

# Perspectives

N°24/195 – 23 juillet 2024

## ÉGYPTE – Rétrospective d'une crise de change : comment construire la confiance ?

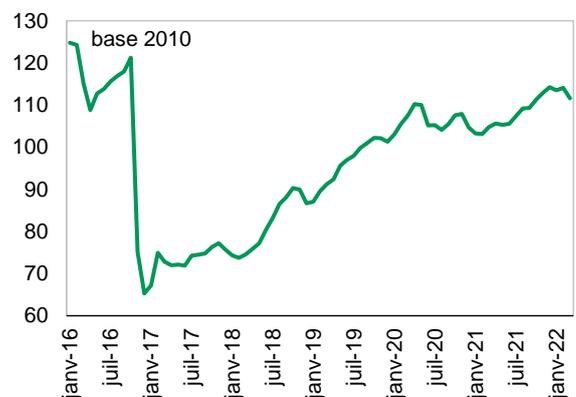
- L'économie égyptienne, bien qu'affaiblie, se relève de deux ans de crise de liquidité extérieure. Cette crise rappelle à quel point un pays endetté et dépendant de financements externes est vulnérable à la confiance des investisseurs.
- La perte de confiance du marché dans la monnaie s'est en effet matérialisée par une vague d'anticipations de change pessimistes et autoréalisatrices. La valeur de la livre n'avait alors pour repère que les spéculations du marché.
- Grâce aux importants financements des Émirats, couplés à ceux du FMI, le risque de liquidité extérieure a fortement diminué. Mais il ne s'agit pas d'un blanc-seing de confiance à long terme. Face à un choc, l'Égypte resterait vulnérable au retournement des anticipations.
- La transition vers un système de change flexible est donc la clé de voute de la sortie de crise mais elle ne sera pas suffisante sans la construction d'un modèle économique plus solide, qui ancrera les anticipations des investisseurs dans le long terme.
- Par ailleurs, la question n'est pas seulement d'avoir un change flexible, mais aussi de limiter les effets de cette flexibilité sur une société égyptienne paupérisée, sans épuiser les dernières ressources budgétaires.
- Il est donc essentiel de rappeler l'histoire récente et chahutée du taux de change pour poser les enjeux économiques des années à venir. Et ainsi, comprendre le pari que les créanciers extérieurs font sur ce pays.

L'ancrage des anticipations autour d'un système de change crédible est au cœur de la stratégie de sortie de crise du gouvernement égyptien. Mais ce n'est pas la première fois ! Depuis 2016, la promesse d'une transition vers un change flexible a été l'une des conditions déterminantes de l'assistance du FMI. Apparemment la solution est simple, elle a déjà été mise en œuvre dans d'autres pays émergents. Mais en Égypte, elle s'est heurtée à un écosystème complexe de politiques économiques. Dans la réalité, les coulisses de la transition du système de change égyptien ont donc été particulièrement mouvementées.

### Le change flexible, du narratif à la réalité

En 2016, la promesse d'un change flexible appuyée sur l'aide du FMI et sur un lourd ajustement de la livre contre le dollar, avaient sorti l'Égypte d'une sévère crise de liquidité. Entre 2016 et 2022, l'appréciation de la devise égyptienne en termes réels – contre-intuitive compte tenu des déficits courants persistants – n'avait pas semblé éroder la crédibilité de cette transition du régime de change.

Taux de change effectif réel



Sources : JP Morgan, Crédit Agricole S.A./ECO

Cependant, en 2022, le choc de la guerre en Ukraine, qui a renchéri brutalement le prix des importations<sup>1</sup>, a fait apparaître plus clairement les symptômes du désalignement de la livre avec les fondamentaux économiques, ainsi qu'avec les termes de l'échange. La pénurie de dollars, vite aggravée par des fuites de capitaux, a alors bloqué les biens importés au port. Le marché parallèle de la livre s'est développé, et les banques ont puisé dans leurs avoirs extérieurs nets pour régler leurs opérations en dollars. La rigidité du cours officiel de la livre face au choc externe a donc remis en cause la crédibilité du système de change. Plus profondément, elle a pointé des signaux de malaise institutionnel, avec un modèle de gouvernance économique qui ne semblait pas adapté à un régime de change flottant.

De fait, l'économie égyptienne reste très centralisée autour de l'État et en partie administrée. Un cours monétaire dicté par les marchés s'insère donc difficilement dans une telle tradition de pilotage des politiques économiques. Néanmoins, jusqu'en 2022, les autorités s'étaient efforcées de mener une politique de compromis entre cette tradition d'économie centralisée en interne et, en externe, un ancrage des anticipations de marché autour d'un narratif de flexibilité du change.

## Le décrochage des anticipations

Après le choc de la guerre en Ukraine, ce compromis va devenir un jeu d'équilibriste entre stabilisation (artificielle) du change et rattrapage, par à-coups, d'anticipations qui décrochent. Cela va créer une grande confusion sur les marchés et une perte de confiance en la capacité de la banque centrale à offrir une sortie de crise. Cette politique a conduit à une série de dévaluations par paliers (mars 2022 : -15%, octobre 2022 : -19%, janvier 2023 : -17%), qui n'ont pas réussi à rétablir la confiance.

En février 2023, la livre s'était dévaluée de plus de 50%, sans canaliser les anticipations baissières. À ce moment-là, les spéculations sur la valeur de la devise (premium du marché parallèle, contrats *forward*, etc.), relayées quotidiennement dans la presse, ont accentué la perte de repères des marchés, laissant une question centrale irrésolue : quelle est la valeur d'équilibre de la livre ? Jusqu'où va-t-elle baisser ?

## D'où viennent les déséquilibres externes structurels ?

**La forte vulnérabilité de la monnaie égyptienne au sentiment des investisseurs étrangers est**

<sup>1</sup> Les céréales, dont le prix a lourdement été impacté par la guerre en Ukraine, sont le produit d'importation qui pèse le plus lourd sur la balance commerciale de l'Égypte – 6,5 milliards USD en 2023, dont 60% de blé.

**d'abord le reflet de déficits élevés et structurels de la balance des marchandises, qui ont rendu le pays dépendant d'importants financements externes.** En 2023, bien que les importations aient été contraintes par les difficultés d'accès au dollar<sup>2</sup>, le déficit de la balance des marchandises a atteint 31 milliards de dollars, soit 8,1% du PIB, contre une moyenne de 11% sur 2018-2022. Ce déficit s'explique par de longues années de faibles investissements productifs. Cela a limité la croissance des exportations, inférieure à celle des importations, qui ont été, au contraire, poussées à la hausse par une forte demande intérieure.

### La forte demande intérieure sous-tend les déséquilibres externes

La croissance égyptienne est principalement tirée par la consommation privée. Celle-ci a contribué à 83% du PIB en moyenne sur la période 2018-2022, 10 pp au-dessus de sa moyenne sur la période 2005-2019, précédant les printemps arabes. Ce dynamisme de la consommation privée est en fait le principal facteur de résilience de la croissance égyptienne, qui n'a connu aucune récession malgré les chocs d'ampleur de ces 15 dernières années (Printemps arabes, coup d'État militaire, attentats terroristes, crises de liquidité, Covid).

La consommation est nourrie par une croissance démographique dynamique (autour de 2%), une inflation élevée qui désincite l'épargne (très faible, à 10% du PIB en 2023), et une structure très forte de soutien familial de la diaspora. Ainsi, les travailleurs étrangers ont effectué des transferts de fonds à hauteur de 8,5% du PIB en moyenne sur 2017-2021. Ces transferts ont un impact significatif sur la décorrélation partielle de la consommation des ménages avec la conjoncture. Par ailleurs, les crises ont renforcé l'aspect solidarité de ces transferts, qui ont par exemple prouvé leur résilience au choc du Covid. La contribution de ces revenus à la balance des paiements a certes drastiquement diminué pendant la crise de change 2022-2024 (10 milliards USD de manque à gagner en 2023), mais les réseaux informels ont pris le relais, et offert un solide coussin à la consommation contre la dépréciation de la livre.

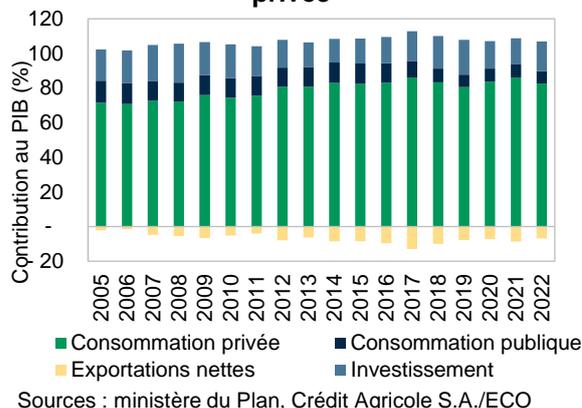
En comparaison, la contribution de l'investissement au PIB stagne. Après avoir péniblement retrouvé son niveau d'avant le Printemps arabe en 2019 (20% du PIB), l'investissement est de nouveau en recul, à 17% du PIB en 2022. Cela reflète l'environnement déprimé des affaires, notamment capturé par l'indice PMI, qui pointe constamment une contraction industrielle depuis 2022. L'instabilité de la situation économique a créé une situation d'attente. Cependant, les autorités ont lancé un vaste chantier pour encourager l'investissement. Il vise notamment à réduire la lourdeur administrative, à limiter le rôle du gouvernement dans les instances de régulation, et à limiter les provisions légales qui offrent des traitements préférentiels aux entreprises publiques.

Enfin, des « giga » projets d'infrastructure – dont la nouvelle capitale – menés par des entreprises publiques,

<sup>2</sup> En 2023, les importations hors pétrole baissent de plus de 20% (à 57 milliards USD contre 74 milliards USD en 2022)

ont contribué à la surchauffe de la demande intérieure. En effet, ces projets – identifiés par le FMI comme un facteur de déséquilibres externes – requièrent d'importants flux d'importations. Ils sont notamment très gourmands en biens d'équipement qui constituent l'un des premiers postes d'importation. Le programme révisé du FMI préconise donc un ralentissement et une surveillance de ces projets.

### Un PIB tiré par la consommation privée



3

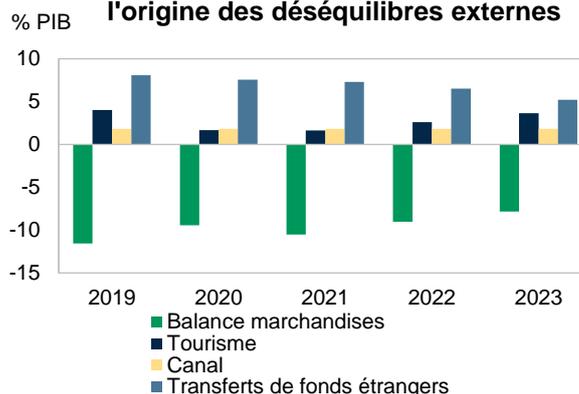
La balance des hydrocarbures avait un moment aidé à résorber le déficit de la balance des marchandises, à partir de 2018, avec l'entrée en production du champs gazier Zohr. Elle a même été excédentaire en 2022. Mais à partir de l'été 2023, la production – en baisse – a été absorbée par la forte demande intérieure. Sur les neuf premiers mois de l'année fiscale 2024, le solde négatif des hydrocarbures a donc contribué au déficit courant à hauteur de -1,3% du PIB. C'est un nouveau défi de taille auquel l'Égypte doit faire face.

Le déficit de la balance des marchandises est partiellement couvert par trois rentes : le tourisme, les revenus du canal de Suez et les revenus des travailleurs à l'étranger. Ces rentes se sont toutefois révélées volatiles, à l'épreuve des chocs. Il faut ajouter à cela la géopolitique régionale, qui pourrait les impacter durablement. Le trafic journalier du canal de Suez, en particulier, a diminué de 50% en moyenne depuis le début de l'année, sous la menace des Houthis en mer Rouge. L'impact sur le tourisme devrait être moins important, mais il va pâtir des tensions dans la région.

<sup>3</sup> Les graphiques sont présentés en années fiscales (ex. : 2023 correspond à la période juillet 2022 à juin 2023)

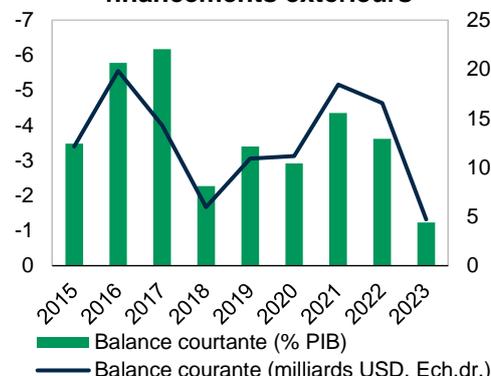
<sup>4</sup> La forte diminution du déficit courant en 2023 résulte d'une bonne performance du tourisme et des revenus du canal de

### Un large déficit commercial à l'origine des déséquilibres externes



Ainsi l'économie égyptienne est contrainte par d'importants flux d'importations et dépendante des revenus de ses rentes. Il en résulte une grande volatilité du déficit de la balance courante, qui amplifie les besoins de financement extérieurs, lorsque les chocs surviennent. Ces financements peuvent s'avérer d'autant plus difficiles à mobiliser que, du fait de la grande taille de l'économie, leur montant nominal en dollars est élevé. Et, à partir de 2022, l'accès au marché s'est avéré de plus en plus contraint.

### D'importants besoins de financements extérieurs



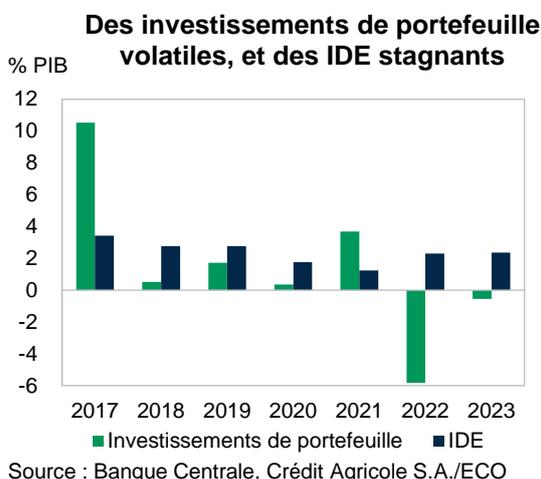
4

### Les fuites de capitaux ont révélé un modèle de financement extérieur difficile à soutenir

Entre 2016 et 2022, l'afflux d'investisseurs étrangers sur le marché de la dette souveraine en monnaie locale, très rémunérateur, a gonflé les liquidités du pays, mais il a masqué l'urgence d'un rééquilibrage de la balance commerciale. Or, l'histoire financière des pays émergents rappelle

Suez, mais surtout d'une compression des importations, contraintes par la pénurie de dollars.

que, lorsque la confiance disparaît, ces financements court-termistes et opportunistes par nature se tarissent vite – voire, se retirent massivement – accentuant la pénurie de dollars. C'est exactement le mécanisme qui a créé de fortes pressions à la baisse sur la livre en 2022, pressions rapidement autoréalisatrices.



Dans un second temps, dès que les différents acteurs économiques prennent conscience que les robinets du dollar se ferment, ils retiennent leurs revenus d'exportation, ou ceux de leur famille à l'étranger – ils préfèrent parfois aussi échanger leurs dollars au cours du marché parallèle, ce qui exacerbe la rareté sur le marché officiel. Enfin, c'est l'ensemble des investisseurs étrangers qui, anticipant une nouvelle dévaluation, retardent leurs décisions d'investissement. **La part que joue la perte de confiance dans cette crise de liquidité en trois temps devient alors majeure.**

### En 2023, l'attente du moment propice

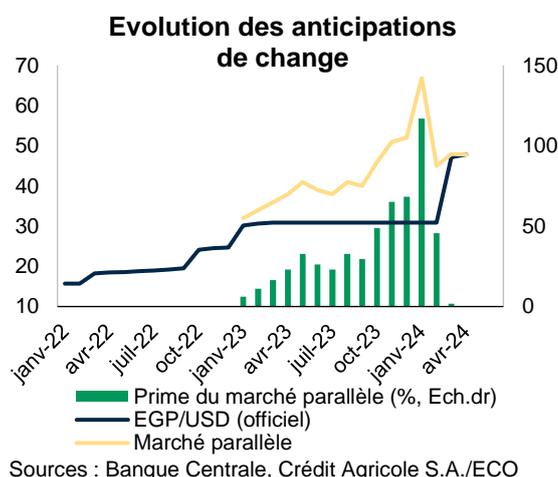
Fin 2022, le FMI entre de nouveau en scène avec sa carte maîtresse : le retour à un change flexible, pour rétablir la confiance. *Bis repetita* ! La formule est simple, presque magique, puisqu'un prix de la monnaie qui reflète en permanence la dynamique d'offre et de demande ne ment pas, il est fiable. Mais, en pratique, l'équation de stabilisation des anticipations est plus complexe, surtout après un cycle de dévaluations.

Dans un premier temps, si la livre est pleinement libérée de ces contraintes, elle doit naturellement rattraper le cours du marché parallèle. Mais si les acteurs économiques continuent à retenir le dollar, les pressions à la baisse peuvent s'accroître. Pour que le programme du FMI réussisse, il fallait donc rétablir la liquidité du change. À défaut, le risque d'un véritable effondrement de la monnaie était important et il aurait été particulièrement coûteux, en termes d'inflation et de stabilité macroéconomique et sociale. Il risquait aussi de faire dérailler la

dette de l'État. À partir de février 2023, les autorités abandonnent donc leur promesse d'un change flexible et travaillent surtout à construire le moment propice pour rétablir la crédibilité de la devise – c'est-à-dire le moment où le coût d'un nouvel ajustement monétaire, inévitable, allait être le plus limité possible.

À la recherche de liquidité, l'Égypte se tourne vers ses partenaires stratégiques naturels, à savoir les pays du Golfe, auxquels l'État propose un programme de privatisation d'actifs. Mais les transactions tardent à se matérialiser et c'est un nouveau coup porté à la confiance des investisseurs, qui se questionnent sur le soutien des pays du CCG. La question de la valorisation des actifs se complexifie aussi, puisque l'Égypte se refuse à brader ses actifs performants sur la base d'une prévision de change qu'elle pense refléter un moment de crise, plus que ses fondamentaux.

Le moment propice pour l'ajustement de change tarde donc à se présenter, et cela retarde le programme du FMI – ce qui augmente l'incertitude des marchés. Lorsque la guerre entre Israël et le Hamas éclate, perturbant simultanément les deux principales rentes en dollars de l'Égypte (le tourisme et les revenus du canal), les anticipations des acteurs économiques s'emballent vers un point de rupture (le taux de change du marché parallèle atteint presque 70 EGP/USD contre un change officiel à 31 EGP/USD).



## Le pari du FMI adossé au Golfe

C'est dans ce contexte que l'intervention d'Abu Dhabi, qui signe en février 2024 l'accord de développement de Ras Al-Hekma, valorisé à 35 milliards de dollars dont 10 milliards versés immédiatement<sup>5</sup>, prend un air de plan de sauvetage. Rassurés sur la capacité de l'Égypte à faire face à ses besoins de financement et à reconstituer des réserves de change (à 46 milliards de dollars en mai, soit près de 5 mois de paiements extérieurs courants, contre 3,8 en février<sup>6</sup>), les marchés s'apaisent enfin et permettent aux autorités de procéder à l'ajustement monétaire nécessaire pour rétablir une confiance plus solide dans la livre.

### Le rôle des partenaires du Golfe

En avril 2024, dans sa *newsletter* destinée aux investisseurs, le ministère des Finances faisait état de l'avancement du programme de privatisation, dont les principales transactions sont résumées dans le tableau ci-dessous.

Actifs	Secteur	Acheteur	Valeur	Commentaire
Participations publiques dans divers actifs	Divers	PIF (Arabie Saoudite)	1,3 milliard USD	Vente conclue en juillet 2023
Participations dans ELAB, EDC et	Pétrole et pétrochimie	ADQ (Emirats)	800 millions USD	Vente conclue en août 2023 et paiement reçu en novembre 2023
7 hôtels réunis sous une holding	Tourisme	Talaat Moustafa (partenaire égyptien dans le développement immobilier)	800 millions USD	Vente conclue en août 2023 et paiement reçu en novembre 2023
Participation dans Eastern Company	Tabac	Global Investment Holding (Emirats)	650 millions USD + 150 millions USD pour financer l'importation de tabac	Vente conclue en août 2023 et paiement reçu en octobre 2023
Participation dans Ezz Dekheila	Acier	Ezz Steel (partenaire égyptien dans l'acier)	245 millions USD	2/3 de la vente transférée de l'étranger en septembre 2023

L'Arabie saoudite et les Émirats en sont les principaux partenaires stratégiques. En revanche, l'accord pour le développement de Ras Al-Hekma – par sa taille et sa négociation discrète et en direct en dehors du programme de privatisation – prend d'avantage la forme d'un plan de sauvetage. Il semble que les Émirats aient alors pris les devants pour jouer le rôle de « prêteur en dernier ressort » attendu par le marché de la part des partenaires du Golfe.

Ce dernier ajustement du change a apparemment convaincu les acteurs économiques et les investisseurs. Quant au FMI, dont les financements étaient suspendus depuis mars 2023, il a également crédibilisé le tournant en matière de politique de change en validant les deux premières revues du programme – par ailleurs considérablement augmenté à 8 milliards de dollars versus 3 milliards initialement. En témoigne le prix des CDS qui, dès mars 2023, baisse drastiquement. Enfin, indicateur

<sup>5</sup> Le règlement s'est fait en deux tranches : la première immédiate à la clôture de 15 milliards USD, dont 5 Mds par conversion de dépôts des Émirats à la banque centrale en investissement. La seconde, mi-mai, de 20 milliards USD, dont 6 Mds par nouvelle conversion de dépôts.

clé de la confiance dans la monnaie à court terme, les investisseurs étrangers ont fait un retour tonitruant sur le marché des bons du Trésor en livres, injectant près de 20 milliards de dollars entre février et mars, selon le dernier rapport de la banque centrale.

## Quels sont les risques qui pèsent sur cette confiance retrouvée ?

Il aura coûté cher à l'Égypte de rétablir la confiance dans sa monnaie – une nouvelle dévaluation de près de 40% et un resserrement sévère des taux d'intérêt (+800 points de base depuis janvier) qui renchérit le coût déjà élevé de la dette publique. Celle-ci ressort à 96% du PIB en 2023 et impose des efforts budgétaires encore plus stricts.

### Une dynamique de la dette défavorable, qu'il va falloir surveiller

L'Égypte avait réussi à embarquer sa dette publique sur une trajectoire baissière entre 2017 (98% du PIB) et 2019 (80%). Si la forte inflation avait aidé à diluer les dépenses budgétaires en termes réels, ce sont aussi des réformes fiscales courageuses qui l'avaient permis. Notamment, le gouvernement avait supprimé des subventions énergétiques historiques et largement réduit les subventions alimentaires.

Mais les gains de cet effort de consolidation ont été perdus avec la succession des chocs du Covid et de la crise de liquidité. En 2023, la dette atteint de nouveau 96% du PIB, principalement sous l'effet des dévaluations qui ont gonflé le poids de la dette externe. Des taux d'intérêt réels largement négatifs ont cependant permis de maintenir une dynamique de dette soutenable.

Le resserrement sévère des taux d'intérêt – condition indispensable à l'ajustement du change – a inversé cette dynamique. Les taux d'intérêt réels sont repassés en territoire positif et vont entraîner la dette dans une trajectoire haussière. Cela revient à dire que l'inversion de cette trajectoire repose sur une croissance économique résiliente et des surplus budgétaires primaires (avant paiement des intérêts) ambitieux. Tout accident sur la croissance viendrait hausser le seuil de surplus budgétaire primaire nécessaire pour stabiliser la dette. La marge de manœuvre pour atteindre ce seuil serait alors très limitée. **Le programme révisé du FMI impose donc une consolidation du solde primaire très exigeante** – en hausse continue de 2,1% en 2024 à 5% en 2027<sup>7</sup>. C'est le double de l'objectif de moyen terme fixé dans le programme initial. Et cela, malgré les revenus des ventes d'actifs publics dont la moitié servira à réduire la dette.

<sup>6</sup> Les actifs extérieurs nets des banques, tombés à une position négative de -17,5 milliards USD en février 2024, se restaurent aussi à -2,8 milliards USD en mars.

<sup>7</sup> Objectifs du programme du FMI, excluant les revenus issus des ventes d'actifs publics (dont Ras Al-Hekma).

Programme révisé	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27
Croissance	3,0	4,4	4,7	5,1
Surplus primaire (% du PIB)	2,1	3,5	4,5	5,0
Dette/PIB (%)	99,0	85,3	79,9	73,6
Programme initial	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27
Croissance	5,3	5,7	5,9	5,9
Surplus primaire (% du PIB)	2,1	2,3	2,3	2,4
Dette/PIB (%)	89,8	88,1	85,8	82,9

**Cette exigence du FMI reflète son évaluation de la soutenabilité de la dette égyptienne, dont la conclusion établit que la dette est « soutenable, mais pas avec une forte probabilité ».<sup>8</sup>**

La consolidation budgétaire de 2016-2019 a prouvé la capacité des autorités à mener des réformes budgétaires difficiles. Cependant, avec un ratio intérêts/revenus que Fitch prévoit à 68% pour l'année fiscale 2025, la rigidité du budget s'est considérablement accrue depuis 2016, et il reste peu de marge pour réduire les dépenses. **La stabilisation de la trajectoire de la dette publique repose donc sur une augmentation importante des taxes, un exercice difficile, dont les résultats sont moins prévisibles et potentiellement inflationnistes.**

En fait, l'État n'a plus beaucoup de marge pour absorber les effets de nouveaux chocs de change sur une classe moyenne paupérisée par deux ans de crise et d'inflation. En 2019, un tiers de la population vivait sous le seuil national de pauvreté et la Banque mondiale<sup>9</sup> estime qu'un autre tiers de la population était vulnérable, et susceptible de tomber dans la pauvreté. **La question n'est donc pas seulement d'avoir un change flexible, mais de limiter les effets de cette flexibilité sur la société, sans épuiser les dernières ressources budgétaires.** C'est à cette condition seulement que l'Égypte pourra tenir sa promesse de transition durable vers un change flexible.

Par ailleurs, si le pari du FMI s'appuie cette fois sur un partenariat avec les pays du Golfe, ce qui achète un temps de tranquillité sur les anticipations, cela ne supprime pas certains risques. En particulier, celui d'un décalage de temporalité entre la réforme monétaire et la libéralisation de l'économie. Celle-ci est fondée sur un désengagement de l'État et de l'armée, qui vise à améliorer le climat des affaires et à favoriser l'investissement. Mais tout cela doit se faire dans un contexte où « le stock de confiance » dans la transition vers le change flexible, trois fois promise, a déjà été érodé. **La principale difficulté pour la politique économique égyptienne est donc de gérer l'effet de combinaison entre une dette publique élevée à moyen terme et le souvenir des crises de liquidité et des dévaluations à répétition – qui ont érodé la**

**confiance dans la gouvernance économique.** Ces dernières ont imprimé une dynamique de court terme qui constitue un frein à l'investissement, à la compétitivité des exportations, ainsi qu'à la réduction du déficit commercial.

Le pari conjoint des partenaires du Golfe, du FMI et des autorités égyptiennes est donc, par la confiance, de rallonger les anticipations des investisseurs, afin d'enclencher un cercle vertueux de croissance et de financement des comptes externes et de la dette publique. Plus que jamais, la stabilisation des anticipations de marché va donc rester au cœur des objectifs de la banque centrale.

### Ce qu'il faut suivre ?

Les risques concernant la liquidité extérieure et la capacité de l'Égypte à faire face à ses obligations en dollars ont considérablement diminué à court terme. Les financements reçus des Émirats, du FMI – ainsi que les autres financements officiels qu'il a catalysés<sup>10</sup> – et le retour des investissements de portefeuille sont un grand souffle apporté à l'Égypte. Ils vont permettre aux autorités de sortir d'une situation de gestion de crise – somme toute bien menée, notamment grâce à la coordination de la banque centrale et du ministère des Finances. Mais il s'agit maintenant d'utiliser ce temps offert – un moment d'anticipations favorables – pour avancer sur les réformes essentielles pour reconstruire une confiance durable. Pour mesurer cela, quelques indicateurs autour de risques identifiés seront utiles.

#### 1/ Le risque de « rétropédalage » sur la transition vers un change durablement flexible.

Le capital de confiance dans cette promesse est érodé et la spirale d'anticipations négatives, dont l'Égypte sort enfin, pourrait facilement se reproduire si les signes d'une rigidité du change venaient à réapparaître. Pour anticiper ce risque, le programme révisé du FMI propose un grand nombre d'indicateurs à suivre dont l'écartement des taux entre le marché parallèle et le marché officiel, l'évolution du stock de demandes de dollars en attente dans les banques et le volume des transactions de change sur le marché interbancaire. Par ailleurs, les actifs extérieurs nets des banques sont un signal à surveiller car, dans le passé, une forte détérioration avait toujours précédé une dévaluation. Enfin, tout nouveau retard dans la validation des revues du programme par le FMI serait un signal alarmant, car ces revues sont essentielles pour ancrer la confiance des investisseurs sur la continuité des réformes.

<sup>8</sup> « First and Second Reviews Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility – Annex II. Sovereign Risk and Debt Sustainability Framework » FMI, avril 2024.

<sup>9</sup> « Understanding Poverty And Inequality In Egypt » Banque mondiale, juin 2019.

<sup>10</sup> 7,4 milliards d'euros versés sur 3 ans par l'Union européenne, dont 5 milliards d'euros sous forme de prêts concessionnels à l'État et 600 millions d'euros en dons. 700 millions d'euros de financements de la Banque mondiale annoncés en juin 2024, sous forme d'appui budgétaire (Development Policy Financing- DPF).

**2/ Le risque d'un dérapage budgétaire.** La dynamique de la dette est défavorable, il y a donc peu de marge pour absorber un dérapage budgétaire. La capacité du gouvernement à élargir l'assiette fiscale sera la première condition de réussite de la stabilisation budgétaire. Quant à la réduction des subventions demandées par le FMI, si elle s'avère trop difficile politiquement, l'État égyptien devra trouver d'autres mesures d'économies budgétaires pour ne pas s'écarter de ses objectifs.

**3/ Le risque d'une perte de contrôle de l'inflation.** Celle-ci, au-dessus ou aux alentours de 30% depuis un an et demi, a fragilisé durablement l'équilibre socio-économique du pays. Elle exerce aussi des pressions à la baisse sur la livre. Il faut donc surveiller la capacité de la banque centrale à maintenir une politique monétaire adaptée et indépendante. Cela implique des taux d'intérêt élevés (et des taux réels positifs) et une maîtrise de la masse monétaire, notamment par le maintien de la position de découvert du gouvernement à la banque centrale, dans les limites légales.

**4/ Le risque d'inertie autour des réformes concernant le développement du secteur privé et le climat des affaires.** Pour réduire l'exposition de l'économie aux crises de change, il faut construire les bases d'un modèle de croissance plus équilibré. Pour cela, l'Égypte a promis de désengager partiellement l'État et le secteur militaire de l'économie, de poursuivre la privatisation d'actifs et d'améliorer le climat des affaires, l'environnement concurrentiel et les entraves non tarifaires au commerce. Il faut donc surveiller si l'afflux de liquidités – notamment le méga contrat Ras Al-Hekma – ne va pas réduire les incitations du gouvernement à avancer sur ces réformes. Il faut aussi garder un œil sur la qualité de la croissance créée par ces investissements, avec le risque d'une concentration sur des secteurs peu productifs (tourisme, construction, immobilier...) qui ne permettrait pas de réduire la pauvreté.

**5 / Le risque de la perte de crédibilité du narratif « too big to fail » et du soutien du Golfe.** La nouvelle intervention spectaculaire des Émirats renforce la perception des marchés du statut de prêteur en dernier ressort du Golfe pour l'Égypte. Cette perception joue un rôle majeur pour la stabilisation de la confiance dans des zones de risque souverain élevé. Mais un décalage pourrait apparaître entre les anticipations du marché et les priorités politiques internes des pays du CCG.

**6 / Le risque politique et géopolitique.** En interne, la capacité de la population à absorber le coût des crises et des réformes a été éprouvée. Les coupes de subventions et l'augmentation de la fiscalité constituent un défi de taille. Les risques politiques augmenteraient significativement si l'inflation restait durablement élevée, si les coupures d'électricité se maintenaient ou si la population devait endurer une nouvelle volatilité du change. Enfin, la guerre à Gaza replace durablement le risque géopolitique au centre des facteurs de risque pour l'Égypte. ■

## Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
19/07/2024	<a href="#">France – L'économie française est-elle en perte de vitesse depuis l'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale ?</a>	France
19/07/2024	<a href="#">Royaume-Uni – Scénario 2024-2025 : sous de meilleurs auspices ?</a>	Royaume-Uni
18/07/2024	<a href="#">Espagne – Scénario 2024-2025 : une croissance toujours dynamique</a>	Zone euro
18/07/2024	<a href="#">Droits compensatoires sur les véhicules électriques chinois : un revers pour la Chine, un test d'unité pour l'Europe</a>	Europe/Asie
15/07/2024	<a href="#">Espagne – Le gouvernement déterminé à réduire le temps de travail</a>	Zone euro
12/07/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
12/07/2024	<a href="#">Allemagne – Le mois de mai efface les gains de production industrielle du premier trimestre</a>	Zone euro
11/07/2024	<a href="#">La nouvelle grammaire de l'économie du risque</a>	Géo-économie
10/07/2024	<a href="#">Portugal – Vers une croissance soutenue en 2024</a>	Zone euro
09/07/2024	<a href="#">France : la baisse de la production industrielle en mai est-elle alarmante ?</a>	France
09/07/2024	<a href="#">Royaume-Uni – Élections britanniques : plus qu'une victoire du Labour, un effondrement des conservateurs</a>	Royaume-Uni
08/07/2024	<a href="#">Visegrad – 2024, année de sortie de crise(s) pour les budgets ?</a>	PECO
05/07/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
05/07/2024	<a href="#">Singapour – Vers un retour pérenne de la croissance économique ?</a>	Asie
03/07/2024	<a href="#">Avenir de l'Europe / Autonomie stratégique II : sécurité économique et souveraineté financière</a>	Europe
03/07/2024	<a href="#">Chine – La détention de bons du Trésor américain, une arme stratégique ?</a>	Asie
02/07/2024	<a href="#">Fintech Outlook   Premier semestre 2024 – Le retour des stéroïdes</a>	Fintech
28/06/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
28/06/2024	<a href="#">Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 : prolongement sans bouleversements</a>	Monde
27/06/2024	<a href="#">Turquie : où en est la crédibilité de la Banque centrale ?</a>	PECO

### Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la Publication** : Isabelle Job-Bazille

**Rédacteur en chef** : Armelle Sarda

**Documentation** : Elisabeth Serreau – **Statistiques** : Datalab ECO

**Secrétariat de rédaction** : Veronique Champion

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

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

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

**iPad** : application [Études ECO](#) disponible sur App store

**Android** : application [Études ECO](#) disponible sur Google Play

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