

CONJONCTURE

Avril 2019 : n°4

Convergence en zone euro : où en est-on ?

Au cœur du projet initial de création de la zone euro, la convergence économique des Etats membres a connu depuis 20 ans un chemin particulièrement heurté. Concept protéiforme, la convergence recouvre à la fois les critères issus du traité de Maastricht, la dynamique de croissance et la dispersion des niveaux de richesse. Si la période qui a précédé la grande crise financière a été marquée par un processus d'alignement nominal relativement abouti, la dynamique de convergence réelle affiche quant à elle un bilan beaucoup plus mitigé. L'absence d'« optimalité » de la zone euro, de possibilité de dévaluation du change et de mécanismes de stabilisation macroéconomique sont autant de freins importants à la convergence durable au sein de l'union monétaire.

p.2

Louis Boisset

Egypte : de la stabilisation macroéconomique à la croissance durable

L'effort de consolidation économique initié en 2016 a permis à l'Egypte de corriger ses déséquilibres macroéconomiques et de regagner la confiance des investisseurs internationaux. La liquidité en devises est revenue à un niveau satisfaisant, le déficit des comptes publics se réduit même si la charge de la dette maintient le déficit budgétaire à un niveau élevé, l'inflation reste relativement forte mais elle ralentit. Les perspectives sont favorables. Pour le moment, ce rétablissement macroéconomique n'a pas déclenché de nouvelle dynamique qui permettrait d'accélérer la croissance et de créer des emplois. Le poids du secteur public et l'importance du secteur informel réduisent la réactivité de l'économie aux signaux macroéconomiques positifs. Des réformes structurelles sont nécessaires pour préserver les acquis des réformes en cours.

p.8

Pascal Devaux

DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES

Eco
CONJONCTURE



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Convergence en zone euro: où en est-on?

Louis Boisset

Au cœur du projet initial de création de la zone euro, la convergence économique des Etats membres a connu depuis 20 ans un chemin particulièrement heurté. Concept protéiforme, la convergence recouvre à la fois les critères issus du traité de Maastricht, la dynamique de croissance et la dispersion des niveaux de richesse. Si la période qui a précédé la grande crise financière a été marquée par un processus d'alignement nominal relativement abouti, la dynamique de convergence réelle affiche quant à elle un bilan beaucoup plus mitigé. L'absence d'« optimalité » de la zone euro, de possibilité de dévaluation du change et de mécanismes de stabilisation macroéconomique sont autant de freins importants à la convergence durable au sein de l'union monétaire.

Le concept de convergence économique recouvre plusieurs réalités. La convergence « nominale », d'abord, fait référence aux critères de Maastricht définis en 1993 en vue de l'adoption de la monnaie unique. Il s'agit de l'inflation, des taux d'intérêt de long terme, du taux de change, des dettes et déficits publics. Par ailleurs, une autre forme de convergence, dite « réelle », fait référence à la convergence des niveaux de richesse (en termes notamment de PIB par habitant exprimé en PPA¹), des dynamiques de productivité ou même des structures économiques (par exemple, le poids des différents secteurs dans la valeur ajoutée nationale) mais également à des phénomènes de rattrapage économique. En effet, les pays affichant un niveau de richesse initial plus faible doivent connaître une croissance économique plus rapide que celle des pays plus riches.

Un consensus existe autour de la nécessité de convergence entre Etats membres de la zone euro, afin notamment de faciliter la mise en place et la transmission de la politique monétaire menée, en zone euro, par la Banque centrale européenne (BCE). En effet, une plus grande synchronisation et une moindre différence d'amplitude des cycles économiques permettent la mise en place d'une réponse monétaire commune plus efficace, en ligne avec les besoins de la majorité des pays. Aussi, la convergence économique permet-elle d'atténuer les chocs idiosyncratiques. Toutes choses égales par ailleurs, les effets d'un choc exogène seront proches pour des pays dont les structures productives sont similaires. Toutefois, cette convergence n'est pas *a priori* endogène à une union monétaire. Selon certains auteurs, dont Paul Krugman, plutôt que la convergence de ses membres, un espace économique et monétaire intégré alimente davantage la spécialisation des économies selon leurs avantages comparatifs. La convergence des résultats n'implique pas forcément, *a priori*, la convergence des structures économiques (poids des secteurs dans l'économie par exemple).

Cela étant dit, où en est-on aujourd'hui en zone euro ? Celle-ci a connu, depuis sa création, deux phases distinctes. De 1999 à la crise financière de 2008, la convergence nominale, qui était une réalité avant même la création de la monnaie unique, s'est maintenue. Un processus de convergence « réelle » a également émergé avant la crise, mais de façon nettement moins marquée. La période post-crise a révélé des

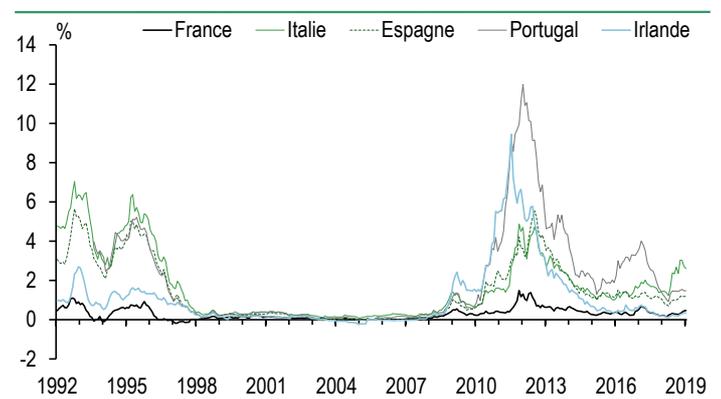
différences structurelles entre les économies membres dont les performances macroéconomiques ont commencé à diverger.

Avant la crise, une convergence « nominale » déstabilisante

Avant 1999 et jusqu'à la crise de 2008, le processus de convergence « nominale » entre les Etats membres de la zone euro était bien avancé.

Dès le milieu des années 1990, les taux d'intérêt longs (rendements des obligations d'Etat à 10 ans) des différentes économies ont rapidement convergé. Les pays présentant des taux d'intérêt plus élevés ont vu ces derniers sensiblement diminuer et se rapprocher de la limite basse, représentée par les taux allemands. Le taux à 10 ans de l'Etat italien a ainsi enregistré une baisse de plus de 6 points entre avril 1995 et janvier 1999. Les écarts de taux longs (*spreads*) entre les pays de la « périphérie »² et l'Allemagne sont alors proches de zéro en 1999, et le resteront jusqu'en 2008 (cf. graphique 1). Durant cette période, l'appréciation du risque était la même pour l'ensemble des Etats ayant adhéré à l'union monétaire, la zone euro apparaissant comme une entité dont les membres ne peuvent pas faire faillite.

Ecarts de rendements souverains à 10 ans avec l'Allemagne



Graphique 1

Source : Banque de France

¹ La parité de pouvoir d'achat (PPA) permet d'exprimer dans une unité commune les pouvoirs d'achat des différentes monnaies, en éliminant les différences de niveaux de prix entre pays.

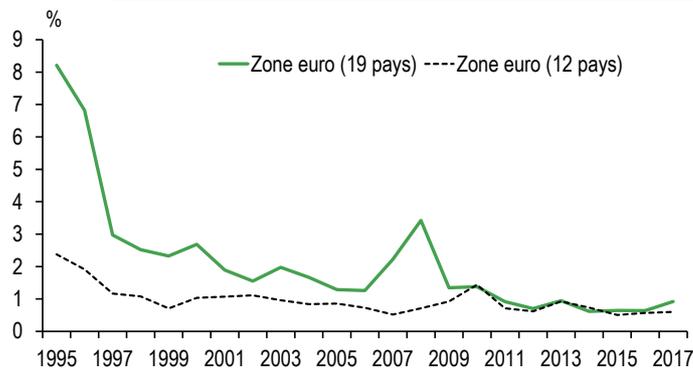
² Par convention, nous désignerons, dans le reste du document, l'Italie, l'Espagne, le Portugal et la Grèce comme pays de la « périphérie ».



L'éclatement de la crise en 2008-2009 conduit à un premier élargissement des *spreads* souverains. La vraie rupture intervient toutefois au moment de la crise des dettes souveraines, avec une hausse parfois très importante des *spreads* entre les Etats membres. Certains pays ont subi des hausses très sensibles de leur coût de financement, en particulier la Grèce, le Portugal et l'Irlande. Depuis, la convergence des taux longs a été réenclenchée, dans une ampleur toutefois moindre que lors de la décennie de préparation à l'euro.

Avant la création de la monnaie unique en 1999, et afin de satisfaire aux critères de Maastricht, les taux d'inflation ont également convergé de façon marquée (cf. graphique 2)³. Cette dynamique s'interrompt toutefois à partir de 1999. Des écarts d'inflation, même faibles, ont tendance à perdurer durant les premières années de fonctionnement de l'Union économique et monétaire (UEM)⁴. Compte tenu de la convergence, alors complète, des taux d'intérêt nominaux, les pays ayant structurellement des taux d'inflation plus élevés ont bénéficié de taux réels plus bas. Ces derniers ont pu alimenter des excès de crédit et de dépenses, notamment dans l'investissement immobilier. *In fine*, ces dynamiques ont conduit à des déséquilibres de balances courantes de plus en plus marqués (cf. infra).

Ecart-type des taux d'inflation annuels



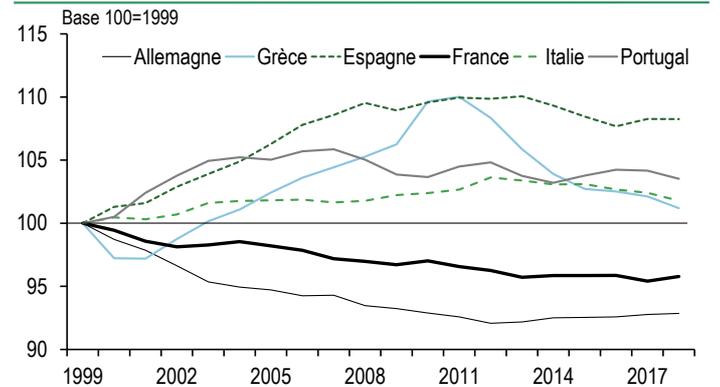
Graphique 2 Sources : FMI, WEO octobre 2018

La persistance au cours du temps d'un écart d'inflation entre les Etats membres a pesé sur la compétitivité-prix de certaines économies vis-à-vis de la zone euro et du reste du monde, comme le montrent les dynamiques de taux de change effectifs réels⁵ (cf. graphique 3).

La Grèce, l'Espagne et, dans une moindre mesure, le Portugal et l'Italie, ont connu une appréciation sensible de leur taux de change effectif réel lors de la première décennie de l'euro, et ainsi une dégradation de leur

compétitivité-prix vis-à-vis de leurs concurrents. Le processus de convergence « nominale », important mais insuffisamment abouti, a conduit à des déséquilibres macroéconomiques dans certains Etats membres de la zone euro, et révélé des faiblesses structurelles.

Evolution des taux de change effectifs réels



Graphique 3 Source : Eurostat

Écarts de richesse: en ordre dispersé

La convergence des taux d'intérêt nominaux a soutenu la croissance de plusieurs économies membres lors des dix premières années de l'euro. Toutefois, l'activité a nettement ralenti les années qui ont suivi la crise, en particulier dans certains pays de la « périphérie ». Sur l'ensemble de la période, parmi les premiers pays ayant adhéré à la zone euro⁶, le processus de rattrapage économique n'a pas eu lieu. Les pays baltes, aux niveaux de richesse très sensiblement inférieurs et dont l'adhésion à l'euro a eu lieu beaucoup plus tardivement⁷, sont quasiment les seuls à avoir connu un rattrapage.

Les graphiques 4 et 5 retracent l'évolution de la dispersion des écarts de PIB par tête (en euros de parités de pouvoir d'achat) au sein de l'UEM, celle-ci étant ramenée, pour des raisons d'homogénéité des conditions d'observation, aux pays du premier cercle⁸.

Sur l'ensemble de la période, les écarts de niveaux de richesse se sont accrus, la convergence réelle ne semble donc pas avoir eu lieu. Trois phases peuvent toutefois être distinguées :

³ Le traité de Maastricht impose la stabilité des prix. Le taux d'inflation d'un Etat membre donné ne doit pas dépasser de plus de 1,5 point celui des trois Etats membres présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix.

⁴ Entre 1999 et 2007, l'Allemagne a connu une inflation annuelle moyenne de 1,8%, contre 3,4% par exemple en Espagne et en Grèce, soit pratiquement le double. Pour certains auteurs, ces écarts renvoient à l'ampleur des décalages cycliques ou à des différences en termes de détermination des prix.

⁵ Le taux de change effectif réel se mesure comme la somme pondérée des taux de change bilatéraux vis-à-vis des partenaires commerciaux, corrigée par le rapport des prix à l'exportation.

⁶ Allemagne, Belgique, Irlande, Grèce, Espagne, France, Italie, Pays-Bas, Autriche, Portugal, Finlande

⁷ L'Estonie a intégré la zone euro en 2011, la Lettonie en 2014 et la Lituanie en 2015.

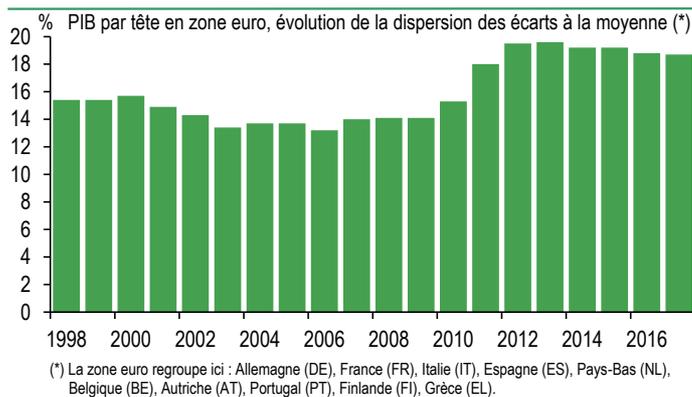
⁸ Soit, dès 1999, l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Espagne, les Pays-Bas, la Belgique, l'Autriche, le Portugal, la Finlande, pays auxquels s'ajoute la Grèce, arrivée en 2001. Du fait de la variabilité de leur PIB par tête comme de leur sensibilité à des facteurs « exogènes » (telle l'évolution des règles comptables au niveau international) le Luxembourg ainsi que l'Irlande n'ont pas été retenus dans l'échantillon.

L'écart-type se mesure comme suit : $\sigma = \sqrt{\frac{\sum (x_i - \bar{x})^2}{n}}$, avec x_i , le PIB par tête en euros (PPA), \bar{x} la moyenne pondérée de la zone et n la taille de l'échantillon.



- (i) de 1999 à 2008, la dispersion des niveaux de richesse tend à se réduire de manière limitée,
- (ii) de la crise jusqu'à 2013, les niveaux de richesse des Etats membres ont sensiblement divergé,
- (iii) depuis lors, la dispersion semble se réduire très progressivement.

Les écarts s'accroissent depuis la crise de 2008

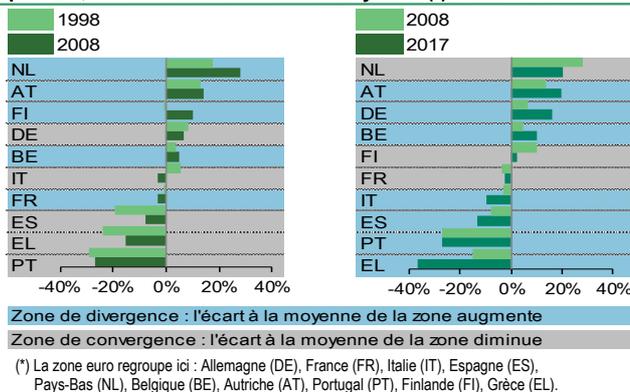


Graphique 4

Source : Eurostat

Qui converge, qui diverge ?

PIB par tête, évolution des écarts à la moyenne (*)



Graphique 5

Source : Eurostat

Cette approche agrégée masque des disparités nationales fortes. En effet, les Etats membres ont suivi des trajectoires différentes, en particulier après la crise, ce qui a contribué à accroître les écarts de richesse au sein de la zone euro (cf. graphique 5).

Sur la première décennie de l'euro, les pays de la « périphérie » tendent à réduire leurs écarts de richesse par rapport à la moyenne, sur la base toutefois d'un modèle économique difficilement soutenable. C'est le cas notamment en Espagne, en Grèce et au Portugal. Ces dynamiques ont été accompagnées sur la période par la divergence des pays du Nord, qui voient leur niveau de richesse s'accroître davantage par rapport à la moyenne de la zone euro. C'est le cas notamment des Pays-Bas, de la Finlande et de l'Autriche. L'Allemagne, de son côté, n'a pas véritablement divergé en termes réels sur ces dix premières années.

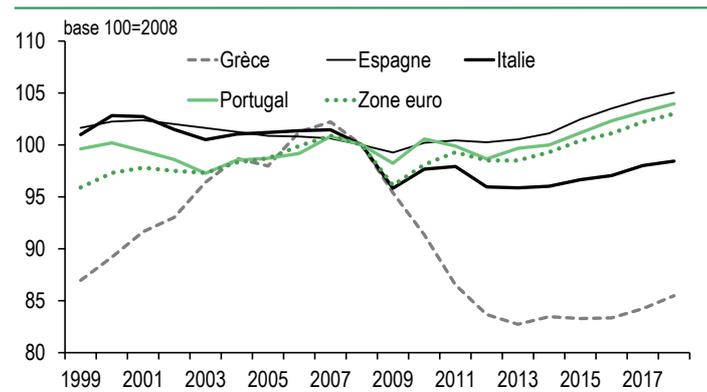
Après 2008, les divergences s'accroissent nettement. Les pays de la « périphérie » effacent les bonnes performances d'avant-crise, basées sur des taux d'intérêt réels très bas et une forte croissance du crédit, et ont globalement eu tendance à s'appauvrir relativement à la moyenne. Certains pays ont affiché un creusement relativement durable et important de l'écart de production, en particulier pendant la crise des dettes souveraines (-16% du PIB potentiel en Grèce, -9% en Espagne et -5% en Italie). Sur la même période, à l'inverse, le nord de la zone euro a plutôt continué de s'enrichir, porté notamment par le dynamisme allemand dont le PIB par tête a progressé à un rythme nettement supérieur à la moyenne de la zone euro. Avant et après la crise, comme souvent, la France occupe une position intermédiaire ; ses écarts de richesse par rapport à la moyenne de la zone varient peu.

Pourquoi un défaut de convergence post-crise ?

Plusieurs facteurs peuvent expliquer le défaut de convergence depuis la crise. L'évolution de la productivité globale des facteurs (PGF) en est un élément déterminant.

Si le ralentissement des gains de productivité s'observe dans la plupart des pays, certaines économies « périphériques », qui ont connu une productivité structurellement moins dynamique avant 2008, ont affiché après la crise une baisse de la PGF (cf. graphique 6). Dans les pays initialement les plus productifs, bien que sensiblement moins allante après-crise, la PGF a dans l'ensemble continué de croître.

Evolution de la productivité globale des facteurs



Graphique 6

Source : AMECO

Avant la crise, l'afflux important de capitaux dans les pays de la zone euro à plus faible revenu n'a pas permis un processus de rattrapage durable de la productivité. Les capitaux entrants dans les économies « périphériques » étaient alors essentiellement constitués d'investissements de portefeuille, tels que des achats de titres de dette publique ou de prêts interbancaires à court terme, au détriment des flux d'investissements directs étrangers, plus pérennes et plus enclins à favoriser la croissance de la productivité⁹. Dans certains cas, les booms de crédits ont même pu freiner les gains de productivité, en générant

⁹ J.-L. Diaz del Hoyo and al., *Real convergence in the euro area: a long term perspective*, BCE, décembre 2017

des réallocations de main-d'œuvre vers des secteurs faiblement productifs¹⁰. C'est l'exemple de l'Espagne, où l'allocation du capital n'a pas été optimale et a alimenté en grande partie une bulle immobilière. Toutes choses égales par ailleurs, la stimulation de la demande interne par la forte dynamique du crédit dans les pays « périphériques » a également été associée à la détérioration des comptes courants sur la période d'avant-crise (cf. graphique 8).

Au moment de l'éclatement de la grande crise de 2008 puis, en 2011, de celle des dettes souveraines, ces financements externes se sont nettement taris. La part du total des prêts entre institutions financières de la zone euro a diminué de l'ordre de 10 points entre fin 2008 et fin 2018. De nature essentiellement cyclique, les gains de productivité, déjà faibles, engrangés durant les années d'expansion se sont évanouis, laissant place à des baisses. Le repli de la PGF a été particulièrement marqué en Italie, ainsi qu'en Grèce qui a, en outre, connu une période de consolidation budgétaire marquée ainsi qu'une baisse sensible de l'investissement (le taux d'investissement tous actifs confondus est passé de plus de 25% du PIB en 2007 à moins de 12% en 2014).

La convergence « nominale » incomplète, la persistance d'un écart d'inflation et le dynamisme marqué du crédit dans certains pays « périphériques » ont participé à alimenter des déséquilibres macroéconomiques au sein de la zone euro et conduit à une interruption du processus de convergence « réelle ».

Désalignement interne

Les critères d'optimalité ne sont pas remplis en zone euro : la mobilité de la main-d'œuvre reste assez faible, l'intégration des marchés de capitaux est à approfondir, l'amélioration des liens commerciaux intra-zone n'a pas suffisamment répondu aux attentes¹¹ et la convergence fiscale et budgétaire rencontre des freins majeurs (cf. infra). Par ailleurs, l'ajustement externe par le biais de dévaluations des taux de change n'étant pas un recours possible, des stratégies d'ajustement différentes s'imposent. La dévaluation interne, par le biais de la maîtrise des coûts salariaux unitaires¹² (CSU), en est une. L'évolution des CSU en zone euro indique, à ce titre, des écarts croissants en termes de compétitivité-coût entre les pays membres, en particulier avant la crise (cf. graphique 7).

L'Allemagne est longtemps restée sans rivaux. Au-delà des progrès en termes de compétitivité hors coût et de positionnement stratégique, l'économie allemande a opéré après la réunification une modération salariale importante, menée notamment sur la base d'une décentralisation des négociations salariales. Cette modération a été accompagnée au début des années 2000 d'une flexibilisation du marché du travail. Ainsi, les coûts salariaux unitaires allemands sont restés stables entre 1999 et 2007. Cette dynamique, qui a permis à

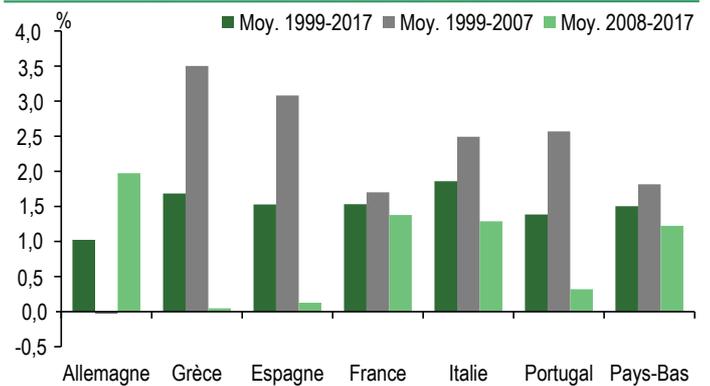
¹⁰ C. Borio et al., *Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences*, BIS Working Papers, December 2015

¹¹ R. Glick & A. Rose, "The currency union effect on trade : Redux", VOX CEPR, June 2015

¹² Les coûts salariaux unitaires sont mesurés par le rapport entre la rémunération totale des salariés (y compris cotisations sociales salariales et patronales) et la productivité du travail.

l'industrie manufacturière allemande de regagner en compétitivité, a notamment contribué à l'amélioration sensible du compte courant (+9 points de PIB depuis 1999 pour atteindre environ 8% en 2017). Les Pays-Bas, qui affichent également une forte progression et un niveau élevé d'excédent courant (plus de 10% du PIB en 2017, en hausse de 7 points depuis 1999), ont de leur côté connu une croissance moyenne des CSU de l'ordre de 2% avant la crise (proche de la France), avec une dynamique de productivité du travail comparable à celle de l'Allemagne.

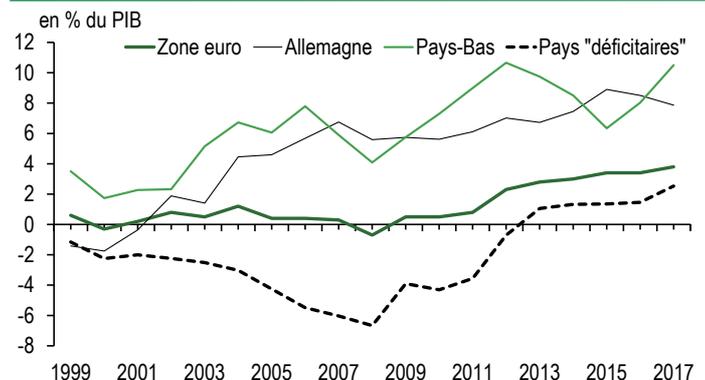
Evolution des coûts salariaux unitaires



Graphique 7

Source : Eurostat

Compte courant



Graphique 8

Source : FMI WEO

Note de lecture : Les pays « déficitaires », représentés par la courbe noire pointillée sur le graphique, regroupent les pays qui ont affiché en moyenne un déficit de leur balance courante depuis 1999. Il s'agit notamment de l'Italie, la Grèce, l'Espagne et le Portugal.

Les pays de la « périphérie » ont, sur cette période, vu leur CSU croître sensiblement. La progression des CSU avant la crise en Italie, au Portugal et en Espagne, a surtout eu lieu dans les secteurs des biens et services non échangeables¹³. En tant qu'intrants du processus de production, la progression des CSU dans le secteur abrité a pénalisé la compétitivité du secteur exposé à la concurrence internationale. Les

¹³ T. Tresselt et al. *Adjustment in Euro area deficit countries : Progress, challenges, and policies*, IMF Staff Discussion Note, juillet 2014



dynamiques différentes de CSU entre les Etats membres de la zone euro ont participé aux écarts de balances courantes entre les pays déficitaires et les pays excédentaires (cf. graphique 8). Tandis que le compte courant de la zone euro dans son ensemble était globalement à l'équilibre sur la première décennie de l'euro, il n'a par la suite cessé d'augmenter, en grande partie sous l'effet de la hausse de l'excédent allemand. Les pays « déficitaires » ont à l'inverse vu leur compte courant nettement se dégrader avant 2008, avant de se refermer dans un contexte de demande interne déprimée.

Depuis 2008, les dynamiques salariales en Allemagne tendent à être plus marquées qu'en moyenne en zone euro (les coûts salariaux unitaires allemands ont progressé en moyenne d'environ 2,0% depuis la crise, contre +1,3% en zone euro). D'un autre côté, certains pays ont connu des ajustements brutaux de leurs coûts salariaux unitaires. Progressant en moyenne annuelle de plus de 3% entre 1999 et 2007, les CSU en Grèce et en Espagne ont stagné depuis lors. Ces nouvelles tendances, si elles persistaient, permettraient de réduire les écarts de compétitivité-coût à même de corriger une partie des déséquilibres macroéconomiques accumulés en zone euro.

Progrès institutionnels nécessaires

En cas de chocs asymétriques, des ajustements macroéconomiques sont donc possibles, notamment *via* la modération des coûts salariaux unitaires. Ils peuvent toutefois déprimer durablement la demande. Le partage du risque apparaît à ce titre essentiel, en particulier au sein d'une union monétaire, afin de lisser la consommation dans le temps et *in fine* d'améliorer le bien-être. Par définition, la politique monétaire commune limite l'autonomie au niveau national de sorte qu'un partage des risques s'impose pour amortir l'impact des chocs asymétriques¹⁴. Les mécanismes de partage du risque peuvent aussi bien être privés (*via* le marché des capitaux ou le canal du crédit) que publics (transferts intergénérationnels par le biais de la dette publique), nationaux ou transfrontaliers (système de transferts entre Etats).

A l'inverse des Etats-Unis, une république fédérale, la zone euro connaît un partage du risque très limité, 80% des chocs qui affectent une économie donnée n'ayant pas été lissés depuis la création de l'union monétaire¹⁵. Le partage du risque s'affaiblit en outre pendant les périodes quand surviennent des difficultés économiques. La dynamique du crédit transfrontalier a pâti sensiblement de la crise de 2008, de la montée de l'aversion au risque des agents économiques et de la différenciation accrue du risque vis-à-vis des emprunteurs.

Le renforcement des mécanismes de partage du risque au sein de la zone euro nécessiterait notamment une plus grande intégration des marchés des capitaux et un marché du crédit transfrontalier moins sensible aux retournements conjoncturels. Par ailleurs, la brève histoire de la zone euro a, pour beaucoup, révélé la nécessité de renforcer la convergence institutionnelle.

¹⁴ W. De Vijlder, *Partage des risques dans la zone euro : quelles perspectives ?*, BNP Paribas, Conjoncture, octobre 2018

¹⁵ BCE, *Le partage des risques en zone euro*, Bulletin mensuel numéro 3 / 2018

Des premiers pas...

La lente et difficile réponse apportée à la crise des dettes souveraines, et en particulier au cas grec (dont l'économie ne représentait alors qu'un peu plus de 2% du PIB nominal de la zone euro), a mis en avant les divergences importantes entre les tenants d'une position ferme de « non-renflouement » (en ligne avec les traités européens) et les partisans d'une position plus interventionniste. Ces divergences de point de vue ont fragilisé la zone euro, et les tensions sur les marchés des obligations souveraines ont augmenté.

La création du Mécanisme européen de stabilité (MES) en 2012, qui a fait suite au Fonds européen de stabilité financière (FESF)¹⁶, est une première avancée dans le domaine du partage des risques. Ces structures, destinées à prêter aux Etats membres qui rencontreraient des difficultés financières en échange d'une « stricte conditionnalité », ont permis une meilleure absorption des chocs en zone euro pendant la crise¹⁷, en se substituant aux prêteurs privés dans les pays les plus affectés. Toutefois, ces dispositifs sont davantage des mécanismes d'urgence *ex-post*. Bien qu'ils apparaissent comme des outils crédibles de lutte contre les chocs négatifs à court terme, un instrument en amont pourrait absorber une partie du choc et ainsi limiter les effets négatifs en termes de croissance économique et d'emploi.

La zone euro s'est par ailleurs engagée, depuis 2012-2013, dans une union bancaire, dont la finalité est triple puisqu'elle vise :

- i) la prévention des risques, au moyen d'un mécanisme de supervision unique confié à Banque centrale européenne ;
- ii) la dissociation des risques, souverains et bancaires, au moyen d'un mécanisme de résolution unique comportant notamment un fonds de résolution alimenté par les banques ;
- iii) la mutualisation des risques, au moyen d'un mécanisme unique de garantie des dépôts bancaires, non encore achevé.

Promouvoir la convergence réelle nécessite d'abord de renforcer les conditions d'offre des économies membres de la zone euro (la compétitivité notamment) en vue, comme discuté plus haut, de permettre une convergence durable de la productivité et des niveaux de richesses. Cela requiert, d'autre part, de se doter d'un outil permettant de limiter les effets négatifs durables des chocs sur le PIB et l'emploi. Dans cette dernière partie, nous nous focaliserons sur le second point.

...qui restent à confirmer

L'accomplissement de l'Union bancaire ou de l'Union des marchés de capitaux est un premier pas, mais le risque de retournement des flux de financement, en cas de stress financier, demeure. Par ailleurs, l'assainissement des fondamentaux macroéconomiques et financiers, souvent vu par l'Allemagne comme un préalable à toute forme de mutualisation plus poussée, relève davantage d'un objectif de long

¹⁶ Le FESF a cessé de prêter mi-2012 et a été remplacé de manière permanente par le MES, dont la force de frappe financière était plus importante.

¹⁷ J. Cimadomo et al., *Private and public risk sharing in the euro area*, BCE, Working Paper Series n°2148, Mai 2018



terme et apparaît comme nécessaire mais non suffisant. Ainsi, pour certains, l'UEM reste vulnérable¹⁸.

Doter la zone euro d'une capacité budgétaire supranationale serait un moyen de la renforcer (Commission européenne, 2017¹⁹). Conçu à des fins de stabilisation macroéconomique, un tel outil contracyclique pourrait absorber tout ou partie des chocs, et éviter qu'un processus de divergence ne s'enclenche. Il permettrait la mise en œuvre d'un *policy mix* plus équilibré que celui observé, par exemple, pendant la crise des dettes souveraines²⁰. Il serait aujourd'hui d'autant plus pertinent que la politique monétaire est contrainte par des taux d'intérêt très bas.

Cette capacité budgétaire supranationale devrait, pour être efficace, reposer sur des bases simples. Elle se déclencherait dès lors que la conjoncture se dégraderait. Un des indicateurs serait, par exemple, la déviation du taux de chômage par rapport à sa moyenne de long terme²¹. Il pourrait être préféré à l'*output gap* (l'écart entre le PIB effectif et le PIB potentiel), dont la mesure est régulièrement sujette à débats et pourrait être remise en question *ex-post*.

La capacité budgétaire serait mobilisée, de manière temporaire et proportionnée, en faveur du pays qui, subissant un choc asymétrique, verrait son chômage conjoncturel augmenter et, par conséquent, sa situation budgétaire se dégrader (manque de recettes et hausse des prestations sociales). Cette intervention aurait l'avantage d'atténuer les effets négatifs sur les marchés obligataires (hausse des *spreads* souverains) d'une dégradation des finances publiques. Il limiterait également l'activation *ex-post* du Mécanisme européen de stabilité.

La mise en place d'un tel outil pose différentes questions majeures et nécessite des garanties²². Le financement de ce mécanisme budgétaire, qui pourrait prendre la forme d'une contribution annuelle de chaque pays, nécessite un transfert d'une partie des ressources nationales à un niveau fédéral. Plus la capacité budgétaire au niveau de la zone euro est importante plus ce transfert sera élevé. La question de l'acceptation politique et sociale se pose alors. A ce titre, pour faciliter la mise en place de ce projet, des garanties sont nécessaires. La question de l'aléa moral doit être traitée. Comment se prémunir contre les risques de dérapage budgétaire au niveau national en présence d'un tel mécanisme « d'assurance » au niveau supranational ?

Selon le FMI, les transferts nets vers les pays en difficulté devraient dépendre du respect sur les années passées des règles budgétaires. En cas de non-respect, ces transferts, sans être totalement annulés, seraient dégressifs. La capacité budgétaire n'aurait, par ailleurs, pas vocation à être un mécanisme permanent, et ne doit ainsi pas se

substituer aux ajustements, parfois nécessaires, des politiques économiques nationales. En cas de recours trop fréquent aux transferts supranationaux, des pénalités pourraient ainsi être demandées au pays concerné (une contribution additionnelle à la contribution annuelle par exemple).

Au total, l'acceptation politique à la mise en place d'une telle structure et son bon fonctionnement nécessitent de la part des pays membres de la zone euro des politiques budgétaires permettant, lorsque la conjoncture est favorable, de reconstituer des marges de manœuvre budgétaires. En effet, cela faciliterait le dialogue entre les pays structurellement excédentaires et les pays déficitaires, et assurerait un fonctionnement sans « à-coups » de la capacité budgétaire supranationale alors mise en place.

L'UEM s'est renforcée à l'épreuve des crises. Des outils de stabilisation, inexistant à l'origine, ont été créés. La Banque centrale européenne a endossé un rôle beaucoup plus important, en augmentant la taille de son bilan et en supervisant aussi directement, au sein d'un mécanisme de surveillance unique, les principales banques. L'union des marchés de capitaux a été lancée. Toutefois, les forces centrifuges, par lesquelles la zone a pu diverger par le passé, restent à l'œuvre. L'édifice réclame encore de l'attention, au moins sous deux aspects : la productivité et l'absence d'avancées institutionnelles suffisantes.

La question de la productivité, d'une part, apparaît centrale. Avant même la grande crise de 2008, les dynamiques de productivité globale des facteurs étaient très différentes entre les pays, constituant un frein à la convergence. Ainsi, des politiques nationales visant justement à relever cette productivité et *in fine* la croissance potentielle sont-elles nécessaires.

D'autre part, l'absence d'avancées institutionnelles suffisantes a mené à des ajustements macroéconomiques parfois brutaux qui ont pu prolonger les effets négatifs des crises sur la demande interne. La zone euro a désormais besoin d'une vraie capacité de stabilisation supranationale, pour éviter que les effets de chocs localisés s'amplifient et creusent les écarts.

Achévé de rédiger le 26 avril 2019
louis.boisset@bnpparibas.com

¹⁸ A. Bénassy-Quéré et al., *Quelle union budgétaire pour la zone euro ?* Conseil d'analyse économique, Février 2016

¹⁹ *Reflection Paper on the deepening of the Economic and monetary Union*, European Commission, May 2017

²⁰ En 2012 et 2013, les politiques budgétaires procycliques menées dans certains pays ont contribué à amplifier les effets négatifs de la crise sur l'activité et sur l'emploi.

²¹ De nombreuses propositions, comme celle du FMI, retiennent comme mesure de la moyenne de long terme, des moyennes mobiles simples du taux de chômage sur par exemple les 10 dernières années.

²² N. Arnold, *A central fiscal stabilization capacity for the Euro area*, IMF, March 2018



Egypte: de la stabilisation macroéconomique à la croissance durable

Pascal Devaux

L'effort de consolidation économique initié en 2016 a permis à l'Égypte de corriger ses déséquilibres macroéconomiques et de regagner la confiance des investisseurs internationaux. La liquidité en devises est revenue à un niveau satisfaisant, le déficit des comptes publics se réduit même si la charge de la dette maintient le déficit budgétaire à un niveau élevé, l'inflation reste relativement forte mais elle ralentit. Les perspectives sont favorables. Pour le moment, ce rétablissement macroéconomique n'a pas déclenché de nouvelle dynamique qui permettrait d'accélérer la croissance et de créer des emplois. Le poids du secteur public et l'importance du secteur informel réduisent la réactivité de l'économie aux signaux macroéconomiques positifs. Des réformes structurelles sont nécessaires pour préserver les acquis des réformes en cours.

Depuis 2016, les réformes économiques mises en place et un soutien financier extérieur massif ont permis à l'économie égyptienne de sortir d'une situation très difficile. Les progrès les plus substantiels ont été réalisés au niveau des équilibres extérieurs, tandis que les finances publiques se rétablissent graduellement. Même si des vulnérabilités demeurent, l'économie est de nouveau prête à aborder la seconde étape du processus de réformes qui permettra de stimuler l'investissement privé et de créer des emplois. Au-delà du rétablissement des équilibres macroéconomiques, des changements structurels sont nécessaires. Ils permettront de faire face au défi d'une démographie difficilement maîtrisable et de préserver les résultats économiques obtenus depuis trois ans.

Restauration des comptes extérieurs

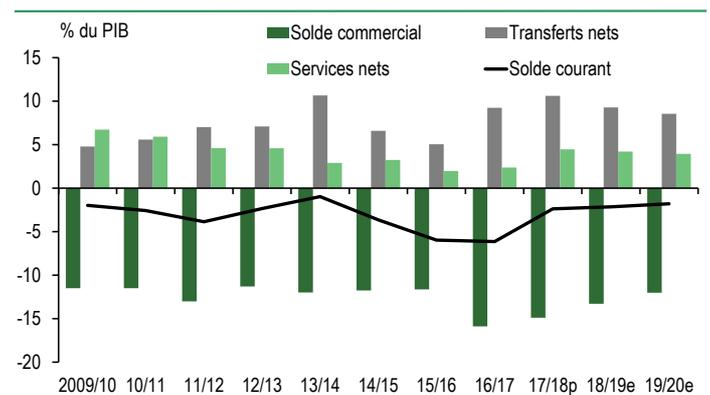
La liquidité en devise du pays est largement sortie de la zone de vulnérabilité grâce à la réduction du déficit courant, au soutien des bailleurs de fonds internationaux et au retour des investisseurs étrangers sur le marché de la dette locale.

Réduction significative du déficit des comptes courants

L'amélioration des comptes extérieurs est le résultat le plus significatif du processus de réformes initié en 2016. En 2017/2018¹, le déficit des comptes courants s'est réduit significativement pour atteindre 2,4% du PIB contre plus de 6% au cours des deux années précédentes (cf. graphique 1). Les comptes des services, revenus et transferts (les « invisibles ») sont principalement à l'origine de cette amélioration (cf. graphique 2). Avec le rebond de l'activité touristique – notamment

grâce à la dépréciation de la livre égyptienne (EGP) et à une situation politique plus stable – les revenus du tourisme ont atteint USD 9,8 mds (soit 13% des recettes extérieures courantes) par rapport à USD 4,4 mds (7% des recettes) en 2016/2017 (cf. graphique 3). Les transferts des travailleurs expatriés restent l'élément principal des revenus extérieurs. Ils équivalaient à 35% des recettes en 2017/2018, soit USD 26 mds dans un contexte de hausse des revenus pétroliers dans les pays du Golfe où sont installés plus de 5 millions d'expatriés égyptiens. Par ailleurs, le niveau élevé des prix du pétrole a soutenu les revenus issus du canal de Suez (+15% a/a).

Egypte : solde du compte courant



Graphique 1

Sources : Banque centrale d'Égypte, BNP Paribas

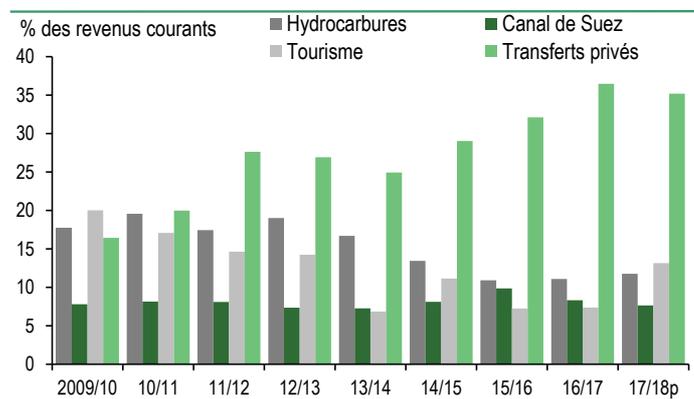
Les résultats de la balance commerciale sont plus contrastés que ceux des invisibles. Le déficit de la balance des hydrocarbures (pétrole et gaz) s'est réduit à USD 3,7 mds en 2018 contre USD 5,4 mds en 2016/2017 grâce à des importations quasiment stables (+3,9% a/a). Ceci est dû à la baisse des importations de gaz naturel liquéfié en volume et à celle, plus forte qu'attendu, de la consommation de produits pétroliers, a priori en raison de la réduction des subventions qui favorise une certaine modération de la consommation énergétique. Le déficit

¹ L'année budgétaire se termine en juin.

commercial hors hydrocarbures a augmenté à USD 33 mds (31,8 mds en 2016/2017).

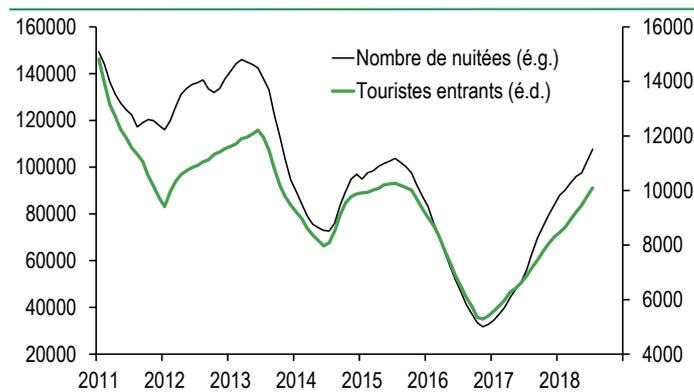
Les conséquences de la dépréciation de la livre sur les exportations ont été limitées jusqu'à maintenant. D'une part, la conquête de parts de marché à l'exportation ne semble pas être la priorité des principales entreprises (selon la BERD² seulement 5% des entreprises égyptiennes sont engagées à l'exportation). D'autre part, le manque d'investissement nuit à la compétitivité des exportations. Au total, le déficit commercial s'est réduit en 2018 (15% du PIB) mais il reste proche de son plus haut (16% du PIB en 2017).

Egypte : principales sources de revenus extérieurs



Graphique 2 Sources : Banque centrale d'Égypte, BNP Paribas

Egypte : fréquentation touristique (cumul sur un an, milliers)



Graphique 3 Sources : Banque centrale d'Égypte, BNP Paribas

Perspectives positives

Au cours des deux prochaines années, l'amélioration des comptes courants devrait se poursuivre bien que ceux-ci resteraient déficitaires. Le déficit commercial devrait continuer de diminuer car le pays pourrait temporairement devenir exportateur net de gaz. Le déficit des comptes

² BERD, *Private sector diagnostic. Egypt*, mars 2017

énergétiques s'est d'ailleurs fortement réduit au cours du premier semestre 2018/2019 (USD 0,6 mds par rapport à USD 2,2 mds l'année précédente). Par ailleurs, la mise en production de nouvelles capacités de raffinage devrait réduire les importations de produits pétroliers. Les exportations hors hydrocarbures progresseraient à un rythme modéré tandis que l'accélération progressive de la croissance économique soutiendrait les importations. En particulier, nous nous attendons à une reprise modérée de l'investissement privé productif intérieur à partir de 2020, ce qui devrait soutenir les importations de biens d'équipement.

Parallèlement, le secteur touristique devrait être le moteur de l'amélioration des comptes extérieurs. Même si le fort rebond observé en 2018 n'est pas amené à se reproduire, l'activité devrait progresser et bénéficier à l'ensemble des sites touristiques égyptiens. A partir de 2020, l'ouverture attendue du Grand Egyptian Museum donnerait une impulsion supplémentaire au secteur. Les revenus issus du canal de Suez ne devraient pas progresser significativement dans un contexte de quasi-stabilité attendue des prix du pétrole.

Le déficit courant se réduirait à 2,1% du PIB en 2019 et 1,9% du PIB en 2020. Au-delà, il pourrait se creuser à nouveau car l'Égypte pourrait redevenir importatrice nette de gaz à partir de 2020/2021³ et la croissance de l'investissement devrait soutenir les importations. Les principaux risques susceptibles de peser négativement sur ce scénario sont une détérioration de la situation sécuritaire, l'application de politiques plus restrictives pour les expatriés travaillant dans le Golfe ou encore une hausse significative des prix du pétrole⁴.

Ralentissement des flux de capitaux

En 2017/2018, l'essentiel du besoin de financement extérieur (équivalant au déficit des comptes courants, soit USD 6 mds et l'amortissement de la dette extérieure, soit USD 2,3 mds) a été couvert par les flux de portefeuille et de nouvelles émissions de dette extérieure (cf. graphique 4). Les investisseurs étrangers ont profité de taux d'intérêt locaux élevés et parié sur la stabilité du taux de change pour investir massivement sur le marché des bons du Trésor en monnaie locale. Les flux nets de portefeuille ont atteint USD 12 mds, en réduction par rapport à 2016/2017 (USD 18 mds).

De même, les flux d'investissements directs étrangers (IDE) sont restés soutenus (USD 7,4 mds), même s'ils demeurent concentrés dans le secteur des hydrocarbures. Par ailleurs, les flux de dette provenant de créateurs bi- et multilatéraux ont été importants (environ USD 10 mds).

A court terme les perspectives de flux de capitaux sont positives. Avec le coup de froid qui a affecté les marchés émergents en 2018, en

³ Seule la mise en production de nouveaux champs gaziers permettrait de faire face à une consommation intérieure qui augmente significativement (+14% en 2017).

⁴ L'Égypte est importatrice nette de pétrole brut depuis 2009.



Egypte, le montant de la dette locale détenue par des non-résidents a été divisé par deux. Depuis le début de 2019, les investisseurs internationaux sont de retour sur le marché de la dette publique en monnaie locale et les flux net de portefeuille sont à nouveau positifs. Ils devraient le rester pour l'ensemble de l'année 2018/2019 ainsi qu'en 2019/2020. Même si la baisse progressive des taux d'intérêt devrait réduire le rendement des titres de dette souveraine égyptienne en monnaie locale, le couple risque/rendement restera favorable grâce à l'amélioration progressive de la note souveraine égyptienne et à l'appréciation de la livre, du moins à court terme. Concernant les flux d'IDE, nous n'attendons pas de croissance significative en dehors du secteur des hydrocarbures. Avec la fin du programme de soutien du FMI, les flux de dette extérieurs devraient diminuer dans les deux prochaines années, mais ils devraient rester soutenus grâce aux émissions d'eurobonds.

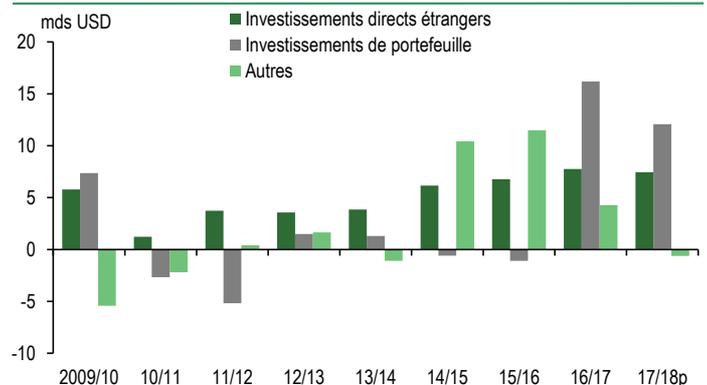
Confortable liquidité en devises à court terme mais vulnérabilité persistante aux flux d'investissements de portefeuille

La liquidité extérieure s'est redressée en 2017/2018. Les réserves officielles de change de la BCE ont augmenté de USD 13 mds pour atteindre plus de USD 44 mds, soit 7,2 mois d'importations de biens et services (cf. graphique 5).

A ces réserves officielles, s'ajoutent les réserves non officielles (aussi appelées réserves « tier 2 ») qui sont logées sur un compte séparé au bilan de la banque centrale et constituent un matelas de sécurité en cas de sortie importante d'investissements de portefeuille des non-résidents. A la fin de 2017/2018, ces réserves tier 2 s'élevaient à USD 9 mds, soit 54% du montant des bons du Trésor détenus par les non-résidents. Les réserves officielles devraient continuer à croître en 2018/2019 et atteindre USD 47 mds.

Cependant, cette amélioration de la liquidité en devises s'est faite partiellement au détriment de la position en devises des banques commerciales. En effet, en 2018 une part importante des sorties d'investissements de portefeuille a été supportée par les banques. La fin du mécanisme de rapatriement de devises a redirigé une partie des flux de portefeuille du bilan de la banque centrale vers celui des banques commerciales. Par conséquent, la position extérieure nette des banques s'est fortement détériorée à partir de mi-2018 pour devenir négative. Le passif extérieur net a atteint USD 6,4 mds à fin 2018. Néanmoins, la réduction du déficit courant au cours du premier semestre de 2018/2019 et le retour des flux de capitaux depuis le début de 2019 ont permis à la position extérieure nette des banques d'être pratiquement à l'équilibre à fin février 2019 (USD -0,13 mds) (cf. graphique 6).

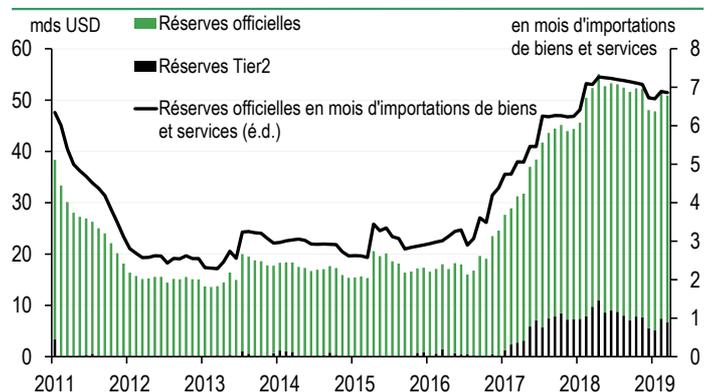
Egypte : flux de capitaux nets



Graphique 4

Sources : Banque centrale d'Egypte, BNP Paribas

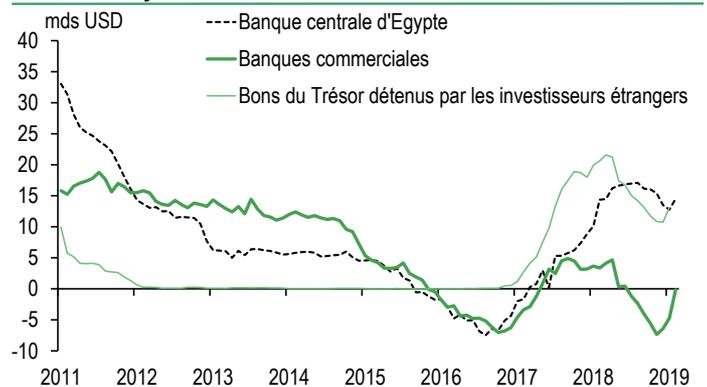
Egypte : réserves de change de la banque centrale



Graphique 5

Sources : Banque centrale d'Egypte, BNP Paribas

Egypte : actifs extérieurs nets du système bancaire et flux de carry trade



Graphique 6

Sources : Banque centrale d'Egypte, BNP Paribas

Dette extérieure modérée

La dette extérieure a augmenté significativement depuis 2015 avec les prêts officiels bilatéraux et multilatéraux et l'émission d'eurobonds par le gouvernement pour un montant total de USD 20,5 mds. Mais elle reste



à un niveau modéré (38% du PIB à fin 2017/2018 contre 17% en 2015/2016).

À la fin de 2017/2018, la dette extérieure du gouvernement s'élevait à 19% du PIB et celle de la banque centrale (sous la forme de dépôts de gouvernement étrangers) à 10,6% du PIB. La dette extérieure des banques et des entreprises privées est faible, respectivement 2,4% et 5,0% du PIB. La dette du gouvernement bénéficiant de conditions de financement favorables, le taux d'intérêt apparent sur la dette extérieure publique totale⁵ est bas : 1,1% en 2017/2018. Le service total de la dette extérieure (intérêt et amortissement) ne représente que 7% des revenus du compte courant. Ce ratio devrait rester stable dans les deux prochaines années. Par conséquent, l'endettement extérieur n'est pas une source de vulnérabilité sur la liquidité en devises du pays.

À moyen terme, la dette extérieure devrait se réduire en pourcentage du PIB (30% du PIB en 2019/2020) si le déficit budgétaire reste maîtrisé. En effet, le gouvernement s'est engagé à limiter le recours à l'endettement extérieur. Par ailleurs, l'investissement productif ne devrait pas repartir à la hausse avant 2020, et les entreprises égyptiennes sont traditionnellement rétives à financer leur développement avec de la dette en devises.

Rétablissement graduel des finances publiques

Les finances publiques restent le point faible de l'économie égyptienne. Malgré la réduction sensible du déficit budgétaire primaire, le déficit budgétaire total reste élevé en raison d'une charge d'intérêt difficilement contrôlable.

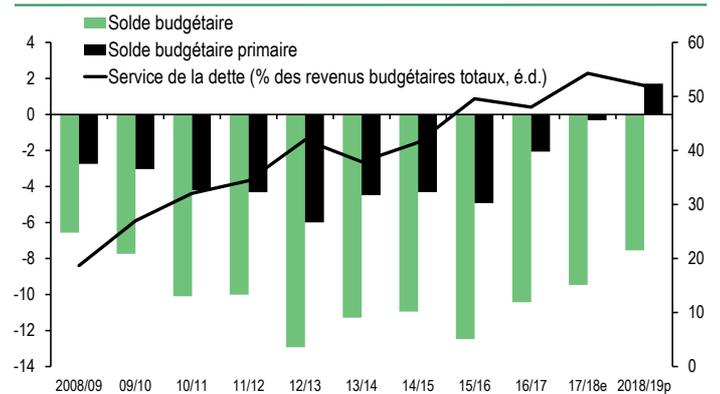
Vers un excédent primaire

Depuis 2011, la situation des finances publiques a été fortement affectée par les bouleversements politiques, amenant le déficit budgétaire au-delà de 10% du PIB (cf. graphique 7).

Les réformes mises en place depuis 2016 ont permis de le réduire sensiblement. L'élément central a été la libéralisation progressive des prix de l'énergie, notamment grâce à la baisse des subventions (cf. graphique 8). Celles-ci sont passées de 6% du PIB en moyenne entre 2011 et 2014 à 5,3% du PIB en 2018. Du côté des revenus budgétaires, les progrès dans les réformes ont été beaucoup plus timides. Les revenus fiscaux atteignent seulement 14% du PIB. Les revenus budgétaires non fiscaux sont moins significatifs et principalement composés de dividendes distribués par les entreprises

publiques. Ces dividendes sont assez volatils en raison de leur dépendance aux prix du pétrole et à l'activité du canal de Suez.

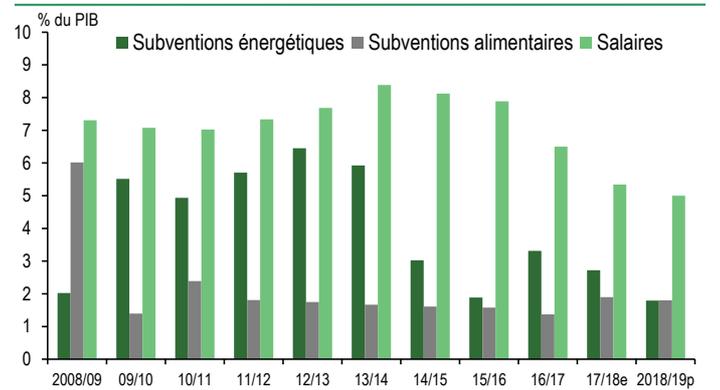
Egypte : solde budgétaire du gouvernement (% du PIB)



Graphique 7

Sources : Ministère des Finances, BNP Paribas

Egypte : subventions et salaires



Graphique 8

Sources : Ministère des Finances, BNP Paribas

Les revenus totaux du gouvernement ne progressent pas et ont atteint 20,5% du PIB en 2018, contre en moyenne 22% du PIB entre 2012 et 2015. L'amélioration la plus notable concernant les revenus est l'augmentation de la taxe sur les biens et services qui est le moyen le plus facile d'augmenter les recettes fiscales. L'accroissement des recettes issues des impôts sur le revenu et les bénéfices est plus difficile étant donné l'importance du secteur informel (au moins 40% du PIB) et la volonté d'attirer les investissements étrangers par une fiscalité allégée. Par ailleurs, il est politiquement difficile d'augmenter l'impôt sur le revenu en période de forte inflation. Au total, et malgré la stagnation des revenus, les réformes ont permis une amélioration significative du solde budgétaire primaire (hors paiement des intérêts de la dette du gouvernement). Pour l'année 2017/2018, le déficit primaire a atteint 0,3% du PIB par rapport à une moyenne de 4,3% du PIB durant la période 2013-2017.

⁵ Le ratio des intérêts de la dette extérieure sur le stock de dette extérieure.

Au cours des deux prochains exercices budgétaires, le solde primaire devrait être positif (1,7% et 3,3% du PIB respectivement attendus en 2018/2019 et 2019/2020) grâce à la poursuite de la baisse des subventions énergétiques (la prochaine réduction en 2019 économiserait EGP 37 mds) et la hausse modérée des revenus fiscaux. Les dépenses sociales (subventions alimentaires, transferts sociaux et salaire des fonctionnaires) augmenteront afin de compenser la baisse du revenu disponible des ménages. L'effort d'investissement initié en 2016/2017 et poursuivi en 2017/2018 pour atteindre 2,4% du PIB, sera maintenu. Pour 2019/2020, le projet de budget prévoit une hausse de plus de 10% des investissements dans les secteurs de la santé et de l'éducation. La principale incertitude pesant sur l'amélioration du solde primaire réside dans l'évolution des prix du pétrole. Sur un exercice budgétaire, on estime qu'une hausse de 1 dollar par baril de Brent entraîne une hausse des dépenses équivalant à EGP 2,3 mds (environ 0,04% du PIB).

Charge de la dette difficilement contrôlable

Malgré la baisse du déficit primaire, le déficit budgétaire total reste élevé en raison du gonflement de la charge de la dette. En pourcentage du PIB celle-ci a atteint le niveau record de 9,9% en 2018 et représente 54% des revenus budgétaires totaux, de loin le niveau le plus élevé des pays émergents à revenu intermédiaire. Ce niveau insoutenable à moyen terme est notamment dû à la forte hausse des taux d'intérêt sur la livre égyptienne survenue après son flottement. Depuis 2016/2017 le taux d'intérêt moyen des bons du Trésor de maturité un an a été supérieur à 17% en moyenne alors qu'il était inférieur à 13% en 2015/2016. Les émissions de dette sur les marchés internationaux ont repris depuis 2015 et ont atteint USD 20,5 mds⁶. La part de la dette extérieure dans la dette totale du gouvernement est passée de 7,4% en 2015/2016 à environ 21% actuellement. Le taux d'intérêt moyen est de 7% selon la maturité. Pour le moment, le volume de ces émissions reste insuffisant pour réduire le taux d'intérêt moyen de la dette du gouvernement.

Les taux d'intérêt sur les émissions de dette domestique ont amorcé une baisse significative depuis le début de l'année 2019. Sur le marché secondaire, les taux sur les titres de maturité à un an ont baissé de plus de 250 points de base depuis fin 2018 (cf. graphique 9). L'effet de la baisse des taux sur la charge de la dette sera faible à court terme, notamment compte tenu du niveau très élevé des taux sur les émissions réalisées au cours du premier semestre de l'année 2018/2019 (supérieur à 19,5% en moyenne). Au total, étant donné que la baisse des taux d'intérêt se fera de manière très progressive, la charge de la dette restera élevée à court terme. Par contre, à moyen

⁶ Ce montant ne tient pas compte des deux opérations de prise en pension effectuées par la BCE auprès d'un groupe de banques en 2016 et 2018 pour un montant total de USD 5,2 mds.

terme la conjonction de la baisse des taux et de l'émission de titres plus longs sur le marché intérieur⁷ devrait avoir un effet significatif sur la charge de la dette. En 2018/2019, nous prévoyons que celle-ci soit équivalente à 9,3% du PIB et 52% des recettes budgétaires totales. Après une stabilisation en 2019/2020, elle devrait amorcer une baisse à partir de 2020/2021 pour atteindre 6,8% du PIB.

Bien qu'en baisse, le déficit budgétaire restera élevé. Il a atteint 9,5% du PIB en 2017/2018 et devrait se réduire à 7,6% en 2018/2019 et 6,3% du PIB et en 2019/2020.

Egypte : taux d'intérêt des bons du Trésor à 1 an



Graphique 9

Source : Banque centrale d'Egypte

Dettes du gouvernement élevée

Les déficits cumulés depuis 2011 ont alimenté la dette du gouvernement qui a atteint 93% du PIB en 2017/2018. Avec l'amélioration progressive des comptes publics, elle sera ramenée à 87% du PIB en 2020/2021 (cf. graphique 10). Celle-ci est majoritairement composée de titres en monnaie locale et de maturités courtes. A fin septembre 2018, la dette du gouvernement émise sur le marché local était composée à 45% de bons du Trésor avec une maturité inférieure à un an.

La part de la dette libellée en devises est équivalente à environ 18% du total (soit 19% du PIB). Environ deux tiers de la dette extérieure bénéficie de conditions de financement favorables (notamment des prêts avec des termes concessionnels), le solde étant constitué d'eurobonds. Si on inclut les bons du Trésor émis sur le marché local mais libellés en devises, la dette totale en devises équivaut à 25% de la dette totale, soit 26% du PIB.

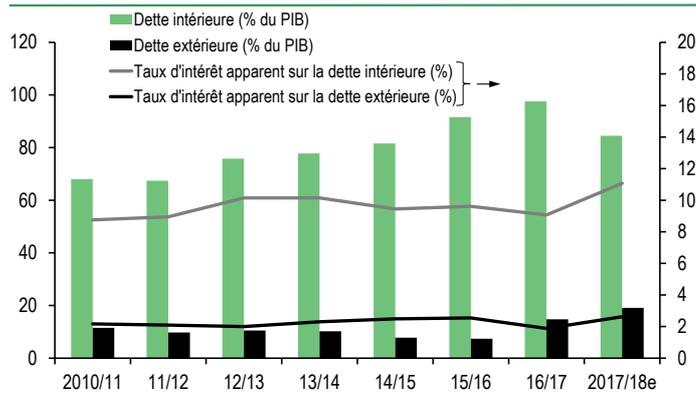
A moyen terme, la dette extérieure du gouvernement devrait continuer à croître mais à un rythme modéré. Etant donné l'engagement du gouvernement à limiter les émissions d'eurobonds à USD 30 mds d'ici à

⁷ Le ministère des Finances ambitionne d'accroître la part des émissions intérieures de titres longs de 5% à 70% d'ici 2020.



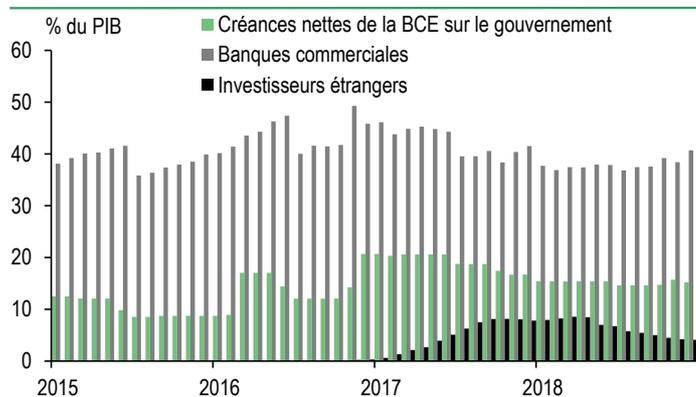
2022, la dette extérieure du gouvernement devrait atteindre 21% du PIB en 2020/2021.

Egypte : dette du gouvernement général



Graphique 10 Sources : Ministère des Finances, BNP Paribas

Egypte : détenteurs de la dette intérieure du gouvernement



Graphique 11 Sources : Banque centrale d'Egypte, BNP Paribas

Pas de risque de financement à court terme

Après quelques difficultés passagères en 2018 liées à une hausse de l'aversion au risque vis-à-vis des économies émergentes, le financement du déficit budgétaire semble assuré à court terme.

La détention de titres publics par la banque centrale serait stable et les créances des banques commerciales sur le gouvernement augmenteraient d'environ 15%, en lien avec la croissance des dépôts (cf. graphique 11). Par ailleurs, le retour depuis janvier 2019 des investisseurs étrangers sur le marché de la dette locale pourrait se confirmer au cours du second semestre 2018/2019. Il est favorisé par l'amélioration de la notation souveraine égyptienne et la tendance de court terme à l'appréciation de la livre. Par ailleurs, les émissions d'eurobonds ont atteint USD 6 mds au cours de l'année budgétaire courante et USD 4 mds proviendront des derniers déboursements du

FMI⁸. D'autres financements bi- et multilatéraux s'y ajouteront. Le principal risque réside dans la volatilité de l'appétit des investisseurs étrangers pour la dette égyptienne en monnaie locale qui dépend de l'attitude des investisseurs vis-à-vis du marché égyptien, mais aussi vis-à-vis des marchés émergents en tant que classe d'actifs.

En cas de besoin, la liquidité excédentaire des banques commerciales reste importante comme en témoignent les opérations d'*open market* de la BCE.

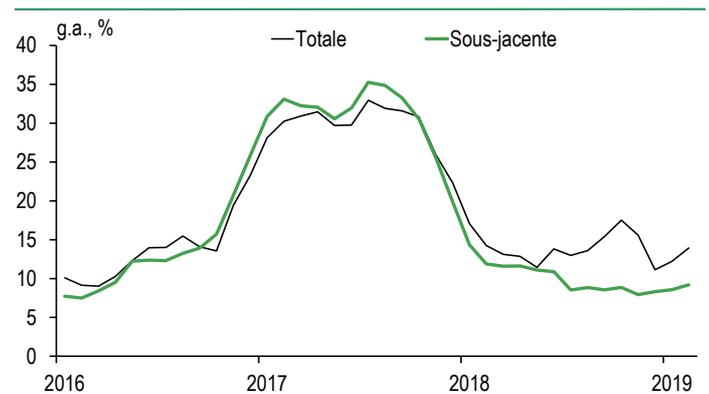
Persistance des pressions inflationnistes

Après une hausse importante liée aux réformes économiques, le rythme d'inflation est actuellement en baisse. Cependant la vulnérabilité aux facteurs externes et des contraintes structurelles entretiennent un niveau élevé d'inflation difficile à maîtriser.

Baisse progressive des prix à la consommation

La forte hausse de l'inflation au cours des dernières années a été une conséquence importante des réformes mises en place depuis fin 2016. Plusieurs facteurs conjoncturels (dépréciation de la livre, baisse des subventions énergétiques et reprise des prix du pétrole depuis 2017) s'ajoutent à des facteurs structurels qui maintiennent l'inflation égyptienne à un niveau élevé.

Egypte : inflation de l'indice des prix à la consommation



Graphique 12 Sources : Banque centrale d'Egypte, BNP Paribas

En glissement annuel, l'inflation des prix à la consommation était à son plus haut niveau fin 2017 (30%). Elle a depuis décéléré pour atteindre en moyenne 21,5% en 2017/2018 contre 23,3% l'année précédente (cf. graphique 12). Depuis le début de 2018, la stabilisation de la livre et, dans une moindre mesure, la fin de la monétisation d'une partie du

⁸ Soit USD 2 mds déboursés en février après la conclusion de la quatrième revue ; USD 2 mds après la cinquième et dernière revue au cours du premier semestre 2019.

déficit budgétaire ont permis le déclin de l'inflation. L'effet de la monétisation du déficit sur la hausse des prix est difficile à estimer. La détention de titres de dette publique par la BCE se réduit (25% de M2 en 2016/2017 et 21% en 2017/2018). Depuis mai 2018, l'écart entre le taux d'inflation total et le taux sous-jacent s'est accru dans un contexte de baisse des subventions à l'énergie. Cela souligne une trajectoire favorable du rythme de l'inflation sous-jacente qui a absorbé les conséquences inflationnistes des réformes économiques. Les prix des biens alimentaires sont de nouveau les principaux déterminants de la hausse de l'inflation. L'inflation sous-jacente est restée inférieure à 10% depuis le début de l'année 2018/2019.

Nous anticipons une inflation des prix à la consommation de 13,8% en moyenne pour 2018/2019 et à 10,7% en 2019/2020. A moyen terme, des éléments structurels devraient maintenir l'inflation à un niveau relativement élevé (8 à 10% en moyenne par an) : des rigidités du côté de l'offre de biens alimentaires (transport, stockage, commercialisation), l'importance du commerce traditionnel par rapport au secteur moderne de distribution, l'intégration verticale de certains producteurs alimentaires leur permettant de garder le contrôle des prix de vente. Par ailleurs, à moyen terme la livre égyptienne devrait suivre une trajectoire baissière, ce qui est source d'inflation importée.

La politique monétaire devient plus accommodante

La banque centrale a amorcé un assouplissement de sa politique monétaire depuis 2018. Mais le rythme de baisse des taux restera très graduel en raison de la persistance des pressions inflationnistes.

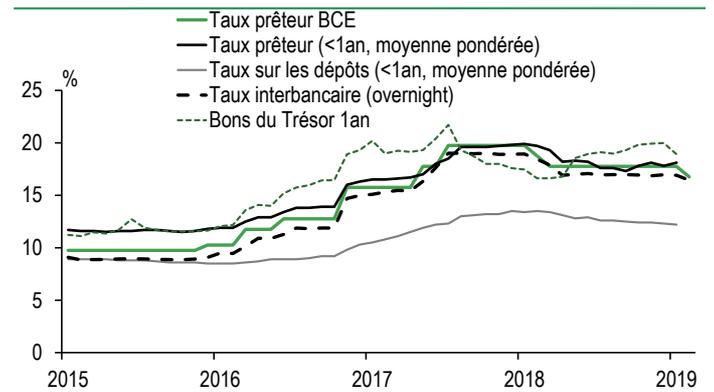
Assouplissement monétaire graduel

La banque centrale conduit une politique monétaire de ciblage de l'inflation destinée à réduire celle-ci durablement sous le seuil des 10% à moyen terme, avec un objectif de court terme de 9% (+/-3% d'ici fin 2020). Entre la forte hausse du taux directeur, survenue après le flottement de la livre, et février 2018, la politique monétaire a été durcie régulièrement afin de faire face aux fortes pressions inflationnistes (cf. graphique 13). Les relèvements de taux ont contraint l'investissement du secteur privé et a poussé à la hausse les taux sur la dette du gouvernement libellée en monnaie locale.

A partir de février 2018, la BCE a assoupli les conditions de financement avec une baisse cumulée du taux directeur de 300 points de base, jusqu'à 16,75% à fin février 2019. En parallèle, la banque centrale conduit des opérations d'*open market* sous forme de facilités de dépôt pour les banques commerciales afin de maîtriser la liquidité monétaire en circulation dans le pays. Le montant de ces opérations

reste élevé, équivalant à 18% de M2 à fin janvier 2019, en légère réduction par rapport à novembre dernier (23% de M2), mais toujours significativement supérieur à la période précédant le flottement de la livre (inférieure à 10% de M2).

Egypte : taux d'intérêt



Graphique 13

Source : Banque centrale d'Égypte

Libéralisation du change

La banque centrale n'a pas de politique officielle de gestion du taux de change. Depuis novembre 2016, le cours de la livre est déterminé par le marché des changes sur lequel la banque centrale n'intervient pas. Cependant la mise en place du mécanisme de rapatriement lui a implicitement permis d'influencer le marché des changes.

Ce dispositif, qui a offert certaines garanties aux investisseurs étrangers⁹ intervenant sur le marché de la dette publique en monnaie locale, a canalisé ces flux d'investissement vers le bilan de la banque centrale. Alors qu'environ USD 10 mds sont sortis du pays en 2018 (par rapport à un stock maximum d'investissement de portefeuille des non-résidents de plus de USD 20 mds), la livre est restée globalement stable sur la période. Les réserves officielles de change de la banque centrale sont également restées stables, tandis que les réserves tier 2 et les actifs extérieurs nets des banques commerciales ont diminué significativement.

La stabilisation du change a permis de limiter l'inflation importée et de rassurer les investisseurs étrangers compte tenu des possibilités de couverture contre le risque de change limitées. Ces deux éléments font partie des priorités de la politique économique menée depuis fin 2016. Depuis la fin de 2018, le mécanisme de rapatriement de la banque centrale a été levé et une part croissante des flux de devises alimente maintenant le marché interbancaire en devise. Etant donné l'orientation actuelle favorable des comptes extérieurs, cela s'est traduit par une légère appréciation nominale de la livre. Néanmoins, dans un contexte

⁹ La disponibilité en devises est garantie pour les investisseurs étrangers quand ils rapatrient leurs fonds.



de dépréciation de nombreuses devises émergentes depuis 2017 et d'inflation élevée en Egypte, cette stabilité nominale de la livre a potentiellement des conséquences négatives sur la compétitivité des exportations égyptiennes.

D'après nos estimations du taux de change réel de la livre, le pays a perdu en compétitivité en euro et en dollar US. En moyenne (EUR et USD), le taux de change réel de la livre égyptienne s'est apprécié de 31% depuis fin 2016 tandis qu'il est resté stable au Maroc et s'est déprécié de 32% en Turquie (cf. graphique 14). Même si nous estimons que l'Egypte n'est pas destinée à devenir un exportateur significatif de marchandises, certains secteurs (alimentaire et textile notamment) sont très sensibles à la compétitivité prix. Pour ces raisons de politique commerciale le potentiel d'appréciation devrait rester limité.

Une structure économique inadaptée au défi démographique

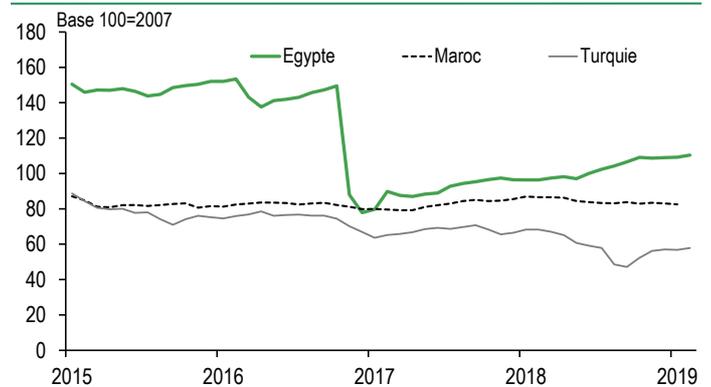
Si la croissance économique se montre relativement soutenue depuis 2015, sa capacité à absorber une population active en forte croissance reste limitée. Cela est notamment dû aux conséquences sociales de la consolidation macroéconomique et à la persistance de contraintes structurelles.

Reprise graduelle de l'activité

L'économie égyptienne a amorcé une phase de reprise depuis 2015 et la croissance du PIB réel a atteint 5% en moyenne depuis trois ans (cf. graphique 15). Cette reprise (la croissance était en moyenne de 2,6% au cours de la période 2011-2014) est due à la contribution positive des exportations nettes et au dynamisme de l'investissement dans les infrastructures et le secteur de l'énergie. La contribution de la consommation privée, qui constitue plus de 80% du PIB, est positive mais fortement contrainte par les conséquences des réformes économiques sur le pouvoir d'achat des ménages (cf. graphique 16).

Nous anticipons une accélération de la croissance à court terme grâce à l'amélioration progressive du pouvoir d'achat des ménages dans un contexte de baisse graduelle de l'inflation. Les perspectives d'investissements restent favorables, notamment dans le domaine de l'énergie mais à une échelle moindre que durant les dernières années (cf. graphique 17). De même, les dépenses en infrastructures resteront significatives. En revanche, un rebond significatif de l'investissement manufacturier hors hydrocarbures est peu probable à court terme. Si le niveau des taux d'intérêt peut être un frein à la reprise de l'investissement, il n'en constitue pas la contrainte principale.

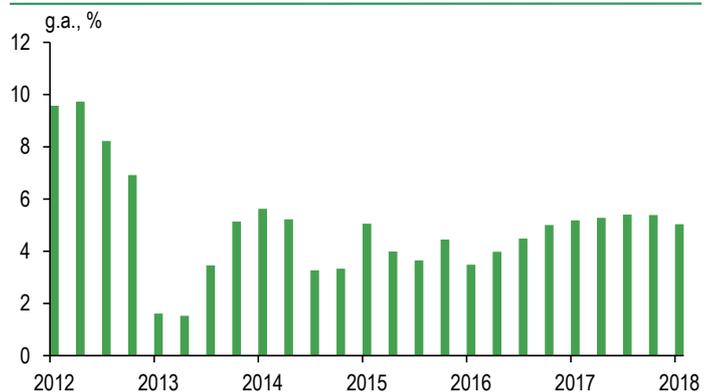
Taux de change réel contre USD



Graphique 14

Sources : FMI, BNP Paribas

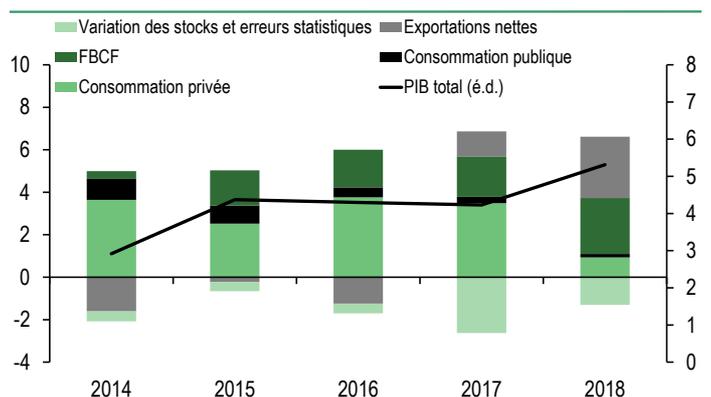
Egypte : croissance du PIB réel



Graphique 15

Sources : Ministère du Plan, BNP Paribas

Egypte : contributions à la croissance du PIB réel (g.a., %)



Graphique 16

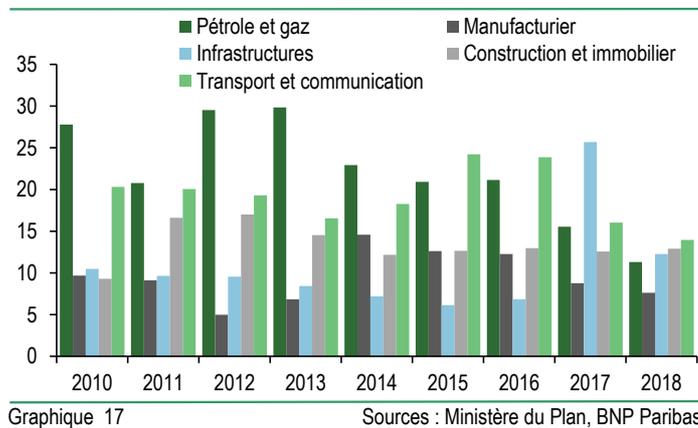
Sources : Ministère du Plan, BNP Paribas

En termes réels, les taux d'intérêt se situent à environ 3,5-4%, un niveau comparable à celui de nombreux pays émergents et qui ne paraît pas constituer une contrainte majeure dans la décision

d'investissement. D'autres éléments structurels et conjoncturels freinent la dynamique d'investissement du secteur privé manufacturier. Le commerce extérieur quant à lui ne devrait pas constituer un moteur de la croissance. La hausse de la production d'hydrocarbures est un facteur de réduction des importations, mais la forte dépendance de la consommation et de l'investissement aux biens importés devrait perdurer à moyen terme. Par ailleurs, le dynamisme des exportations est resté modéré, même quand l'évolution du taux de change était plutôt favorable. En 2016/2017, suite à la forte dépréciation de la livre sur le marché des changes, les exportateurs n'ont pas ajusté significativement leurs prix de vente à l'exportation afin de gagner des parts de marché. Ils ont préféré compenser le déclin des marges sur le marché intérieur par les gains réalisés à l'exportation.

Au total, même si l'environnement économique devient progressivement plus porteur, la croissance économique ne dépassera pas 6% d'ici 2020.

Egypte : investissements réalisés



Graphique 17

Sources : Ministère du Plan, BNP Paribas

Des créations d'emplois insuffisantes

La capacité à créer suffisamment d'emplois est le principal défi auquel l'économie égyptienne doit faire face. Selon les chiffres officiels, le taux de chômage n'est pas à un niveau alarmant. Il est en baisse régulière et a atteint 8,9% fin 2018 contre 11,3% un an plus tôt. Cependant, la problématique de l'emploi prend une autre dimension si on intègre la part de la population active en situation de sous-emploi dans le secteur informel. La dynamique démographique actuelle ajoute une contrainte supplémentaire à cette situation.

Le taux de croissance de la population égyptienne est le plus élevé de la région (environ 2,5% par an), avec environ 600 000 nouveaux entrants sur le marché du travail chaque année. Or, sur la période récente, la croissance économique ne semble pas intensive en emplois. Les moteurs de la croissance ont notamment été le secteur de l'énergie, qui est peu créateur d'emplois, et celui de la construction qui fournit des

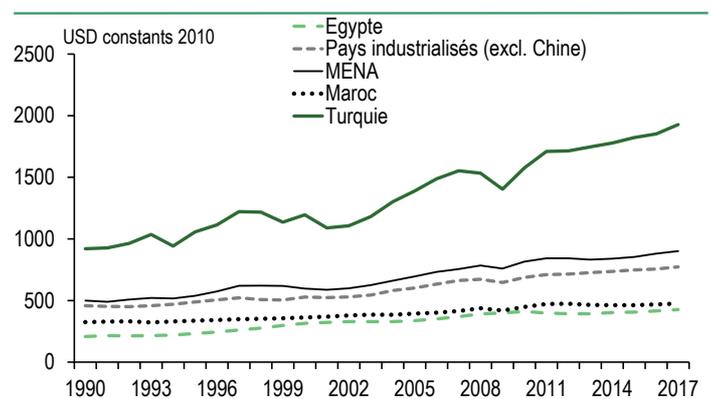
emplois temporaires. Dans le secteur manufacturier, les entreprises qui investissent ont tendance à privilégier l'automatisation, notamment dans les secteurs des biens alimentaires et de consommation. Cependant le fort rebond du tourisme (un secteur intensif en emplois) en 2018 et la politique du gouvernement en faveur des PME pourraient favoriser le contenu en emplois de la croissance économique.

Contraintes sur la croissance

Facteurs structurels

Dans une étude récente, l'Institut de finance internationale¹⁰ (IFI) a souligné le déficit de croissance de l'Egypte sur longue période par rapport à la moyenne des pays émergents de la même catégorie. Au cours des trente dernières années, le PIB par tête égyptien a augmenté de 50% tandis qu'il a été multiplié par six en moyenne pour l'ensemble des pays émergents. Le poids de l'Etat dans de nombreux secteurs économiques et la conception très dirigiste de la politique économique n'ont pas favorisé une allocation optimale des ressources.

Valeur ajoutée du secteur manufacturier par tête



Graphique 18

Source : ONUDI

Cette orientation économique est facteur de rigidités et favorise la recherche de rentes. Concrètement, les freins à une croissance économique créatrice d'emplois sont : le manque d'investissement productif privé, la faible qualification moyenne de la main d'œuvre, l'insuffisance de l'investissement en recherche et développement¹¹. Au total, l'industrie égyptienne a peu progressé dans la chaîne de valeur internationale. Selon l'IFI, la valeur ajoutée par tête au cours des 25 dernières années est significativement inférieure à celle des autres pays émergents ainsi qu'à la moyenne régionale (cf. graphique 18).

¹⁰ Abed G., Chun J., Markovic B., 2019 : *Egypt : good progress to date, but sustainability requires deep, transformational change*, IIF, 20 février 2019.

¹¹ Equivalant à 0,6% du PIB en Egypte par rapport à 1,3% en Malaisie et au Brésil ou 4,3% en Corée du Sud.



Evolutions sectorielles récentes défavorables

Les évolutions récentes de la structure de l'économie ne sont pas a priori les plus favorables à un rebond significatif de l'activité basé sur l'investissement productif et la création d'emplois. Le secteur public représente environ 40% de l'économie officielle et un quart de l'emploi formel. Si, pour des raisons historiques, le rôle du secteur public dans l'économie est très important, les réformes récentes n'ont pas apporté de changements substantiels dans ce domaine. Ainsi, le secteur public au sens large reste actif dans de nombreux secteurs dépassant largement le périmètre des fonctions régaliennes et l'accès à la terre reste étroitement contrôlé. Si le secteur public a été un moteur important de la reprise économique depuis 2015, la nécessité de poursuivre la consolidation budgétaire réduit ses marges de manœuvre à moyen terme.

Le secteur privé est très hétérogène. Les petites et micro entreprises constituent la très large majorité des entreprises égyptiennes (97% du total selon la BERD). Leur part dans l'emploi total est de 68%, un niveau largement supérieur à celui des pays de la région (40% en Jordanie et 34% en Turquie). Par ailleurs, les entreprises manufacturières de grande taille actives dans les secteurs des biens de consommation et d'équipement sont principalement tournées vers le marché intérieur. Cette surreprésentation des petites et micro entreprises constitue plutôt un frein à l'investissement. Elles sont principalement actives dans le commerce, un secteur peu intensif en capital et ne requérant pas de qualification élevée.

Le poids du secteur informel

Le secteur informel représente entre 40 et 50% de l'économie. Traditionnellement ce secteur se concentre dans les secteurs agricoles, le commerce de détail, l'artisanat et la petite industrie. Les activités informelles requièrent relativement peu de capital et de formation. Etant donné, d'une part, la précarité économique dans ce secteur, et, d'autre part, la forte dépendance entre l'activité économique et les revenus familiaux, les entrepreneurs ont tendance à y privilégier les cycles courts de retour sur investissement et donc à limiter les dépenses en capital fixe trop importantes et irréversibles.

D'une manière presque mécanique, la détérioration de la situation économique des ménages entraîne la croissance du secteur informel par nécessité. Ainsi, selon une étude de l'Université américaine du Caire¹² sur les motivations des entrepreneurs égyptiens (dans les secteurs formel et informel), ces derniers sont surtout animés par la nécessité de se procurer un revenu plutôt que par l'existence d'opportunités économiques. Selon cette analyse menée sur un échantillon de 54 pays, c'est en Egypte que la proportion d'entrepreneurs animés par la nécessité économique plutôt que la

recherche d'opportunités est la plus élevée. Par ailleurs, cette proportion a augmenté significativement sur la période récente. Cela est dû à la fois à de moindres opportunités d'emploi dans le secteur formel (fort ralentissement des recrutements dans le secteur public et attentisme dans le secteur privé) et à la baisse des opportunités économiques pour les entrepreneurs. Ismail *et al* (2019) soulignent que ces entrepreneurs par nécessité développent dans le secteur informel une activité faiblement intensive en capital physique et en capital humain, avec des perspectives très limitées de création d'emplois.

Ainsi, la période récente d'incertitude économique et de réformes affectant le revenu disponible des ménages a favorisé le développement des activités économiques guidées par la subsistance au détriment des activités guidées par les opportunités économiques qui sont sources d'accumulation de capital productif.

Une « économie de plateforme » dynamique

Parallèlement aux dichotomies traditionnelles privé/public et formel/informel, le secteur de l'économie de plateforme s'est développé rapidement en Egypte depuis quelques années. Il est basé sur la mise en réseau d'individus « entrepreneurs » dans un secteur économique donné, le plus souvent dans le domaine des services. Dans cette économie, le secteur des transports urbains a connu un développement important et diversifié, du tricycle motorisé jusqu'au service d'autobus. Les conséquences de ce développement en termes d'emplois sont significatives même si l'on ne dispose pas de chiffres précis¹³ et qu'il est difficile de faire la distinction entre une création d'emploi nette et la substitution d'un emploi informel à un emploi dans le secteur de l'économie de plateforme¹⁴.

Le développement de l'économie de plateforme correspond à la fois à la nécessité de pallier aux insuffisances des transports au Caire et de permettre à de jeunes diplômés d'intégrer le marché du travail. Il offre une alternative supérieure au secteur informel¹⁵ en termes d'autonomie et de flexibilité, mais ne procure pas le statut ni les garanties liés à un emploi dans le secteur formel. Si le développement de l'économie de plateforme a des conséquences non négligeables en termes d'emplois, il affecte a priori peu l'investissement productif et la productivité puisqu'il concerne essentiellement des activités de services nécessitant relativement peu de capital et de qualification.

¹³ Le nombre de chauffeurs travaillant pour la plateforme Uber est actuellement supérieur à 200 000.

¹⁴ A l'inverse, dans les économies développées, l'économie de plateforme peut être considérée comme une forme d'informalisation d'emplois formels. Van WELSUM D., 2016 : *Sharing is caring ? Not quite. Some observations about 'the sharing economy*, World Development report, World Bank, Background Paper Digital Dividend.

¹⁵ Rizk Nagla, 2017 : *A Glimpse into the Sharing Economy: An Analysis of Uber Driver-Partners in Egypt*, (February 22, 2017). Disponible sur SSRN : <https://ssrn.com/abstract=2946083>

¹² Ismail A., Tolba A., Barakat S., Meshreki H., 2019 : *Global Entrepreneurship Monitor. Egypt national report 2017-2018*, American University of Cairo.



L’Egypte a franchi une étape importante de son processus de réforme économique. Les principaux équilibres macroéconomiques sont en voie de consolidation : la liquidité en devise est stabilisée à un niveau acceptable et un solde primaire positif devrait être réalisé lors de l’année budgétaire en cours. Les perspectives sont positives à court terme. Néanmoins, même en voie de réduction, les déséquilibres demeurent, le service de la dette du gouvernement maintient le déficit budgétaire à un niveau élevé, tandis que la réduction de l’inflation est moins rapide qu’attendue. Par ailleurs, l’économie reste vulnérable à des éléments exogènes tels que le prix des matières premières ou l’appétit des investisseurs pour les marchés émergents. Au-delà, la question du niveau et du contenu en emplois de la croissance économique reste ouverte. A côté de certains secteurs très dynamiques, notamment dans les nouvelles technologies¹⁶, une grande partie de l’économie reste orientée vers la captation de rentes¹⁷. La politique économique de ces dernières années se caractérise par un mélange d’anciennes recettes (interventionnisme étatique massif) et de consolidation macroéconomique. Cette dernière ne pourra pas à elle seule assurer une reprise économique durable et créatrice d’emplois.

Achévé de rédiger le 8 avril 2019

pascal.devaux@bnpparibas.com

¹⁶ En 2018, l’Egypte a connu la plus forte croissance de la région MENA concernant les investissements dans les *start-up* de nouvelles technologies. Le pays est la deuxième plus importante destination des investissements dans ce secteur au niveau régional (22%), après les EAU (30%). Magnitt, 2018 MENA Venture, Investment summary.

¹⁷ Devaux Pascal, *Egypte : la rente ne suffit plus*, Conjoncture mars 2015, BNP Paribas.



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32 jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France – Marché du travail

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91 louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33 1 43 16 95 52 frederique.cerisier@bnpparibas.com

Catherine Stephan

Pays nordiques – Commerce international – Education, santé, conditions de vie

+33 1 55 77 71 89 catherine.stephan@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse – Energie, climat – Projections à long terme

+33 1 42 98 53 99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56 tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+ 33 1 43 16 95 50 laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+ 33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable

+33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Sylvain Bellefontaine

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 sara.confalonieri@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71 michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

Un indicateur, un événement économique majeur. Le détail...



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les Informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent), au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :
Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les Instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre de la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.
Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les Informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR
NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT
<http://economic-research.bnpparibas.com>

OU

VOUS POUVEZ TÉLÉCHARGER NOTRE
APPLICATION ECO NEWS
POUR SUPPORTS APPLE ET ANDROÏD



© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS
Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre
Rédacteur en chef William De Vijlder



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change