

# Perspectives

Hebdomadaire – N°25/123 – 11 avril 2025

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>L'exceptionnalisme américain remis en cause par les annonces de Trump</i> .....	2
☞ <i>France : hausse certes, mais légère, de la détention de titres de dette américaine par les Français</i> .....	4
☞ <i>Espagne : un impact contenu des droits de douane américains</i> .....	5
☞ <i>Corée du Sud : incendies, loi martiale et droits de douane, l'année du Serpent bleu n'a pas démarré sous les meilleurs auspices</i> .....	6
☞ <i>L'Égypte de nouveau face à sa pyramide de dette</i> .....	8

## L'exceptionnalisme américain remis en cause par les annonces de Trump

Après la tempête sur les marchés financiers provoquée par l'imposition de droits de douane réciproques par la Maison Blanche, le président Donald Trump a pris la décision, mercredi 9 avril, de suspendre pendant 90 jours leur mise en place, à l'exception de ceux vis-à-vis de la Chine et en maintenant un plancher de 10% pour tous les pays. Au cours de cette trêve, les partenaires commerciaux essaieront de négocier des accords avec la Maison Blanche, dans l'espoir qu'elle abaisse ses tarifs.

Les droits de douane à l'encontre de la Chine ont été quant à eux augmentés significativement ces derniers jours (de 125 points le 9 avril, soit un total de 145 points depuis le 4 mars). Donald Trump a précisé que seuls les pays qui n'avaient pas mis en place des mesures de représailles allaient bénéficier de la suspension des tarifs réciproques. L'objectif : isoler la Chine. Cette dernière a déclaré qu'elle était prête à se battre « jusqu'à la fin ». Après une série de représailles entre les deux premières économies mondiales, les droits de douane chinois sur les importations de biens américains ont été augmentés de 84% à 125% ce vendredi, prenant effet dès le 12 avril.

Les droits de douane précédemment annoncés sur l'acier, l'aluminium et les automobiles (25%) restent en vigueur. Par ailleurs, la Maison Blanche envisage des droits sur le cuivre à hauteur également de 25%, mais ils ne sont pas encore entrés en vigueur. En outre, on attend prochainement des mesures sur les produits pharmaceutiques, les semi-conducteurs et le bois, qui sont pour le moment exemptés.

En ce qui concerne l'Union européenne, qui avait décidé de répondre par une hausse des tarifs douaniers sur 28 milliards d'euros de biens importés depuis les États-Unis, la confusion régnait sur les marchés avant que la Maison Blanche ne confirme que l'UE se voyait aussi attribuer un tarif douanier de 10%, ayant pris effet le 5 avril dernier. Un accord entre la Maison Blanche et l'UE sur « zéro droits de douane » de part et d'autre de l'Atlantique sur les automobiles et les biens industriels (comme proposé par Ursula von der Leyen lundi 7 avril) nécessiterait un engagement de la part de l'UE d'acheter pour 350 milliards de dollars d'énergie américaine, l'équivalent du déficit commercial en biens des États-Unis vis-à-vis de l'UE.

Les craintes d'une escalade de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine et d'un impact très négatif sur la croissance des deux économies ont fait chuter le cours du pétrole à 63,3 dollars le baril (pour le cours du brut de la mer du Nord), tandis que des effets inflationnistes des tarifs douaniers sur les États-Unis ont fait grimper le cours de l'or à de nouveaux records (+6,5% sur la semaine à près de 3 230 dollars l'once).

Le « rétropédalage » de D. Trump a été provoqué par les fortes turbulences sur les marchés – et plus précisément une forte hausse des rendements des titres d'État américains en début de semaine (comme le président l'a lui-même avoué). Le taux dix ans américain a gagné plus de 30 points de base entre vendredi dernier et ce mercredi. La dette souveraine américaine, qui a joué pendant des décennies un rôle de valeur-refuge, ne semblait plus considérée comme un actif sans risque par les investisseurs. Les indices actions américains chutaient fortement après le « *Liberation Day* » (-12% entre le 2 et le 8 avril pour le S&P 500). Ce désaveu des actifs américains coïncide avec une forte dépréciation du dollar : l'euro/dollar a touché 1,14 ce vendredi, un plus haut depuis trois ans, tandis que le dollar/yen a chuté à moins de 143, un plus bas depuis six mois. L'affaiblissement du dollar contredit le postulat selon lequel le dollar devrait s'apprécier durant les périodes d'aversion au risque ou lorsque les différentiels de taux ou de rendement sont à son avantage. Il signifie que les investisseurs vendent de manière agressive des actifs américains au profit d'actifs liquides libellés en devises sans risque comme l'euro, le yen ou encore le franc suisse. Ce comportement devrait se poursuivre aussi longtemps que les investisseurs redoutent un impact négatif des politiques de Trump sur l'économie américaine.

Le moratoire américain annoncé mercredi a été salué par les marchés, les indices américains enregistrant leur rebond le plus important depuis la crise financière de 2008 (avec une hausse de près de 10% du S&P 500 sur la journée de jeudi), tandis que les indices chinois enregistraient une performance mitigée (China CSI 300 en hausse de seulement 1,3% sur la même journée). Ce soulagement reste toutefois fragile et sans doute temporaire. Après tout, il ne s'agit que d'une « pause » et non d'un véritable retour en arrière ; la guerre commerciale entre les deux plus grandes économies mondiales est vouée à se poursuivre.

Côté conjoncture, les prix à la consommation américains du mois de mars étaient la donnée phare de la semaine, bien qu'ils n'intègrent évidemment pas les effets des droits de douane mis en place en avril. L'inflation totale et l'inflation sous-jacente se sont toutes deux inscrites en-deçà des anticipations : le CPI a reculé de 0,1% sur le mois (le consensus Bloomberg tablait sur un rebond de 0,1%) sous l'effet notamment de la chute des prix de l'essence (-6,2% sur le mois). Celle-ci a compensé une progression marquée des prix des produits alimentaires (+0,4%). Le taux d'inflation sur un an chute à 2,4% après 2,8% en février. L'indice CPI sous-jacent (*core CPI*) est également rassurant : il n'a progressé que de 0,1% sur le mois, contre une hausse anticipée de 0,3%, un ralentissement notable qui amène le taux d'inflation à 2,8%, contre 3,1% le mois précédent.

Parmi les composantes qui enregistrent des baisses les plus fortes figurent les tarifs aériens (-5,3% sur le mois) et l'hôtellerie (-4,3%). Il est toutefois trop tôt pour affirmer que cela est dû à une baisse de la demande dans ces deux secteurs. Il est également trop tôt pour observer un impact des tarifs douaniers sur les prix à la consommation, en particulier dans l'automobile où Donald Trump a imposé des droits de douane de 25% à partir du 3 avril. Les prix des nouvelles voitures n'ont augmenté que de 0,1% en mars, contre une baisse de 0,7% pour les véhicules d'occasion, des marchés où l'offre reste abondante et les stocks sont encore importants. Cela étant dit, on devrait observer une baisse des stocks dans les mois à venir en raison des nouveaux tarifs douaniers, ce qui devrait conduire à des hausses des prix.

En Europe, l'aversion au risque a provoqué un écartement des primes de risque (+9 points de base pour l'Italie, +6 pour l'Espagne et +4 pour la France contre Bund). Un mouvement qui s'explique en partie par la poursuite de la baisse des taux allemands. Après avoir frôlé 2,90% il y a un mois, le taux de rendement des obligations allemandes à dix ans (Bund) perd près de 35 points de base, une évolution qui pourrait s'inverser dans les prochains mois. En effet, les pourparlers pour la formation d'une coalition ont abouti à un accord, ce qui ouvre la voie à la mise en place de politiques de relance budgétaire incluant des baisses d'impôts pour les entreprises, des crédits d'impôts pour les véhicules électriques et des dépenses en hausse pour la défense.

## Zone euro

### France : hausse certes, mais légère, de la détention de titres de dette américaine par les Français

Les données publiées par le Trésor américain suggèrent que la détention de titres de dette américaine par les résidents français aurait fortement augmenté ces deux dernières années. La Banque de France nous montre dans un billet de blog récent qu'il s'agirait là d'une surestimation et que cette hausse n'aurait en fait été que modérée.

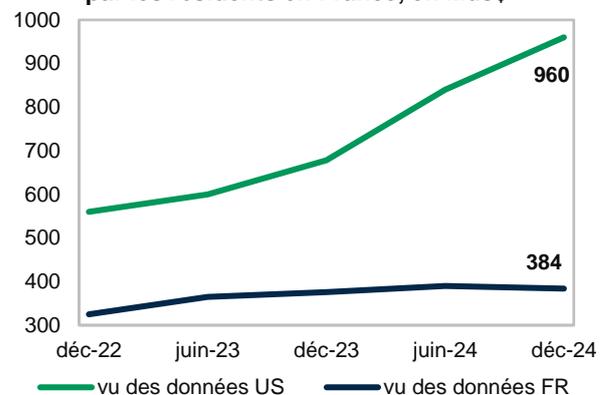
Les titres financiers (actions, obligations, parts d'OPC) peuvent être gérés par différents acteurs. Ils peuvent tout d'abord être gérés directement par l'émetteur (ici donc aux États-Unis), pour ce qu'on appelle les « titres au nominatif ». Toutefois, dans les faits, la gestion est plus fréquemment confiée à des intermédiaires (« titres au porteur ») qui garantissent, entre autres, l'enregistrement des titres et l'exécution des ordres. Parmi ces intermédiaires, on dissocie le dépositaire central qui centralise les informations sur les détentions, des teneurs de compte conservateurs auprès de qui les détenteurs de titres se doivent d'avoir un compte-titres ouvert. Ces conservateurs peuvent enregistrer les avoirs de leurs clients directement auprès du dépositaire central, ou faire appel à d'autres conservateurs pour cela, qui peuvent exercer dans différents pays. Une chaîne de conservation est alors créée entre les nombreux acteurs jusqu'au détenteur ultime.

Après avoir collecté les données auprès des conservateurs, du secteur financier et de l'administration, il existe deux manières de mesurer la détention de titres. La première, selon le prisme des « avoirs », renvoie au point de vue du pays détenteur (i.e. de la France). La seconde, selon les « engagements », c'est-à-dire selon le point de vue du pays émetteur (i.e. les États-Unis). La mesure des détentions de titres selon les engagements demeure moins précise à cause de la difficulté à remonter correctement la chaîne de conservation. En effet, la relation entre l'émetteur et le détenteur peut passer par une multitude de conservateurs que l'émetteur peine à identifier. Ce dernier peut donc se méprendre sur la localisation du détenteur ultime, car dans l'ensemble de la chaîne, il ne connaît que le premier conservateur non-résident identifié, qui n'est pas forcément le conservateur « final » en lien avec le détenteur ultime, et qui n'est donc pas nécessairement dans le même pays que ce dernier. C'est pourquoi la mesure de détention selon les avoirs est à privilégier selon la Banque de France, bien que celle-ci comporte aussi des limites telles que la difficulté à mesurer les avoirs *offshore* détenus par

les ménages (ceux gérés par des conservateurs non-résidents).

On comprend, dès lors, les écarts de mesure entre les États-Unis (l'émetteur) et la France (le détenteur). Outre-Atlantique, le Trésor, qui collecte ses données auprès des conservateurs de titres américains et du secteur financier, recense une nette hausse de la détention de titres de dette américaine par les résidents français, avec un montant qui serait passé de 535 milliards de dollars fin 2022 à 960 milliards de dollars fin 2024. Cela s'expliquerait surtout par une augmentation des achats nets (270 Mds\$ en 2023-2024, dont 187 Mds\$ de titres du Trésor), auxquels s'ajoutent les effets de valorisation. Du point de vue du détenteur, donc de la France (via la Banque de France), les données nuancent nettement la conclusion. Selon l'institution, les titres de dette américaine détenus par les résidents français auraient en effet augmenté de 325 à 384 milliards de dollars entre fin 2022 et fin 2024, avec des achats nets de « seulement » 61 milliards de dollars (dont 54 Mds\$ de titres du Trésor).

**Détention de titres de dette américaine par les résidents en France, en Mds\$**



Sources: US Department of the Treasury, BdF, Crédit Agricole S.A./ECO

On retrouve des écarts similaires pour d'autres pays de la zone euro. En effet, des décalages importants entre les mesures selon le prisme des « engagements » et celui des « avoirs » (autrement dit du pays « émetteur » et du pays « détenteur ») apparaissent, et ce davantage encore pour la Belgique et le Luxembourg, deux pays dans lesquels le secteur financier a un poids important, du fait de la difficulté pour les conservateurs américains à identifier le détenteur ultime. La France et l'Allemagne affichent des écarts similaires.

**✓ Notre opinion** – Les données du Trésor américain et celles de la Banque de France diffèrent sensiblement sur l'ampleur de la hausse de détention de titres de dette américaine par les résidents français sur les deux dernières années (+79% contre +18,5%). L'attractivité de la dette américaine pourrait par ailleurs sensiblement décliner, compte tenu de la guerre commerciale déclenchée par le président D. Trump. L'incertitude liée à l'absence de visibilité sur les mesures américaines sape la confiance des investisseurs, et les mesures annoncées font peser un risque de stagflation sur l'économie américaine.

### Espagne : un impact contenu des droits de douane américains

La semaine dernière le président Donald Trump a annoncé une hausse tarifaire sans précédent depuis plusieurs décennies. Pour l'Union européenne, ce taux sera de 20%.

Les exportations espagnoles vers les États-Unis atteignent 18,1 milliards d'euros, soit environ 1,1% du PIB. Toutefois, la dépendance à ce marché est en réalité plus forte, compte tenu de la participation des entreprises espagnoles dans les chaînes d'approvisionnement d'autres pays, en particulier européens. Un droit de 20% pourrait entraîner une baisse de 20% des exportations espagnoles vers les États-Unis, si l'on suppose que la taxe est intégralement répercutée sur les prix et que l'élasticité de la demande est unitaire, selon l'expérience des exportations chinoises lors de la première phase de la confrontation tarifaire durant le premier mandat de Trump. Cette baisse directe retirerait 0,22 point au PIB.

Par ailleurs, le ralentissement attendu de l'économie européenne du fait des barrières douanières aura des effets secondaires, notamment dans les secteurs fournissant des pièces à l'industrie automobile. On estime à environ 9 milliards d'euros les exportations espagnoles incorporées dans les exportations d'autres pays européens vers les États-Unis. En suivant le même raisonnement, un droit de 20% pourrait soustraire environ 0,08 point de PIB supplémentaire. L'impact total atteindrait donc 0,3 point de PIB.

Toutefois, certains secteurs pourraient être bien plus touchés, notamment ceux pour lesquels les États-Unis représentent un débouché stratégique. C'est le cas de plus de 10% des exportations espagnoles, notamment pour les moteurs, huiles et graisses, navires, vin et certains produits chimiques, qui partent vers ce marché.

**✓ Notre opinion** – La guerre commerciale peut influencer les prix de différentes façons, parfois opposées et variables dans le temps. Les droits de douane américains sur les produits espagnols n'affectent pas directement les prix pour les consommateurs espagnols. Toutefois, des biens comme l'huile ou le vin, écartés du marché américain, pourraient inonder le marché national, faisant baisser temporairement les prix. À long terme, les producteurs pourraient trouver d'autres débouchés ou, en cas d'échec, réduire leur activité. Il existe aussi des effets indirects : par exemple, si les ventes chinoises en ligne à bas prix sont bloquées aux États-Unis, ces produits pourraient être redirigés vers l'Europe, tirant les prix vers le bas.

À l'inverse, deux canaux pourraient faire monter les prix : d'abord, les droits de douane imposés par l'UE à titre de représailles, mais ceux-ci ont peu d'impact sur l'indice des prix à la consommation espagnol, car l'Espagne importe peu de biens de consommation des États-Unis ; ensuite, les hausses sur les biens intermédiaires, pourraient se répercuter sur les prix finaux, mais cet effet resterait limité sauf en cas de conflit commercial plus intense.

Enfin, si le conflit mène à une récession, l'effet serait plutôt déflationniste. Si les mesures américaines deviennent permanentes, elles entraîneraient une réorganisation du commerce mondial, avec des effets incertains sur les prix globaux.

## Pays émergents

### Asie

#### Corée du Sud : incendies, loi martiale et droits de douane, l'année du Serpent bleu n'a pas démarré sous les meilleurs auspices

Cinq mois jour pour jour après la proclamation de la loi martiale, la Cour constitutionnelle coréenne a entériné la destitution du président Yoon Suk-yeol, ouvrant la voie à de nouvelles élections qui auront lieu le 3 juin prochain. Libéré début mars pour vice de procédure après environ deux mois de prison, Yoon Suk-yeol n'en a pas fini avec la justice et reste poursuivi, notamment pour insurrection, abus de pouvoir et obstruction, des crimes passibles de la peine de mort. La première saison du K-drama, marqué par « des actes inconstitutionnels et illégaux [...] constituant une violation grave de la loi » s'achève donc, mais pourrait connaître une suite avec la couverture d'un procès qui s'annonce inédit dans l'histoire de la Corée du Sud.

#### Les défis du prochain président

La campagne présidentielle s'annonce intense, voire violente. Celle de 2022 avait déjà mis en lumière certaines fractures, notamment d'âge et de genre, mais les événements des quatre derniers mois ont encore plus profondément divisé la société coréenne qui s'est largement mobilisée, pour demander le départ ou le retour de Yoon.

Le candidat du Parti démocrate, Lee Jae-myung, lui-même visé par des enquêtes concernant des projets immobiliers développés sous ses mandats locaux et candidat malheureux face à Yoon en 2022 fait figure de favori. Le parti conservateur, distancé dans les sondages, doit quant à lui trouver un candidat.

Alors que la période d'intérim a été marquée par de nombreux retournements de situation (discussions houleuses autour de la nomination des juges nécessaires pour atteindre le quorum à la Cour constitutionnelle, arrestation mouvementée puis libération de Yoon, destitution puis réhabilitation du président par intérim Han Duck-soo, relâche de Lee Jae-myung dans une de ses affaires judiciaires), la Corée du Sud aura bien besoin d'une autorité présidentielle pour affronter ce qui arrive.

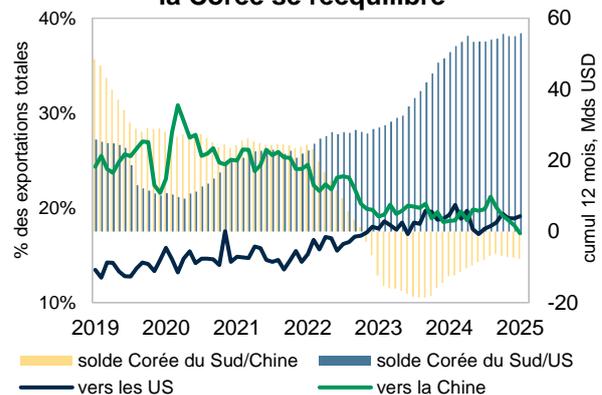
Depuis décembre en effet, les mauvaises nouvelles s'enchaînaient : il y a eu la loi martiale bien sûr, puis d'intenses incendies, les plus violents de l'histoire du pays, qui ont fait une trentaine de victimes et révélé de graves insuffisances de moyens pour lutter contre ce genre de catastrophes. Le coup de grâce était néanmoins venu des États-Unis, avec l'annonce de droits de douane de 25% sur toutes les exportations coréennes (à l'exception pour l'instant des semi-conducteurs). Le secteur automobile, un des premiers postes d'exportations sud-coréen vers les États-Unis, faisait lui aussi d'une taxation spéciale de 25%. L'annonce d'une pause de 90 jours

dans l'application de ces droits est un répit, qui donnera du temps à la Corée du Sud pour négocier, si toutefois ces droits entrent vraiment en vigueur.

#### Comment négocier avec les États-Unis ?

Bien que pénalisée par ses chamboulements politiques internes, qui limitent les marges de manœuvre du président par intérim, la Corée du Sud est dans une position de négociations plutôt plus favorable que celle de la plupart de ses voisins. Le pays a ainsi été cité avec le Japon par Trump lui-même, comme l'un des plus susceptibles de conclure un accord dans les prochains jours.

#### Entre Chine et États-Unis, la Corée se rééquilibre



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

La Corée du Sud, qui a pour l'instant choisi de négocier plutôt que de répliquer, dispose ainsi de plusieurs leviers. Le premier, une hausse de ses importations de produits américains, notamment de gaz naturel liquéfié. Les États-Unis sont déjà devenus en 2024 leur premier fournisseur de GNL (7,5 milliards de dollars importés), devant l'Australie et le Qatar. Mais la Corée du Sud aurait de la place pour augmenter ses achats. Idem pour le pétrole, premier poste des importations coréennes.

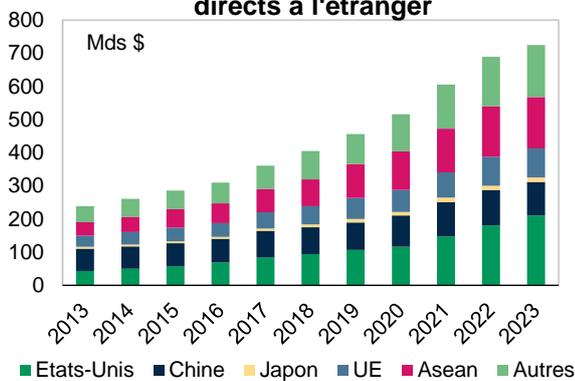
Deuxième levier, celui des chantiers navals. Alors que Donald Trump menace toujours d'imposer des taxes pour les compagnies de fret utilisant des bateaux construits en Chine ou ayant des navires en commande en Chine, la Corée du Sud est un partenaire de choix pour faire face à la concurrence chinoise. Un protocole d'accord vient d'être signé entre le groupe de construction navale américain Hill et le coréen HD Hyundai Heavy Industries, afin d'accroître la production de navires militaires et civils. Le secteur de la construction navale américaine, qui a largement décliné notamment en raison de la concurrence chinoise, pourrait ainsi

s'appuyer sur celui de la Corée du Sud pour se relancer.

Troisième axe de collaboration, le domaine militaire. Alors que les États-Unis disposent de plusieurs bases militaires sur le territoire sud-coréen, Donald Trump a plusieurs fois répété que la Corée du Sud devrait payer pour continuer de profiter de cette présence américaine agissant comme une force de dissuasion, notamment vis-à-vis de la Corée du Nord. Si aucun montant n'a pour l'instant été communiqué, la Corée du Sud pourrait accepter de contribuer plus largement aux coûts inhérents au stationnement et à l'entretien des troupes américaines.

Enfin, les entreprises sud-coréennes ont multiplié les annonces d'investissements aux États-Unis depuis 2020. Les flux s'étaient surtout concentrés dans les secteurs stratégiques des semi-conducteurs, des voitures électriques et des batteries, sous l'effet des politiques industrielles mises en place par l'administration Biden, telles que l'*Inflation Reduction Act* (IRA) et le *CHIPS and Science Act*. L'instauration de droits de douane dans le secteur automobile pourrait conduire certains constructeurs à développer leur présence domestique. Hyundai vient d'annoncer de nouveaux investissements d'un montant de 21 milliards de dollars, incluant une aciérie en Louisiane, dont la production pourrait être utilisée dans la fabrication de véhicules électriques.

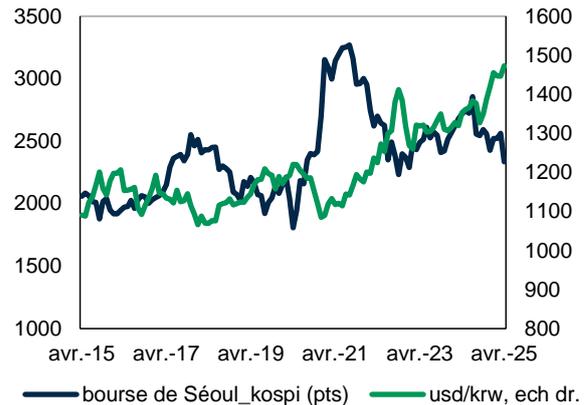
### Corée du Sud : Investissements directs à l'étranger



Sources : Crédit Agricole, Economic Statistics System

Les marchés ont accueilli avec soulagement la décision de la Cour constitutionnelle qui, sans mettre fin à tout le désordre provoqué par la proclamation de la loi martiale en décembre, permet au moins de fixer un cap et un calendrier clairs pour les prochains mois. Ce soulagement a très vite été effacé par la déflagration des droits de douane américains, qui a fait plonger la bourse coréenne, comme celle de toutes les autres places asiatiques.

### Corée du Sud : marchés



Sources : BoK, KSE, Thomson Reuters, CA S.A/ECO

En cas d'élection du candidat du parti démocrate, dont la ligne est traditionnellement plus pro-chinoise que celle du parti conservateur, la stratégie de négociation coréenne évoluerait-elle drastiquement, notamment si l'accord devait comporter un volet militaire ? La campagne n'étant pas encore lancée officiellement – des primaires doivent d'abord avoir lieu au sein des partis pour désigner leur candidat – les thèmes de campagne ne sont pas encore connus. On peut toutefois penser que la Corée du Sud, à l'image du reste de l'Asie, sera avant tout guidée par un fort pragmatisme commercial, et cherchera à préserver au maximum les intérêts de son secteur exportateur, au centre de son modèle économique.

Alors que le pays négocie avec les États-Unis, des discussions tripartites ont également été relancées avec la Chine et le Japon en vue d'accélérer la signature d'un accord de libre-échange trilatéral « complet et équitable ». Ces discussions, entamées en 2013, avaient été suspendues en 2019 avant d'être relancées en 2024. Si les trois pays sont déjà réunis au sein du partenariat régional économique global (RCEP), cet accord serait plus large et inclurait un volet sur l'investissement. La Chine, la Corée du Sud et le Japon ont également insisté sur la nécessité de préserver le système commercial multilatéral, alors que les trois pays comptent pour environ 20% du commerce mondial.

La Corée du Sud marche sur une ligne de crête, car un rapprochement trop fort avec la Chine pourrait aussi être pris comme une provocation côté américain. Dans ce contexte mondial extrêmement volatile, il est donc urgent qu'elle retrouve un dirigeant qui pourra imposer une ligne conductrice, quelle qu'elle soit, et incarner les intérêts de son pays.

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### L'Égypte de nouveau face à sa pyramide de dette

Le gouvernement égyptien a approuvé fin mars le budget préliminaire pour l'année fiscale 2025/2026 (année fiscale 26) qui commencera en juillet<sup>1</sup>. Celui-ci devra être présenté au Parlement pour adoption. Le processus budgétaire pour l'année à venir s'enclenche donc juste après la validation par le *Board* du FMI de la 4<sup>e</sup> revue du programme, qui a permis le déboursement d'une tranche de 1,2 milliard de dollars. C'est une excellente nouvelle et un nouveau coup de tampon du FMI sur le programme de réformes du pays. Cela dit, la revue s'est fait attendre. En effet, elle était prévue pour septembre 2024 et intervient donc avec six mois de retard, à la date normalement allouée à la 5<sup>e</sup> revue. Pourtant, l'accord préliminaire par les équipes du FMI avait été donné fin décembre, et devait être validé par le *Board* en janvier. Alors, comment interpréter ces délais ?

Même si des explications ont été fournies (comme la volonté de déplacer la revue après les réunions annuelles du FMI en octobre), l'impact d'un décalage de six mois dans le déboursement de la tranche semble trop important pour invoquer de seules raisons administratives. **C'est important car pour l'économie nord-africaine, qui sort à peine d'un sévère épisode de crise de change et de confiance, les marchés sont sensibles aux signaux.** Ce qui est à craindre, c'est que les délais reflètent une difficulté des autorités à délivrer les objectifs du programme. Et d'ailleurs, le communiqué de presse met en avant des avancées encore mitigées sur les réformes structurelles. Mais ce qui en ressort aussi c'est une révision des objectifs de consolidation budgétaire. Pour l'instant, celle-ci est modeste – l'objectif de surplus primaire (avant paiement des intérêts) pour année fiscale 26, dont le budget préliminaire vient d'être approuvé, baisse d'un demi-point de PIB (de 4,5% du PIB à 4%). Un compromis ? En tout cas, derrière l'équilibre précaire des comptes extérieurs, qui restent sous pression dans un contexte de conflit régional<sup>2</sup>, **cela rappelle qu'il ne faut pas négliger l'importance de l'équation budgétaire.** C'est l'occasion de regarder comment la crise économique et le contexte régional ont modifié la trajectoire fiscale et quels sont les défis à venir.

#### **Pourquoi peu d'attention semble avoir été donnée à la dynamique budgétaire ?**

L'Égypte avait basculé dans une crise de change début 2022, initialement déclenchée par le choc de

la guerre en Ukraine sur sa balance des paiements – et ses importations de blé en particulier – et vite entretenue par les canaux d'une crise de confiance. L'équilibre précaire des comptes extérieurs, et la constante inquiétude que la trajectoire de liquidité pourrait mener à un point de rupture où il ne serait plus possible pour le pays de faire face à ses engagements extérieurs, avaient monopolisé l'attention des marchés<sup>3</sup>. On comprend alors facilement pourquoi la dynamique budgétaire a moins attiré la lumière et semble être restée en second plan des analyses du risque souverain.

Par ailleurs, la réponse des autorités, après deux premières dévaluations en 2022, avait longtemps consisté à attendre le moment propice : c'est-à-dire s'attaquer à reconstruire la confiance avant d'ajuster de nouveau la monnaie au moindre coup. **La stratégie visait à envoyer des signaux positifs au marché – et parmi ceux-ci, aux premières loges, les résultats budgétaires.** En effet, le déficit annoncé pour l'année fiscale 23 avait de quoi créer la surprise : à 6% du PIB, il déjouait le pronostic du FMI de 7,8% dans son programme accordé six mois plus tôt. Il avait même marqué une subtile consolidation sur celui de l'année précédente à 6,1% – 0,1% d'importance ! **Cela semblait consolider un acquis de confiance gagné par l'administration actuelle sur le précédent programme du FMI enclenché en 2016, où le gouvernement avait réussi à délivrer la consolidation demandée par l'institution.** Et à coups de réformes budgétaires, depuis 2018, le déficit primaire (avant intérêts) est ainsi passé en surplus. Bien sûr, la crise a tout de même fini par interrompre l'élan de consolidation du déficit global – qui a atterri à 7,4% pour l'année fiscale 24 et est attendu à un niveau similaire pour l'année fiscale 25. Malgré tout, l'impact de la crise sur le budget semble contenu.

#### **Comment le budget a résisté plus que prévu à la crise : l'effet de fumée de l'inflation**

Intuitivement, ce qu'on pouvait anticiper était que la crise contraindrait les revenus du gouvernement, tout en intensifiant la pression sur les dépenses sociales, de subvention et d'intérêt – entraînant ainsi un fort dérapage budgétaire. **Mais ce qui a déjoué les pronostics c'est l'effet d'une très forte inflation<sup>4</sup> sur la dynamique budgétaire.**

**D'abord, celle-ci a permis de soutenir les revenus de l'État en termes nominaux.** En particulier

jamais réalisé en Égypte : le *deal* Ras el-Hekma signé en mars 2024.

<sup>4</sup> L'Égypte a connu une inflation moyenne de 25% en année fiscale 23, et 34% en année fiscale 24.

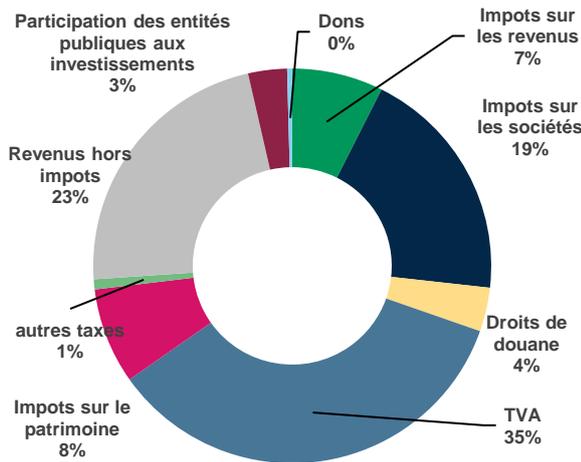
<sup>1</sup> Les années fiscales en Égypte courent de juillet à juin de l'année calendaire suivante.

<sup>2</sup> Consulter notre publication : « [Égypte – Un état des lieux de la liquidité extérieure](#) », janvier 2025

<sup>3</sup> L'épisode avait été résolu par l'intervention massive d'Abu Dhabi à travers le plus important investissement étranger

parce qu'ils reposent fortement sur la TVA (35% des revenus et 44% des taxes, en moyenne sur 2021-2024), qui reflète l'augmentation des prix et est soutenue par la tendance à la consommation dans un environnement très inflationniste. Mais cela veut aussi dire que **l'effort fiscal, en période d'inflation, est en grande partie transféré sur le consommateur, sans progressivité – ainsi c'est tout la classe moyenne qui en subit l'effet.**

**Un poids prépondérant de la TVA dans les revenus de l'Etat**



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, Ministère des

**Ensuite, l'inflation aide la consolidation des dépenses en termes réels.** Pour ainsi dire, elle permet de soutenir des effets d'annonce autour d'augmentations importantes de certaines dépenses (transferts aux ménages, salaires des fonctionnaires...) qui ont un impact sur le climat social. Et, certes, elles s'accroissent fortement en termes nominaux, mais en réalité en dessous du rythme de l'inflation – et donc leur coût réel diminue. Ce mécanisme avait déjà soutenu la consolidation budgétaire entre 2016 et 2019.

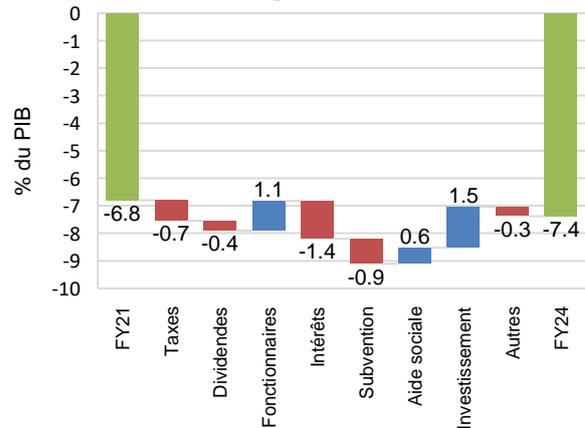
Ainsi, pour dissiper la fumée de l'inflation, il est plus parlant de regarder les mouvements du budget en pourcentage du PIB pour avoir une idée claire de l'impact de la crise et des choix qui ont été fait pour garder les comptes publics sous contrôle.

**Dissiper la fumée : la consolidation a un coût social**

**D'abord, la crise a en réalité impacté les revenus de l'État en pourcentage du PIB.** Les taxes ont reculé de 0,7 point de pourcentage. Et c'est important à noter car **le programme initial du FMI, misait sur une augmentation de 2% du PIB des revenus des impôts sur les années fiscales 23-27, soit 0,5% du PIB par an.** C'est donc d'un point de départ plus bas que le gouvernement doit partir pour délivrer une consolidation ambitieuse. À cela

s'ajoute une baisse des dividendes des entreprises publiques.

**Evolution du budget entre 2021 et 2024**



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, Ministère des Finances

**Ensuite, avec le renchérissement brutal des coûts internationaux de l'énergie, le gouvernement a dû augmenter les subventions énergétiques –** et cela aussi pour soutenir EGPC (l'entreprise pétrolière nationale), qui, avec une structure de coûts largement en dollars, est en grande peine d'honorer les paiements aux *majors* internationales du pétrole<sup>5</sup>.

**Enfin, mais peut-être, surtout, la crise a très fortement renchéri le coût de la dette.** Les dévaluations successives ont fait gonfler le coût des intérêts extérieurs en monnaie locale. En interne, la flambée des taux d'intérêt s'est rapidement imprimée sur le coût de la dette, dont la maturité de plus en plus courte entraîne des besoins de refinancement annuels massifs.

En regardant l'évolution du budget en pourcentage du PIB entre l'année fiscale 21 et l'année fiscale 24, on peut observer que les variables d'ajustement qui ont permis de contenir les effets de la crise ont été les investissements (très largement coupés), les salaires de la fonction publique (qui ont chuté de 1,1% du PIB) et les transferts sociaux. On comprend alors que la consolidation a un coût social important. Alors qu'une part de plus en plus importante du budget se dirige vers le paiement des intérêts de la dette publique et les transferts à EGPC, l'espace du budget dédié à l'investissement dans la croissance et la redistribution se réduit. Ce alors même qu'une grande partie de l'effort fiscal porte sur les ménages, à travers la consommation, sans mécanisme de progressivité.

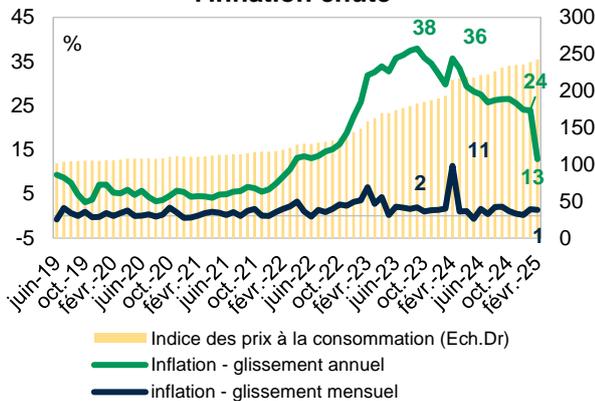
**Pourquoi la consolidation budgétaire devient maintenant plus difficile ?**

Ce qui change désormais, c'est la trajectoire de l'inflation. Les dévaluations ont entraîné une flambée

<sup>5</sup> Dans le rapport du FMI d'août 2024 (3<sup>e</sup> revue du programme), l'institution faisait état de 5 milliards de dollars d'arriérés de paiement d'EGPC aux *majors* du pétrole.

des prix des biens importés, mais ceux-ci se sont progressivement intégrés au niveau général des prix, dont la croissance (l'inflation) diminue. C'est l'illustration parfaite de ce que les économistes appellent, dans leur jargon, les effets de base. Ceux-ci resteront très forts sur l'année en cours et **vont faire chuter l'inflation (quoiqu'à un niveau encore élevé).**

**L'effet des dévaluations s'estompe, l'inflation chute**



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

La chute de l'inflation, c'est évidemment une bonne nouvelle. Car c'est ce qui est ressenti en premier par la population, et en particulier la classe moyenne basse, en menace de paupérisation. Mais pour le budget, paradoxalement, cela change la dynamique. D'abord parce que le support apporté par l'inflation à la consolidation des dépenses en termes réels s'estompe. Mais surtout, parce que **le coût de la dette, qui justement bénéficiait fortement de ce mécanisme, va maintenant être entraîné dans une spirale de hausse importante par rapport au PIB nominal qui augmente moins rapidement, avec un concours plus faible de l'inflation.** Ce sont les fondamentaux de ce que la littérature classique appelle l'effet boule de neige, qui a souvent conduit à des crises sur la dette publique.

**Un compromis très délicat entre l'équilibre des comptes extérieurs et celui des finances publiques**

En fait, ce qu'il ne faut pas perdre de vue, c'est que **le budget n'a d'importance que par la trajectoire de dette qu'il imprime.** Et, en réalité, l'impact de la crise sur celle-ci n'a pas été marginal – loin de là. Déjà, parce que **le niveau de la dette a augmenté,** gonflé par la revalorisation en monnaie locale de la dette externe après les dévaluations – c'est l'effet mécanique du risque de change qui se matérialise. La dette est ainsi passée de 88,5% du PIB en juin 2022 à 96% en juin 2023.

À cela s'ajoute **une courbe de croissance revue à la baisse**<sup>6</sup>. La moyenne sur l'année fiscale 23-année fiscale 25 était attendue à 5% fin 2022, elle a maintenant été revue à peine à 3,3% et sa

**convergence vers son potentiel de moyen-terme (environ 5,5%) sera plus lente** – et seulement si elle n'est pas interrompue par de nouveaux chocs. Évidemment, comme le PIB est le dénominateur du ratio dette/PIB, une croissance plus faible implique un contre-poids plus faible à l'augmentation de la dette.

On peut aussi considérer les intérêts sur la dette comme un déterminant de sa trajectoire. Et comme expliqué plus haut, **avec la baisse de l'inflation, la compression en termes réels du coût de la dette ne joue plus favorablement – au contraire, la dynamique s'inverse.** Il y a, à ce niveau, **un compromis très délicat à trouver entre l'équilibre des comptes extérieurs (très fragile) et l'équilibre des finances publiques.** D'un point de vue des équilibres externes, un différentiel de taux domestique très favorable à l'Égypte incite les investisseurs étrangers à y déplacer leurs capitaux. Mais du point de vue de la dette, des taux d'intérêts réels (corrigés de l'inflation) très élevés pousse la trajectoire de dette à la hausse. Bien sûr, le FMI incite fortement les autorités monétaires à arrimer leur politique de taux sur une cible d'inflation – ce qui crédibilise aussi la transition vers un régime de change flexible, mais cela n'est pas (encore ?) pleinement installé. Il est donc à prévoir que les taux ne baissent pas aussi rapidement que l'inflation ne le suggère, en l'absence d'une consolidation de la liquidité externe. Et ce d'autant plus si la normalisation monétaire de la Fed s'interrompt.

Alors que l'ensemble de ces facteurs sont subis, la **seule variable d'ajustement qu'il reste pour maintenir la dette sur une trajectoire soutenable est la balance budgétaire.** Et comme nous avons traité la question de la dynamique du coût de la dette à part, ici la variable est **plus particulièrement la balance budgétaire primaire** (avant le paiement des taux d'intérêt). **Pour faire l'addition : avec un niveau de dette plus important, une croissance du PIB plus basse, des taux d'intérêt réels très élevés, il faut des surplus budgétaires primaires assez colossaux pour maintenir la dette sur une trajectoire soutenable.** De quoi remettre la question du budget sur le devant de la scène, et au cœur des négociations avec le FMI. En tout cas, lorsque le programme FMI a repris en 2024, les objectifs en termes de surplus budgétaires primaires avaient été revus largement à la hausse, devant converger progressivement vers 5% du PIB en année fiscale 26 ! Le FMI mise sur une forte augmentation des revenus de l'État, mais si cela ne se réalise pas, cela imposera un contrôle des dépenses encore plus strict.

**Encore une montagne à franchir...**

Dans son communiqué de presse pour la 4<sup>e</sup> revue du programme, **le FMI mentionne que l'exécution**

<sup>6</sup> Consulter notre publication : « [Égypte – Que propose vraiment le FMI ?](#) », septembre 2024.

**du budget sur le premier semestre de l'année en cours n'a pas été à la hauteur de la consolidation attendue.** En effet, selon les données publiées par le ministère des Finances sur juillet-novembre 2024, le surplus primaire a atteint à peine 1% du PIB, contre un objectif de 3,5% dans le programme, alors que les investissements sont restés largement sous-exécutés. Selon l'institution, le gouvernement aurait engagé des mesures pour contenir les dépenses sur le deuxième trimestre et atteindre l'objectif.

Cela s'explique aussi par une nouvelle contrainte : celle de la forte perturbation du trafic maritime par le Canal de Suez. Celui-ci a baissé de plus des deux tiers depuis le début des attaques Houthis en mer Rouge, fin 2023. Or, **le Canal contribue à environ**

**7% des revenus de l'État** (calcul sur la base de l'année fiscale 23 – avant les attaques) – à travers l'impôt sur les sociétés et les dividendes.

On comprend ainsi que la marche à atteindre pour l'année fiscale 25 (consolidation de la balance primaire d'un point de PIB supplémentaire à 4,5%) était très élevée et a dû être révisée.

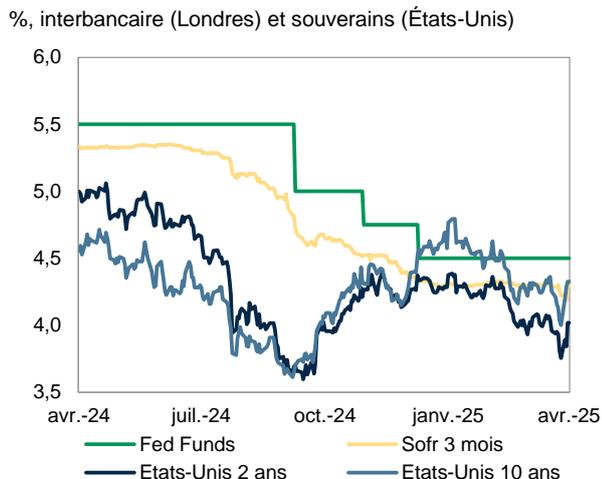
**Que penser de la marche vers 5% du PIB en année fiscale 26 ? Il semble que cela demandera de continuer à comprimer pour encore longtemps les dépenses de salaires, de subvention, sociales et d'investissements : un effort important à demander à la population à la sortie d'une longue crise de change.**

**✓ Notre opinion** – *L'Égypte est sortie début 2024 d'un épisode de crise de change sévère. Cela avait concentré l'attention des analystes du risque souverain sur l'examen de l'équilibre des comptes externes. La dynamique budgétaire est, elle, un peu restée en arrière-plan – bénéficiant même d'un acquis de confiance des marchés sur la capacité du pays à exécuter de difficiles consolidations budgétaires, gagné lors du précédent programme FMI. Pourtant, en sortie de crise, les autorités doivent gérer une dynamique de dette défavorable qui impose des efforts budgétaires encore plus strictes. Cela met le gouvernement, comme le FMI, devant des choix de politiques publiques délicats qui doivent parfois arbitrer entre équilibre des comptes externes et équilibres des finances publiques. Et si une inflation record a, pendant toute cette crise, créé un décalage entre une lecture du budget en termes nominaux et réels, il est maintenant apparent que la consolidation ne sera pas indolore, et demandera des coupes dans les dépenses, dont les arbitrages sont aussi délicats.*

*La dernière revue du programme FMI fait état d'une révision – encore assez marginale – des objectifs budgétaires. Est-ce ce qui a causé le retard de cette revue ? Difficile à dire. En tout cas, c'est la première fois que le FMI mentionne dans son communiqué de presse que les réformes fiscales demandées ont un coût social qui doit être géré avec délicatesse...*

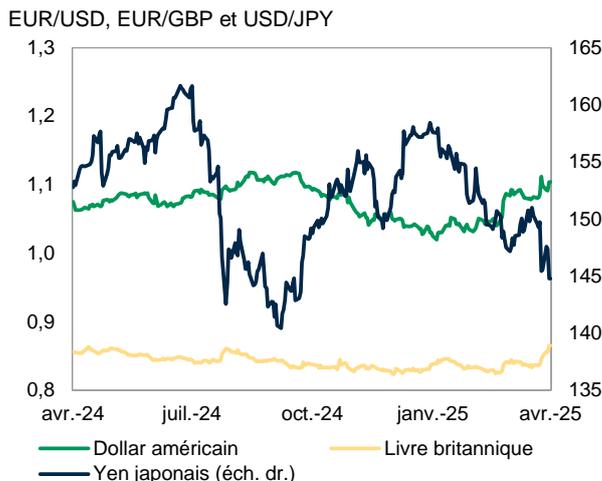
## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain



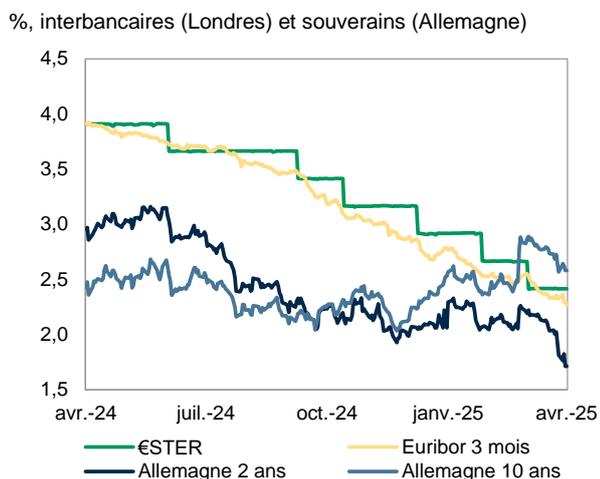
Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises



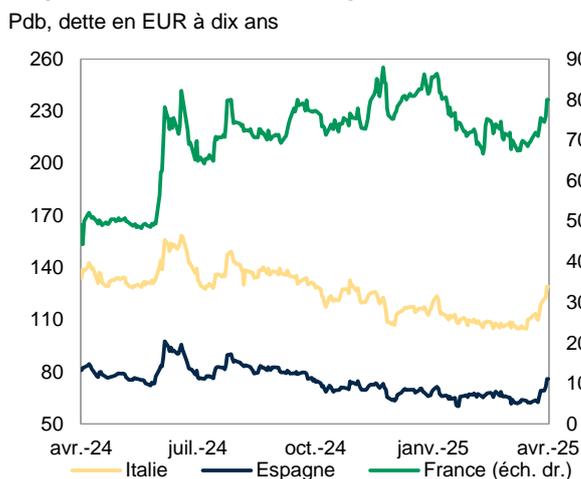
Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro



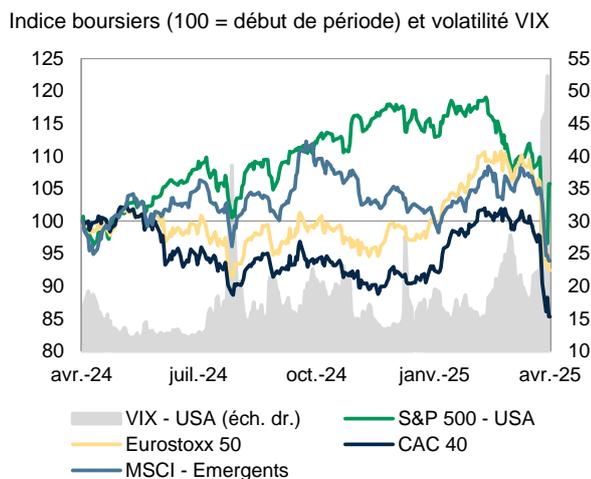
Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund



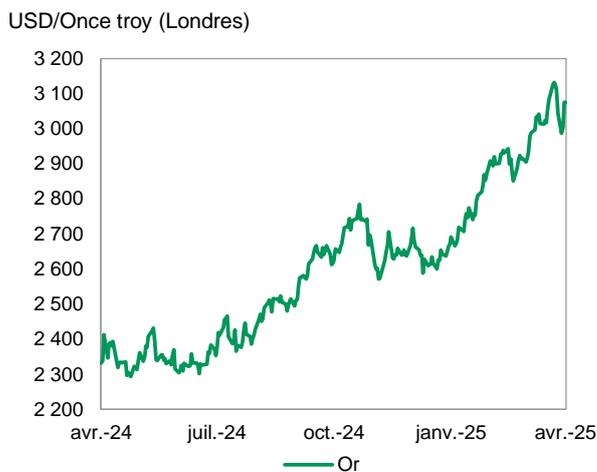
Source : Thomson Reuters

### Marché actions



Source : Thomson Reuters

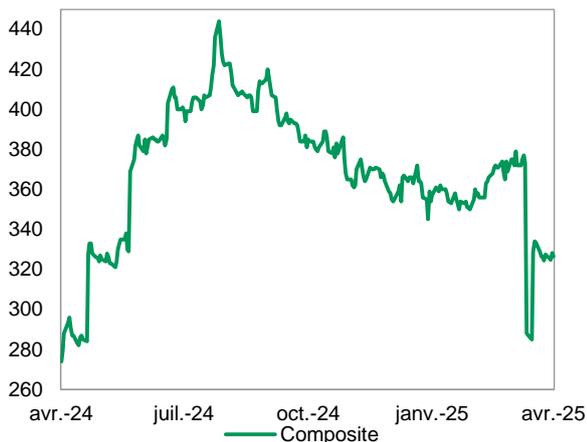
### Cours de l'once d'or



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

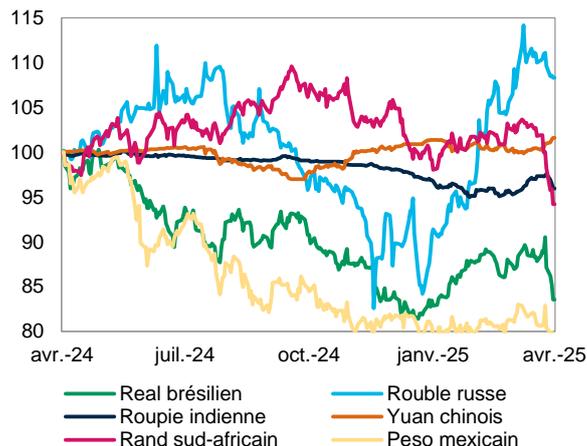
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

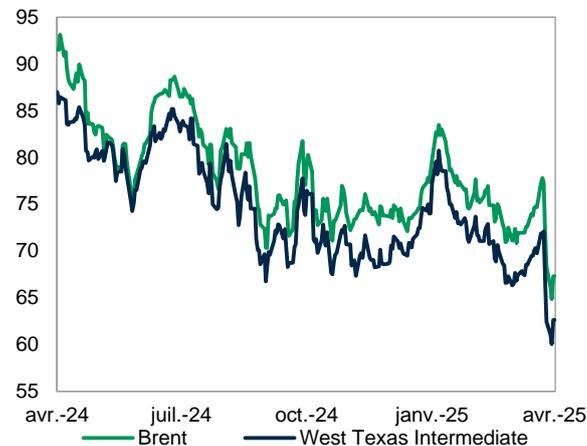
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

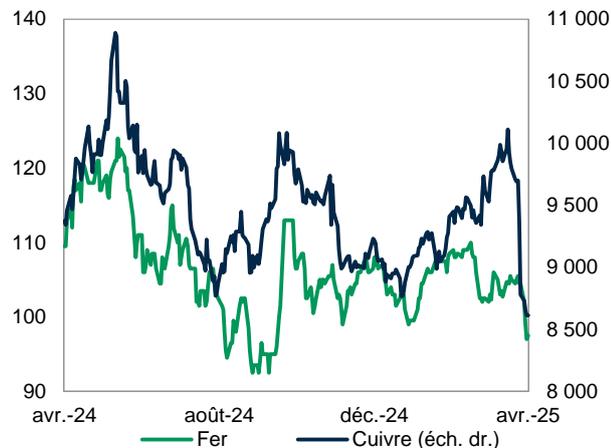
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

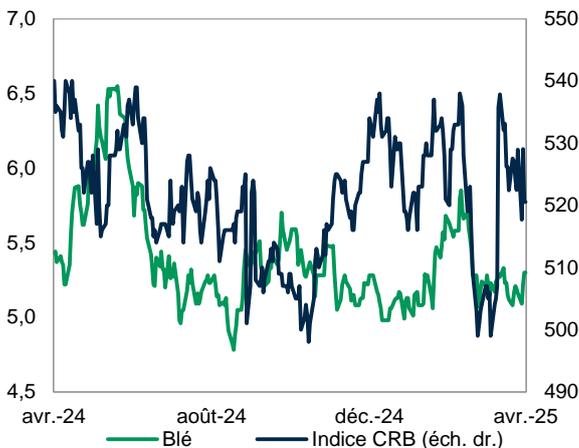
USD/tonne métrique



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 2025-2026 – 4 avril 2025

[Le temps des paris](#)

Date	Titre	Thème
10/04/2025	<a href="#">France – Placements : comment les ménages français ont-ils utilisé leur épargne en 2023 et 2024 ?</a>	France
08/04/2025	<a href="#">France – Le nombre d'entreprises économiquement actives bondit de 42% entre 2014 et 2022</a>	France
08/04/2025	<a href="#">Asie – Le tsunami Trump a frappé</a>	Asie
07/04/2025	<a href="#">Liberation day – Premières conclusions</a>	Monde
07/04/2025	<a href="#">Union européenne – Le D-Day d'une réciprocité arbitraire</a>	Union européenne
04/04/2025	<a href="#">Monde – Scénario 2025-2026 : le temps des paris</a>	Monde
04/04/2025	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
03/04/2025	<a href="#">Indonésie : le décrochage des marchés, signal d'une économie en plein doute</a>	Asie
03/04/2025	<a href="#">Moyen-Orient – Viens à la maison ! La course aux IDE dans le Golfe</a>	Moyen-Orient
02/04/2025	<a href="#">Espagne – Le plan de relance toujours en retard</a>	Zone euro
02/04/2025	<a href="#">Royaume-Uni – Une déclaration du printemps douloureuse pour les souffrants</a>	Royaume-Uni
31/03/2025	<a href="#">France – Un déficit public un peu inférieur à ce qui était prévu en 2024, mais toujours trop élevé</a>	France
28/03/2025	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
27/03/2025	<a href="#">Chine : le changement de discours des autorités sera-t-il suffisant pour raviver la confiance ?</a>	Asie
25/03/2025	<a href="#">Énergies renouvelables – 2024, une année marquée par le ralentissement de l'éolien terrestre contrairement à l'éolien flottant qui retrouve espoir</a>	France - Énergies

### 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)

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

**Documentation :** Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Datalab ECO

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Fabienne PESTY

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

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

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

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

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