

Perspectives

Hebdomadaire – N°25/023 – 24 janvier 2025

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Au-delà de la mise en scène</i>	2
☞ <i>Union européenne : l'investissement visant à atténuer le changement climatique à 0,55% du PIB</i>	3
☞ <i>France : en janvier, le climat des affaires se stabilise à un niveau relativement bas</i>	4
☞ <i>Espagne : l'impasse du marché automobile</i>	5
☞ <i>Colombie : la Telenovela du budget 2025</i>	6
☞ <i>Égypte : un état des lieux de la liquidité extérieure</i>	8

👉 Au-delà de la mise en scène

L'investissement de D. Trump a donné lieu à un spectacle composé de propositions simples mais percutantes et de décrets immédiatement signés concernant des thèmes emblématiques tels l'immigration et l'énergie. Au-delà de la mise en scène présentant un président combatif et déterminé, on peut le remercier de n'avoir pas abordé tous les sujets qui effraient dès le premier jour. Au-delà des propos brutaux, l'Union européenne peut se réjouir de n'avoir pas été la victime de la première salve. En décidant de ne pas imposer de nouveaux tarifs dès le premier jour, D. Trump a offert un peu de répit à ses « partenaires » commerciaux. Il s'agit cependant d'un simple répit car les tarifs douaniers sont un élément clé de son programme. Les membres de l'accord de libre-échange nord-américain et la Chine pourraient se voir imposer des droits de douane de, respectivement, 25% (lourd tribut à acquitter en raison de l'immigration illégale et du fentanyl) et 10% à la Chine dès le 1^{er} février.

Toujours aux États-Unis, arguant du fait que le travail du NGFS (le réseau des banques centrales et des superviseurs pour le « verdissement » du système financier) s'est élargi et couvre un large éventail de questions qui ne relèvent pas de son mandat, la Réserve fédérale a annoncé qu'elle s'en retirait. Le NGFS ne peut que regretter mais respecter la décision de la *Fed* de quitter cette « coalition de volontaires, plus résolus, engagés et enthousiastes que jamais » selon ses propres termes. Avançant également que le travail du NGFS ne relève ni de ses pouvoirs ni de son mandat, la *Federal Deposit Insurance Corporation* l'a quitté. Il est assez « fâcheux » que deux institutions américaines d'une telle envergure ne soient plus disposées « à partager les meilleures pratiques et à contribuer au développement de la gestion des risques environnementaux et climatiques dans le secteur financier et à mobiliser les financements traditionnels pour soutenir la transition vers une économie durable » comme devait les y encourager le NGFS. Le *timing* n'est en revanche pas très étonnant.

Du côté de la Vieille Europe, l'indice PMI composite de la zone euro (flash, janvier) s'est redressé faiblement (de 49,6 à 50,2) mais il franchit la barre « fatidique » de 50 et excède les attentes (consensus 49,7). Ce redressement provient de celui du PMI manufacturier qui reste néanmoins franchement dans la zone de contraction (à 46,1). En revanche, bien qu'en très léger repli (à 51,4), l'indice des services se situe nettement en territoire d'expansion. L'indice composite allemand (un petit

50,1) se reprend grâce aux services alors que l'indice manufacturier s'améliore tout en restant très déprimé (44,1). L'indice PMI composite français progresse (de 47,5 à 48,3) tout en signalant encore une contraction. À partir de niveaux très déprimés, les indices PMI semblent plutôt encourageants avec des améliorations assez nettes en Allemagne et en France.

En France, l'Insee a publié les résultats de ses enquêtes mensuelles de conjoncture pour le mois de janvier 2025. Le climat des affaires se stabilise à un niveau relativement bas (95), inférieur à sa moyenne de long terme (100), en raison d'une demande future et de carnets de commandes jugés dégradés dans la plupart des secteurs. Ce niveau reste toutefois compatible avec une croissance faible de l'activité, le seuil de retournement empirique de l'activité se situant autour de 80, et conforte notre scénario pour la France (croissance faible prévue au premier semestre 2025). Les perspectives d'investissement dégradées révélées par l'enquête trimestrielle de conjoncture dans l'industrie renforcent par ailleurs notre prévision d'un investissement des sociétés non financières qui ne rebondirait qu'en 2026.

Bien que la poursuite des réductions progressives de taux directeurs soit nettement plus probable pour la BCE (réunion les 29-30 janvier) qu'elle ne l'est pour la *Fed*, prête à ralentir le rythme de l'assouplissement dès sa réunion des 28-29 janvier, les taux d'intérêt européens se sont plus redressés que leurs homologues américains cette semaine (qui s'étaient tendus jusqu'à atteindre 4,80% le 14 janvier) et l'euro s'est apprécié contre dollar. Difficile d'y voir l'empreinte de PMI moins catastrophiques qu'anticipé dans la zone euro. On y lirait plus aisément un assagissement naturel des marchés américains, à rapprocher de ce qui avait été observé en 2017 après l'investissement de D. Trump.

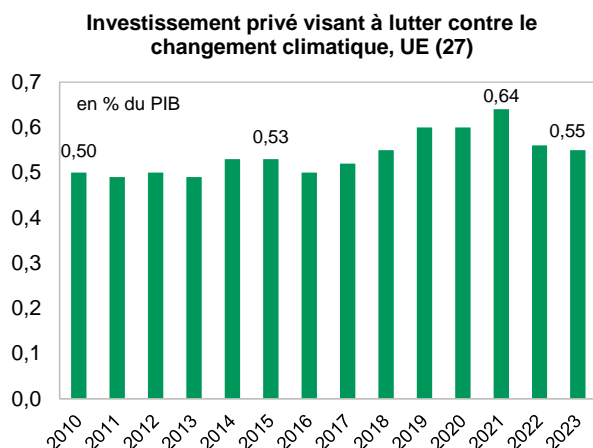
Alors que la *Fed* pourrait marquer une pause puis adopter une approche très prudente, nourrie du risque de voir l'inflation se redresser sous l'influence de la politique économique de D. Trump, les marchés se sont réjouis de la possibilité d'une approche plus progressive et certainement sélective en matière de droits de douane, moins pénalisante pour l'inflation. La semaine prochaine, outre les actions monétaires effectives, il sera intéressant de voir si et comment D. Trump commente la décision de politique monétaire de la *Fed*.

Zone euro

Union européenne : l'investissement visant à atténuer le changement climatique à 0,55% du PIB

D'après les dernières données Eurostat, au sein de l'Union européenne, l'investissement privé visant à lutter contre le changement climatique a atteint 0,55% du PIB de la zone en 2023, soit 95,3 milliards d'euros. Ce type d'investissement soutient des actions ayant pour objectif de réduire les émissions de gaz à effet de serre résultant de la production ou de la consommation, par exemple, en passant de sources d'énergies fossiles à renouvelables ou encore en améliorant l'efficacité énergétique.

Sur le temps long, ces investissements se situent, en moyenne, proche des 0,5% du PIB, même si l'UE restait sur une tendance légèrement haussière depuis 2015 atteignant son pic en 2021 (0,64% du PIB). Néanmoins, depuis deux ans, un ralentissement se profile avec une baisse de 0,1 point par rapport au niveau de 2021. Pourtant, en corrigeant des effets de variation des prix, cet investissement a crû de 42% entre 2005 et 2022, passant ainsi de 59 à près de 84 milliards d'euros, largement soutenu par les efforts allemands et français dans le domaine.

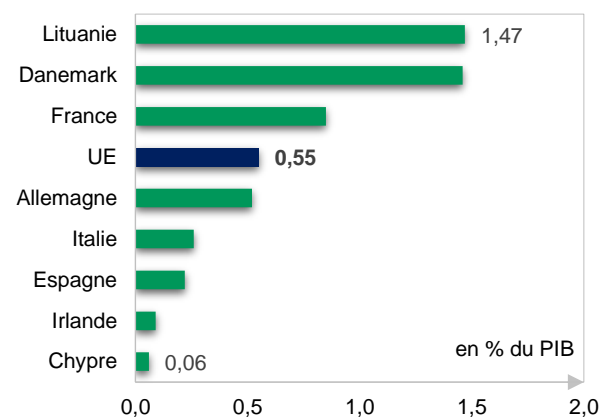


Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A. / ECO

Si l'on se penche sur les efforts entrepris par pays, les membres nordiques et baltes font office de premiers de la classe en 2023. En effet, la Lituanie (avec l'équivalent de 1,47% de son PIB) et le Danemark (1,46%) font la course en tête suivis de près par leurs confrères lettons (1,17%) et suédois (1,16%). À l'inverse, à Chypre et en Irlande, l'équivalent de moins de 0,1% du PIB a été consacré à des investissements privés destinés à combattre le changement climatique. Aussi, les puissances majeures de l'UE affichent de timides performances, à l'image de l'Italie et de l'Espagne dont le secteur privé investit, respectivement, seulement l'équivalent de 0,26% et 0,25% du PIB. L'Allemagne (0,52%) se situe quant à elle juste en-dessous de la moyenne de la zone qui est à 0,55%. Seule la France fait mieux en investissant l'équivalent de 0,85% de son

PIB dans des projets œuvrant pour cette lutte, avec une forte hausse depuis 2014 (+0,38 point depuis cette année-là). Ces piètres scores sont toutefois à nuancer. Effectivement, ces pays ayant des produits intérieurs bruts plus élevés que leurs pairs, ces investissements, en valeur corrigée de l'inflation, représentent parfois plus de 26 fois ceux des meilleurs élèves. C'est par exemple le cas de la France et de la Lituanie en 2023 où l'investissement privé destiné à réfréner les effets du changement climatique était équivalent à 21,6 milliards d'euros dans l'Hexagone contre 804 millions pour le pays balte, pourtant premier en termes de pourcentage du PIB.

Investissement privé visant à lutter contre le changement climatique par pays, 2023



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

Des secteurs d'activité contribuent plus que d'autres à ces investissements. À l'échelle de l'Union européenne, le transport-entreposage (50%) et la fourniture d'électricité et de gaz (34%) réunissent à eux deux 84% de l'investissement privé pour combattre le changement climatique principalement sous la forme de recherches dans les technologies à faibles émissions. L'industrie, bien que suivant une évolution à la hausse, ne pèse encore que trop peu dans ces efforts (environ 10%). Cette tendance se vérifie d'ailleurs dans la plupart des pays de l'UE. En effet, 40% de cet investissement provient du transport-entreposage pour 12 pays sur 27 et 40% de l'électricité-gaz pour 13 d'entre eux, les bons élèves s'appuyant très majoritairement (plus de 60%) sur un des deux secteurs. Enfin, les secteurs de la construction, de l'agriculture ou encore des services (hors transport-entreposage) n'occupent qu'une part résiduelle de cet investissement. Par ailleurs, en 2023, les investissements dans l'atténuation du changement climatique dans le secteur de la fourniture d'électricité et de gaz représentaient environ 8% de sa valeur ajoutée brute. Pour le transport et le stockage, la part d'investissement était d'environ 6% de sa VAB. En

revanche, ces mêmes investissements dans la construction et l'industrie représentaient moins de 1% de la valeur ajoutée brute de ces secteurs,

illustrant ainsi l'importance relative donnée aux enjeux climatiques.

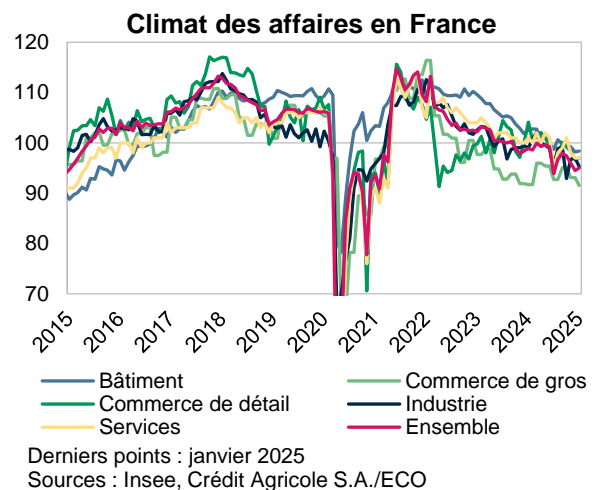
✓ Notre opinion – Après avoir atteint son point culminant en 2021, l'investissement privé visant à combattre le changement climatique a de nouveau diminué, à 0,55% du PIB de l'Union européenne. Ce déclin intervient après la crise du Covid qui a détourné les priorités des enjeux environnementaux au profit d'impératifs économiques et sociaux. Si certains pays au fort poids économique tentent de maintenir leurs efforts (France, Belgique), d'autres comme l'Allemagne, les Pays-Bas ou encore les pays méditerranéens restent à la traîne. Aussi, seulement deux secteurs d'activité portent ces efforts (transport-entrepôt et fourniture d'électricité et de gaz) quand beaucoup reste à faire dans certains secteurs clés de l'économie comme les services marchands, l'industrie ou encore la construction. Tout cela met en lumière le relatif attentisme du secteur privé concernant la question environnementale mais nous révèle dans le même temps la marge de manœuvre existante pour traiter cet impératif.

👉 France : en janvier, le climat des affaires se stabilise à un niveau relativement bas

L'Insee a publié les résultats de ses enquêtes mensuelles de conjoncture, et l'indicateur synthétique de climat des affaires pour le mois de janvier 2025. Celui-ci reste quasi stable, à 95 (+1 point après arrondi), après avoir enregistré une baisse continue depuis le mois de septembre. Il demeure inférieur à sa moyenne de long-terme de 100. En glissement annuel, l'indicateur perd un peu moins de 4 points. Dans les services, le bâtiment et le commerce de détail, le climat des affaires est stable, tandis qu'il faiblit dans l'industrie et le commerce de gros.

Le climat des affaires est inférieur à sa moyenne de long terme (100) dans tous les grands secteurs d'activité. Dans les services, le commerce de détail et le bâtiment, le climat des affaires se stabilise respectivement à 96, 97 et 98. Les services sont minés par une demande prévue jugée faible, mais jouissent tout de même d'une amélioration des perspectives générales du secteur. Dans le bâtiment à l'inverse, les perspectives générales du secteur sont jugées plus dégradées que le mois précédent, ce qui est contrebalancé par l'opinion plus positive des chefs d'entreprise sur leur activité future. Enfin, derrière la stabilité du climat des affaires dans le commerce de détail (et le commerce et la réparation automobile), se cache le rebond des soldes d'opinion sur les effectifs prévus et ventes passées, effet nuancé par le solde sur les intentions de commandes qui se rétracte. Les indicateurs de climat des affaires dans l'industrie et dans le commerce de gros perdent tous deux 2 points (par rapport à décembre 2024 pour le premier, et novembre 2024 pour le second qui est bimestriel). Le commerce de gros souffre du déclin des soldes sur les ventes passées et les livraisons reçues de l'étranger, et le climat des affaires y atteint son

niveau le plus faible depuis septembre 2014 (hors Covid). L'industrie, quant à elle, pâtit en grande partie de l'effondrement des soldes d'opinion sur les carnets de commandes, tandis que ceux relatifs à la production et aux perspectives globales progressent. L'institut a aussi publié les résultats de son enquête trimestrielle de conjoncture dans l'industrie, qui vient enrichir l'enquête mensuelle. Fait notable, les chefs d'entreprise sont très pessimistes quant à l'évolution future de leurs investissements : le solde se dégrade nettement par rapport à octobre 2024 (-8 points), et rallie ainsi son plus bas niveau depuis la création de la série en octobre 2021.



Enfin, l'indicateur du climat de l'emploi, qui se situe sous sa moyenne de long terme (100) depuis juin et s'était avéré très fluctuant ces derniers mois, augmente d'un point par rapport à décembre (à 98), surtout grâce à l'amélioration du solde sur les effectifs prévus dans les services (hors intérim).

✓ Notre opinion – La morosité du climat des affaires est imputable à une demande future et des carnets de commandes estimés dégradés dans la plupart des secteurs, ce qui, en somme, corrobore les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France que nous évoquions la semaine dernière.

L'indicateur du climat des affaires de l'Insee se stabilise à un niveau inférieur à sa moyenne longue, mais qui reste compatible avec une croissance faible de l'activité, le seuil de retournement empirique de l'activité se situant autour de 80. Cela conforte notre [scénario pour la France](#) récemment publié, avec une croissance faible prévue au premier semestre 2025. Les perspectives d'investissements dégradées révélées par l'enquête trimestrielle de conjoncture dans l'industrie renforcent par ailleurs notre prévision d'un investissement des sociétés non financières qui ne rebondirait qu'en 2026.

Espagne : l'impasse du marché automobile

L'industrie automobile espagnole demeure un acteur clé de l'économie nationale et européenne, représentant 8% du PIB et près de 20% des exportations totales du pays en 2023. Avec une production de 2,45 millions de véhicules (+7,2% par rapport à 2022), l'Espagne conserve sa place de deuxième producteur européen et de huitième fabricant mondial. Toutefois, derrière ces chiffres flatteurs se cache une réalité plus complexe : un secteur confronté à des défis structurels majeurs dans un contexte de transition énergétique et de forte concurrence internationale.

L'électrification reste un point faible pour l'Espagne. En 2023, seulement 9% des véhicules produits étaient électriques ou hybrides rechargeables, bien en deçà de la moyenne européenne (17%). Sur le marché intérieur, les voitures électriques ne représentent encore que 8% des immatriculations, contre 15% dans l'ensemble de l'UE. Cette lente adoption souligne un double problème : un manque d'infrastructures de recharge et une production locale insuffisamment orientée vers les modèles

zéro émission, dans un contexte où les objectifs climatiques européens se resserrent.

Les exportations, principal moteur de la production espagnole (85% du total), continuent de dépendre des marchés européens traditionnels : la France (23% des exportations), l'Allemagne (18%) et le Royaume-Uni (11%). Toutefois, l'augmentation des coûts logistiques (+15% depuis 2021) et la concurrence accrue des fabricants asiatiques, notamment chinois, pèsent sur les marges et menacent la part de marché des constructeurs européens.

Par ailleurs, la compétitivité industrielle espagnole fait face à des défis internes : le coût de fabrication moyen d'un véhicule a augmenté de 12% depuis 2020. Si des investissements significatifs témoignent de la volonté de moderniser le secteur, ils restent insuffisants pour combler l'écart avec des pays comme l'Allemagne, qui consacre 20 milliards d'euros à la transition vers l'électrique.

☑ Notre opinion – *L'industrie automobile espagnole reste un pilier stratégique de l'économie, mais elle est à un tournant critique. La reprise de la production est encourageante, mais elle ne compense pas la perte de compétitivité accumulée depuis plusieurs années. Les gains enregistrés cette année masquent une réalité préoccupante : le pays peine à s'adapter à la transition énergétique, à moderniser ses infrastructures industrielles et à diversifier ses marchés d'exportation.*

Premièrement, la faible adoption des véhicules électriques dans la production nationale et sur le marché intérieur est alarmante. Alors que l'Union européenne impose l'interdiction des ventes de voitures thermiques neuves d'ici 2035, l'Espagne risque de se retrouver en retard, notamment face à des concurrents comme l'Allemagne ou les pays nordiques, qui ont pris une longueur d'avance sur l'électrification. Investir massivement dans la recherche, le développement et l'expansion des infrastructures de recharge sera essentiel pour stimuler cette transition. Deuxièmement, la dépendance aux marchés européens expose l'industrie à des risques significatifs. En 2023, seuls 6% des véhicules exportés par l'Espagne étaient destinés à l'Asie, un marché pourtant en forte croissance, notamment en Chine, où les immatriculations ont augmenté de 10%. Diversifier les destinations des exportations, tout en renforçant les accords commerciaux avec des partenaires stratégiques, pourrait atténuer ces risques. Enfin, l'automatisation des usines reste un défi crucial. En 2023, seulement 40% des sites espagnols atteignent un niveau avancé d'automatisation (Industrie 4.0), contre 60% en Allemagne.

En somme, le secteur automobile espagnol est à la croisée des chemins. La compétitivité mondiale ne se jouera pas uniquement sur des volumes de production, mais sur la capacité à innover, à s'adapter aux mutations du marché et à répondre aux impératifs écologiques. Si ces défis sont relevés, l'Espagne pourra maintenir sa position en Europe.

Pays émergents

Amérique latine

Colombie : la Telenovela du budget 2025

La Colombie, traditionnellement stable (sans être exemplaire) fiscalement voit sa réputation s'éroder sous le poids des incertitudes budgétaires. Un déficit significatif en 2024, respectant néanmoins le cadre budgétaire¹ grâce à d'importantes coupes budgétaires, et la polémique autour du budget 2025 ont fortement agité la scène économique, impactant directement le peso colombien et les coûts de financement publics.

2024 : moins de revenus que prévu, importante sous-exécution

Les recettes fiscales ont fortement chuté : à la fin novembre, elles atteignaient seulement 78% des prévisions annuelles, soit une perte finale que l'on peut estimer à 85% pour 2024². Cela représente une baisse nominale de 5% par rapport à 2023, et près de 13% en termes réels. Néanmoins, comme l'a souligné le nouveau ministre des Finances, Gaviria, 2024 aura été une année de « rigueur budgétaire » stricte. Malgré les défis, la Colombie a respecté la règle fiscale fixant le déficit à 4,9% du PIB, grâce à des coupes significatives dans un budget largement sous-exécuté.

En parallèle des réductions budgétaires continues depuis août, d'autres éléments ont secoué l'économie colombienne. La réforme de la décentralisation voulue par le président Petro, visant à allouer davantage de ressources aux régions mais sans clarifier les responsabilités fiscales associées, a inquiété les marchés. Bien que cette réforme ait été adoptée, elle a été notablement édulcorée et sa mise en œuvre étalée dans le temps. Par ailleurs, la crise budgétaire s'est aggravée avec le départ forcé du ministre des Finances, Bonilla, impliqué dans des scandales de corruption en pleine tourmente budgétaire.

2025 : un « reliquat » budgétaire non financé

Pour la première fois dans l'histoire colombienne, le budget n'a pas été adopté par le parlement, une procédure habituellement considérée comme une simple formalité. Le projet de budget prévoit un déficit primaire et un déficit total de respectivement 0,9% et 5,6% du PIB. Le problème réside dans le fait que le budget fait apparaître un besoin de financement non couvert. Les dépenses totales (y compris service de la dette) sont prévues à 523 billions de pesos³ (29,4% du PIB) et excèdent les

recettes inscrites à 511 milliards (28,7% du PIB) y compris la nouvelle dette autorisée. Le gouvernement avait initialement prévu de combler cet écart de 12 milliards de pesos par une loi de financement *ad hoc*, qui a été rejetée en commission le 11 décembre. Face à cette situation, le président Petro a décidé de promulguer le budget tel quel, indiquant que certaines dépenses seraient reportées plutôt qu'annulées, avec des précisions à venir ultérieurement.

L'exécutif maintient son intention de faire passer une nouvelle loi de financement ou une réforme fiscale pour exécuter le budget comme prévu. La reprise de l'activité parlementaire le 17 février devrait apporter plus de clarté sur la direction choisie. Entre-temps, le 3 janvier, un Plan d'Austérité visant des économies de 5 milliards de pesos a été annoncé. S'appuyant sur une loi de l'administration Duque de 2021, ce plan prévoit un contrôle strict des nouveaux contrats et du personnel public, limite la publicité institutionnelle et restreint les fonds pour les déplacements des fonctionnaires, à commencer par l'annulation du voyage de Petro à Davos.

Outre le déficit de financement, le CARF (Comité autonome pour le respect de la règle fiscale) met en garde contre une possible surestimation des recettes prévues par le gouvernement, notamment celles liées à la réforme de la DIAN, l'organisme chargé de la collecte des impôts. Bien que dotée de moyens supplémentaires, cette réforme pourrait prendre plus de temps que prévu pour atteindre ses objectifs. Le budget table sur une augmentation des recettes de 0,6 point de pourcentage du PIB grâce à cette mesure. Selon les estimations du CARF et de Fedesarrollo, cette surestimation pourrait atteindre 22,6 à 28 milliards de pesos, malgré l'effet positif de la croissance attendue sur les recettes.

Concernant la structure des dépenses, la protection sociale représente la part la plus importante avec 6,6% du PIB (dont 4,4% pour les retraites), suivie de la santé (3,7%) et de l'éducation (2,8%). Les dépenses prévues à 23,1% du PIB, soit une baisse de 1,1 point par rapport à 2024. Le projet de budget prévoit 6,6% du PIB pour le service de la dette, dont 3,3% pour les intérêts et 2,9% pour les amortissements : une charge importante, en hausse par rapport aux 5,6% de 2024.

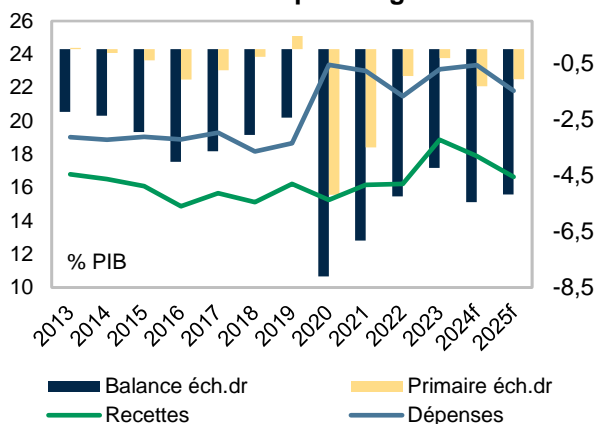
¹ Loi 1473/2011 : Limite de la dette publique à 71% (en cas de dépassement obligation de surplus primaire de 1.8%), et 55% comme ancrage et niveau optimal de la dette. Chaque année une valeur minimale est établie pour le déficit primaire, en fonction des recettes pétrolières et le cycle économique. Le CARF supervise le respect de la règle.

² Cette baisse serait a priori imputable au recul des recettes liées à l'impôt sur le revenu. Cela semble d'autant plus étonnant que la croissance serait supérieure à celle qui était prévue par le budget (1,8%). Le sujet devra être creusé.

³ 1 USD = 4230 COP (24/01/2025) ; PIB Colombien 2023 = USD 364 Mds (soit COP 15 725 000 Mds). 1 billion = 10¹²

Même si le gouvernement souhaitait minimiser les coupes dans les dépenses d'investissement, celles-ci seront réduites de 17% en termes nominaux par rapport à 2024, pour atteindre 4,6% du PIB contre 5,9% en 2024. Alors que le taux d'investissement total (privé et public) atteint seulement 17% du PIB, moins que la moyenne régionale et loin derrière la moyenne des pays émergents, l'investissement public souffre du taux de sous-exécution le plus élevé (44% cumulés en novembre 2024).

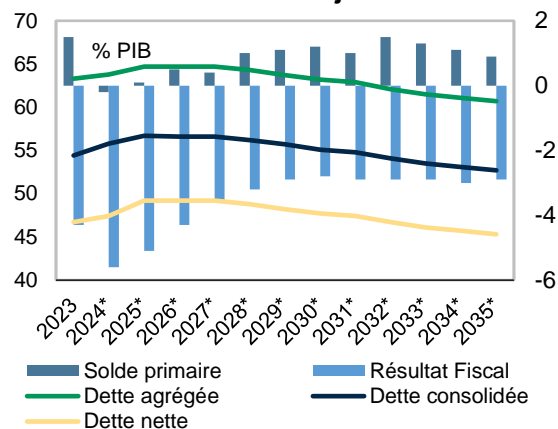
Colombie - Politique budgétaire



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

La dette publique atteignait au troisième trimestre 2024 un niveau supérieur à 58% du PIB, dépassant de 3 points l'ancrage fixé à 55%, mais restant éloignée de la limite maximale de 71%. Le gouvernement prévoit un retour progressif vers cet ancrage, avec un déficit primaire estimé à 0,5% du PIB en 2025 et un déficit total de 5,1%.

Colombie - "Plan d'ajustement"



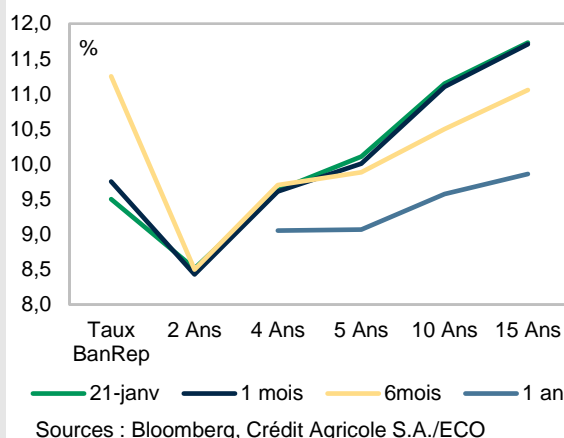
Sources : MHCP, Crédit Agricole S.A./ECO

Notre opinion – Les efforts sont patents et louables mais susceptibles d'être perçus comme insuffisants par les investisseurs que les événements de Catatumbo dans la région du Norte de Santander risquent également de « refroidir ». La Colombie maintient sa tradition d'ajustements fiscaux de « dernière minute » pour atteindre ses objectifs budgétaires mais l'exercice est de plus en plus délicat. Cette situation menace la crédibilité du pays, crée une incohérence dans la planification des dépenses et soulève des doutes quant à la capacité de générer des revenus additionnels récurrents. Cette instabilité fiscale complique également la réduction du taux directeur (actuellement à 9,5%) de la banque centrale, qui a dû adopter un rythme d'assouplissement plus lent.

Cette situation est d'autant plus préoccupante que le contexte macroéconomique international est moins prévisible et que la dynamique de la dette s'inverse (taux d'intérêt réel > taux de croissance en volume), en raison à la fois d'une croissance plus faible et d'une hausse du coût de financement. Ce climat d'incertitude, susceptible de s'aggraver à l'approche des élections présidentielles, se reflète déjà dans la dynamique d'investissement, marquée par une perte de confiance.

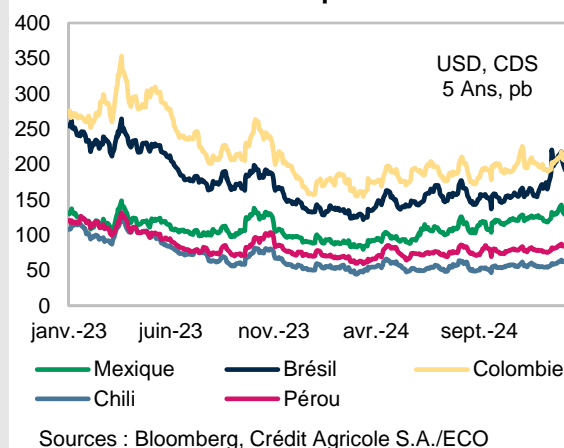
Bien que la dette publique reste « soutenable » avec une structure solide, les signaux indiquant un manque de volonté de réduire les déficits risquent d'inquiéter les investisseurs. Une réduction des incertitudes fiscales, par le biais d'une réforme fiscale ambitieuse ou d'un budget plus crédible, serait nécessaire pour diminuer les coûts de financement.

Colombie - Courbe des Taux



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

Colombie - Spreads



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

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Égypte : un état des lieux de la liquidité extérieure

Le 23 février dernier, il y a maintenant presque un an, l'Égypte signait le plus gros contrat d'investissement étranger de son histoire, qui offrait les droits de développement de sa côte de Ras El-Hekma sur la méditerranée au fonds souverain émirati ADQ, pour 35 milliards de dollars. Bien que controversé, ce marché est ce qu'il en a coûté à l'Égypte pour sortir d'un nouvel épisode de crise de change sévère, dans lequel le pays s'était enlisé pendant deux ans.

Les difficultés avaient commencé début 2022 avec le choc de la guerre en Ukraine et l'explosion des prix internationaux du blé, dont l'Égypte est un des plus grands importateurs mondiaux. La perte de confiance des investisseurs avait ensuite entraîné d'importantes fuites de capitaux, accélérant la crise. S'en est suivi deux ans d'équilibres précaires, durant lesquels une armée d'économistes a tenté de résoudre une équation : celle de la balance des paiements égyptienne. Une question, dans l'urgence, a effacé toutes les autres : l'Égypte va-t-elle attirer les dollars nécessaires pour faire face à ses obligations extérieures ? Alors l'entrée de 35 milliards de dollars, en une signature, est apparue comme le signal pour poser la calculatrice et souffler. Il en est de même pour l'économie égyptienne qui peut désormais redémarrer et espérer voir l'inflation se normaliser.

La semaine dernière, la banque centrale égyptienne a publié le premier trimestre de sa balance des paiements de l'année fiscale 2024/2025 (FY25). **C'est l'occasion de faire le point sur la situation de liquidité extérieure du pays, près d'un an après le « méga deal ».** C'est-à-dire se repencher dans l'équation pour retracer les canaux d'absorption des 35 milliards de dollars injectés en février dernier. Quels ont donc été les principaux besoins de financement en dollars pour l'Égypte ?

Le financement de la balance courante

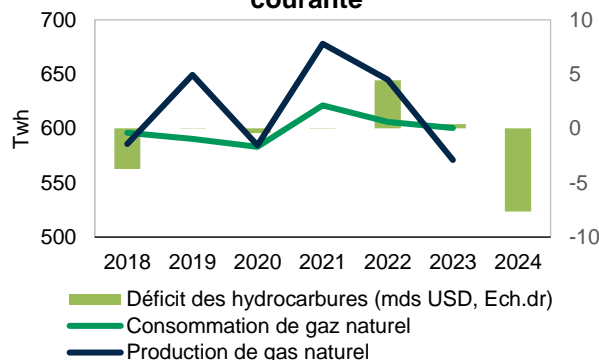
Avant tout, le coût en dollars des transactions de l'Égypte avec le reste du monde a très fortement augmenté sur FY24. C'est ce que nous dit le chiffre du déficit de la balance courante, qui est passé de 4,7 milliards USD en FY23 à 20,8 milliards en FY24.

L'effondrement de la balance d'hydrocarbures

Cela s'explique d'abord par une forte détérioration de la balance d'hydrocarbures. En effet, un déclin de la production de gaz naturel et une augmentation de la consommation d'électricité (en particulier liée aux vagues de chaleur), ont pris le gouvernement par surprise, et donné lieu à de fréquentes coupures d'électricité au cours de l'été. **Cela a poussé les autorités à dépenser plus de 1 milliard USD au-dessus de leurs prévisions pour l'importation de gaz naturel liquéfié, et à**

détourner une grande partie des exportations (-60% en glissement annuel) vers la consommation interne. Depuis 2018, et l'entrée en production du champs gazier Zhor, c'est la première année où la balance d'hydrocarbures est retombée en déficit – à hauteur de 8 Mds USD.

L'effondrement de la balance d'hydrocarbures pèse sur la balance courante



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, OurWorldinData, BCE

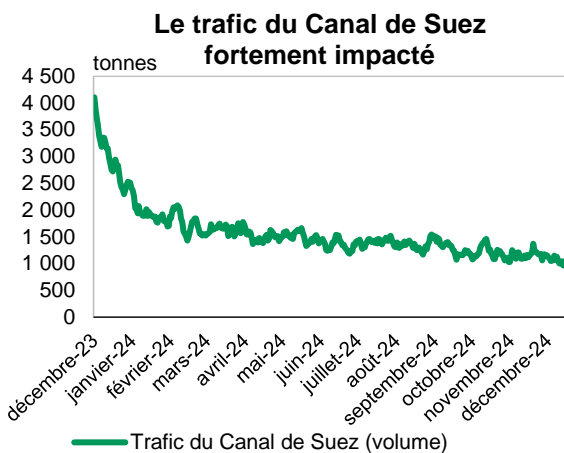
La crise n'est évidemment pas étrangère à cette détérioration. Les subventions sur l'électricité et les carburants ont mis la santé financière du secteur (en particulier EGPC, l'entreprise pétrolière nationale) sous tension. À cela se sont ajoutées les pénuries de dollars, associées à la crise de liquidité. Ces difficultés financières ont entraîné d'importants retards de paiement aux majors internationales du pétrole (4-5 Mds USD en juin 2024, selon le FMI). Ces dernières ont donc largement interrompu les investissements dans l'exploration pétro-gazière. Un plan d'action a alors été déployé pour répondre à ces problématiques, combinant un échéancier de remboursement des arriérés, des négociations avec les partenaires internationaux pour reprendre l'exploration, des réformes sur les subventions, et des investissements en énergies renouvelables pour diversifier le mix énergétique. **Toujours est-il que la balance d'hydrocarbures a lourdement pesé sur le déficit courant en FY24 (presque 40% du déficit), et cela restera le cas en FY25.**

La normalisation des importations

Pour répondre à la promesse d'un taux de change flexible – clé pour ancrer la confiance dans la monnaie, les autorités doivent assurer la liquidité en dollar pour servir les demandes de devises des importateurs et résorber les arriérés. **Cette normalisation progressive entraîne une hausse des importations, jusqu'ici contraintes par la rareté du dollar.** Cela a participé à la détérioration du déficit courant, mais pèsera surtout sur l'année fiscale FY25. Sur le premier trimestre, les importations hors hydrocarbures ont augmenté de plus de 30% en glissement annuel.

L'impact des attaques des Houthis en mer rouge sur les revenus du canal de Suez

Les conflits régionaux sont venus compliquer davantage les équilibres externes, en particulier depuis décembre 2023 et le lancement par les Houthis d'attaques en mer rouge qui ont détourné les routes maritimes du canal de Suez.



Source : Crédit Agricole S.A./ECO, PortWatch (FMI)

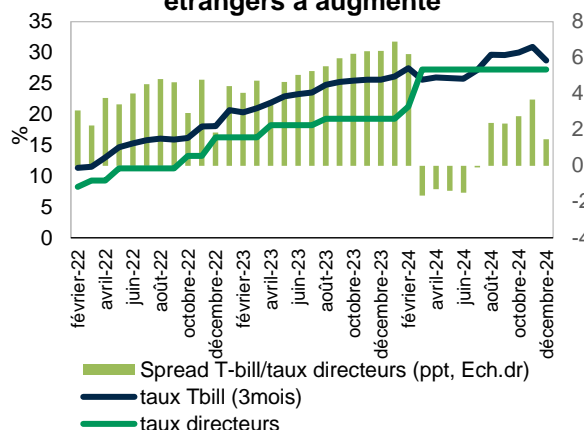
Cela a représenté un manque à gagner d'environ 2 milliards USD en FY24 (avec seulement un semestre impacté). Mais c'est encore sur FY25 que cette contrainte risque de peser pleinement : il n'est pas certain que le récent cessez-le-feu entre Israël et Gaza, s'il tient, mette fin à ces attaques, et le trafic, s'il se normalise, ne se rétablira que progressivement (le coût d'assurance reste prohibitif pour le moment).

Le profit des investisseurs étrangers creuse le déficit

Le coût de la dette externe commence à se stabiliser avec les normalisations monétaires en cours dans les grandes économies. Mais, les taux d'intérêt domestiques ont explosé⁴ dans un contexte d'inflation élevée et la rémunération des investisseurs étrangers sur le marché local a augmenté. Leur retour tonitruant depuis le deal de Ras-El Hekma a cependant rétabli la liquidité de ce marché et réduit la demande de spread.

Malgré la stabilisation du coût de la dette détenue à l'étranger, son niveau reste élevé. Par ailleurs, la normalisation du paiement de dividendes, longtemps bloqués dans le pays, représente des sorties supplémentaires de capitaux. **La balance des revenus, qui comptabilise ces flux, a donc entraîné une sortie de plus de 17 milliards USD en FY24,** et ne devrait que légèrement diminuer en FY25. Cela pèse aussi sur le déficit courant.

La rémunération des investisseurs étrangers a augmenté



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, Banque centrale

Les transferts de fonds des travailleurs étrangers sont à nouveau un facteur de soutien

Pendant la crise, la perte de confiance dans la monnaie égyptienne a rapidement entraîné une chute des transferts de fonds des travailleurs étrangers, une des principales rentes en dollars de l'Égypte (plus de 30 milliards USD avant la crise). Cela s'explique par le choix de différer ces transferts dans l'attente d'une nouvelle dévaluation. En FY23 et FY24, cela a représenté un manque à gagner d'environ 10 milliards USD. **Mais depuis l'investissement émirati et le dernier ajustement de la monnaie, la confiance est revenue et l'effet sur ces flux a été immédiat.** Cela va être un élément majeur de soutien à la balance des paiements en FY25. Sur le premier trimestre, ces transferts ont augmenté de 85% en glissement annuel.

USD bn	FY23	FY24	variation (USD bn)
Exportations	39,6	32,6	- 7,1
Importations	- 70,8	- 72,1	- 1,4
Balance des marchandises	- 31,2	- 39,6	- 8,4
dont balance pétrole	0,4	- 7,6	- 8,1
Balance des services	21,9	14,4	- 7,6
dont Canal de Suez	8,8	6,6	
Balance des revenus	- 17,3	- 17,5	- 0,2
Revenus des travailleurs étrangers	21,8	21,9	0,1
Balance courante	- 4,7	- 20,8	- 16,1

USD bn	T1FY24	T1FY25	variation (USD bn)
Exportations	8,3	9,1	0,8
Importations	16,3	23,1	6,9
Balance des marchandises	- 7,9	- 14,1	- 6,1
dont balance pétrole	- 1,3	- 4,2	- 2,9
Balance des services	5,2	4,1	- 1,1
dont Canal de Suez	2,4	0,9	- 1,5
Balance des revenus	- 4,6	- 4,3	0,3
Revenus des travailleurs étrangers	4,5	8,4	3,8
Balance courante	- 2,8	- 5,9	- 3,1

⁴ Les taux d'intérêt ont augmenté de 19 points de pourcentage depuis le début de la crise.

Le défi du refinancement de la dette externe

Le gouvernement fait face à de lourdes échéances de dettes externes (principalement de dette multilatérale et d'eurobonds). En FY24, la reprise du programme FMI a aidé à refinancer une partie des maturités (estimées autour de 10 milliards USD), mais une sortie nette de près de 3 milliards USD a été enregistrée sur la balance des paiements. Les mouvements d'actifs du secteur privé (non-bancaire) ont ajouté plus de 6 milliards USD de flux sortants, compensés par de très larges souscriptions de facilités crédit-export (7 milliards), surtout à court-terme. Pour l'année FY25, c'est près de 14 milliards qui seront dus par le gouvernement et, jusqu'ici, 7 milliards de financements ont été négociés (dont FMI et pack européen).

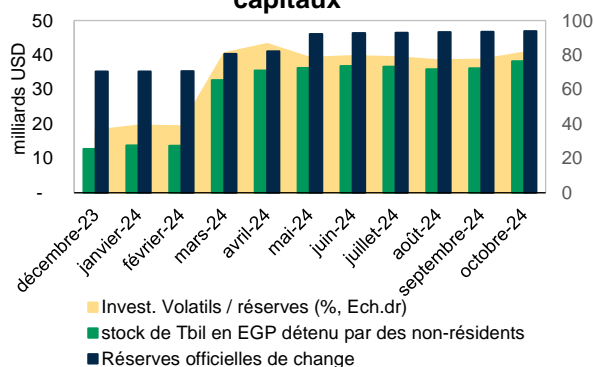
La reconstitution de la liquidité extérieure des banques est un bon signe, mais un indicateur à surveiller de près

Durant la crise, les actifs extérieurs nets des banques, longtemps considérés comme une poche de liquidité (hors réserves de change) pour faire face aux chocs, ont été siphonnés. Ils ont atteint une position négative de -17 milliards en juin 2023. En réalité, ces mouvements sont très observés, car les chutes de ces actifs ont souvent devancé les dévaluations. Depuis l'investissement émirati, ils se sont largement reconstitués : à 2,7 milliards en juin 2024. Sur FY24, la reconstruction des actifs extérieurs nets des banques et de la banque centrale a représenté une sortie de 28 milliards USD, vitale pour restaurer la santé financière du pays. Mais, sur le premier trimestre de FY25, des entrées de plus de 2 milliards ont été enregistrées, semblant correspondre à une baisse des actifs extérieurs des banques. Cela est à surveiller car le programme FMI contient une clause de consultation en cas de déclin de plus de 2 milliards.

La reconstitution des réserves de change, toujours vulnérables aux fuites de capitaux

Enfin, l'Égypte a aussi reconstitué des réserves officielles de change : entre février et décembre 2024, elles ont augmenté de 11,7 milliards atteignant plus de 7 mois de couverture d'importations. C'est un facteur très fort d'ancrage des anticipations de marché. **Mais cela est à relativiser, si on observe la part qu'a joué l'entrée massive d'investissements de portefeuille (14 milliards USD en FY24) dans cette augmentation.** En effet, ces investissements (notamment sur des Tbills à court terme) ont tendance à se retirer massivement en cas de choc externe, et cela a été l'une des faiblesses de la structure de financement des comptes externes égyptiens depuis plusieurs années. **Leur stock représentait encore plus de 80% des réserves à fin octobre 2024, une vraie source de vulnérabilité.**

Les réserves ont augmenté mais restent vulnérables aux fuites de capitaux



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, Banque Centrale

Par ailleurs, au premier trimestre FY25, la balance des paiements ressort négative pour près d'un milliard. C'est en effet ce que l'on retrouve sur la variation des réserves hors or monétaire. Mais en incluant l'or, les réserves officielles de change augmentent sur la période – ce qui efface les pressions de liquidité, lorsque leur chiffre est annoncé chaque mois. Est-ce purement le fait de l'appréciation du prix du métal ou y a-t-il un élément de « window dressing » ?

USD bn	FY23	FY24	variation (USD bn)
Balance Courante	- 4,7	- 20,8	- 16,1
Balance Financière	8,9	-5,1	- 14,0
IDEs	10,0	11,1	1,1
Investissement de portefeuille	- 3,8	14,5	18,3
Variation des actifs extérieurs nets des banques et de la banque centrale	8,1	- 28,3	- 36,4
Emprunt net Gouvernement	- 0,2	- 2,8	- 2,5
Crédits exports nets	1,7	7,6	6,0
Secteur privé (non-bancaire)	- 6,0	- 6,3	- 0,3
Résiduel	- 0,9	- 0,9	
Erreurs et Omissions	- 3,3	0,6	
Ecart de financement		- 25,2	
Ras-El Hekma		35	
Variation des réserves (+ : augmentation)	0,9	9,8	

USD bn	T1FY24	T1FY25	variation (USD bn)
Balance Courante	- 2,8	- 5,9	- 3,1
Balance Financière	1,8	3,8	2,0
IDEs	2,3	2,7	0,4
Investissement de portefeuille	- 0,5	- 0,4	0,1
Variation des actifs extérieurs nets des banques et de la banque centrale	1,0	2,9	1,8
Emprunt net Gouvernement	- 0,7	- 1,1	- 0,3
Crédits exports nets	2,3	1,8	- 0,5
Secteur privé (non-bancaire)	- 2,4	- 2,0	0,4
Résiduel	- 0,2	- 0,2	
Erreurs et Omissions	1,3	1,1	
Variation des réserves (+ : augmentation)	0,2	- 1,0	

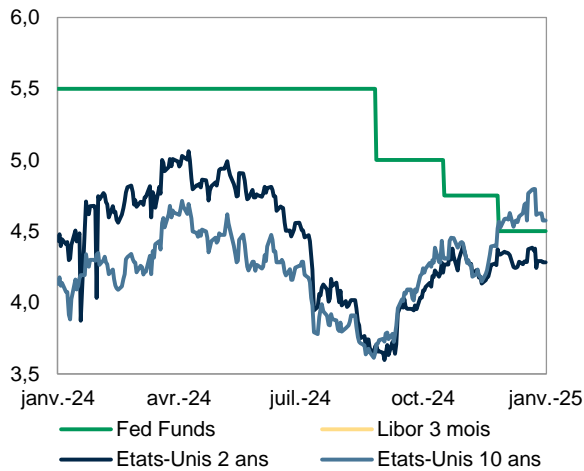
☑ **Notre opinion – Le « méga deal » de l'Égypte avec les Émirats en février 2024, a permis un apport en liquidité unitaire inédit.** Ce montant est ce qu'il fallait aux investisseurs pour reconstruire une confiance abimée dans la monnaie égyptienne, que les autorités ont pu ajuster au niveau du marché parallèle sans risquer son effondrement. **Ce montant est, cela dit, à relativiser face à l'importante augmentation des besoins de financement extérieurs du pays** qui s'explique par une conjonction inédite de facteurs : détérioration de la balance d'hydrocarbures, normalisation des importations, attaques des Houthis en mer rouge, coût élevé de la dette détenue par les non-résidents, transferts de fonds des travailleurs étrangers contraints jusqu'à la dernière dévaluation, remboursement de la dette externe. À cela s'est ajouté le besoin de reconstituer des marges de liquidité extérieure pour les banques, très dégradées par la crise. **Cela peut s'analyser comme si, avant la prise en compte des 35 milliards de Ras El-Hekma, l'Égypte avait un écart de financement de 25 milliards USD sur l'année fiscale 2023/24.** Le deal a donc permis d'augmenter les réserves, mais c'est à relativiser au regard du retour tonitruant des investissements de portefeuille étrangers, qui restent très volatils – leur stock sur le marché local des Tbilis égyptiens représente plus de 80% des réserves. Une situation de retournement de confiance aurait donc immédiatement des conséquences financières importantes.

Par ailleurs, la publication de la balance des paiements pour le premier trimestre de l'année fiscale en cours, montre un écart de financement de près de 1 milliard de dollar, et ce malgré un recours encore très important aux facilités de crédit export à court-terme et une nouvelle détérioration des actifs extérieurs nets des banques. **Si la reconstitution des coussins de liquidités externes est un bon signal, les équilibres extérieurs de l'Égypte restent donc sensibles à un nouveau choc, qui serait un test pour l'engagement du pays à maintenir un change flexible.**

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

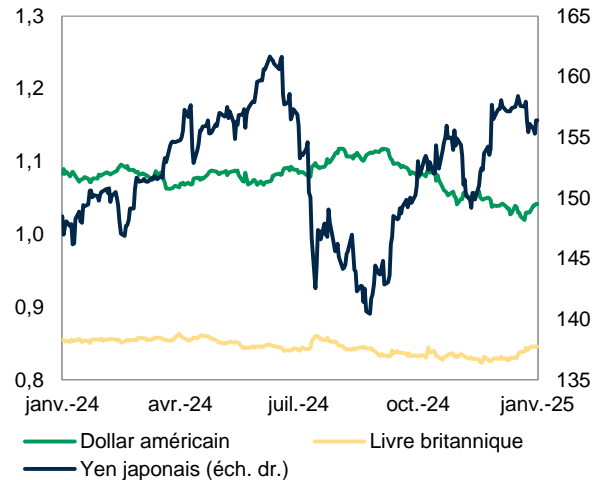
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

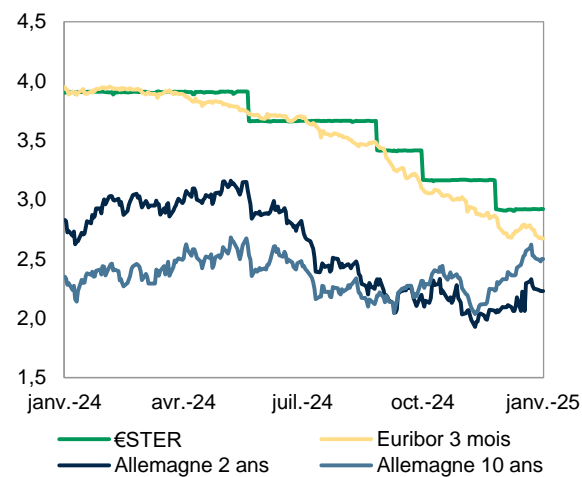
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

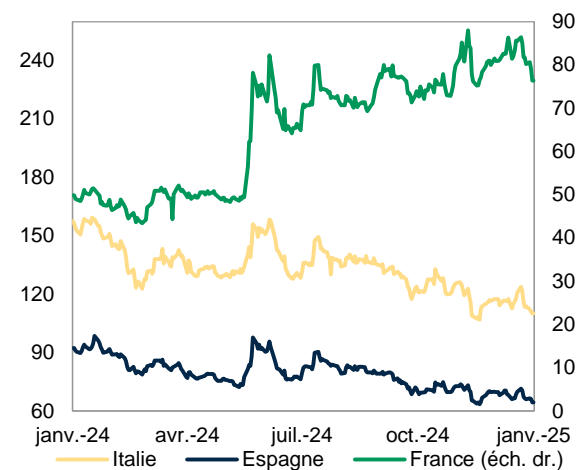
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

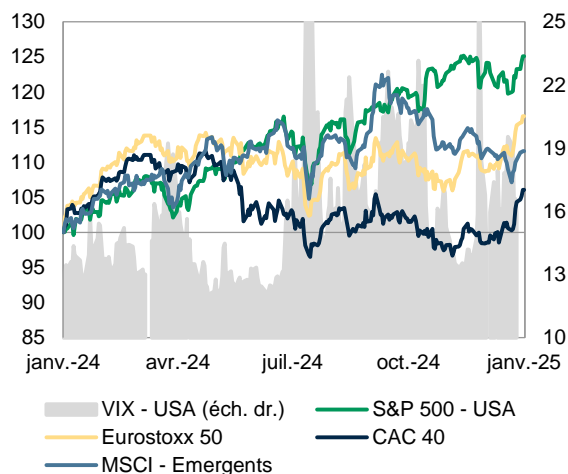
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

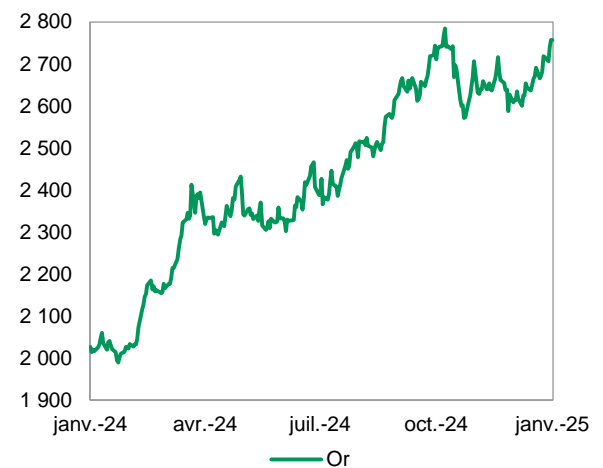
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

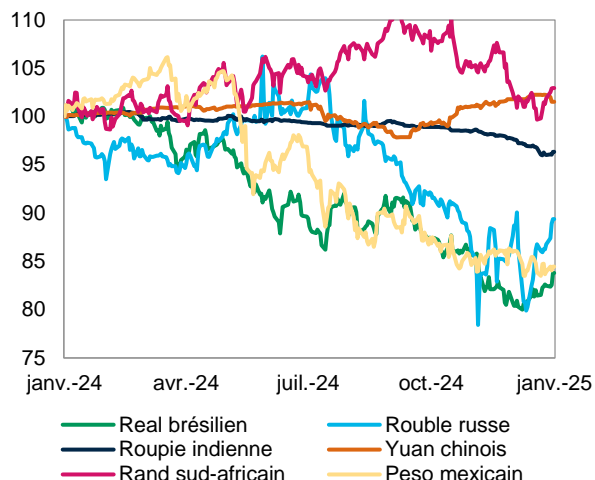
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

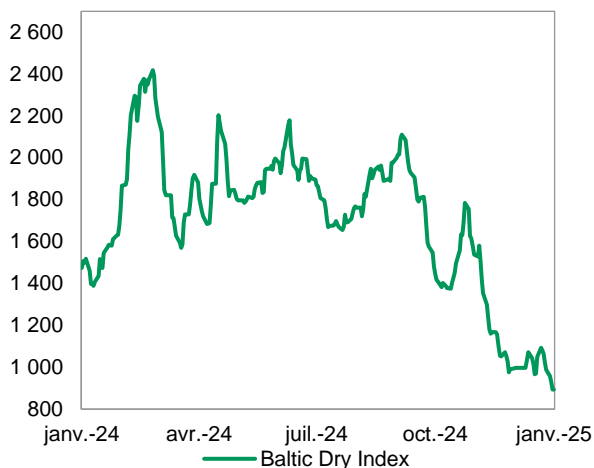
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

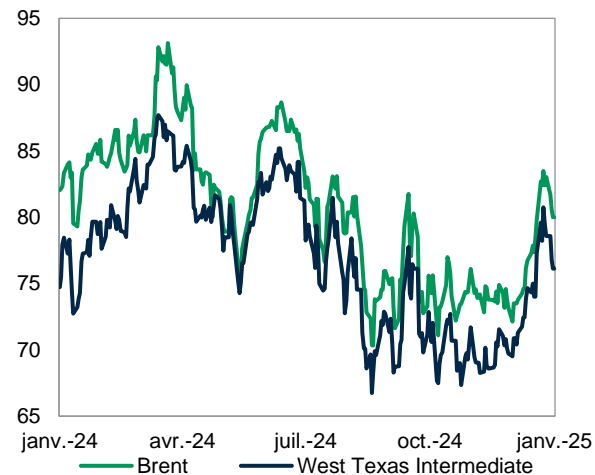
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

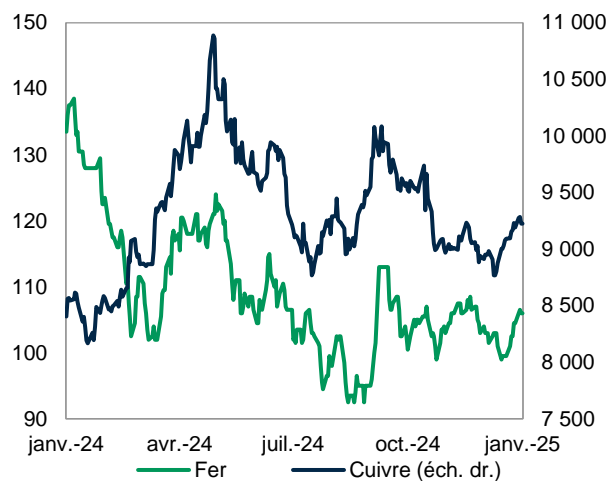
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

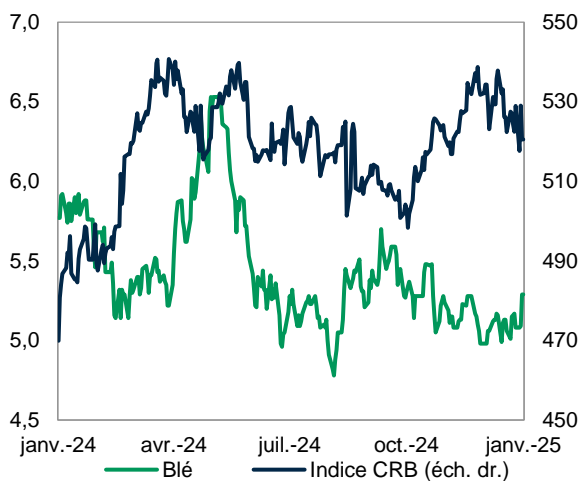
USD/tonne métrique



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 2024-2025 – Décembre 2024

[Un scénario conditionnel, plus que jamais](#)

Date	Titre	Thème
23/01/2025	K-Drama à Séoul	Asie
22/01/2025	Zone euro – Première baisse du taux d'épargne depuis un an et demi	Zone euro
21/01/2025	Brésil – L'ombre du déséquilibre fiscal plane sur une économie en forte croissance	Amérique latine
20/01/2025	France – L'activité devrait rester stable fin 2024, tandis que l'inflation a fortement ralenti en 2024	France
17/01/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
17/01/2025	Espagne – Scénario 2025-2026 : la croissance garde le pas	Zone euro
16/01/2025	Trump et la peur, ou la nouvelle alliance du mercantilisme et de la géopolitique	Géopolitique
16/01/2025	L'Arabie Saoudite face à sa démographie : défi ou aubaine?	Moyen-Orient
15/01/2025	Argentine – Des progrès mais il semble raisonnable d'attendre	Amérique latine
14/01/2025	France – Nouvel effritement de la confiance des ménages	France
14/01/2025	Fintech Outlook Bilan 2024 – La bonne année ?	Fintech
10/01/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
08/01/2025	Mexique – Budget 2025, « raisonnable » mais réaliste ?	Amérique latine
02/01/2025	Royaume-Uni – L'inflation remonte et les perspectives à court terme restent entourées de risques haussiers	Royaume-Uni
22/12/2024	France – Que doit-on retenir des dernières prévisions de la Banque de France et de l'Insee ?	France
20/12/2024	Monde – Scénario 2025-2026 : un scénario conditionnel, plus que jamais	Monde

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 : Alberto ALEDO, Ticiano BRUNELLO, Marianne PICARD, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Simon SEINCE, 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), Nathan QUENTRIC

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario), Jorge APARICIO LOPEZ

Afrique du Nord, Moyen-Orient, Afrique sub-saharienne : Laure DE NERVO

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.