

Perspectives

Hebdomadaire – N°23/352 – 22 décembre 2023

MONDE – L'actualité de la semaine

L'équipe de Perspectives Monde vous souhaite de bonnes fêtes de fin d'année
et vous donne rendez-vous le 12 janvier 2024

☞ « Fluctuat nec mergitur ».....	2
☞ Espagne : immobilier encore résilient.....	4
☞ Royaume-Uni : l'inflation surprend de nouveau à la baisse.....	5
☞ Égypte : Al-Sissi, futur président à vie ?.....	7
☞ Égypte : des menaces sur ses quatre principales rentes	7
☞ Éthiopie : vers un défaut de paiement sur sa dette externe en devises	9

👉 « Fluctuat nec mergitur »

Face à une inflation forte et des resserrements monétaires violents, les économies avancées ont fait preuve d'une résistance inattendue grâce à des amortisseurs de nature diverse et diversement sollicités : épargne, bilans privés sains, moindre sensibilité au choc de taux d'intérêt, marché du travail tendu, investissements encouragés par les stratégies publiques... Elles ralentissent à des rythmes variés, sûrement mais doucement. Sans s'effondrer, mais sans que l'inflation non plus ne s'effondre.

En 2023, les **États-Unis** ont échappé à la récession. Outre les soutiens, plus substantiels qu'attendu, fournis par une épargne abondante et le *stimulus* lié à la politique industrielle du président Biden, une sensibilité moindre à la remontée des taux d'intérêt a constitué le principal facteur de résilience. Le resserrement monétaire, très agressif, n'est cependant pas indolore : ses effets se diffusent simplement plus lentement et plus durablement. Affichant une croissance toujours positive mais inférieure à son taux potentiel, l'économie se maintiendrait ainsi à flot jusqu'au milieu de l'année 2024, avant que l'impact des hausses de taux d'intérêt ne morde plus significativement à la faveur de refinancements de dette. Notre scénario central table donc sur une récession mais seulement légère, à la jonction des années 2024 et 2025, car la situation financière des entreprises et, surtout, des ménages est saine. Ceux-ci devraient en outre profiter d'un marché du travail « déséquilibré » au profit de l'offre et dont le refroidissement se traduirait par une remontée légère du taux de chômage. Ils bénéficieront du recul de l'inflation qui, même si la hausse du prix des services se révèle tenace, passerait sous la barre des 3% au deuxième trimestre 2024. Notre scénario retient donc une croissance moyenne en ralentissement sensible en 2024 (à 1,2% après 2,4% en 2023) qui fléchirait de nouveau en 2025 (à seulement 0,5% en 2025) en dépit de l'accélération prévue en fin de période grâce à la baisse des taux d'intérêt.

En **zone euro**, de nombreux commentateurs dessinaient encore il y a quelques mois, voire simplement quelques semaines, un scénario de stagflation : une menace que la reprise de la demande intérieure et la désinflation éloignent. Le ralentissement est certes marqué, mais amorti par le processus désinflationniste qui permet de dessiner un scénario d'atterrissage sans fracas sur une tendance de croissance dégradée. Taux d'intérêt réels plus élevés, choc structurel de compétitivité lié à l'énergie, environnement

extérieur très incertain conduisent, en effet, l'économie de la zone euro sur un rythme de croissance inférieur à un potentiel affaibli par rapport à la période pré-pandémie.

Certains des facteurs qui ont permis à la croissance européenne de fléchir sans s'effondrer, malgré une inflation en baisse mais encore élevée et une transmission puissante du resserrement monétaire, seront encore à l'œuvre en 2024. Il s'agit, surtout, de l'emploi et des salaires qui résistent au détrimement de la productivité et des coûts salariaux unitaires. Notre scénario de croissance très « molle » s'appuie donc sur une reprise de la consommation des ménages elle-même justifiée par des créations d'emplois moins dynamiques mais toujours positives, une progression soutenue des salaires, la poursuite à un rythme ralenti de la désinflation et, *in fine*, une amélioration de la confiance laissant entrevoir une baisse de l'épargne de précaution. Passée de 8,6% en janvier à 2,4% en novembre, l'inflation totale moyenne (glissement annuel) atteindrait 5,5% en 2023, puis 2,8% et 2,5% en 2024 et 2025 respectivement. Quant à la croissance, elle serait plafonnée à 0,5% en 2023, à 0,7% en 2024 et à 1,4% en 2025.

Si les grandes banques centrales semblent être parvenues au terme de leurs hausses de taux directeurs, elles n'en ont pas pour autant fini avec l'inflation.

En **Chine**, un an après l'abandon brutal du zéro-Covid, la croissance demeure « plombée » par des problèmes structurels et les politiques de soutien ne parviennent pas à insuffler la confiance nécessaire à la stabilisation, puis au redémarrage. L'économie chinoise tourne en-dessous de son potentiel et demeure marquée par une insuffisance chronique de la demande domestique, qui se reflète dans l'absence d'inflation : déflation et grave crise immobilière, mais aussi population vieillissante, accumulation d'épargne de précaution et dette interne élevée rappellent le Japon de la fin des années 1980 et sa « décennie perdue ». La cible de croissance 2024 devrait être officiellement annoncée en mars lors des sessions parlementaires : elle se situerait entre 4,5% et 5%. Il semble plus probable que le gouvernement privilégie une approche plus prudente et conservatrice avec une cible autour de 4,5%, afin de ne pas prendre le risque politique de « passer à côté ». Notre prévision 2024 se situe dans cette zone, à 4,4%.

En termes de **politique monétaire**, il faudra s'armer de patience. Si les grandes banques centrales semblent être parvenues au terme de

leurs hausses de taux directeurs, elles n'en ont pas pour autant fini avec l'inflation. Au recul mécanique et rapide de l'inflation totale doit succéder celui, plus ardu, de l'inflation sous-jacente qui risque de résister. Aux États-Unis, notre scénario table ainsi sur un repli de l'inflation mais retient une stabilisation de l'inflation à 2,4% et de l'inflation sous-jacente à 2,7% fin 2024, puis tout au long de l'année 2025. En zone euro, le risque d'une demande qui alimente l'inflation a disparu, mais le canal de transmission de l'inflation par les salaires est encore ouvert et le risque d'effets de second tour ne peut être totalement écarté. L'inflation resterait supérieure à 2,4% au cours des deux prochaines années. Les rythmes d'inflation convergeraient donc lentement vers les « zones de confort » (qui restent encore floues) des banques centrales dont elles excéderaient néanmoins toujours les cibles de 2%.

Ces perspectives d'inflation justifient un scénario de desserrement monétaire prudent : en termes de baisses de taux directeurs, les attentes des marchés semblent « agressives ». Aux États-Unis, notre scénario ne table sur une première baisse de 25 points de base qu'en juillet 2024. Le rythme de baisse serait progressif, avec une deuxième baisse de 25 points de base en novembre seulement, portant la borne haute du taux des *Fed funds* à 5% fin 2024. Le recul envisagé de la croissance pourrait autoriser la Fed à accélérer ses baisses en 2025 : la borne haute se situerait à 3,50% fin 2025, un seuil sous lequel la Fed pourrait avoir du mal à passer compte tenu de la persistance d'une inflation supérieure à l'objectif et d'un taux d'intérêt neutre susceptible d'être plus élevé qu'auparavant. Quant à la BCE, sa première baisse de taux (25 points de base) interviendrait en septembre 2024. Elle serait suivie de cinq baisses de 25 points de base chacune jusqu'à ce que la BCE atteigne son taux neutre, avec un taux de dépôt à 2,50%, au deuxième trimestre 2025.

Tout comme pour la politique monétaire, notre scénario de **taux d'intérêt longs** est d'un « optimisme tempéré ». Inflation, croissance mais aussi nécessité de ne pas détendre trop rapidement les conditions financières : tout invite les banques centrales à la patience et milite en faveur d'un scénario de repli modéré des taux longs, une fois la séquence des baisses de taux directeurs véritablement enclenchée. Aux États-Unis, notre scénario retient un repli des rendements des *Treasuries*, lorsque la Fed procédera à ses premières baisses, et table sur un taux à dix ans d'environ 4% fin 2024. En zone euro, notre scénario sur les rendements des titres d'États ne « s'éclaircit » qu'au second semestre 2024. La baisse cumulée de 75 points de base en 2024 des taux directeurs de la BCE que notre scénario retient à partir de septembre devrait alors permettre aux marchés obligataires d'entamer une phase de baisse et de pentification modérées. Après s'être tendu au cours du premier semestre, le rendement du *Bund* se situerait fin 2024 vers 2,60%.

Zone euro

Espagne : immobilier encore résilient

Les prix de l'immobilier résidentiel continuent d'afficher une croissance positive au troisième trimestre 2023 et accélèrent même par rapport au trimestre précédent (progression de 1,1% en rythme trimestriel contre 0,3% au deuxième trimestre). La progression annuelle a augmenté par rapport au deuxième trimestre (pour la première fois depuis que le taux a commencé à se modérer début 2022) pour passer de 3,0% au deuxième trimestre à 4,2% au troisième. Les prix de l'immobilier affichent des

progressions sur un an dans toutes les communautés autonomes, même si les rythmes restent très hétérogènes. Dans la tranche haute, les îles Baléares se démarquent, maintenant un taux de croissance de 9,1% sur un an (comme au deuxième trimestre). En revanche, l'Estrémadure, le Pays Basque, la Cantabrie et Castilla y León présentent les plus faibles augmentations des prix de l'immobilier au troisième trimestre 2023 (moins de 1% sur un an).

✓ Notre opinion – Les prix de l'immobilier affichent une résistance notable à court terme malgré la forte hausse des taux d'intérêt (450 pb en moins d'un an et demi pour les taux de la BCE). Cela s'expliquerait par plusieurs facteurs de soutien, parmi lesquels se distinguent la résilience du marché du travail, des flux d'immigration importants, l'inadéquation entre une offre rare de logements neufs et une demande qui reste élevée, ainsi qu'une situation financière des ménages favorable (la dette des ménages représente 50% du PIB, une valeur similaire à celle de 2003). Il faut toutefois rappeler que les taux d'intérêt sont actuellement à leur plus haut niveau depuis 15 ans et que l'impact de la hausse des taux d'intérêt se transmet avec un certain retard à l'économie réelle et au marché immobilier. Quoi qu'il en soit, si les projections actuelles de convergence de l'inflation vers l'objectif de 2% à moyen terme se confirment, la BCE pourrait commencer à baisser ses taux dès septembre 2024, limitant la hausse des taux longs et leur impact sur le coût du service de la dette.

Royaume-Uni

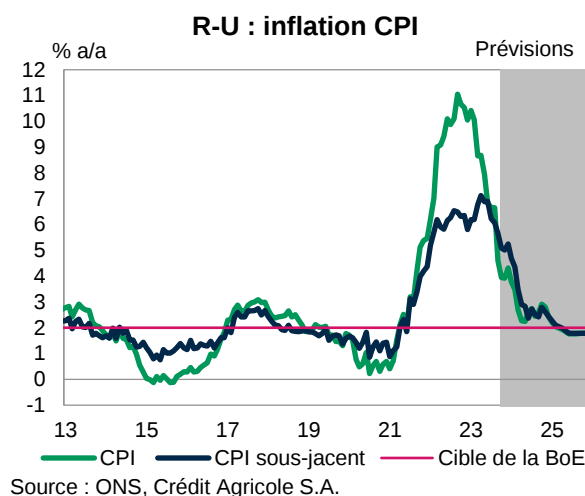
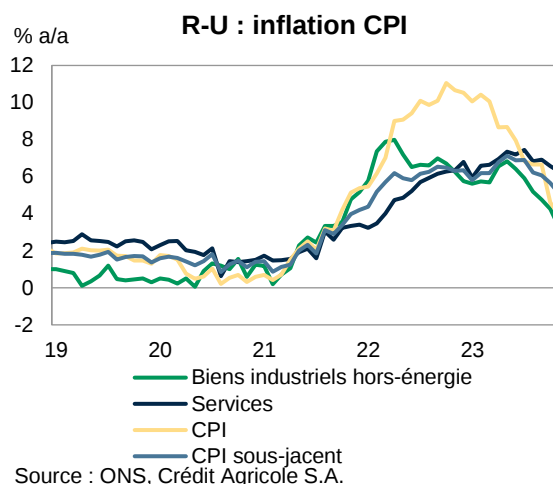
Royaume-Uni : l'inflation surprend de nouveau à la baisse

Le taux d'inflation des prix à la consommation, mesuré par l'indice CPI, a baissé plus fortement que prévu en novembre, à 3,9% depuis 4,6% en octobre. Le consensus tablait sur 4,4% (comme nous).

En variation mensuelle, l'indice CPI se replie de 0,2% contre un rebond anticipé de la même ampleur et contre une hausse de 0,4% au mois de novembre l'année dernière. Ainsi, des effets de base favorables ont amplifié le mouvement de désinflation. Les plus fortes contributions à la variation du taux d'inflation annuel sur le mois sont attribuables aux composantes « transport » (pour -0,27 point de pourcentage), « loisirs et culture » (-0,14 pp) et « produits alimentaires et boissons non-alcoolisées » (-0,10 pp).

- ✓ La composante transport s'inscrit en baisse de 1,5% sur un an (-1,7% en variation mensuelle). Cela est dû à au recul des prix des carburants (-10,6% sur un an) et, dans une moindre mesure, des prix des voitures d'occasion (-5,4%) ainsi qu'à une nette décélération des tarifs aériens (à 3,3% en novembre contre 7,9% en octobre et près de 30% en juillet).
- ✓ Les prix dans le secteur « loisirs et culture » ont enregistré leur première baisse mensuelle (-0,4%) depuis le début de l'année, ce qui a permis une décélération de leur taux de variation annuelle à 5,3% après 6,4% en octobre, son rythme le plus bas depuis le mois de mars.
- ✓ Enfin, des effets de base expliquent la contribution négative de la part des prix des produits alimentaires et des boissons non-alcoolisées à la variation du taux d'inflation total. Ceux-ci ont augmenté de 0,3% sur le mois (après +0,1% en octobre), ils avaient bondi de manière beaucoup plus significative en novembre 2022 (+1,1%) ce qui conduit à une modération de leur taux d'inflation à 9,2% (contre 10,2% en octobre).

L'inflation sous-jacente mesurée par l'indice CPI hors énergie, produits alimentaires, alcool et tabac s'inscrit en baisse : -0,3% sur le mois et 5,1% sur un an (contre 5,7% en octobre et également en-dessous des anticipations). L'inflation dans les services chute à 6,3% (contre 6,6% en octobre), grâce aux services de transport, de récréation et aux divers services.



✓ Notre opinion – Cela fait plusieurs mois déjà que l'inflation surprend à la baisse. Si l'évolution des prix de l'énergie est favorable, ce n'est pas le seul facteur de désinflation. Une nette modération est observée au niveau de l'inflation des biens industriels non énergétiques : elle est désormais de 3,3%, contre 6,8% en mai, et s'explique par le recul des coûts des matières premières, la normalisation des taux de fret ainsi que par la baisse de l'activité sur le marché immobilier (impliquant moins de demande de meubles, de petits et gros électroménager, etc.). Les indices PPI nous révèlent une chute des coûts des intrants sur un an pour le sixième mois consécutif en novembre (-2,6% selon l'indice PPI), tirée par les métaux et les intrants chimiques, et bien sûr le pétrole. Dans l'alimentaire, si l'inflation des prix à la consommation affiche une modération, il s'agit surtout d'effets de base, les prix continuent de progresser sur un pas mensuel. En amont des chaînes de production, une dichotomie est observée entre l'inflation négative des intrants alimentaires domestiques (-2,6%) et des intrants importés (+8,1%). Dans l'ensemble, l'inflation des biens pourrait de nouveau reculer en décembre comme l'indique la poursuite de la baisse des cours du pétrole ainsi qu'un niveau élevé de stocks.

L'inflation dans les services baisse aussi plus rapidement que prévu mais il est clair que la désinflation y est moins rapide que dans la sphère des biens. Les prix des services ont, en effet, une plus forte composante coûts salariaux en raison d'une plus grande intensité en main-d'œuvre ; or, la croissance des salaires est restée soutenue, bien qu'en modération aussi. La désinflation dans les services est la plus visible dans les services très exposés aux prix de l'énergie et des carburants : services aux logements, services de transport, tels que tarifs aériens. Dans les autres secteurs des services, la désinflation est bien plus lente. En effet, le taux d'inflation a été stable à 7,5% en novembre dans les hôtels et les restaurants par exemple, mais aussi dans la communication (à 8,2%) ou encore dans l'éducation (4,5%). Par ailleurs, la nette modération dans les loisirs et la culture en novembre, si elle est encourageante, ne signale pas forcément un début de tendance baissière ; la série est volatile et un rebond en décembre n'est pas exclu.

Finalement, la forte baisse surprise de l'inflation totale et sous-jacente en novembre réduit automatiquement nos prévisions : à 4,2% au T4-2023 (en supposant une stabilisation en décembre à 3,9%, assortie de risques baissiers), à 3,9% au T1-2024 et 2,4% au T2-2024. Selon nos projections, l'inflation totale baisserait fortement au T2-2024 et s'approcherait de la cible de 2% de la BoE en juin (2,2%), ce qui conforte notre scénario de première baisse de taux par la BoE au plus tard en août prochain.

L'inflation de novembre est également plus faible que prévu par la BoE dont les projections présentées dans son dernier rapport de politique monétaire montrent une prévision à 4,6% en moyenne sur le trimestre. Une nouvelle qui vient une semaine après la réunion de politique monétaire de décembre où la banque centrale s'est montrée insatisfaite de la baisse trop lente du taux d'inflation, en particulier dans les services. Les chiffres de novembre devraient rassurer les membres du comité qui ont voté en faveur du statu quo et encourager les trois « faucons » à rejoindre leurs collègues de la majorité lors de la prochaine réunion de politique monétaire en février, surtout si la croissance des salaires continue de se modérer.

Pays émergents

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Égypte : Al-Sissi, futur président à vie ?

C'est un non-événement attendu depuis de nombreux mois et donc sans surprise : le président sortant Abdel Fatah Al Sissi a été réélu président de la République égyptienne pour la troisième fois, à 69 ans, au terme d'une consultation populaire au scénario écrit à l'avance et avec 89,6% des voix en sa faveur. Effectivement, les trois autres candidats autorisés à se présenter sont des inconnus plutôt proches du pouvoir. Le taux de participation a été de 67%, il est en très forte hausse par rapport au 45% du précédent scrutin présidentiel de 2018 car il est surtout dû à la mise en place d'une nouvelle loi qui pénalise de 500 livres (soit 16 euros, une somme assez élevée en Égypte) la non-participation au vote des inscrits sur les listes électorales sans excuse valable.

Après avoir modifié la constitution pour permettre un troisième mandat et étendu le mandat présidentiel de quatre à six ans, le sentiment qui prédomine est qu'Al Sissi met probablement en place progressivement une forme de présidence à vie sur le modèle des précédents présidents.

Si l'électorat a choisi la stabilité et une forme de sécurité militaire compte tenu de la guerre entre Israël et le Hamas à Gaza, aux portes de l'Égypte, ce nouveau mandat de six années risque toutefois de paraître très long pour le président tant les difficultés économiques et sociales du pays sont profondes. Il aura 75 ans en 2029 à la fin de ce nouveau mandat.

☑ Notre opinion – Par ailleurs, les transitions politiques se font rarement en douceur en Égypte. En sera-t-il de même pour le peu populaire Al-Sissi ? Les manifestations sont interdites en Égypte et seules celles en soutien aux Palestiniens de Gaza ont été récemment tolérées. Ce troisième mandat s'annonce en tout état de cause sous des auspices peu favorables.

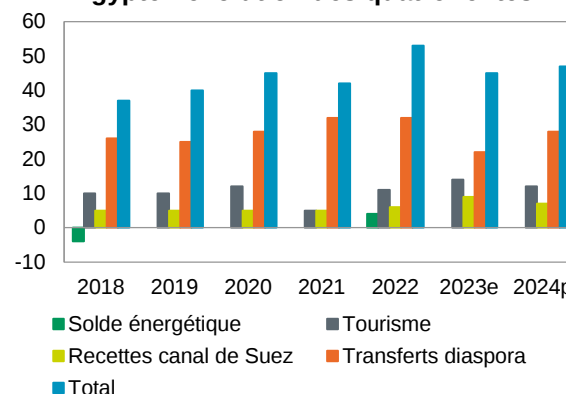
Égypte : des menaces sur ses quatre principales rentes

L'économie égyptienne est relativement diversifiée au sein du Proche-Orient mais sa solidité macro-économique repose toutefois en partie sur un nombre limité de rentes qui peuvent être volatiles en cas de perturbations de l'économie mondiale ou encore par des décisions de politique intérieure comme c'est le cas actuellement. Les quatre principales rentes mentionnées ci-dessous sont toutes liées à la capacité du pays à générer des recettes en devises fortes, indispensables à l'équilibre du solde courant de la balance des paiements.

La première rente, de loin la plus importante, est constituée des **transferts de la diaspora égyptienne** qui ont représenté 32 Mds USD en 2022, soit 6,7% du PIB. Plus de dix millions d'Égyptiens vivent à l'étranger, notamment dans les pays pétroliers du Golfe persique, et envoient chaque mois une partie de leur salaire à leurs familles. En 2023, la rigidité informelle du régime de change provoque une chute très forte de plus de 30% des remises des travailleurs émigrés à seulement 22 Mds USD, soit un effondrement d'environ 10 Mds USD. Ce montant ne représente plus que 5,6% du PIB. Les émigrés attendent une dévaluation de la devise, actuellement très surévaluée par rapport au marché informel (48 livres par dollar pour 30,9 officiel) pour rapatrier leurs ressources. Ce manque à gagner est considérable pour la balance des paiements puisqu'il représente plus de 1% du PIB et il ne disparaîtra que

lorsque l'ajustement de change interviendra, sans doute début 2024.

Égypte : évolution des quatre rentes



Sources : MinFin, CBE, Crédit Agricole S.A./ECO

La deuxième rente en montant est le **tourisme** qui attire 13 millions de visiteurs en 2023. Cette ressource financière est une véritable manne qui devrait rapporter 14 Mds USD de recettes nettes en 2023, soit 3,6% du PIB. Ce secteur de l'économie participe à plus de 10% du PIB du pays et emploie des centaines de milliers de personnes. La guerre entre Israël et le Hamas à Gaza, bien que n'affectant pas le territoire égyptien, crée un sentiment d'insécurité peu propice au développement du tourisme dans la région. Une chute de 25% des entrées touristiques est constatée en novembre et va donc

affecter le quatrième trimestre 2023. La baisse devrait se prolonger en 2024. L'impact économique et financier est encore incertain à ce stade mais pourrait s'intensifier au cours des prochains mois si le conflit perdure.

La troisième rente est alimentée par les recettes du **canal de Suez**, axe maritime majeur qui relie les pays d'exportation du Moyen-Orient et d'Asie aux grands marchés consommateurs européens, notamment pour le transit des pétroliers du Golfe et des porte-conteneurs venant d'Asie. En 2022, les recettes ont représenté 6 Mds USD, soit 1,3% du PIB et devraient passer à 8 Mds USD soit 2,3% du PIB en 2023. Elles sont déjà en hausse de 18% sur un an fin juin dernier. L'accès au canal nécessite toutefois l'ouverture totale du détroit d'Ormuz entre l'Iran et les Émirats et du détroit de Bab-el-Mandeb entre le Yémen et Djibouti. Ce dernier est l'objet de blocages et d'attaques fréquentes de navires commerciaux et militaires par les milices Houthis yéménites inféodées à l'Iran et qui souhaitent peser sur le conflit entre Israël et le Hamas. Pratiquement tous les armateurs mondiaux (CMA-CGM, Maersk, MSC, Hapag-Lloyd, etc.) viennent de décider de ne plus emprunter cette route et de passer par le Cap. En réponse, les États-Unis, la France et le Royaume-Uni ont mis sur pied une coalition de dix pays (parmi lesquels Bahreïn mais pas l'Égypte ni l'Arabie) afin de préserver la libre circulation des navires par Bab-el-Mandeb. Il est encore trop tôt pour évaluer le risque de chute de trafic dans le canal de Suez mais la menace est bien réelle tant que les menaces des Houthis sont mises à exécution et que l'entrée en mer Rouge n'est pas totalement sécurisée. Cette

sécurisation sera complexe à mettre en œuvre compte tenu de la détermination des rebelles Houthis et de leur armement léger réparti sur une large zone du territoire autour de Sana, dans le nord du pays, et sur les bords de la mer Rouge. Une chute de 50% du trafic pendant un mois représenterait un manque à gagner d'environ 400 millions USD, un montant certes modeste mais non négligeable pour un pays en pénurie de devises.

La quatrième et dernière rente, enfin, est le **solde énergétique** du pays : les exportations d'énergie sont constituées de pétrole brut et de gaz liquéfié et les importations de pétrole raffiné et de gaz brut. Grâce à la découverte d'importants champs gaziers en Méditerranée, le solde peut être considéré comme équilibré au cours des cinq dernières années. Toutefois, la production stagne et les champs gaziers s'épuisent. Ils nécessitent de nouveaux investissements pour relancer la recherche et donc la production. Un solde à nouveau déficitaire comme en 2018 n'est pas inenvisageable à moyen terme court. C'est une nouvelle menace sur la quatrième rente égyptienne.

Au total en 2023, la chute des transferts des émigrés a été en partie compensée par la poursuite du redressement du tourisme et par une hausse des recettes du canal de Suez. Mais le solde global devrait toutefois être en chute de 53 à 44 Mds USD. En 2024, un fort redressement des transferts de la diaspora devrait se matérialiser et il pourrait compenser la baisse des recettes touristiques et peut-être celles du canal de Suez.

✓ **Notre opinion** – À ce stade et si le scénario de conflit Hamas-Israël reste contenu à Gaza, les recettes totales de ces rentes devraient se redresser légèrement en 2024. En ce qui concerne le solde courant, la baisse des recettes en devises a été compensée en 2023 par une importante contraction des importations et a été financée par les IDE générés par les ventes d'actifs et les soutiens de pays du Golfe.

Les menaces pesant sur les rentes étant un peu décalées dans le temps, elles se compensent plus qu'elles ne s'additionnent à ce stade. Mais elles fragilisent encore un peu plus une économie très malade, affrontant des risques inédits qui s'exacerbent. Un nouveau sujet de préoccupation pour un pays qui n'en est pas dépourvu...

Afrique sub-saharienne

Éthiopie : vers un défaut de paiement sur sa dette externe en devises

Vendredi dernier, le ministre des Finances éthiopien, Ahmed Shide, a annoncé que le pays ne pouvait pas honorer un coupon obligataire de 33 millions de dollars en raison de la « *fragilité de sa position financière extérieure* » et du « *faible niveau de ses réserves de change* ».

Si l'Éthiopie bénéficie encore d'une période de grâce de deux semaines avant d'être déclaré officiellement en défaut de paiement, il risque fortement de devenir le prochain pays africain à faire défaut sur sa dette, après la Zambie et le Ghana.

L'Éthiopie, deuxième pays le plus peuplé d'Afrique avec 132 millions d'habitants, a longtemps été un des pays privilégiés par les investisseurs en raison de son niveau d'industrialisation et de son cadre juridique et institutionnel attractif. Du fait de ces investissements, l'Éthiopie a connu, au cours de la décennie écoulée, une croissance de près de 10% par an. Cette croissance renvoyait à un modèle de développement particulier, fondé sur les chantiers d'infrastructures et centré sur un secteur privé étroitement façonné et régulé par l'État.

Ce modèle économique exigeait des importations massives de biens d'équipements qui, aujourd'hui, est à l'origine d'un déficit de la balance des paiements se traduisant par un niveau très faible de liquidités pour l'État.

En prenant en compte la pandémie, la guerre civile entre la minorité tigréenne et le gouvernement fédéral, le repli des cours de certains produits d'exportation et les épisodes de sécheresse sans précédent qui se sont accrus au sein de la région, l'économie éthiopienne a été frappée successivement par de nombreux chocs qui ont fragilisé les finances publiques et, par extension, fait basculer le pays dans une situation financière difficile.

Désormais, les réserves de change du pays ont chuté à un niveau trop faible pour rembourser ses euro-obligations. En mars dernier, selon les données disponibles les plus récentes, les réserves

de change s'élevaient à 1 milliard de dollars, ce qui représente moins d'un mois de couverture des importations : un niveau bien inférieur aux trois mois recommandés par le FMI, en dessous desquels une économie est considérée comme fortement vulnérable aux chocs exogènes.

Ebranlée par une inflation élevée, une pénurie de devises fortes et des remboursements croissants de la dette externe, l'économie éthiopienne est également touchée par la dépréciation du birr éthiopien, de près de 50% depuis 2019, qui alourdit le fardeau du remboursement de sa dette externe.

Enfin, malgré un cessez-le-feu entre le gouvernement fédéral et le Front populaire de libération du Tigré (FLPT) il y a près d'un an, l'Éthiopie n'est toujours pas sortie du cycle de la guerre. Bien au contraire, les hostilités ont désormais pris une ampleur nationale, avec des affrontements qui se multiplient, en particulier dans la région d'Amhara et d'Oromia.

Pour toutes ces raisons, les agences de notations internationales ont d'ores et déjà dégradé la note souveraine à court et à long terme de l'Éthiopie à C (Fitch) et à SD (S&P), en raison « *d'un défaut de paiement de sa dette commerciale extérieure* ».

Dans cette perspective, le gouvernement éthiopien, qui cherche à restructurer sa dette, veut conclure un accord avec les détenteurs d'obligations privés après avoir trouvé un accord avec ses créanciers bilatéraux fin novembre, visant à suspendre temporairement, pour deux ans, le service de sa dette de 1,5 milliard d'euros à condition que les négociations avec le Fonds monétaire international (FMI) pour obtenir un nouveau prêt soient achevées d'ici mars 2024.

Aujourd'hui, l'Éthiopie propose aux détenteurs d'obligations une prolongation de la période d'amortissement de 4 ans, passant de juillet 2028 à janvier 2032 ainsi qu'une réduction du taux de coupon de 6,625% à 5,5%.

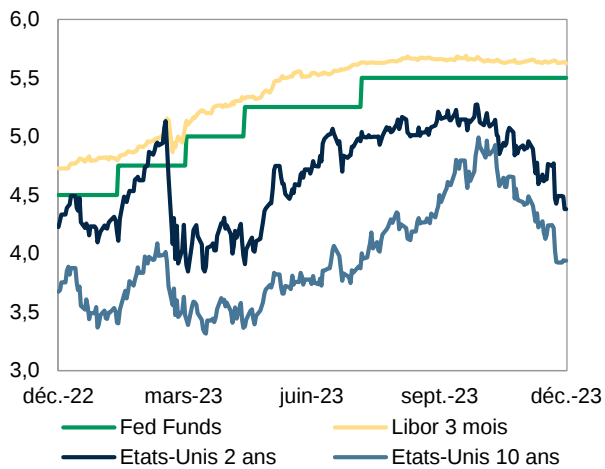
 **Notre opinion** – Le conflit civil ainsi que la détérioration de la balance de paiement ont fini par épuiser les réserves de change de l'Éthiopie et par contraindre le pays à ne plus rembourser sa dette commerciale extérieure en devises.

Or, la situation de défaut de paiement risque d'engendrer une baisse de confiance des investisseurs et, par conséquent, une diminution des prêts à destination de l'Éthiopie. D'où l'urgence d'un accord avec le FMI afin de faciliter l'accès à d'autres sources de financements publics, multilatéraux et privés.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

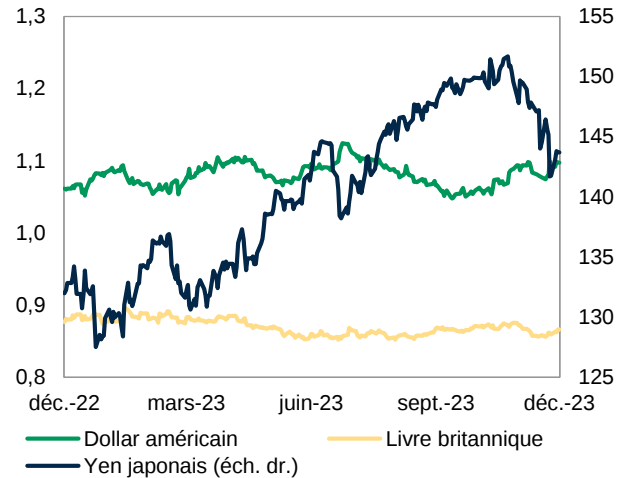
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

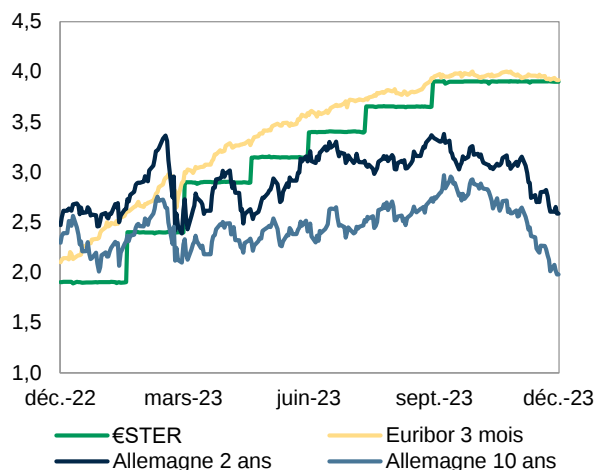
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

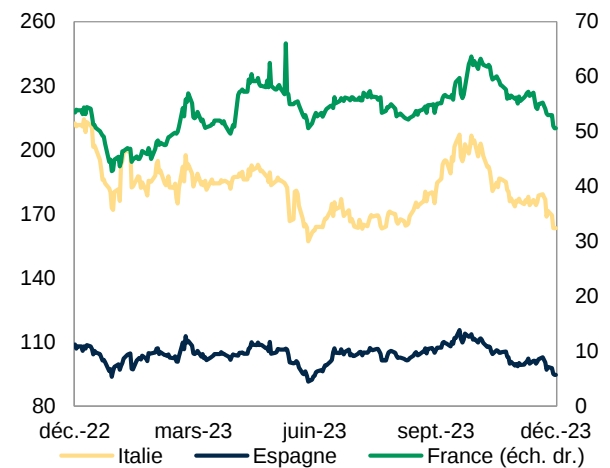
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

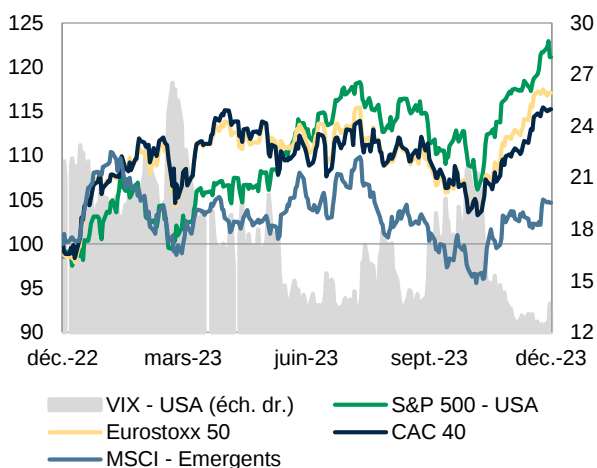
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

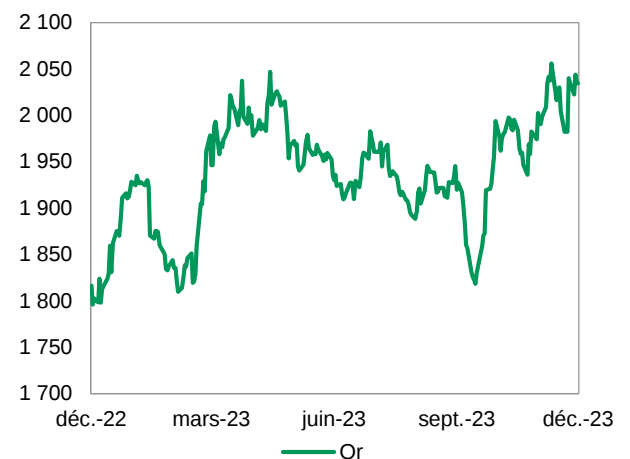
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

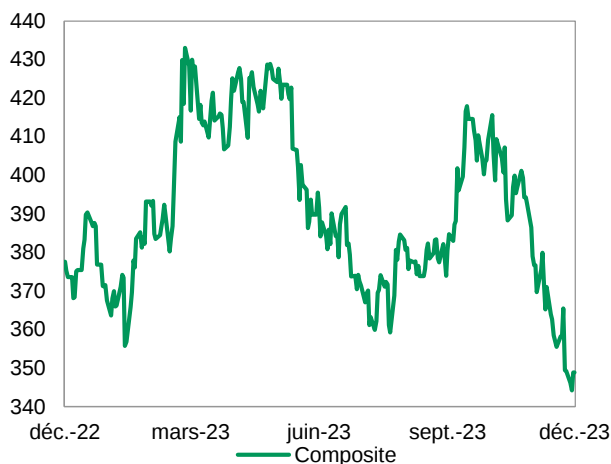
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

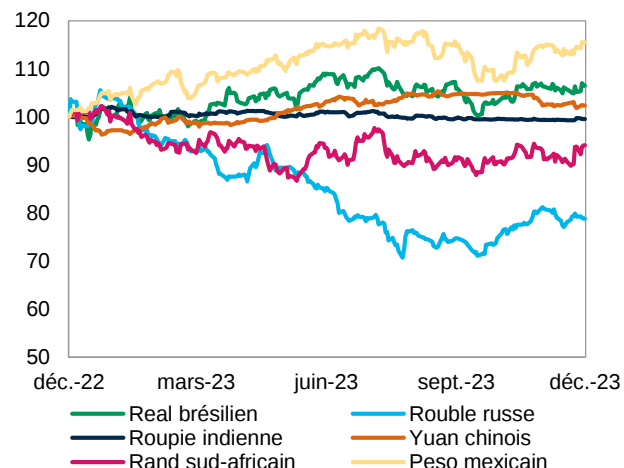
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

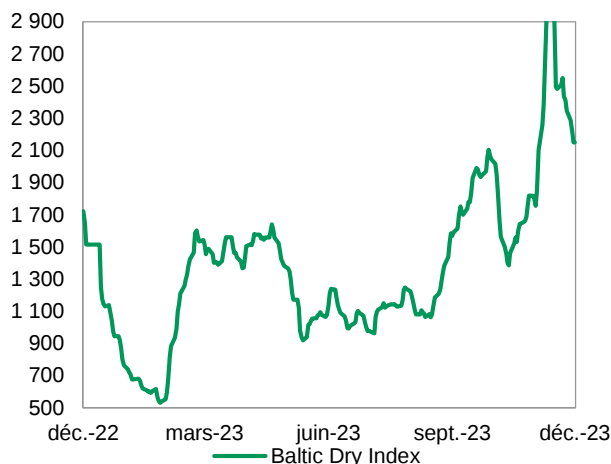
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

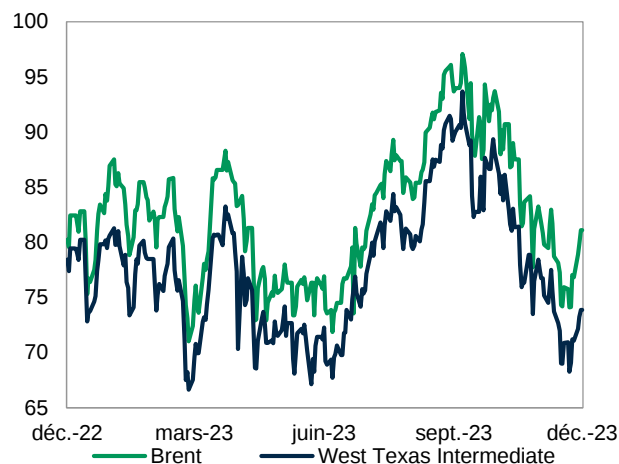
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

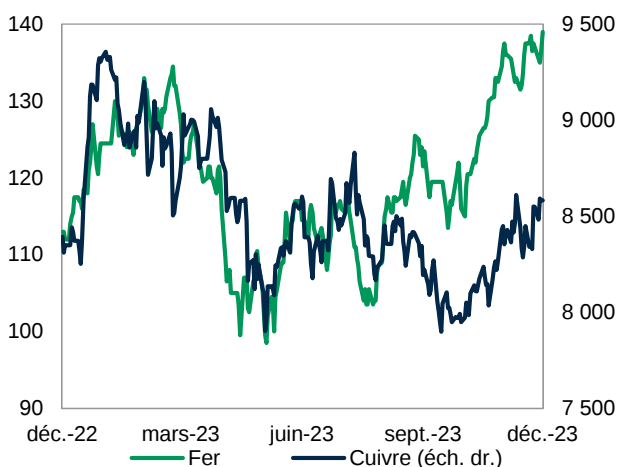
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

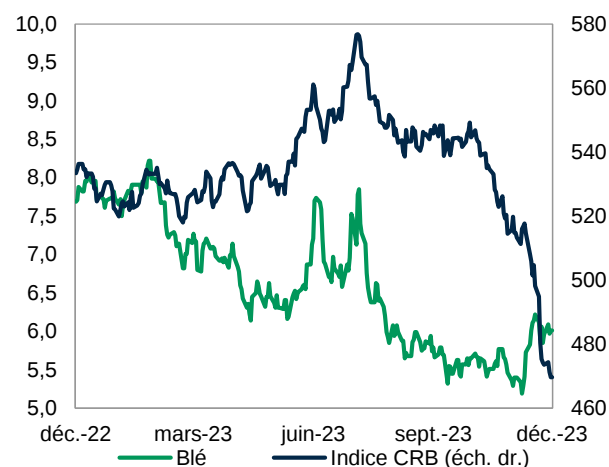
USD/tonne métrique



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 :

Fluctuat nec mergitur

Date	Titre	Thème
21/12/2023	<u>Chine – Les temps difficiles</u>	Chine
21/12/2023	<u>France – L'Insee revoit sa copie, moins d'inflation mais aussi moins de croissance pour 2023</u>	France
21/12/2023	<u>Parole de banques centrales – La Bank of England reste prudente et continue de voir des risques haussiers sur l'inflation</u>	Royaume-Uni
20/12/2023	<u>Parole de banques centrales – BCE : un pas de plus vers une double normalisation</u>	Zone euro
19/12/2023	<u>Géopolitique – La guerre des émotions nous traverse. Apprenons à la connaître</u>	Géopolitique
19/12/2023	<u>Métallurgie – De l'ampoule à l'obus, le tungstène entretient la flamme</u>	Mines & métaux
15/12/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
14/12/2023	<u>Allemagne – Un grand trou dans les finances publiques</u>	Allemagne
14/12/2023	<u>Arabie saoudite – Croissance zéro ou récession attendue cette année, l'économie pétrolière reste trop pro-cyclique</u>	Arabie saoudite
14/12/2023	<u>Afrique sub-saharienne : quels effets du changement climatique sur les économies de la région ?</u>	Afrique
14/12/2023	<u>Argentine – Une histoire sans fin</u>	Amérique latine
12/12/2023	<u>France – La Banque de France propose une autre lecture de la baisse de la productivité récente</u>	France

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, Olivier ELUERE, Marianne PICARD
Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

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

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

Asie : Sophie WIEVIORKA

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

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Thomas MORAND

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : DATALAB ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

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

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

Application Etudes ECO disponible sur l'**App store** & sur **Google Play**

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