du revenu ne contribue pas au bien-être de la même manière pour tous. La fameuse notion d'« utilité marginale décroissante » du revenu, chère aux économistes, implique en effet qu'une même hausse du revenu améliore moins la vie d'un individu en haut de l'échelle des revenus que celle d'un individu en bas de l'échelle des revenus. Cette thèse est bien corroborée par les données empiriques, comme celles de l'enquête de l'Insee sur les statistiques sur les ressources et les conditions de

¹ Voir l'article du Blog de l'Insee « Regarder la croissance sous l'angle du PIB ressenti rebat les hiérarchies économiques internationales » (septembre 2023) et l'article paru dans

Économie et Statistique « Au-delà du PIB : une évaluation de la croissance du bien-être monétaire dans 14 pays européens et aux États-Unis » (juillet 2023), par J.-M. Germain.

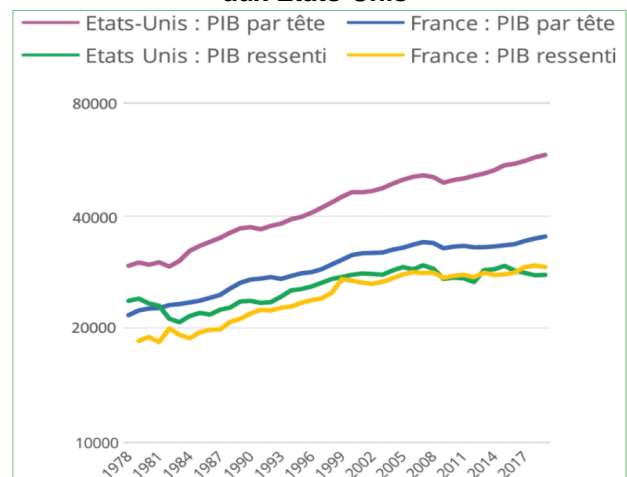
vie (SRCV) des ménages, où une question porte sur leur satisfaction dans la vie qu'ils mènent.

Les travaux de recherche de l'Insee aboutissent à la proposition d'un indicateur alternatif, le « PIB ressenti » – par analogie avec la « température ressentie » en météorologie – qui mesure la contribution moyenne des revenus à la satisfaction dans la vie, en équivalent monétaire. Fondé sur les enquêtes subjectives de bien-être et le revenu disponible des ménages, c'est ainsi le revenu qui procurerait à un individu un score de satisfaction dans la vie égal au score de satisfaction moyen prévalant au niveau national.

L'utilisation de cet indicateur plutôt que du PIB a plusieurs implications. En premier lieu, les crises économiques dureraient de l'ordre d'une décennie, contre une ou deux années avec la mesure du PIB. Ainsi en 2019, la France retrouvait péniblement le niveau du PIB ressenti précédant le ralentissement de 2008, soit après onze années, les États-Unis, l'Espagne, l'Italie et la Grèce n'ayant pour leur part toujours pas retrouvé ce niveau en 2019. Les évolutions du PIB ressenti sur très longue période sont par ailleurs différentes de celles du PIB. Alors que le PIB triplait aux États-Unis entre 1980 et 2019, le PIB ressenti y a quasiment stagné, permettant à l'Europe, dont les deux indicateurs évoluaient plus en ligne, de rattraper son retard. Les chiffres pour 2019 montrent que la France, la Finlande, la Belgique et la Suède ont ainsi dépassé le niveau de bien-être monétaire américain, l'Allemagne se situant en-deçà.

La construction du PIB ressenti s'est limitée à la mesure du bien-être monétaire, c'est-à-dire à la satisfaction tirée de leurs revenus par les individus. Toutefois, la notion de bien-être recouvre d'autres dimensions, comme la santé, l'éducation, les loisirs ou la distribution des revenus. Ces dimensions non-monétaires pourraient venir compléter la mesure existante de bien-être monétaire à l'avenir, mais se pose la problématique de la disponibilité des données sur longue période pour un grand panel de pays. Le nouveau cadre de normes internationales en matière de comptes nationaux, prévu pour 2025, pourrait y contribuer.

PIB par tête et PIB ressenti en France et aux États-Unis



Derniers points : 2019 - Source : Germain (2023)

Notre opinion – Le « PIB ressenti » tel que construit par l'Insee a le mérite d'être un indicateur synthétique qui permet une meilleure approche du bien-être monétaire, plus proche du ressenti des individus. Il pourrait contribuer à améliorer la mesure du développement économique, jusque-là appréhendé à l'aune de la croissance du PIB ou du PIB par habitant. La Commission de Stiglitz-Sen-Fitoussi de 2009 préconisait toutefois, outre une meilleure mesure du bien-être présent, l'intégration de l'évaluation de sa soutenabilité. Il s'agit là d'un enjeu puissant, notamment au regard de la nécessaire transition écologique.

Italie : la politique budgétaire à la croisée des chemins

À la fin du mois de septembre, le gouvernement italien a adopté la note de mise à jour du document économique et financier (NADEF) qui définit le cadre budgétaire dans lequel devrait opérer la nouvelle loi de finance pour 2024, soit le deuxième budget voté par la coalition de centre droit. Avec le ralentissement confirmé de l'activité, l'exercice était pour le moins compliqué et très attendu, puisqu'il permet de définir non seulement les objectifs de déficit public pour l'année suivante, mais présente également la trajectoire de la dette publique italienne.

Outre le ralentissement de la croissance, les coûts plus élevés des subventions à la construction ainsi qu'une baisse des fonds du PNRR (Plan national de relance et résilience) alloués à l'année en cours, augmentent significativement le déficit pour l'année 2023 passant de 4,5% dans le document

économique et financier d'avril à 5,3%. Le déficit du solde primaire est également revu à la hausse, passant de 0,8% à 1,5%. Cependant, la charge d'intérêt n'a que peu augmenté en 2023, la forte hausse des taux obligataires au cours du deuxième semestre étant compensée par la réévaluation des titres indexés sur l'inflation.

Pour ce qui est de 2024, la prévision du gouvernement reste encore optimiste, avec une hausse du PIB attendue de 1% dans le cas du scénario tendanciel (c'est-à-dire à politique inchangée) et de 1,2% si l'on prend en compte l'impulsion budgétaire des mesures prises dans le cadre de la loi de finance. La baisse du déficit tendanciel, qui est en partie due au retrait de certaines mesures de soutien contre l'inflation, permet au gouvernement de se dégager quelques

marges de manœuvre budgétaires supplémentaires, mais n'exclut pas le recours à l'endettement. À ce titre, un nouvel écart budgétaire a été demandé au Parlement, permettant de fixer l'objectif de déficit public programmatique, c'est-à-dire celui prenant en compte la politique budgétaire de l'année à venir, à 4,3% en 2024 et 3,6% en 2025. En d'autres termes, ce sont 20 milliards de déficit supplémentaires qui ont été demandés par le gouvernement pour financer sa politique publique, dont 3 milliards en 2023, 15 milliards en 2024 et 3,4 milliards pour 2025. Ce choix retarde en effet le rééquilibrage du solde primaire à 2025, qui passe d'un excédent initialement prévu de 0,6% à un déficit de -0,2%

dans le cadre programmatique. L'impact de la hausse des taux est en partie lissé par la maturité moyenne de la dette italienne, le service de la dette ne devrait augmenter qu'à partir de 2024, passant de 3,8% en 2023 à 4,6% en 2026.

La révision à la hausse du PIB pour 2021 et 2022 s'est traduite par une révision à la baisse du ratio de dette publique, qui passe à 144% du PIB dans le Programme de stabilité d'avril dernier à 141%. Le ratio de dette publique ne devrait que peu diminuer sur la période de projection, se stabilisant à 139% en 2026.

☑ Notre opinion – Une dette héritée du Super bonus, un environnement économique contrarié et le besoin d'imprimer sa marque dans un contexte de prochaine élection européenne, voici l'équation dans laquelle le gouvernement Meloni inscrit ce nouveau budget italien. À peine publiée, la mise à jour du document économique et financier est déjà sous le feu des critiques aussi bien dans que hors des frontières. Tandis que le gouvernement ne cesse d'en souligner la prudence, les marchés voient d'un mauvais œil l'objectif de déficit public qui s'écarte de la trajectoire du programme de stabilité. Pourtant, l'enveloppe budgétaire n'est pas si conséquente. Les 16 milliards devraient se concentrer sur des réformes déjà engagées, telles que la baisse du coût fiscal du travail et la réduction du nombre de tranches de l'impôt sur le revenu des personnes, ainsi que le financement de la réforme passée des retraites.

Il semblerait surtout que l'Italie soit à la croisée des chemins dans un paradigme qui semble de nouveau se redessiner à la lumière de la hausse des taux souverains. Doit-on faire de la dette pour soutenir la croissance qui réduit la dette, ou bien doit-on baisser les dépenses pour réduire la dette au détriment de la croissance ? Si la première option a fait son retour en grâce pendant la période post-Covid, la seconde semble de nouveau avoir les faveurs à la lumière du contexte de marché.

Le gouvernement penche encore pour la première option en s'appuyant sur les recommandations de la Commission européenne qui poursuit son soutien aux entreprises et aux ménages : une relance qu'il juge prudente, mais que d'autres jugent non nécessaire dans un moment où la récession ne s'est pas matérialisée. En contrepartie, il s'engage à un retour progressif du déficit en dessous de 3% en 2026 en s'appuyant sur une baisse des dépenses courantes (notamment dans les ministères) et un programme de privatisations estimé à 1% du PIB. C'est sur ce point que les inquiétudes du côté italien se sont concentrées, au regard des échecs des programmes précédents et du manque de clarté quant à cette stratégie. L'autre élément d'inquiétude concerne la dette publique. Certes, les ratios de dette publique ont bénéficié favorablement de la révision du PIB nominal, ce qui les place dans une trajectoire plus basse que celle présentée dans le programme de stabilité, mais celle projetée pour les trois prochaines années n'affiche qu'une réduction à la marge. La hausse du service de la dette et la faiblesse de la croissance expliquent ce maigre résultat, mais il est également dû à la faiblesse des excédents primaires dégagés sur l'horizon de prévision. Dans un contexte où l'effet boule de neige est encore favorable, une consolidation budgétaire plus volontariste peut être jugée par certains davantage opportune pour réduire le fardeau de la dette. Dans ce contexte, la prise de position de la Commission sera un élément clé de la lecture qui sera faite par les marchés des décisions aujourd'hui inscrites dans la NADEF.

Espagne : le tour est à Sánchez

Pedro Sánchez a été désigné le mardi 3 octobre par le roi Felipe VI comme candidat à la tête de la prochaine législature. Cette nomination intervient après l'échec de l'investiture du leader de l'opposition Alberto Núñez Feijóo, qui n'a pas réussi à convaincre la majorité au Congrès des députés. Les partis séparatistes catalans détiennent la clé de la définition du prochain gouvernement, mais les négociations sont compliquées par deux exigences majeures : l'amnistie et un référendum sur l'indépendance.

Sánchez devra obtenir au moins 176 voix lors de la première session. S'il n'y parvient pas, il aura une

seconde chance, où il devra alors obtenir la majorité simple. Le PSOE bénéficie du soutien de ses 121 députés, auxquels s'ajouteraient les 31 députés du parti de gauche Sumar et, vraisemblablement, les six députés indépendantistes basques d'EH Bildu et les cinq députés nationalistes basques du PNV. Malgré cela, il lui faudrait encore au moins 13 voix pour atteindre la majorité absolue. Ces voix sont entre les mains des partis indépendantistes catalans, Esquerra Republicana (ERC), qui a remporté sept sièges au Parlement lors des dernières élections du 23 juillet, et Junts per Catalunya, qui compte sept députés.

✓ Notre opinion – *Sánchez a commencé les négociations avant les débats d'investiture de Feijóo. Pourtant, le soutien n'est toujours pas garanti. En plus d'une amnistie pour les politiciens poursuivis après avoir dirigé le référendum sur l'indépendance en 2017 (qui n'avait pas été autorisé par Madrid), les partis indépendantistes catalans exigent une nouvelle consultation populaire sur l'autodétermination de cette communauté autonome. Bien que ces derniers jours, des représentants des mouvements séparatistes aient présenté l'amnistie comme un fait acquis, M. Sánchez ne l'a pas confirmé, et le principal blocage réside dans les aspirations indépendantistes. La constitution espagnole elle-même stipule qu'un référendum sécessionniste n'est pas possible sans une réforme de la Grande Charte (« Carta Magna »).*

Le corps législatif doit confirmer un président avant le 27 novembre. L'article 99 de la Constitution établit qu'après le premier échec du vote pour désigner un dirigeant – ce qui s'est produit le 29 septembre lors de la première tentative de Feijó – une période de deux mois est ouverte au cours de laquelle, si aucun candidat n'a réussi à être investi, les chambres sont dissoutes et de nouvelles élections sont convoquées dans un délai de 47 jours. Dans ce cas, l'Espagne devra à nouveau se rendre aux urnes, vraisemblablement en janvier 2024.

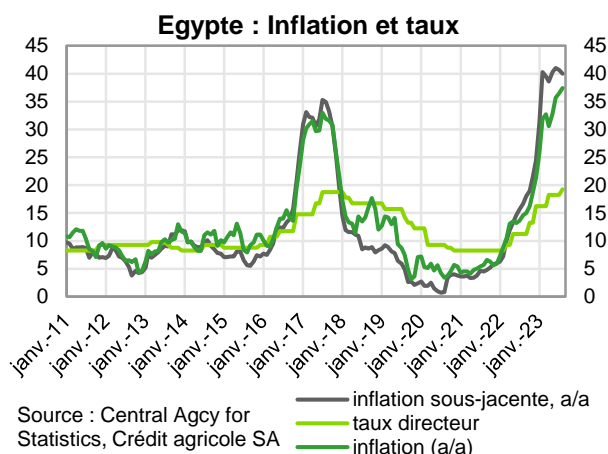
Pays émergents

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Égypte : l'inflation au plus haut envoie un signal macro-économique très négatif

L'inflation en Égypte ne cesse d'augmenter de façon très alarmante : elle a atteint 37,4% en août 2023 en glissement annuel et a surpris la plupart des analystes qui ne prévoient pas une flambée des prix aussi élevée.

Avant d'en analyser les causes, quelques observations préliminaires. L'inflation dépasse de quatre fois le haut de la fourchette acceptable pour la Banque centrale, établie entre 5% et 9%. À 32,9% en moyenne depuis le début de l'année 2023, elle est d'ores et déjà à plus du double de la moyenne de l'année 2022 (13,8%). Elle est surtout beaucoup plus élevée que lors de la précédente période d'inflation entre fin 2016 et début 2018 après la forte dévaluation de 52% de la livre fin 2016. Le pic avait alors atteint 31,5% en août 2017, soit 6% de moins que le chiffre constaté cet été. L'inflation est aussi la plus forte des pays du Moyen-Orient à l'exception du Liban (220%) et de l'Iran (45%).



La hausse des prix à la consommation frappe toutes les catégories de produits et de services mais c'est surtout sur les produits alimentaires que la hausse se fait le plus sentir. Ainsi, l'inflation alimentaire a atteint 72,7% en août dernier et 63,6% en moyenne depuis le début de l'année. Les meubles (+39%), les dépenses de santé (+18%), le prix des transports (+19%) sont également très affectés par la hausse des prix. Les services (tourisme : +47%, culture : +27%) n'échappent pas à la hausse générale des prix.

Inflation	Alimentaire	Santé	Transport
moyenne 2022	36,1%	10,1%	16,3%
moy. 8 mois 2023	63,6%	18,2%	19,4%

Source : Central Agcy for Statistics, Crédit agricole

Autre phénomène très préoccupant, l'inflation sous-jacente (c'est-à-dire l'indice des prix désaisonnalisés et excluant les interventions étatiques et la volatilité

excessive des marchés et donc sensé donner une meilleure tendance globale), cet indice est de 6% supérieur en moyenne à l'indice d'inflation depuis début 2023. Ceci signale donc un impact ressenti très élevé par la population. La différence s'atténue toutefois en août dernier.

Les causes de cette très forte inflation sont bien connues et identifiées. La première cause est bien sûr la hausse des prix sur les marchés mondiaux des produits importés et au premier rang les céréales (blé) dont l'Égypte est le premier importateur mondial. La hausse des prix de l'énergie a aussi un impact mais plus modéré compte tenu des exportations de gaz. La seconde cause est la forte dépréciation de la livre de 49% entre février 2022 (date du déclenchement de la guerre en Ukraine) et mars 2023. Ce choc de change a provoqué le phénomène d'inflation importée compte tenu de la balance commerciale très déficitaire du pays. Les deux phénomènes combinés expliquent, certes, la très forte inflation mais la Banque centrale dispose également de peu d'outils de lutte et ils sont utilisés avec parcimonie (hausse des taux et blocage des prix) et pas toujours très efficaces.

Les conséquences d'une aussi forte inflation sont multiples. Elles sont tout d'abord sociales car elles touchent toutes les catégories d'Égyptiens, y compris la classe moyenne (40% de la population) et la classe aisée qui souffre cette année beaucoup plus qu'en 2017. Comme lors d'épisodes passés, les catégories sociales les plus pauvres sont relativement bien protégées de la hausse des prix alimentaires par les programmes sociaux Takaful et Koroma, même si ces programmes de soutien sont désormais érodés par l'inflation. Cette inflation élevée va donc obliger les autorités à maintenir à un niveau élevé ses plans de soutien à la protection du pouvoir d'achat pour les plus modestes. Cela devrait avoir pour effet de décaler les réformes pour réduire les subventions et donc maintenir le déficit budgétaire à plus de 6% du PIB cette année, un chiffre très élevé pour le pays. Concernant les salaires, ils ont augmenté à plusieurs reprises en 2023 mais sans compenser l'inflation. Si le risque de spirale inflation-salaire semble écarté, la perte de pouvoir d'achat de la population est par contre bien réelle et cette situation alimente les frustrations et le ressentiment.

En ce qui concerne la politique économique, cette inflation provoque actuellement une forte réduction des importations en raison de leur renchérissement. Le montant des importations devrait ainsi se contracter de 87,3 Mds USD en 2022 à 78 Mds USD environ en 2023. Ce qui devrait améliorer la balance

commerciale de biens qui va rester déficitaire mais seulement à hauteur de 34 Mds USD, selon les dernières estimations. Cette contraction a des effets un peu négatifs sur la croissance du PIB cette année mais son chiffrage est malaisé.

De son côté, la politique monétaire reste très accommodante. Après une forte hausse en début d'année, le taux directeur a été maintenu à 19,75% en septembre et les taux d'intérêts réels sont donc fortement négatifs (18%).

En ce qui concerne la politique de change, les autorités sont prises dans un dilemme. Depuis mars dernier, soit plus de six mois, les autorités maintiennent le cours de la devise à 30,9 par USD afin de ne pas accentuer ce phénomène d'inflation importée et ce en contradiction avec les exigences du FMI qui demande la mise en place d'un régime de change

flexible comme condition à son plan de soutien financier.

Les conséquences sur le coût de refinancement du souverain sont également douloureuses pour l'État : les taux sur les bons du trésor à 3 mois s'élevèrent à 25,2% en septembre 2023. Une hausse de 9,3% par rapport au taux d'il y a un an. Ceci va donc renchérir la dette d'un État déjà surendetté (à 95% du PIB).

Nos prévisions sont donc révisées à la hausse. Nous pensons que l'inflation moyenne atteindra 33,5% en 2023 et ne commencera à baisser qu'au premier trimestre 2024. En 2024, l'inflation devrait s'établir à 21,5% en raison de la poursuite de la dépréciation de la livre sur les marchés, et donc dans une proportion sans doute moins forte qu'en 2021-2022. Le marché noir de la devise se situe aux environs de 40 livres par dollar.

✓ Notre opinion – Une inflation aussi élevée et inattendue envoie un signal macro-économique très négatif sur les marchés financiers. Elle signale en premier lieu que malgré le plafonnement du cours de change à 30,9 EGP par dollar, les autorités monétaires ont beaucoup de difficulté à la maîtriser. Pour un pays qui a singulièrement besoin de la confiance des marchés financiers internationaux pour financer ses échéances de dette externe, c'est un point plutôt négatif. La situation actuelle indique également que le pays ne passera pas à un régime de change flottant avant l'année 2024 comme le souhaite le FMI. Le plus dommageable est aussi que cette situation provoque l'attentisme des investisseurs étrangers qui hésitent à matérialiser leurs soutiens financiers dans le cadre du plan de soutien du FMI compte tenu de la forte érosion monétaire actuelle et des risques de dévaluation de la devise l'année prochaine. Des retards que l'Égypte peut difficilement se permettre compte tenu des échéances de dette externe à venir.

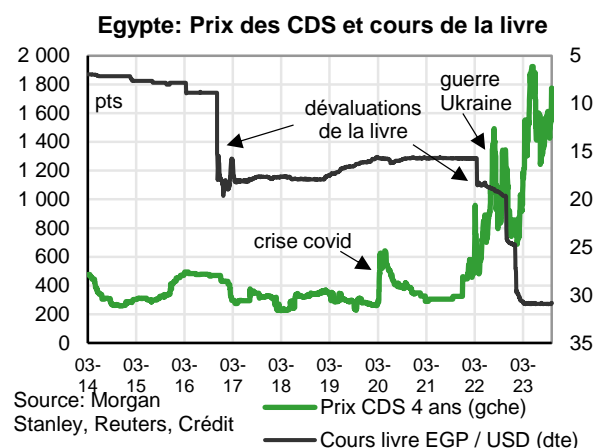
👉 Égypte : une dégradation de rating et une injonction du FMI qui préoccupent les marchés

L'agence de rating Moody's vient de dégrader de B3- à Caa1 le rating de l'Égypte. Les autres agences, S&P et Fitch, sont toujours sur le niveau de B avec des perspectives négatives sur la note, ce qui fait un écart de deux crans entre ces agences.

Pour Moody's, la dégradation du risque est due à la persistance des pénuries de devises pour alimenter le service de la dette externe et ce malgré l'amélioration du solde courant, en déficit de seulement 1,2% du PIB en juin 2023 selon ses calculs de l'agence en raison des bonnes rentrées touristiques et des recettes du canal de Suez. Tout en reconnaissant les performances correctes de la politique fiscale, et les aides renouvelées des pays du Golfe pour soutenir la liquidité en devises, l'agence alerte sur les risques liés à l'inflation et à la dérive de l'endettement qui alimentent les risques sociaux.

De son côté, le FMI, par la voix de sa directrice générale Kristalina Georgieva, demande, d'une façon assez directe et pressante, que les autorités mettent en place rapidement le régime de change flottant et acceptent une dévaluation de la devise

afin de ne pas « épuiser les réserves en devises pour protéger la livre ».



Les marchés financiers ont fraîchement réagi à ces annonces et la prime de risque (prix des dérivés de crédit à 4 ans) s'est détériorée à 18,6% contre 13% en juillet, illustrant un niveau de risque très élevé.

✓ Notre opinion – La probabilité d'une dégradation de la note par l'une ou l'autre des agences est très forte dans les prochains trimestres.

Afrique sub-saharienne

Angola : vers une diversification de l'économie ?

L'Angola a approuvé, jeudi dernier, le Plan de développement national 2023-2027 qui s'est tenu lors du Conseil des ministres à Luanda, la capitale angolaise. Ce plan prévoit, en outre, une diversification de l'économie angolaise sur les prochaines années afin de soutenir la croissance, la création d'emplois et la réduction de la pauvreté.

Historiquement, les performances de l'économie angolaise ont souvent été liées à la demande mondiale de pétrole, expliquant la volatilité de la croissance en Angola sur ces dernières années. Cependant, on observe actuellement un recul du secteur pétrolier qui se caractérise par une baisse du niveau de production (estimé à 1 million de barils par jour) d'une part, et une baisse des exportations d'autre part. Les recettes pétrolières en baisse, l'excédent du compte courant est tombé à 0,4% du PIB au deuxième trimestre de 2023.

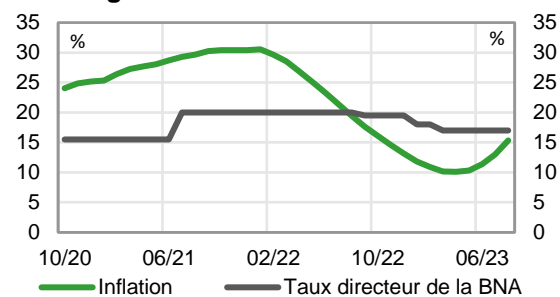
Par conséquent, au regard de la baisse des exportations de pétrole, le kwanza s'est déprécié d'environ 40% par rapport au dollar américain entre mi-mai et fin juin 2023 avant que le taux de change ne se stabilise, jusqu'à fin septembre, à 1 USD pour 830 kwanzas. Cette rapide dévaluation du taux de change pourrait faire augmenter le ratio de la dette publique de 20 à 30 points en 2023, pour atteindre près de 83% du PIB selon le FMI, voire de 90% du PIB selon le bureau des études économiques de Banco Fomento Angola (BFA) : des niveaux bien au-dessus de la moyenne des pays d'Afrique subsaharienne qui est d'environ 60% du PIB. Les montants de la dette en devises et en monnaie locale restent, quant à eux, assez flous.

En parallèle, les paiements d'intérêts sur la dette en devises ont plus que doublé pour atteindre 1,6 milliard USD, suite à la fin du moratoire de trois ans, offert par la Chine, pour le remboursement de sa dette. Ainsi, l'Angola encourt un risque de surendettement souverain, avec des taux d'intérêt (pour les émissions de dette) sur les marchés internationaux supérieurs à 10%. À présent, les réserves de change sont sous pression, diminuant de 6% au cours de l'année écoulée pour s'établir à moins de 14 milliards d'USD, ce qui correspond à la

couverture de 7,1 mois d'importations de biens et services : un niveau modeste pour un pays pétrolier.

Combiné à l'instauration de nouvelles mesures telles que la suppression partielle des subventions de carburant, l'affaiblissement de la monnaie nationale est parvenu à inverser la tendance à la baisse de l'inflation qui a atteint, récemment, 15,5%. Cette hausse soudaine des prix concerne en particulier les secteurs de l'éducation, de l'alimentaire et des transports. Malgré l'inflation, la Banque nationale d'Angola (BNA) a décidé de maintenir les taux d'intérêts directeurs inchangés, à 17%, attribuant la variation des prix à des facteurs saisonniers.

Angola : inflation et taux directeur



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

Pour toutes ces raisons, le FMI a fortement révisé à la baisse les prévisions de croissance de l'économie angolaise, de 3,5% à 0,9% cette année.

Finalement, l'Angola connaît une période de transition où le moteur de la croissance n'est plus le secteur pétrolier mais le secteur agro-industriel. Bien que la progression du secteur non-pétrolier ne compense pas encore le recul du secteur pétrolier, le FMI explique que la croissance devrait se stabiliser autour de 3,4% à moyen terme grâce à la mise en place de réformes structurelles et la poursuite du programme de diversification économique engagé par les autorités. Selon le FMI, la mobilisation des recettes fiscales, l'amélioration de l'environnement des affaires et la promotion de l'investissement privé seront les clés du succès du nouveau Plan national de développement.

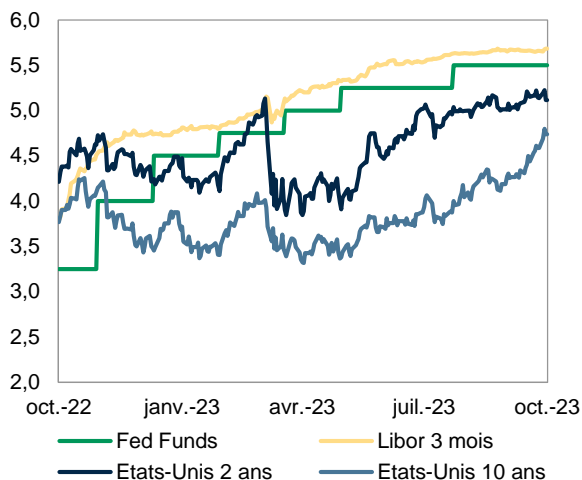
Notre opinion – Selon de nombreux économistes, compte tenu de la reprise récente de la production pétrolière, l'inflation est la principale source d'inquiétudes à court-terme en Angola. En effet, elle pourrait s'élever au-delà de 20% d'ici la fin de l'année si le kwanza ne se redresse pas et si des politiques monétaires plus restrictives ne sont pas adoptées.

Pour autant, le changement de paradigme et la réduction de la dépendance vis-à-vis du secteur pétrolier semblent fondamentaux et devraient continuer à être au centre des préoccupations des autorités à moyen terme, afin de réduire les vulnérabilités découlant de la volatilité accrue dans ce secteur.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

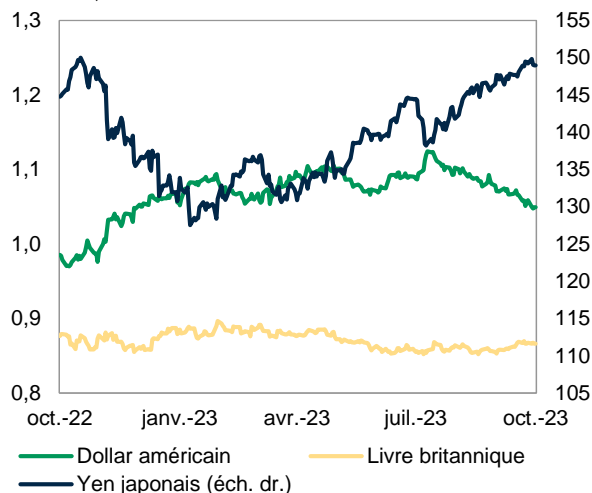
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

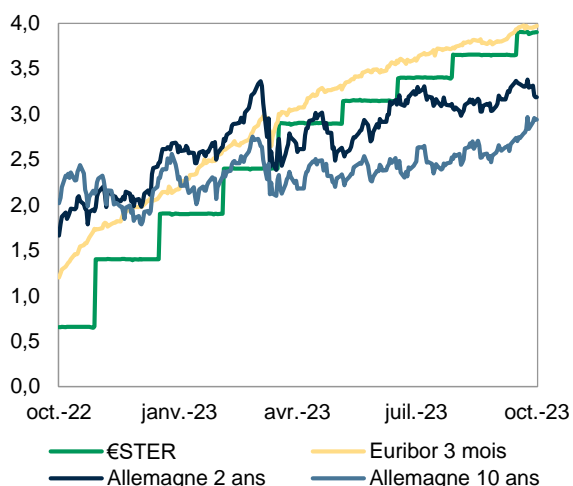
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

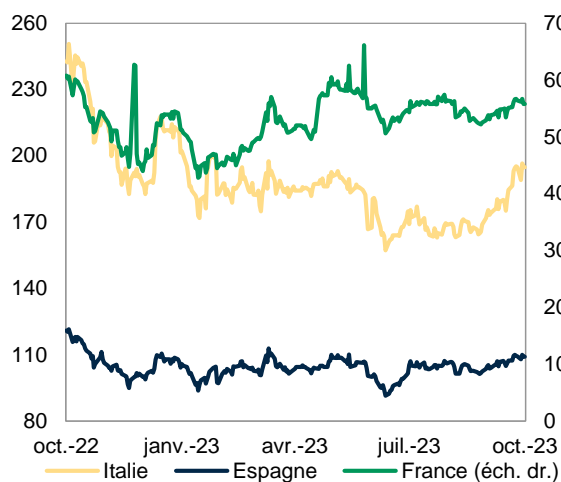
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

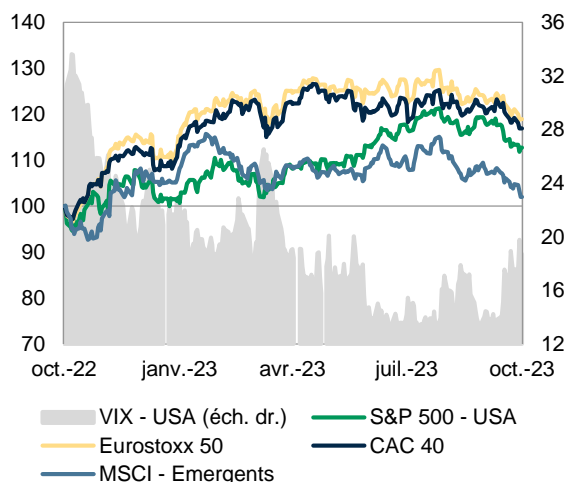
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

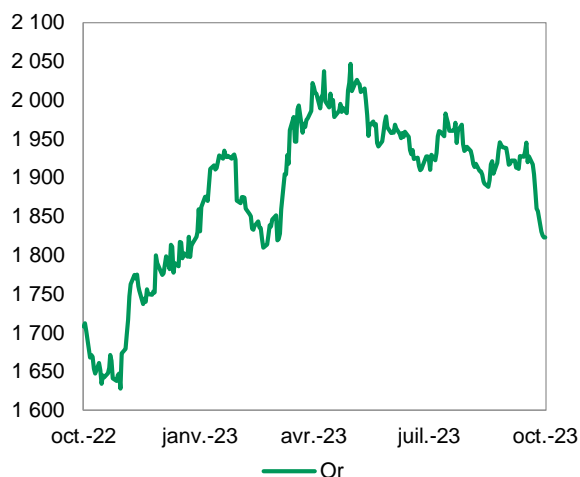
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

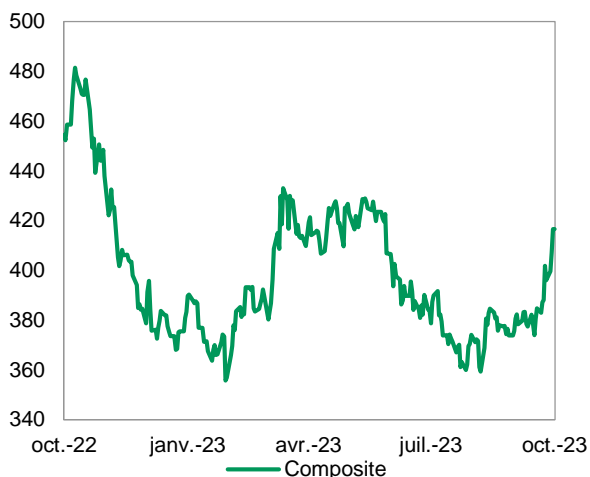
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

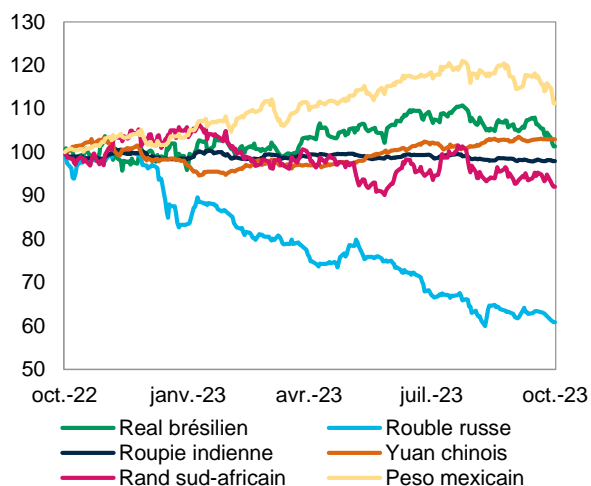
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

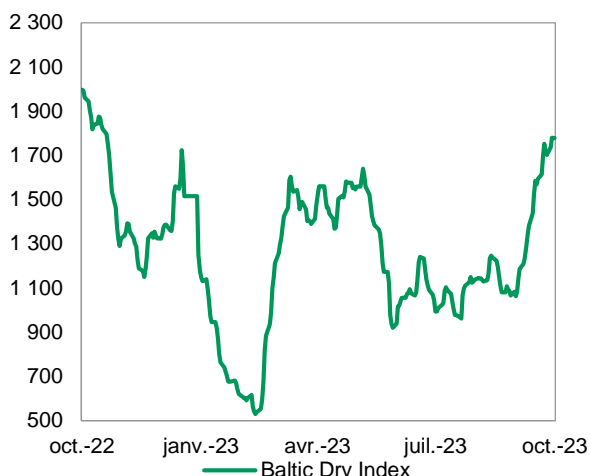
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

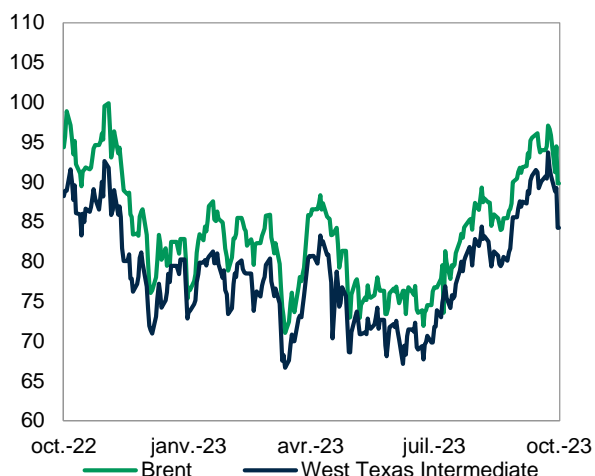
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

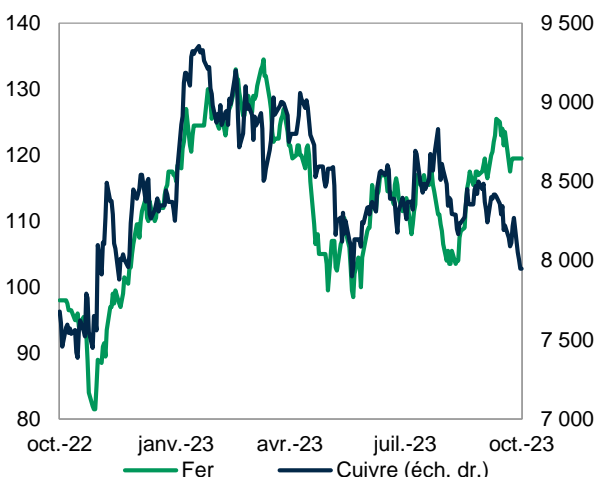
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

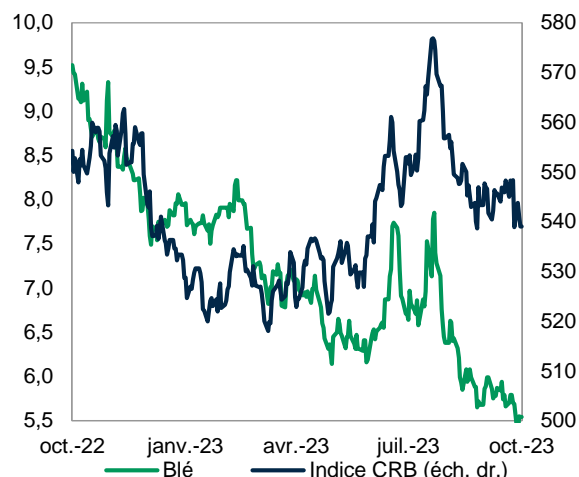
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

SRW Wheat (USD/boisseau) et CRB foodstuffs (USD/point)



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 – Octobre 2023

Un équilibre délicat

Date	Titre	Thème
05/10/2023	<u>France : une réduction du déficit peu ambitieuse basée sur des hypothèses optimistes</u>	France
05/10/2023	<u>Kenya – Un pays aux besoins élevés de financement extérieur</u>	Kenya
04/10/2023	<u>Malaisie – Saisir les opportunités de la recomposition des chaînes de valeur</u>	Asie
04/10/2023	<u>Fintech Outlook – 9 premiers mois de l'année 2023 : La longue marche !</u>	Fintech
29/09/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
28/09/2023	<u>Chine : la grande relance n'aura pas lieu</u>	Asie
27/09/2023	<u>Parole de banques centrales – La BoE décide de faire une pause sur fond de forte baisse surprise de l'inflation</u>	Royaume-Uni
26/09/2023	<u>France – Une hausse de l'inflation en août largement dictée par les prix de l'énergie</u>	France
22/09/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
21/09/2023	<u>Italie – Chronique de la vie politique : « un budget complexe »</u>	Europe

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 : Aledo ALBERTO, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Marianne PICARD, Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

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

Europe centrale et orientale, Asie centrale, géo-économie : Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Ada ZAN

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario), César MEZHER

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Thomas MORAND

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : DATALAB ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION

Contact : 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 sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.