Egypte : une transition économique délicate mais bien engagée

Pascal Devaux

L'Egypte s'est engagée dans un ambitieux programme de réformes économiques. Avec le soutien des bailleurs de fonds internationaux, le flottement de la livre et des progrès dans les réformes budgétaires ont permis une réduction des déséquilibres macroéconomiques. Néanmoins, cela s'est également traduit par une envolée de l'inflation qui affecte le pouvoir d'achat des ménages. Par ailleurs, la forte hausse des taux d'intérêt est une menace pour les finances publiques.

Après cinq années de croissance ralentie et de creusement des déficits budgétaire et extérieur, ces deux dernières années ont été une période de changements importants pour l'économie égyptienne. Trois éléments ont permis un retour à de meilleures perspectives économiques. Premièrement, la décision de laisser la livre flotter a levé une contrainte forte sur l'activité et sur la liquidité en devises, qui avait baissé à un niveau alarmant. Deuxièmement, la mise en place de réformes budgétaires importantes, avec le soutien des bailleurs de fonds internationaux, a permis de stopper la dégradation des finances publiques. Enfin, le développement accéléré de nouvelles ressources gazières devrait permettre de réduire significativement le déficit commercial et d'assurer l'approvisionnement du pays en énergie. Cependant, l'ajustement économique a un coût très élevé pour la population, en raison d'une hausse des prix record, et pour les débiteurs – au premier rang desquels l'État – avec la hausse des taux d'intérêt. Ainsi, si la dynamique des réformes est positive pour la correction des déséquilibres macroéconomiques, l'ampleur de l'ajustement pourrait être source de vulnérabilités accrues.

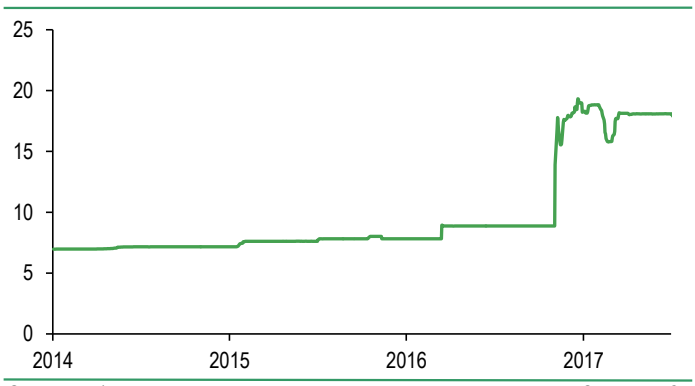
Premier bilan positif du flottement de la livre

Le flottement de la livre égyptienne en novembre 2016 a mis fin à plusieurs mois de tensions sur le marché des changes, à savoir de multiples restrictions sur les transactions commerciales (blocage des importations) et financières (contraintes sur les transactions bancaires internationales) et le développement d'un marché des changes parallèle. Le flottement de la monnaie égyptienne (qui s'est dépréciée de 50%) s'est opéré de concert avec une hausse significative des taux d'intérêt locaux et le soutien du Fonds monétaire international (FMI) sous la forme d'un prêt de USD 5,4 mds étalé sur trois ans.

Nette amélioration de la liquidité en devises du système bancaire

Le flottement de la livre, le soutien financier international ainsi que l'accélération du programme de réformes des finances publiques ont restauré la confiance dans la politique économique et permis un afflux massif de devises dans le système bancaire. Ce flux provient à la fois du transfert de devises, auparavant hors du système bancaire officiel, et d'entrées de capitaux extérieurs. On peut estimer le flux « local » à plus de USD 20 mds durant les huit mois qui ont suivi le flottement.

Taux de change : EGP/USD



Graphique 1 Source : BCE

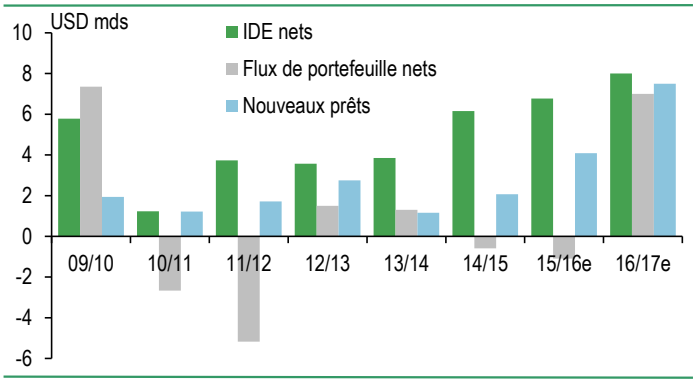
Les flux de capitaux extérieurs aussi ont été substantiels : ils sont estimés à environ USD 27 mds sur la même période. Aux USD 2,7 mds décaissés par le FMI, au titre de son « mécanisme élargi de crédit », est venu s'ajouter le soutien d'autres bailleurs multilatéraux (Banque mondiale, notamment) pour environ USD 3 mds ainsi que USD 7 mds issus de deux émissions obligataires sur les marchés internationaux. Par ailleurs, les taux d'intérêt élevés offerts par le gouvernement sur les bons du Trésor et la restauration de la confiance dans le marché des changes ont attiré environ USD 10 mds d'investissement de portefeuille.

Un peu moins de USD 1 md a par ailleurs été placé sur le marché boursier du Caire. Enfin, les transferts des travailleurs égyptiens expatriés ont été soutenus au rythme de USD 4,5 à 5 mds par trimestre. Au total, environ USD 57 mds (équivalant à environ 35% de M2 en mars 2017) sont entrés dans le système bancaire égyptien depuis la décision de laisser flotter la livre. La conséquence directe de ces entrées de devises est une amélioration sensible des réserves de change de la Banque centrale d'Egypte (BCE). Fin juin 2017[1], elles

[1] L'année budgétaire se termine en juin.

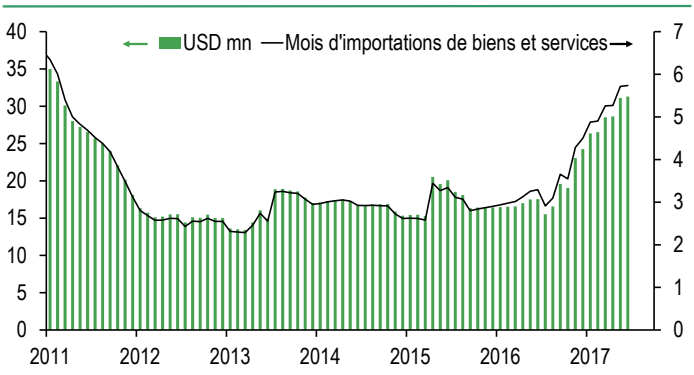
s'élevaient à USD 31,3 mds, équivalant à 5,7 mois d'importations de biens et services, par rapport au niveau alarmant onze mois auparavant de USD 15,5 mds et 2,9 mois.

Flux de capitaux internationaux



Graphique 2 Sources : BCE, FMI, BNP Paribas

Réserves de change de la banque centrale



Graphique 3 Sources : BCE, BNP Paribas

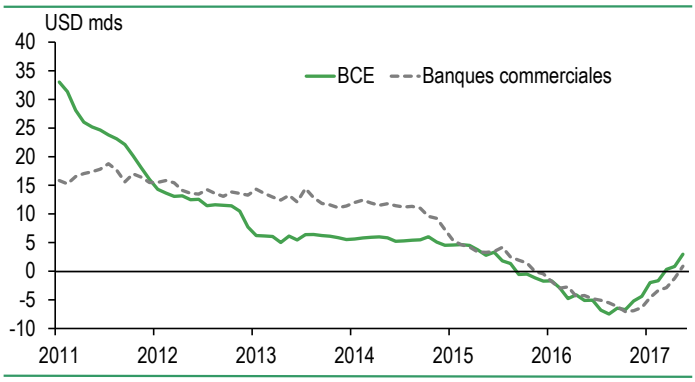
Réduction des déséquilibres externes

Plus significativement, la dette extérieure nette de l'ensemble du système bancaire (BCE et banques commerciales) s'est fortement réduite. La persistance d'un déficit important du compte courant et l'insuffisance des entrées de capitaux avaient obligé le système bancaire à s'endetter pour alimenter une partie du marché égyptien en devises. Fin octobre 2016, la dette extérieure nette de la BCE (constituée notamment de dépôts provenant des pays du Golfe) avait atteint un plus haut de USD 6,7 mds. En décembre 2016, celle des banques atteignait le même montant. En mai 2017, la position extérieure nette de la BCE est redevenue positive (environ USD 2,3 mds) ainsi que celle des banques commerciales (USD 0,9 md).

Etant donné la situation de liquidité en devises devenue beaucoup plus confortable, les restrictions sur les transactions en devises ont été progressivement levées. Par ailleurs, grâce à la reconstitution des réserves de change de la BCE, les arriérés dus par l'entreprise pétrolière nationale (EGPC) aux entreprises énergétiques internationales sont en cours de remboursement. Ils s'élevaient à environ USD 3,5 mds à fin 2016 (estimation nationale) et ont été réduit de USD 1,2 md.

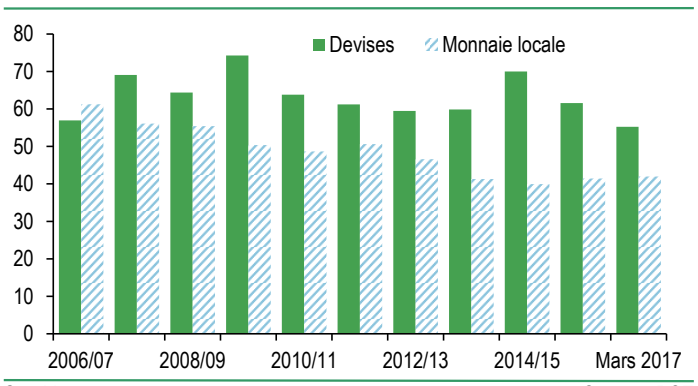
Malgré la hausse des prix du pétrole dans la seconde moitié de 2016, le solde courant s'est amélioré. Cependant, cette embellie est principalement due à l'augmentation des transferts privés, liés notamment au retour de la confiance dans le marché des changes local de la part des Égyptiens non-résidents. Ce flux devrait retrouver un niveau normal à court terme. Pour le moment, les conséquences de la dépréciation de la livre sur le solde commercial ne sont pas encore notables. Si les importations se réduisent en raison de la hausse de leur coût, les exportations n'ont pour le moment pas bénéficié de l'amélioration de la compétitivité change.

Position extérieure nette du système bancaire



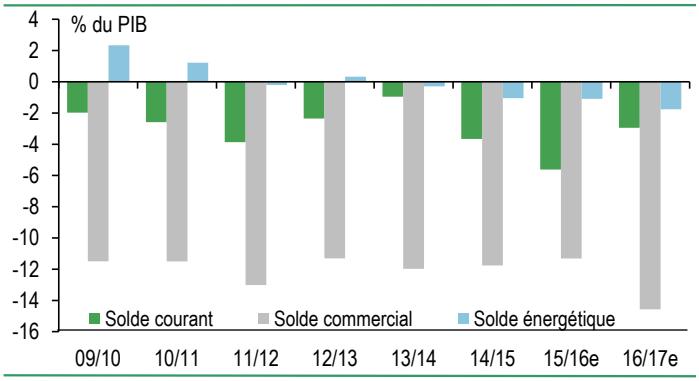
Graphique 4 Sources : BCE, BNP Paribas

Crédits au secteur privé en % des dépôts



Graphique 5 Source : BCE

Comptes externes



Graphique 6 Sources : BCE, BNP Paribas

Progrès contraints des finances publiques

Accélération des réformes budgétaires

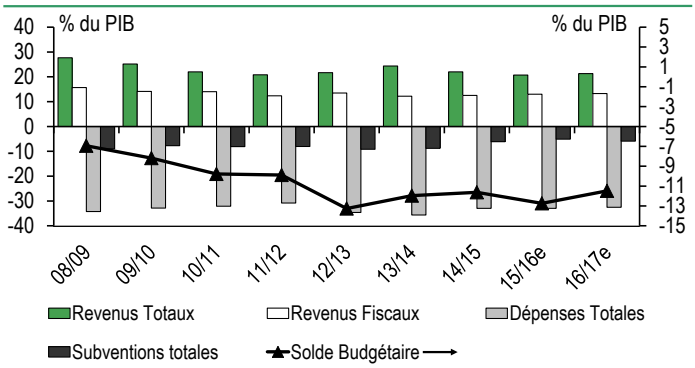
Depuis 2011/2012, la dégradation des finances publiques a été importante. Le déficit budgétaire a atteint pratiquement 12% du PIB en moyenne durant la période 2011/2012 - 2015/2016, contre 7,7% en moyenne les cinq années précédentes. Le niveau élevé des dépenses récurrentes et les difficultés pour les réduire expliquent cette détérioration. En 2015/2016, la masse salariale du secteur public et les subventions (énergie et alimentaire) représentaient chacune 28% des revenus budgétaires, tandis que le service de la dette absorbait environ 30% des revenus.

L'effort d'assainissement des finances publiques entrepris depuis 2015/2016 est significatif. En accord avec le programme de soutien du FMI, il s'est accéléré à partir de l'année 2016/2017. Les principales mesures ont été l'introduction de la TVA, actuellement de 14% (qui remplace une précédente taxe sur les biens de 10%), et la réduction des subventions à l'énergie. Si, à moyen terme, ces mesures devraient pleinement participer à la réduction du déficit budgétaire, les conséquences sur le budget ont pour le moment été limitées. La hausse de la facture énergétique, liée à l'effet change et à la hausse des prix du pétrole sur les marchés internationaux, a doublé les subventions à l'énergie par rapport au projet de budget. La vulnérabilité des dépenses de subvention à des facteurs externes devrait rester importante tant que l'écart entre le prix de l'énergie au consommateur et les prix du marché sera important (il est estimé actuellement à 65%). Par ailleurs, la nécessité de compenser les conséquences de la hausse des prix par des mesures sociales tend à augmenter les dépenses publiques. Néanmoins, du côté des recettes, l'introduction de la TVA à partir du T2 2016/2017 a contribué à accroître d'environ 30% les rentrées fiscales. La hausse de la masse salariale est restée contenue (+4%). Le déficit budgétaire primaire, quant à lui, s'est significativement amélioré en 2016/2017. Nous estimons qu'il s'est réduit de l'équivalent de 1 point de PIB pour atteindre 2,7% du PIB.

Un déficit primaire orienté à la baisse

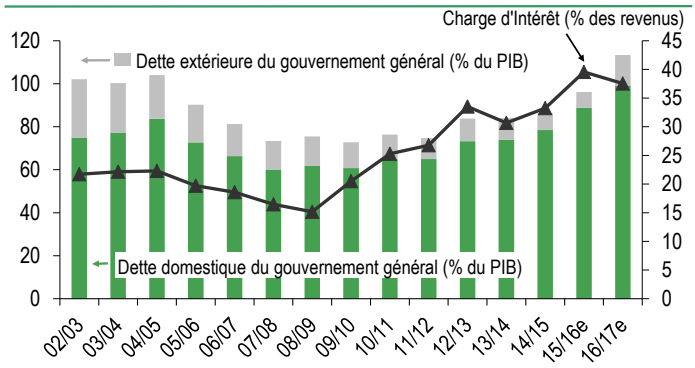
Pour l'année 2017/2018, le gouvernement prévoit la poursuite de ces tendances : une hausse des recettes fiscales, une autre – modérée – de la masse salariale et un accroissement des dépenses sociales et de subventions en raison, notamment, de l'augmentation de certains transferts sociaux. La baisse des subventions à l'énergie, qui est entrée en vigueur début juillet pour les carburants (prix en hausse d'environ 40%), devrait se poursuivre avec la hausse des prix de l'électricité. Ces mesures devraient contribuer à la poursuite de la baisse du déficit primaire que nous prévoyons à 1,3% du PIB pour l'exercice budgétaire 2017/2018. Cependant, l'objectif du gouvernement de réduire le déficit total sous les 10% du PIB nous semble optimiste. En effet, la forte hausse attendue du service de la dette pourrait remettre en question cet objectif.

Solde budgétaire



Graphique 7 Sources : MdF, FMI, BNP Paribas

Dette du gouvernement



Graphique 8 Sources : MdF, FMI, BNP Paribas

Le difficile contrôle du service de la dette accroît la vulnérabilité des finances publiques

Le niveau très élevé du service de la dette publique est une cause majeure du creusement des déficits budgétaires. En pourcentage des dépenses budgétaires, il a atteint presque 50% en 2015/2016. Le financement du déficit se fait essentiellement sur le marché local à des taux élevés et des maturités courtes. Depuis novembre 2016, malgré un recours croissant aux financements internationaux en devises pour contenir le coût de financement, la forte hausse des taux d'intérêt domestiques devrait entraîner une augmentation du taux d'intérêt apparent sur la dette publique.

Depuis septembre 2016, le taux directeur de la BCE a augmenté de 885 points de base (pb) pour atteindre 19,25%. Cette hausse des taux d'intérêt répond principalement à un double objectif de lutte contre les pressions inflationnistes et, surtout, de poursuite de l'amélioration de la liquidité en devises du système bancaire en attirant les devises qui restent en dehors du système bancaire officiel vers les dépôts bancaires dont la rémunération augmente. La dernière hausse de 200 points de base qui a pris la majeure partie des analystes par surprise ne devrait être que temporaire selon la BCE. Néanmoins, une telle remontée du coût de l'endettement représente un danger pour l'objectif de consolidation budgétaire. Même si la hausse du taux directeur de la BCE ne se transmet pas intégralement au rendement des titres émis par le gouvernement, le coût de la dette locale a augmenté fortement pour ce dernier.

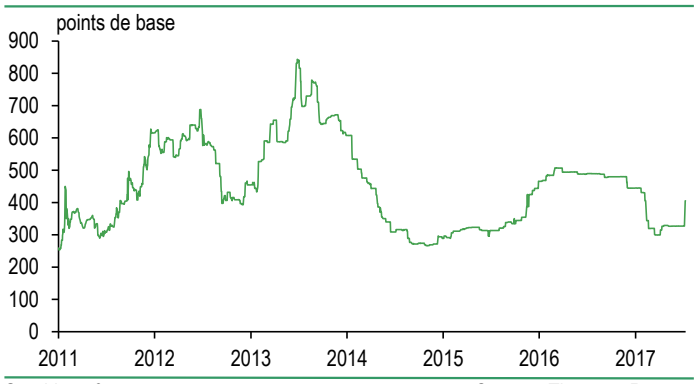
Ainsi, le taux d'intérêt sur les bons du Trésor à trois mois est passé de 15% en octobre 2016 à 22,5% lors de la dernière adjudication du 9 juillet. Le recours au financement international devant être moindre cette année (USD 4 à 5 mds environ), en année pleine, une hausse de 200 pb des taux augmente la charge d'intérêt du gouvernement d'environ EGP 40 mds (1% du PIB attendu en 2017/2018). Le coût net de la hausse des taux d'intérêt sera inférieur à ce montant. Il faut prendre en compte les diverses maturités des bons du Trésor et le revenu fiscal issu de l'activité sur le marché local des titres publics. En 2015/2016, la taxe sur les intérêts des bons du trésor avait fourni un revenu estimé à EGP 23 mds.

Néanmoins, dans ce contexte, l'objectif de réduire le déficit budgétaire sous 10% du PIB paraît difficile à atteindre. Pour notre part, nous prévoyons une légère baisse du déficit à 10,7% du PIB.

Stabilisation attendue de la dette publique

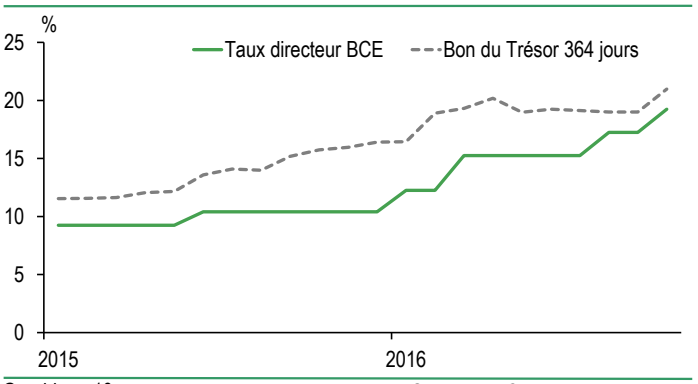
La dette du gouvernement atteint un niveau élevé (97% du PIB en 2015/2016 selon le FMI). Elle est composée majoritairement de titres émis sur le marché local avec des maturités assez courtes. Le prêt du FMI et les deux émissions obligataires de 2017 (USD 7 mds) ont contribué à augmenter la part libellée en devises, qui atteint actuellement environ 15% du total de la dette. Pour l'année fiscale 2017/2018, étant donné la forte hausse attendue du PIB nominal, cette dette devrait atteindre 94% du PIB après un maximum estimé à 113% du PIB en 2016/2017. La privatisation de certaines entreprises publiques pourrait permettre une réduction supplémentaire de l'endettement du pays. Une partie du capital de l'entreprise publique Enppi devrait ainsi être mise sur le marché à court terme. Le gouvernement en attend USD 150 m, ce qui ne devrait que marginalement réduire l'endettement public.

CDS sur les titres souverains 5 ans



Graphique 9 Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt



Graphique 10 Sources : BCE, MdF, BNP Paribas

En raison d'une croissance économique relativement soutenue et d'un niveau très élevé de l'inflation, qui maintient les taux d'intérêt réels à un niveau bas, la dynamique de la dette publique reste pour le moment contrôlable. D'ici 2021, dans l'hypothèse d'une croissance du PIB réel équivalant à 5% en moyenne et d'une inflation se maintenant à un niveau relativement élevé – notamment pour des raisons structurelles - la dette publique devrait atteindre 93% du PIB en 2021. Elle se maintiendra donc à un niveau élevé à moyen terme et restera une contrainte importante pour les finances publiques. Par ailleurs, des scénarios alternatifs de stress modéré sur la période 2019-2021 [2]

[2] Hausse du taux d'intérêt moyen, baisse de la croissance du PIB réel à 3% ou maintien d'un déficit primaire équivalant à 2,5% du PIB.

conduiraient le niveau de dette à environ 100% du PIB en 2021. Bien entendu, la conjonction de stress sur tous les différents facteurs pourrait rendre la dynamique de dette explosive.

Un horizon énergétique dégagé

Le secteur énergétique est déterminant pour la stabilité macroéconomique du pays. Il contribue aux équilibres budgétaires et externes, et est un élément moteur de la croissance économique.

La lente détérioration du secteur

Le secteur égyptien de l'énergie a connu un véritable essor au début des années 2000, tiré par les exportations de gaz naturel liquéfié (GNL) et par une forte demande intérieure. La production de gaz a plus que triplé entre 1999 et 2009 et a atteint 6 bcf/jour. Depuis 2010, le secteur connaît des difficultés, sous l'effet conjugué d'une brutale dégradation macroéconomique et des tendances structurelles de l'exploitation des ressources naturelles. La production de gaz a décliné dans l'*offshore* méditerranéen, avec l'arrivée à maturité de gisements et le report des investissements. La production de quatre grands gisements, découverts et mis en exploitation au milieu des années 1990, a ainsi amorcé une décrue en 2012. Des arriérés de paiement de la compagnie publique pétrolière égyptienne (EGPC) vis-à-vis des producteurs se sont accumulés. Ils ont atteint un pic à USD 6,3 mds en 2012 (2% du PIB) suite à l'accroissement des déficits budgétaires et à la détérioration de la position de liquidité extérieure durant la transition politique. La chute des prix du pétrole en 2014-2015 a fini par décourager les investissements étrangers, en particulier dans les projets risqués d'exploration en eaux profondes.

L'Égypte est devenue importatrice nette de gaz au cours de l'année budgétaire 2015/2016, accusant un déficit du compte énergétique extérieur de USD 3,6 mds contre un excédent de USD 5,1 mds en 2009/2010. Au cours de cette période, le creusement du déficit du compte courant a été davantage dû au déficit du compte énergétique qu'à l'effondrement du tourisme. L'activité économique en a également pâti, les ménages et l'industrie à forte intensité énergétique ayant dû faire face à des pénuries d'énergie.

Des découvertes majeures en Méditerranée

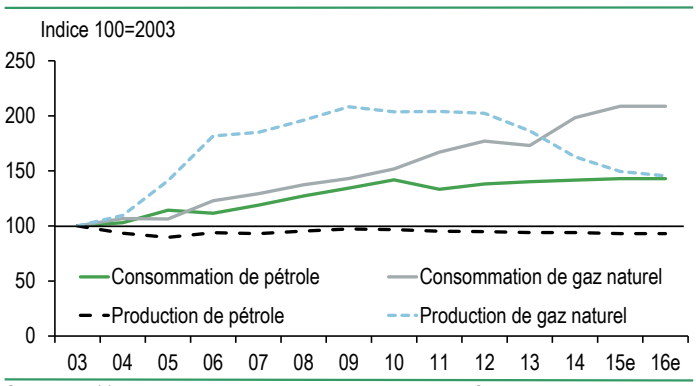
Dans une perspective de court terme, le gouvernement a conclu des accords préférentiels d'approvisionnement avec les États du Conseil de coopération du Golfe et a importé du GNL couvrant environ 25% des besoins du pays. Sur le moyen terme, le gouvernement a revalorisé de 40 à 120% les prix d'achat du gaz issu des nouveaux blocs d'exploration pour encourager la production. Il a mis sur le marché de nouveaux blocs à des conditions avantageuses pour accélérer le renouvellement des réserves. Sur le plan financier, le gouvernement a autorisé certains producteurs *onshore* à accroître leurs exportations pour ralentir l'accumulation d'arriérés. Ces mesures ont permis de diviser par deux les arriérés d'EGPC à USD 3,5 mds (décembre 2016), même si ces arriérés freinent toujours les nouveaux investissements en exploration et en production de gaz.

La découverte du vaste champ gazier de Zohr (Eni) en août 2015 a marqué un véritable tournant. L'exploitation de ce champ, dont les réserves recouvrables, estimées à 22 tcf, représentent un tiers des ressources totales de gaz, a été accélérée. La production devrait ainsi débuter au second semestre 2017. L'Égypte renouvelle actuellement la majeure partie de sa capacité de production et devrait être autosuffisante vers 2019. Les deux grands gisements de Zohr et de West Nile Delta, ainsi que les champs de Noroos et Atoll, devraient représenter une production totale d'environ 5 bcf/jour à leur maximum, soit 1,1 fois la production totale actuelle.

La poursuite des investissements est nécessaire

La limitation du volume exportable par une demande intérieure importante est une contrainte majeure pour le secteur gazier. Le principal usage du gaz en Égypte est la production d'électricité (60 à 65% de la production). La consommation de gaz dépend à la fois d'une tendance structurelle de la demande et de l'énergie réellement disponible pour les utilisateurs finaux. Alors qu'elle a sensiblement augmenté pendant la première moitié des années 2000 (+12% en moyenne durant 2000-05), la consommation de gaz est restée quasiment stable depuis 2011 en raison des pénuries (+1% en moyenne durant 2011-15). La croissance démographique est le principal déterminant de la consommation d'électricité : les ménages et les usages commerciaux représentent deux tiers de la consommation. L'augmentation de la population (+2,2% en moyenne depuis 2000) est l'une des plus fortes de la région. De plus, des activités industrielles très énergivores (acier, fertilisants) devraient renouer avec la pleine utilisation de leurs capacités. L'Égypte pourrait être confrontée à un choix difficile : exporter des excédents de gaz pour accumuler des réserves de change ou les intégrer à la production industrielle afin de favoriser les objectifs gouvernementaux de développement économique (création d'emplois et intégration industrielle).

Bilan énergétique



Graphique 11 Sources : BP, BNP Paribas

L'Égypte doit relever le double défi de la gestion de la demande et des approvisionnements en gaz. La production de certains champs gaziers souffre d'un taux de déclin important (12% en moyenne). Celle de la zone Western Desert devrait décliner dans deux à trois ans, quoiqu'à un

rythme moins soutenu. Les quatre grands gisements *offshore* récemment découverts vont être mis en production rapidement, mais ils connaîtront des plafonds de production d'une durée variable allant de 11 à 18 ans (Atoll, Zohr) à des périodes bien plus courtes de 3 à 5 ans (Noroos, West Nile Delta). Pour compenser, de nouveaux investissements dans l'exploration doivent donc être réalisés.

Selon des hypothèses prudentes quant à la consommation de gaz (+4% en moyenne annuelle à moyen terme) et le plateau de production gazière atteint en 2021, l'Égypte pourrait ne plus être en mesure d'exporter du gaz au-delà de 2022. Même si ces prévisions de production peuvent être jugées conservatrices, nous estimons que l'Égypte ne pourra continuer à exporter du gaz que si d'autres gisements sont découverts et exploités. Les progrès dans le remboursement des arriérés vis-à-vis des *majors* énergétiques devraient contribuer à restaurer la confiance des investisseurs.

Inflation très élevée

L'inflation des prix à la consommation est structurellement élevée. Sur la période 2005-2015, l'inflation moyenne a atteint 10% en moyenne. De nombreuses contraintes du côté de l'offre de biens ainsi que la vulnérabilité aux variations du prix des matières premières (l'Égypte est le premier importateur mondial de blé) et du taux de change en sont les principales causes.

Un effet change important

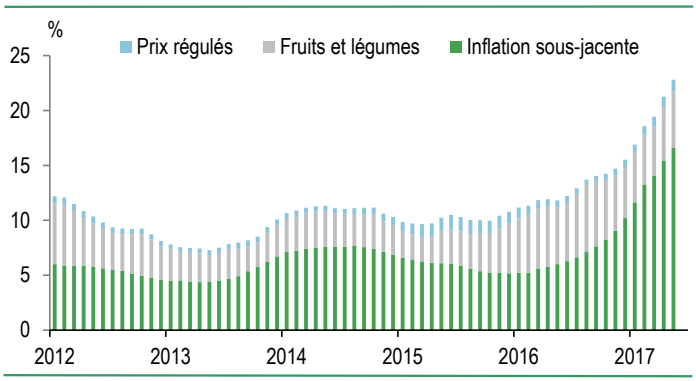
La transmission des variations du taux de change aux prix à la consommation est significative. Une analyse, menée par des membres de l'université du Caire et de la BCE sur la période 2003-2015[3], a montré que cette transmission se faisait peu de manière directe sur les prix des biens importés, mais plus significativement de manière indirecte par l'intermédiaire d'une hausse du prix des biens semi-finis et des matières premières. Cette hausse se transmet aux prix à la production avant d'affecter les prix à la consommation. Ce mécanisme est notamment dû à l'existence de producteurs nationaux importants dans le secteur des biens de consommation. Cette transmission n'est pas immédiate et reste active pendant deux ans. Par ailleurs, le degré de transmission est considéré comme incomplet, en raison notamment de l'existence de nombreux biens dont les prix sont administrés.

Depuis novembre 2016, la hausse des prix à la consommation n'a pas été immédiate mais elle est très importante. L'ampleur de la dépréciation de la monnaie égyptienne est évidemment un facteur décisif. Après le flottement de la livre de 2003, sa dépréciation par rapport au dollar US était restée relativement modérée (-13% après un an et -25% après vingt mois), tandis que la livre a immédiatement chuté de -50% après la décision de flottement de novembre 2016.

Par ailleurs, le degré de transmission a pu varier depuis 2003 en raison de facteurs plus structurels. La part des importations dans le PIB est sensiblement plus importante actuellement qu'en 2003 (21% contre 14% en termes réels). On peut supposer que cette part sera plus élevée à moyen terme, étant donné les fortes restrictions qui pesaient sur la disponibilité en devises pour les importateurs au cours des trimestres précédant le flottement de novembre 2016.

Un autre élément affectant le degré de transmission est la réaction des entreprises à la dépréciation du change. Schématiquement, face à la hausse du coût des importations, elles doivent choisir entre le maintien de leurs marges ou celui de leurs parts de marché. Un déterminant de ce choix peut être lié à l'ampleur de la dépréciation. Une variation modérée sera plus facilement absorbable en termes de coûts, or la dépréciation de mars 2016 (environ 13%) n'a pas donné lieu à une poussée inflationniste significative. Après la dépréciation de novembre 2016, en plus de la hausse des prix des facteurs de production importés, la plupart des entreprises du secteur formel ont procédé à des augmentations de salaires (de l'ordre de 10-20%) rendant nécessaire une hausse des prix de vente. Un autre facteur plus structurel influant sur l'inflation réside dans les caractéristiques des marchés, et notamment le niveau de concurrence existant sur le marché des biens de consommation.

Contributions à l'indice des prix à la consommation



Graphique 12 Sources : BCE, BNP Paribas

Une concurrence limitée sur le marché des biens de consommation

Nous estimons que la concurrence limitée dans le marché des biens de consommation, et particulièrement dans le secteur de l'agroalimentaire, est un moteur important de l'inflation. L'agroalimentaire représente environ 34% des dépenses des ménages et 31% du panier de l'indice des prix à la consommation (hors fruits et légumes). Il apparaît que le contrôle des circuits de distribution (jusqu'à une certaine forme d'intégration) constitue un élément déterminant de la stratégie de fixation des prix des entreprises. Celles-ci peuvent, en effet, contrôler directement une partie de leurs canaux de distribution et/ou distribuer leurs produits principalement dans les circuits traditionnels (commerces de proximité), sur lesquels elles conservent un certain contrôle des prix de vente. Les grandes surfaces (super et hypermarchés) se développent rapidement comme le montre l'entrée récente de chaînes

[3]Omneia Helmy, Mona Fayed, Kholoud Hussein, 2017, *Exchange rate Pass-through to Inflation in Egypt : a Structural VAR Approach*, 37th Annual meeting of the Middle East Economic Association

régionales importantes sur le marché égyptien [4]. Cependant, les producteurs privilégient avant tout la distribution traditionnelle. Leurs produits sont présents dans les circuits de la grande distribution mais il existe une réelle volonté d'en limiter la part afin de garder le pouvoir de fixation des prix. Cette stratégie est rendue possible par l'intensité relativement faible de la concurrence sur le marché intérieur. Selon le dernier rapport sur la compétitivité mondiale du *World Economic Forum*, l'Égypte se classe 112e (sur 138) selon le critère d'efficacité du marché des biens et 127e selon la sous-composante « intensité de la concurrence interne ». Sur un certain nombre de marchés de biens de consommation, notamment alimentaires, les producteurs locaux détiennent l'essentiel des parts de marché, le rôle des multinationales restant assez marginal. Suite à la dépréciation de la livre, on a pu constater des augmentations de prix allant au-delà de la hausse des coûts des biens intermédiaires importés et permettant une forme de rattrapage après quelques années de relative stabilité des prix. L'insuffisance de la concurrence sur le marché des biens explique aussi la persistance d'un niveau d'inflation élevé sur longue période, même quand les capacités de production ne sont pas pleinement utilisées.

La situation des finances publiques

Au cours du second semestre 2016, la baisse des subventions énergétiques a aussi contribué à la hausse des prix. Ceux de l'essence ont augmenté de plus de 100% par rapport à 2014, tandis que l'augmentation des prix de l'électricité s'est échelonnée de 29% à 124% suivant le niveau de consommation. La monétisation du déficit budgétaire[5], en gonflant la contrepartie de la masse monétaire, peut être inflationniste mais cet élément ne semble pas décisif. La monétisation du déficit a été assez importante en 2015 mais s'est réduite en 2016. Plus généralement, on ne constate pas de gonflement incontrôlé de la masse monétaire. L'agrégat M2 en pourcentage du PIB a faiblement progressé entre fin 2014 et mars 2017, passant de 76% à 80%.

A court terme, l'inflation des prix à la consommation devrait rester élevée. Elle a atteint 23% en moyenne en 2016/2017 et devrait s'élever pratiquement à 25% en 2017/2018. De nouvelles baisses de subventions, la persistance de l'inflation importée et une possible accélération de la demande intérieure devraient continuer d'alimenter la hausse des prix. Celle du prix de l'énergie ou des produits agricoles sur les marchés internationaux est aussi à prendre en compte, même si les prix du pétrole devraient rester contenus à moyen terme. Les moyens dont disposent le gouvernement et la BCE pour faire face à l'inflation sont pour le moment limités. L'efficacité du taux d'intérêt est affaiblie par la faible bancarisation de la population (inférieure à 15%), tandis que la politique de change de la BCE privilégie, pour le moment, l'objectif d'accumulation de réserves de change afin de faire face à d'éventuelles tensions. La récente appréciation de la livre pourrait indiquer une modification de cette politique. La BCE a fixé une cible d'inflation à 13% d'ici fin 2018 en ligne avec nos prévisions.

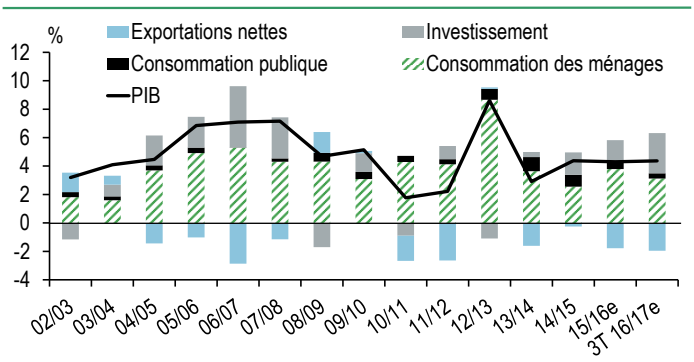
Retour de la croissance à confirmer

Investissement et exportations soutiennent la croissance

Dans un contexte budgétaire restrictif, l'activité économique a été soutenue dans la seconde moitié de l'année 2016/2017 par la dynamique positive engendrée par les réformes économiques. Selon le gouvernement, la croissance du PIB réel devrait atteindre environ 4% en 2016/2017 par rapport à 4,3% l'année précédente. L'investissement a été un moteur de la croissance, soutenu notamment par l'investissement étranger dans le secteur énergétique et un secteur de la construction qui reste très dynamique. La consommation privée – le principal moteur de croissance – est contrainte par l'inflation élevée mais elle est assez résistante.

A court terme, cette dynamique devrait se confirmer sans toutefois permettre une réelle accélération de l'activité. Même si les transferts sociaux peuvent limiter les conséquences de l'inflation sur le revenu disponible des plus pauvres, le pouvoir d'achat des classes moyennes est sévèrement affecté. Le recours de cette catégorie de la population, non seulement à des biens de consommation importés (automobiles par exemple) mais aussi aux services d'éducation et de santé du secteur privé, dont le coût est en nette hausse, va l'obliger à effectuer des arbitrages qui auront *in fine* un effet négatif sur leur consommation globale.

Contributions à la croissance du PIB réel



Graphique 13 Sources : ministère de la Planification, BNP Paribas

Concernant l'investissement, la forte hausse des taux d'intérêt contraindra les décisions d'investissement des entreprises nationales au moins à court terme. La hausse des investissements directs étrangers reste pour le moment concentrée dans le secteur énergétique. D'une manière générale, hors secteur de l'énergie, les décisions d'investissements étrangers sont surtout le fait d'entreprises déjà présentes sur le marché égyptien, de nombreuses entreprises

[4] En 2013-2016, des leaders régionaux tels que Lulu, Panda, Al Othaim et BIM se sont ajoutés à l'expansion de chaînes internationales déjà présentes telles que Carrefour et Spinney's.

[5] Les créances brutes de la BCE sur le gouvernement ont atteint 70% du PIB en 2015/2016 contre 52% fin 2012/2013. Elles sont actuellement équivalentes à 66% du PIB.

étrangères restant dans une position d'attente. Un soutien pourrait provenir de la hausse de l'investissement public, l'une des priorités du gouvernement. Ces dépenses ne représentent cependant qu'environ 10% des dépenses budgétaires totales, soit 3,5% du PIB. Enfin, la contribution nette extérieure pourrait fournir un soutien non-négligeable à l'activité en 2017/2018. Les exportations du secteur non pétrolier devraient regagner en compétitivité, mais surtout les importations pourraient se contracter significativement pour trois raisons : un effet change défavorable, les contraintes imposées par le gouvernement aux importateurs et le début de la mise en production des champs gaziers qui devrait réduire les importations d'hydrocarbures. Au total, nous prévoyons une accélération de la croissance au-delà de 5% à moyen terme.

Perspectives mitigées à moyen terme

Cependant, au-delà des évolutions de court terme et du rebond de la croissance depuis 2011, on peut s'interroger sur la capacité de l'économie égyptienne à atteindre un niveau de croissance durablement élevé, qui lui permettrait notamment de créer suffisamment d'emplois et de réduire le rôle du secteur informel. Selon une analyse de l'Institut de Finance Internationale[6], la croissance potentielle est en déclin depuis une dizaine d'années. Elle est passée de 4,4% pendant la période 2007-2010 à 3,5% actuellement. Le ralentissement de l'investissement (même si on constate une reprise en pourcentage du PIB depuis 2014) et la baisse significative de la productivité des facteurs de production expliquent cette baisse du potentiel de croissance égyptien. Des réformes de l'environnement des affaires sont en cours, avec notamment une nouvelle loi sur les investissements, et d'importantes dépenses en capital ont été entreprises, notamment dans le domaine des infrastructures et de la production énergétique. Néanmoins, certains aspects clés d'une amélioration de la productivité, tels que l'amélioration de l'employabilité grâce à des dépenses dans le domaine de l'éducation, semblent pour le moment peu présents dans le programme de réformes économiques.

Quelles sont les vulnérabilités?

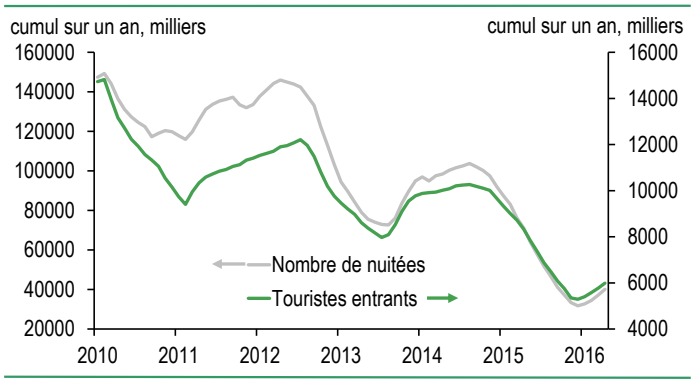
L'année 2017 est une année de transition pour l'économie égyptienne. Avec des réformes économiques importantes, les autorités veulent permettre le retour d'une croissance soutenue dans un environnement macroéconomique stabilisé. Ce scénario peut être menacé par trois éléments : la persistance du risque politique, la difficile coordination de la politique économique et l'évolution des marchés internationaux.

Tensions politiques

L'Égypte et l'ensemble du Moyen-Orient sont affectés par des tensions politiques. Le tourisme s'est effondré depuis 2011. Tandis que la fréquentation annuelle s'élevait à pratiquement 15 millions de touristes en 2010, elle était de 5,4 millions en 2016. On observe une timide reprise de l'activité dans le secteur (+11% au T3 2016/2017 en rythme annuel), notamment avec la réouverture de certaines lignes aériennes. L'ensemble des lignes aériennes n'ont pas été ré-ouvertes (avec la Russie par exemple) et le développement de nouvelles provenances (Chine) se fait très progressivement.

Les conséquences de la crise politique dans le Golfe (l'Égypte est un partenaire de la coalition à l'origine de l'embargo contre le Qatar) sont pour le moment limitées pour l'économie égyptienne. Cependant, cette crise représente un risque économique en raison de la forte présence égyptienne au Qatar (environ 250 000 personnes occupant principalement des emplois qualifiés). Une aggravation du régime de sanctions pourrait impliquer des mesures de rétorsion de la part du Qatar. Cependant, la dépendance relative des deux économies limite la possibilité d'une telle issue : le Qatar est présent dans certains secteurs clés de l'économie égyptienne (industrie, banque) ; il a lui-même besoin de la qualification des Égyptiens pour faire fonctionner une partie de son économie.

Fréquentation touristique



Graphique 14 Sources : BCE, BNP Paribas

Un dosage délicat pour la politique économique

Au cours de l'année 2017/2018, la coordination des objectifs de court terme de la politique monétaire (restaurer la liquidité bancaire et réduire l'inflation) et des réformes budgétaires de moyen terme pourrait s'avérer difficile. La situation budgétaire est encore fragile et la forte hausse des taux d'intérêt de la BCE a potentiellement des conséquences négatives importantes sur le service de la dette, et donc sur la dynamique de restauration des finances publiques à moyen terme. Pour le moment, l'augmentation des rendements sur les titres publics attire les investisseurs étrangers. Mais l'année 2018 sera une année électorale, ce qui pourrait favoriser un relâchement de la consolidation budgétaire comme on l'observe dans de nombreux pays dans de telles circonstances. Il conviendra donc d'être attentif à la durée du durcissement monétaire, qui n'est a priori que très temporaire.

[6] G Iradian, Y Yakhshilikov, B Markovic, 2017, Egypt research note. *Major adjustment is underway*, IIF

Changements dans la vulnérabilité aux marchés internationaux

La vulnérabilité aux variations du prix des hydrocarbures sur les marchés mondiaux se réduit en raison de la forte hausse de la production gazière et des investissements dans la production électrique qui amélioreront notablement l'efficacité énergétique. Par ailleurs, la baisse des subventions énergétiques avec un objectif de recouvrement des coûts à moyen terme réduira la vulnérabilité des finances publiques aux prix du pétrole.

Cependant, le flottement de la livre et la hausse des taux d'intérêt exposent les comptes extérieurs à la volatilité des flux de capitaux internationaux. Actuellement, l'Égypte est le deuxième pays le plus attractif pour les opérations de *carry-trade*, derrière l'Argentine. Ce flux pourrait devenir plus volatil avec la poursuite de l'appréciation de la livre dans les prochains trimestres et l'amorce d'une baisse des taux d'intérêt.

Conclusion

Face à une situation macroéconomique qui devenait alarmante, les autorités égyptiennes ont fait le pari de réformes massives et rapides, avec le soutien de la communauté financière internationale. Les premiers objectifs ont été atteints : restaurer la liquidité en devises du pays et inverser la détérioration des finances publiques. Cependant, d'autres déséquilibres se forment : dans une économie faiblement bancarisée, la hausse massive des taux d'intérêt ne permet pas de réduire l'inflation et alourdit le service de la dette publique.

Le risque est que durant cette année de transition se forme un « trop plein » de réformes incompatibles entre elles. La question du dosage de la politique monétaire par rapport aux objectifs de réforme budgétaire est ici décisive. Le moyen pour l'économie égyptienne de sortir par le haut de ce passage délicat est le retour à une croissance soutenue et diversifiée. Celle-ci n'est possible que grâce à la combinaison d'une consommation des ménages soutenue et de l'accélération de l'investissement productif.

Achevé de rédiger le 13 juillet 2017

pascal.devaux@bnpparibas.com

.

RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William DE VIJLDER Chef Economiste	+33(0)1 55 77 47 31	william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc PROUTAT Responsable	+33.(0)1.58.16.73.32	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
Alexandra ESTIOT Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation	+33.(0)1.58.16.81.69	alexandra.estiot@bnpparibas.com
Hélène BAUDCHON France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail	+33.(0)1.58.16.03.63	helene.baudchon@bnpparibas.com
Frédérique CERISIER Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal	+33.(0)1.43.16.95.52	frederique.cerisier@bnpparibas.com
Thibault MERCIER Zone euro (conjoncture et politique monétaire),France (réformes structurelles)	+33.(0)1.57.43.02.91	thibault.mercier@bnpparibas.com
Catherine STEPHAN Pays Nordiques - Commerce international - Education, santé, conditions de vies	+33.(0)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.(0)1.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
Tarik RHARRAB Statistiques	+33.(0)1.43.16.95.56	tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent QUIGNON Responsable	+33.(0)1.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Céline CHOULET	+33.(0)1.43.16.95.54	celine.choulet@bnpparibas.com
Thomas HUMBLOT	+33.(0)1.40.14.30.77	thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François FAURE Responsable - Argentine	+33.(0)1 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
Christine PELTIER Adjointe - Grande Chine, Vietnam, autres pays d' Asie du Nord	+33.(0)1.42.98.56.27	christine.peltier@bnpparibas.com
Stéphane ALBY Afrique francophone	+33.(0)1.42.98.02.04	stephane.alby@bnpparibas.com
Sylvain BELLEFONTAINE Turquie, Brésil, Mexique, Amérique centrale et du Sud	+33.(0)1.42.98.26.77	sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
Sylvain BERSINGER Angola, Nigeria, Afrique du Sud	+33.(0)1.42.98.02.45	sylvain.bersinger@bnpparibas.com
Pascal DEVAUX Moyen Orient, Balkans	+33.(0)1.43.16.95.51	pascal.devaux@bnpparibas.com
Anna DORBEC CEI,Europe centrale	+33.(0)1.42.98.48.45	anna.dorbec@bnpparibas.com
Johanna MELKA Asie, Russie	+33.(0)1.58.16.05.84	johanna.melka@bnpparibas.com

Michel BERNARDINI Contact Média	+33.(0)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

ECOFLASH

Un indicateur, un évènement 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

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



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'acceptera 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 desquelles 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 Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, 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 du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. 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 agréé 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.

© 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
Achevé de rédiger : Avril 2017

BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change