

# Perspectives

Hebdomadaire – N°25/281 – 10 octobre 2025

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞	Le « <i>government shutdown</i> » aux États-Unis finit par peser sur l'appétit pour le risque .....	2
☞	Zone euro : une nouvelle hausse du taux d'épargne et une nouvelle baisse du taux de marge .....	4
☞	Union européenne : la voiture électrique patine en 2024 .....	4
☞	Portugal : l'économie résiliente au T3 2025.....	6
☞	Colombie : le risque de voir sa réputation ternie .....	7
☞	Égypte : le FMI à l'assaut des subventions ; à tort ou à raison ?.....	10

## 👉 Le « *government shutdown* » aux États-Unis finit par peser sur l'appétit pour le risque

La paralysie budgétaire (« *government shutdown* ») qui a débuté le 1<sup>er</sup> octobre aux États-Unis est entrée dans sa deuxième semaine. Seules les activités considérées comme « essentielles » par l'administration (l'armée, les forces de l'ordre, les contrôleurs aériens, les soins médicaux hospitaliers, l'entretien des réseaux électriques) sont maintenues ; ces fonctionnaires « essentiels » continuent de travailler mais sans être payés. Pour les activités jugées « non essentielles » (comprenant notamment celles consacrées à l'environnement, l'éducation, le commerce, le travail, le logement et le développement), les agents fédéraux sont mis au chômage partiel (« *furlough* »), sans rémunération, jusqu'à ce qu'un budget soit voté.

Aucun progrès visible ne semble avoir été réalisé cette semaine pour le vote d'une résolution permettant le financement temporaire du gouvernement. Le principal point de désaccord entre républicains et démocrates concerne toujours le maintien après le 31 décembre 2025 du montant actuel des subventions fédérales pour la souscription de l'assurance santé dans le cadre de l'*Obamacare*.

L'incertitude, quant à la durée de la paralysie de l'administration fédérale et ses impacts économiques, reste entière. Un dénouement pourrait survenir la semaine prochaine, avant le 15 octobre, date à partir de laquelle les militaires en service actif ne toucheront plus leur salaire. Toutefois, cette issue reste très incertaine. Les investisseurs demeurent pessimistes ; selon Polymarket, (plateforme de marchés « prédictifs » en cryptomonnaies), il y a plus de 85% de chances que le *shutdown* perdure après le 15 octobre.

L'expérience des *shutdowns* passés suggère un impact faible sur la croissance. Par exemple, le *shutdown* partiel de 2018-2019, lors du premier mandat de Donald Trump, avait duré relativement longtemps (35 jours). Son coût, en termes d'activité non récupérée, s'était élevé à seulement 3 milliards de dollars, soit 0,02% du PIB de 2019. Les impacts économiques à long terme sont généralement limités puisque la perte de production liée à l'arrêt des services publics pendant le *shutdown* est ensuite en grande partie récupérée ; les employés mis au chômage technique sont normalement rémunérés une fois le *shutdown* levé et de nouveau comptabilisés dans les statistiques d'emploi. Cette fois-ci, le risque d'un impact plus important est toutefois réel. Donald Trump menace, d'une part, d'utiliser le *shutdown* pour réduire massivement les effectifs gouvernementaux et, d'autre part, de ne pas verser rétroactivement les salaires des agents fédéraux en congé forcé, en contradiction avec le cadre légal. Pour le moment, aucune action concrète n'a

été menée en vue d'un licenciement d'une partie des agents fédéraux.

Dans une publication du 30 septembre, le *Congressional Budget Office* (CBO) estime qu'environ 750 000 employés pourraient se retrouver au chômage partiel, ce qui conduirait à une hausse temporaire du taux de chômage de 0,4 point de pourcentage. Le coût salarial de ces employés est estimé à 400 millions de dollars par jour, soit 4 milliards de dollars pour un *shutdown* de 10 jours, ou environ 0,13% du PIB. *In fine*, l'impact va dépendre non seulement de la durée du *shutdown*, mais aussi du caractère permanent ou non des réductions d'effectifs qui pourrait en découler. Par ailleurs, à l'impact direct, s'ajoute l'impact indirect qui transite par les prestataires privés liés au gouvernement fédéral, du fait de l'absence de paiement par leurs clients fédéraux.

Une conséquence directe du *shutdown* est l'arrêt de la publication des statistiques par les agences gouvernementales. Certains indicateurs très suivis par la Réserve fédérale sont notamment suspendus, tels que le rapport d'emploi et les indices des prix à la consommation publiés par le *Bureau of Labor Statistics*. Seules les statistiques d'agences privées sont publiées. Du côté de l'emploi, le rapport de l'ADP a été décevant avec des pertes d'emplois de 32 000 en septembre, mais ces données sont difficiles à interpréter et généralement erratiques. Quant à l'activité, les indices ISM du mois de septembre continuent de suggérer une économie qui ralentit, tout en évitant la récession. Le secteur manufacturier poursuit sa contraction tandis que la croissance, très modeste, des services décelère.

Les *minutes* du FOMC des 16 et 17 septembre ont révélé plus de divergences entre les membres du FOMC que les discours lors des dernières semaines ne le suggéraient. Certains membres, *dovish*, ont mis en avant l'impact plus lent qu'anticipé des tarifs douaniers sur l'inflation et les risques baissiers sur l'emploi. D'autres, *hawkish*, ont au contraire souligné les risques haussiers sur l'inflation, le ralentissement du processus désinflationniste et la résistance du marché du travail. Ces discours dissonants entretiennent l'incertitude quant à la politique monétaire de la Fed. Les anticipations de marché sont restées largement inchangées sur la semaine, avec environ 45 points de base d'assouplissement d'ici la fin de l'année. Une prochaine baisse de taux de 25 points de base en octobre est largement anticipée. Les rendements des *Treasuries* ont peu évolué sur la semaine mais terminent en léger repli, avec des taux 2 ans et 10 ans à, respectivement, 3,57% et 4,10%.

Bien qu'elles n'aient pas encore dégénéré en forte aversion au risque, les incertitudes liées au blocage de l'administration fédérale des États-Unis

ont fini par peser sur les actifs risqués. Après une progression de 1,1% sur la première semaine du *shutdown*, le S&P n'augmente que de 0,3% cette semaine (séance de jeudi) ; en revanche, sur fond d'instabilité politique en France et de nouvelles mauvaises données de l'industrie allemande (baisse non anticipée de la production de 4,3% en août en variation mensuelle, -4,2% sur un an), les indices européens s'inscrivent en baisse (-0,5% pour le CAC40, -0,4% pour l'Eurostoxx 50).

La victoire de Sanae Takaichi aux élections du Parti libéral-démocrate japonais et la démission surprise de Sébastien Lecornu du poste de Premier ministre en France semblent avoir

détourné l'attention des investisseurs de l'impasse politique à Washington : le dollar s'est apprécié contre l'euro et le yen.

Enfin, le cours de l'or a atteint de nouveaux sommets cette semaine, dépassant 4 000 dollars l'once Troy mercredi pour la première fois. Le cours de l'or a augmenté de 52% depuis le début de l'année : une performance justifiée par son statut de valeur refuge, des positions de couverture des investisseurs institutionnels ainsi que des achats d'or physique face au risque d'inflation et la poursuite de la diversification des réserves des banques centrales au détriment du dollar.

## Zone euro

### Zone euro : une nouvelle hausse du taux d'épargne et une nouvelle baisse du taux de marge

En dépit de son ralentissement en cours depuis l'été 2023 vers un rythme plus proche de sa tendance longue, la masse salariale continue de progresser à un rythme soutenu (0,9% sur le trimestre et 4,4% sur un an). Cette dynamique soutient la croissance du revenu disponible des ménages qui accélère au T2 2025 pour le deuxième trimestre consécutif après son ralentissement en 2024 (1% après 0,9% sur le trimestre, 3,2% sur un an). En effet, les créations d'emplois sont encore positives (+0,1% sur le trimestre et 0,6% sur l'année), même si elles ralentissent. En revanche, la croissance du salaire par salarié se renforce (+0,9% sur le trimestre et 3,6% sur l'année). L'accélération des revenus de la propriété contribue à soutenir la croissance du revenu disponible. La progression de la consommation des ménages ne suit toutefois pas cette dynamique. Au rythme de 0,7 % en valeur (0,1 % en volume), elle permet une nouvelle hausse du taux d'épargne à 15,4 %, qui poursuit son redressement après la baisse du second semestre 2024.

L'investissement des ménages poursuit son redressement pour le troisième trimestre consécutif (+1% en valeur sur le trimestre) après un an de repli et le taux d'investissement se stabilise à 9% après sa baisse quasi continue depuis l'été 2022.

Taux d'épargne élevé et taux d'investissement stabilisé permettent de garder une capacité de financement des ménages aussi élevée à 6,1% du revenu disponible. L'investissement financier se

poursuit donc à un rythme de 2,5% sur un an. La croissance des crédits aux ménages accélère au rythme annuel de 2% (après 1,7%). Leur endettement diminue néanmoins en pourcentage du RDB à 81,5% au T2 2025, après 83,1% un an auparavant.

Bénéficiant également d'effets de valorisation positifs, la richesse financière et non financière progresse plus rapidement que la dette, permettant ainsi une accélération de la croissance de la richesse nette des ménages.

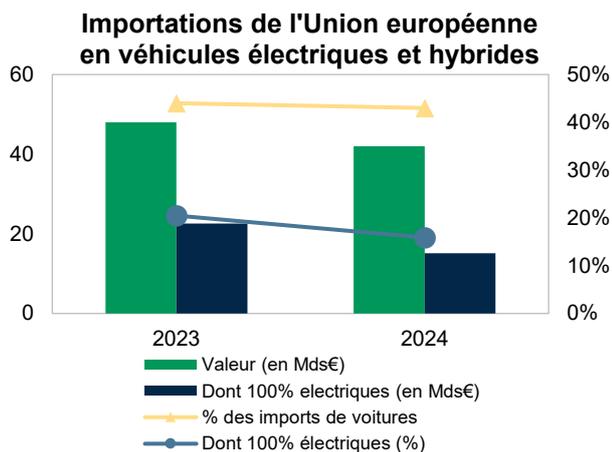
Les sociétés non financières voient en revanche leur taux de marge baisser à 39,1%, sans interruption depuis le printemps 2023. La croissance du salaire par tête (0,9% sur le trimestre) demeure supérieure à celle de la productivité (0,1%) et pousse à la hausse les coûts salariaux unitaires. L'investissement des sociétés financières a fortement reculé sur le trimestre (-1,4% en valeur), mais cela résulte principalement par un repli de l'investissement en propriété intellectuelle en Irlande. Sur un an, l'investissement des entreprises s'inscrit néanmoins en accélération (6%). La capacité de financement se dégrade à 1,2% de la valeur ajoutée et l'endettement se poursuit à la fois par le crédit (+2,1% sur un an) et par des émissions obligataires. Le niveau de la dette en pourcentage du PIB se situe en baisse au T2 2025 à 66,5%, après 68,1% un an auparavant.

**✓ Notre opinion** – Si le salaire réel par travailleur n'a fait que récupérer son niveau d'avant le choc inflationniste de 2022, le pouvoir d'achat du revenu disponible a en revanche progressé de 5,1% en termes réels depuis, à un rythme plus rapide que la consommation en volume. La hausse du taux d'épargne a été conséquente et, en dépit de sa normalisation en cours depuis son pic local du T1 2021, le taux d'épargne demeure élevé par rapport à sa moyenne historique. Il alimente une épargne financière qui ne fait qu'accroître la richesse des ménages, tandis que la part de l'endettement dans le revenu des ménages diminue. En revanche, la situation économique des entreprises se dégrade, la hausse des coûts ne pouvant plus être répercutée sur les prix de vente. Néanmoins, leur taux de marge reste conforme à la moyenne historique, tandis que le taux d'investissement demeure inférieur, permettant ainsi une réduction de l'endettement.

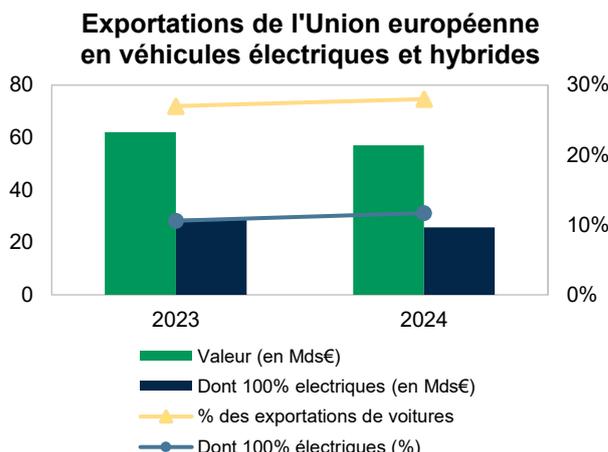
### Union européenne : la voiture électrique patine en 2024

En 2024, les voitures électriques et hybrides ont représenté 43% des importations de voitures de l'Union européenne, soit une part en baisse d'un point de pourcentage par rapport à 2023. Elles représentaient un montant de 42,4 Mds€ en 2024, contre 48 Mds€ en 2023, soit une baisse de 12% en valeur. Les voitures 100% électriques sont responsables de cette diminution : -33% en valeur et -5 points de pourcentage de la part du total des

importations de voitures de l'Union européenne. La Chine est le principal fournisseur de véhicules électriques et hybrides pour l'Union européenne avec 55% des importations, devant la Corée du Sud (16%), suivies des États-Unis et du Japon (9%).



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

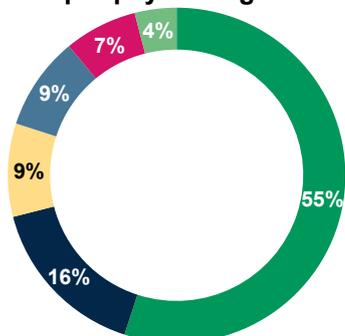


Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

Les exportations de véhicules électriques et hybrides de l'Union européenne représentent 28% des exportations de voitures, cette part étant en augmentation d'un point de pourcentage par rapport à 2023. Néanmoins, en valeur, ces exportations ont diminué de 8%, passant de 62 Mds€ en 2023 à 57 Mds€ en 2024. Cette baisse s'explique par la diminution des ventes de voitures hybrides *plug-in* (-16,8%) et le recul des ventes de voitures 100% électriques (-11%). Les voitures européennes sont vendues principalement au Royaume-Uni (31%), aux États-Unis (23%) et en Norvège (11%).

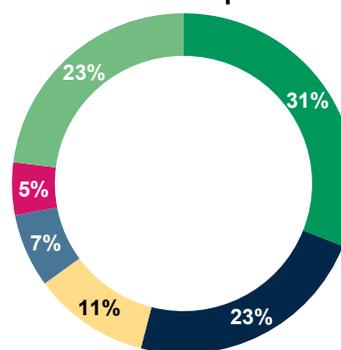
En 2024, 12,1 millions de voitures ont été produites dans l'Union européenne. Un tiers d'entre elles était électriques (13%) ou hybrides (19%), mais ces véhicules représentaient 38% de la valeur, soit 122,4 Mds€. De même, les voitures 100% électriques perdent en valeur sur une année, passant de 66 Mds€ à 57 Mds€ (-13,6%), tandis que la valeur des voitures hybrides a augmenté de 58 Mds€ à 65 Mds€ (+12%).

### Importations de l'UE par pays d'origine



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

### Exportations de l'UE par destination



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

**Notre opinion** – L'année 2024 marque une rupture de la tendance en cours depuis 2017 d'augmentation des importations de véhicules électriques, notamment chinoises. Cette baisse est néanmoins compensée par une très forte augmentation des importations des voitures hybrides (non rechargeables) en provenance de Chine. Le recul des importations en Europe de voitures 100% électriques est probablement imputable aux droits de douane imposés par l'Union européenne sur les véhicules chinois équipés de batteries électriques, mais aussi à la réduction de subventions des États membres à l'achat de ce type de véhicules.

Néanmoins, les exportateurs chinois ont très rapidement substitué ce type de véhicules par des hybrides. La capacité des producteurs chinois à s'adapter rapidement aux changements de l'environnement concurrentiel, grâce à des larges capacités excédentaires et à des produits fortement subventionnés, devrait conduire l'UE à d'autres mesures de protection du marché unique. Un risque important provient de la réorientation des exportations chinoises du marché américain, désormais plus protégé, vers le marché européen. Depuis le mois d'avril 2025, la Commission européenne a mis en place une surveillance mensuelle des flux d'importation pour détecter des hausses préjudiciables auxquelles elle pourrait répondre par des mesures de sauvegarde du marché unique.

### Portugal : l'économie résiliente au T3 2025

L'économie portugaise continue de tirer profit d'un soutien robuste de la demande domestique. Au cours du troisième trimestre, les indicateurs confirment une expansion, bien que moins vive que celle du deuxième trimestre. Les ventes au détail et les paiements par carte bancaire ont progressé d'environ 6% sur un an en août, et les immatriculations de véhicules ont bondi de 14,8% sur la même période.

On observe une hausse notable du revenu disponible brut des ménages, en progression de 8,5% en rythme annuel jusqu'au deuxième trimestre 2025, portée principalement par une progression salariale de 7,7%. La consommation, quant à elle, affiche une croissance nominale de 6,3%, en dessous de celle du revenu disponible, ce qui se traduit par une remontée du taux d'épargne jusqu'à 12,6%, un niveau rarement observé depuis 2003. Cette évolution suggère que les ménages,

malgré leurs dépenses, préfèrent maintenir une épargne de précaution. Dans ce contexte, l'inflation modérée (2,4% en septembre dont 2,0% pour l'inflation sous-jacente) offre un environnement favorable pour le maintien du pouvoir d'achat.

Le marché immobilier est l'un des secteurs les plus vigoureux de l'économie portugaise : les prix de l'immobilier au deuxième trimestre 2025 ont augmenté de 17,2% sur un an, soit 4,7% sur le trimestre écoulé. Le prix médian au mètre carré atteint désormais environ 1 965 euros, soit une progression de 12,5% depuis fin 2024. Une telle évolution soulève néanmoins des interrogations quant à la viabilité de ces tendances dans un contexte où la soutenabilité du crédit et la stabilité macroéconomique deviennent des enjeux cruciaux.

**☑ Notre opinion** – *La solidité actuelle de la demande intérieure témoigne d'une économie portugaise qui a su consolider les gains de pouvoir d'achat et maintenir la dynamique de la consommation. Ce soutien domestique apparaît d'autant plus crucial que le contexte extérieur reste incertain, entre ralentissement du commerce et incertitude géopolitique. Nos prévisions de croissance du PIB s'affichent à 2,1% en 2025 et 2,3% en 2026.*

## Pays émergents

### Amérique latine

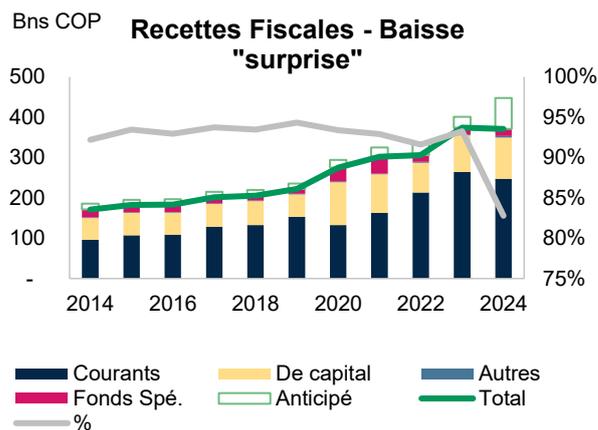
#### Colombie : le risque de voir sa réputation ternie

Quand certains s'émeuvent de la dégradation des finances publiques colombiennes, ils se voient fréquemment opposer un argument supposé imparable : « C'est pourtant le seul pays de la région à ne jamais avoir fait défaut ». Toujours supposée sérieuse et, surtout, peu encline à l'autosatisfaction, la Colombie pourrait pourtant voir sa réputation de responsabilité fiscale se ternir. La progression forte et rapide de la dette, la rigidité des dépenses, l'incapacité à générer des recettes fiscales soutenables et le manque de perspectives claires fragilisent la situation fiscale colombienne. Les agences Moody's et S&P ont toutes deux abaissé d'un cran la note de la Colombie en juin à BB. Le gouvernement a suspendu la règle fiscale<sup>1</sup> pour les années 2025-27, considérant qu'atteindre les objectifs de déficit sur cette période aurait un coût trop important en termes de croissance. Cette suspension est inquiétante : elle signale le relâchement des efforts de réduction des déficits de la part du gouvernement. Mais, elle peut également être vue comme une preuve de transparence : il s'agit de la reconnaissance du problème fiscal, jusqu'ici sous-estimé, et cela constitue la première étape nécessaire à sa résolution.

#### 2024 : « annus horribilis »

2024 s'est révélée « affreuse » pour les comptes publics et l'exécution du budget. La Colombie a terminé l'année 2024 avec un déficit budgétaire important (déficit du gouvernement à -6,8% du PIB) mais a, en particulier, souffert d'une baisse des recettes : celles-ci ont diminué pour la première fois en termes nominaux (-8 %, -6% en termes réels) pour atteindre 80% de ce qui était anticipé malgré une croissance réelle de 1,6% (prévision de 1,5% contenue dans le budget). Le gouvernement a qualifié cette chute d'exceptionnelle, un avis non partagé par le CARF<sup>2</sup> selon lequel cette perte de recettes devrait persister au cours des prochaines années. En réaction à la contraction des revenus, le gouvernement a procédé à des gels de dépenses : le budget a été sous-exécuté (82%) avec un ajustement particulièrement préjudiciable à l'investissement public (taux d'exécution de 55%). À la suite de désaccords politiques, le budget 2025 a été passé par décret en décembre, pour la première fois dans l'histoire nationale. Le projet de budget faisait apparaître un déficit de

financement de 12 000 milliards de pesos colombiens (COP)<sup>3</sup> (soit 1% du PIB de 2024), dépendant d'une réforme fiscale finalement non réalisée. Le sous-financement avait donc vocation à se transformer en déficit.



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

#### 2025 : le verre à moitié vide (ou à moitié plein ?)

En dépit d'une légère amélioration des recettes, le déficit se creuse. Le déficit budgétaire cumulé en juillet atteint 4,3% du PIB (1,4 point de pourcentage de plus qu'en 2024 sur la même période) ; il est attendu à 7,1% pour l'ensemble de l'année. Compte tenu de la rigidité des dépenses (86% du budget 2025), leur croissance n'est pas compensée par la croissance des revenus (pourtant en hausse de 5% en termes réels par rapport à 2024) qui souffre encore de prévisions trop optimistes et de la mauvaise année fiscale 2024. La dette a crû de plus de 3 points de PIB et se situe déjà à 63% du PIB en août 2025.

Dans ce contexte fiscal et à l'approche du cycle électoral, le gouvernement a annoncé une suspension de la règle fiscale sur la période 2025-2027 et ne prévoit désormais une stabilisation de la dette qu'à partir de 2027. Le gouvernement se justifie en expliquant que le respect de la règle budgétaire serait trop coûteux en termes d'investissement public et d'activité. Les marges de manœuvre sont trop faibles pour faire les ajustements nécessaires. Si le CARF assimile cette suspension à une perversion de la clause dérogatoire, il salue la sincérité de l'exécutif, dont « l'aveu de faiblesse » est vu comme le premier

<sup>1</sup> Règle fiscale introduite en 2011 et modifiée en 2021. Objectif de déficit structurel primaire net des effets du cycle (cycle économique, prix du pétrole, éléments exceptionnels) : solde primaire quand l'output gap est égal à zéro.

<sup>2</sup> Consejo Autonomo de la Regla Fiscal.

<sup>3</sup> 1 dollar américain = 3 889 pesos colombiens (10/10/2025).

pas nécessaire afin d'aborder sérieusement le sujet fiscal. Jusqu'à présent, le gouvernement avait, en effet, justifié les problèmes comme l'héritage de la « mauvaise gestion du Covid ». La règle fiscale n'avait pas été dénoncée mais déjà pervertie selon le CARF. Le gouvernement « prétendait » avoir respecté la règle fiscale en comptabilisant des transactions exceptionnelles (TUV<sup>4</sup>) pour un montant de 1,4% du PIB ; or, afin que la règle soit respectée, selon le CARF, 0,38% seulement aurait dû être enregistré comme élément exceptionnel.

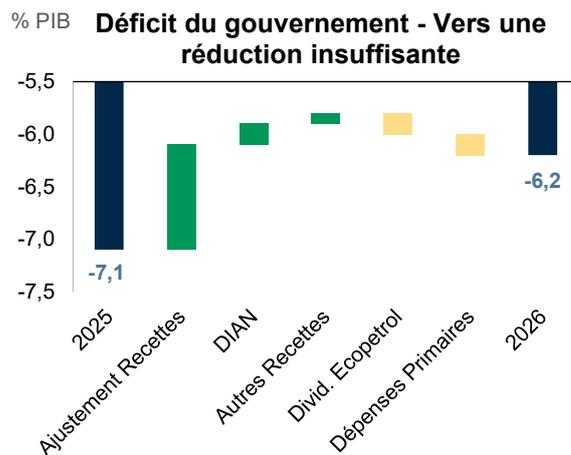
L'activation de la clause dérogatoire est une sorte de « pis-aller » ; elle peut se révéler utile si elle alerte au point de conduire au processus d'ajustement fiscal requis. Dans ce contexte, la crédibilité du plan de redressement est décisive et permet, notamment, de restaurer la confiance des marchés. Or, après l'activation de la clause dérogatoire, le gouvernement avait, en juin, communiqué un cadre de financement à moyen terme annonçant un projet de budget 2026 responsable, ce qui n'est pas véritablement le cas.

**2026 : à l'aube des élections**

Le projet de budget 2026 a suscité de nombreuses polémiques et son « austérité » est moindre que promis en juin dernier. Pour la deuxième année consécutive, faute de faire voter la réforme fiscale, le projet de budget est « sous-financé » (or, des dépenses sous-financées risquent de finir en déficit) et il s'agit cette fois de 26 000 milliards de COP (en dépit des recettes jugées optimistes). Le congrès a voté une réduction des dépenses de 10 000 milliards de COP et redonné un peu d'espoir aux marchés. Symboliquement (politiquement), ce geste est important : c'est un marqueur de la stratégie de l'opposition qui lui permet, en outre, d'éviter que le président ne dispose de marges de manœuvre en année électorale. Mais, cette réduction semble insuffisante. Le CARF estime que 29 400 milliards de COP d'ajustements additionnels sont nécessaires.

Dans l'état actuel, le budget<sup>5</sup> prévoit un déficit de 6,2% du PIB, une très légère hausse de l'investissement public et des dépenses au titre de l'endettement moins élevées (amortissements plus faibles qui compensent une charge d'intérêts plus lourde). La charge d'intérêts s'élève à 4,2% du PIB. Le déficit primaire atteint 2% ; les dépenses primaires (hors amortissements mais « rigides » à hauteur de 90%, ce qui limite les possibilités d'ajustement en cas d'urgence) et les revenus se situent, respectivement, à 20,6% et 18,6% du PIB. Les prévisions de croissance du gouvernement

(3%) semblent légèrement optimistes au regard de celles du consensus (2,7%).



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

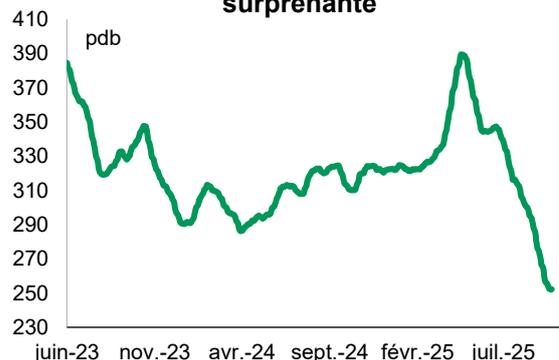
6

La nouvelle réforme fiscale présentée par le gouvernement prévoit un élargissement de la TVA, des taux marginaux d'impôt sur les revenus les plus élevés ainsi que d'autres taxes sur le carbone ou sur les paris. Actuellement, faute de consensus politique, son approbation semble impossible, comme cela était déjà le cas en 2024.

**Un peu au-delà : une fois l'élection passée**

Actuellement, les intérêts de la dette absorbent 31% des recettes de l'État (moyenne historique à 20%) soit près de 4,4% du PIB. La trajectoire de la dette pourrait se détériorer : les déficits primaires nécessaires pour éviter un emballement devraient être supérieurs à 1,8% du PIB à partir de 2027. Le CARF a, de plus, revu à la baisse les perspectives de croissance colombienne à long terme en raison, notamment, du sous-investissement.

**EMBI Spread - Une baisse surprenante**



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

Le tournant « austéritaire » n'ayant pas été vraiment pris et la réforme fiscale s'annonçant improbable, les perspectives budgétaires s'assombrissent. Les recettes surestimées, les

<sup>4</sup> Transacciones de Unica Vez.

<sup>5</sup> Gouvernement central (hors sécurité sociale, prévue en excédent, et régions).

<sup>6</sup> DIAN, direction des impôts et des douanes

dépenses inflexibles, des stratégies fiscales contrariées laissant place à l'absence de stratégie claire seraient des raisons d'inquiétude. Et pourtant, les marchés, qui anticipent un changement de gouvernement lors des élections

en mai prochain, se montrent relativement « sereins », comme en témoigne la baisse du *spread* EMBI depuis juin.

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### 👉 Égypte : le FMI à l'assaut des subventions ; à tort ou à raison ?

On l'oublie souvent, mais l'économie n'est pas une science exacte, c'est une science humaine. Bien sûr, il existe une mécanique, des sortes de règles fondamentales qui régissent l'interaction de variables économiques entre elles et guident inévitablement la conduite des politiques publiques. Néanmoins, celles-ci reflètent surtout les choix d'organisation d'un groupe d'individus réunis en société. C'est peut-être particulièrement le cas des **politiques fiscales, car elles matérialisent ce qu'une société décide de mettre en commun, ce qu'elle définit comme des biens et services universels, les schémas d'assurance collective, ou encore le type de structure redistributive qui établit l'équilibre d'interaction entre différents groupes sociaux, reflétant leur rapport de force et la sensibilité à la justice sociale (l'idéologie ?)**. Tout cela est au cœur du contrat social. La difficulté est que **l'équilibre d'une telle organisation n'est pas permanent**. Parfois, car elle se transforme pour refléter des changements politiques et d'idéologie dominante. Mais aussi parce que le coût de son maintien n'est pas constant, ni son équilibre par rapport aux ressources. En fonction des contrats sociaux, ce coût peut être sensible aux prix des matières premières, à l'évolution démographique, aux structures de répartition des revenus que les différents modèles ou chocs économiques modifient... Ainsi, l'exercice se fait nécessairement sous contraintes. Et lorsque celles-ci en viennent à déséquilibrer le contrat social, les choix de politiques publiques se compliquent. Il est sûr que pour le lectorat français, en ce moment, tout cela est parlant. **Mais, ici, l'exemple choisi est celui de l'Égypte et de son système de subventions.**

Une des particularités du cas égyptien est, que depuis les années 1970, les politiques publiques ont été largement façonnées par les interventions répétées du FMI. Or, même si l'institution se présente avant tout comme un groupe d'experts en économie, de techniciens de la dette – ce qui affiche une sorte de neutralité apparente –, il reste néanmoins évident qu'elle est imprégnée, imbibée, de la doctrine néo-libérale. Après la crise de 2009 et les printemps arabes, les grandes lignes du narratif du FMI ont cependant évolué. Ses interventions s'accompagnent de nouvelles recommandations de politiques sociales<sup>7</sup>. Mais, dans la pratique, celles-ci sont généralement présentées comme des instruments de compensation de la thérapie recommandée, plutôt qu'un objectif de réduction de la pauvreté. Une

critique récurrente de la ligne du FMI est donc que sa fonction de préférence priorise la rigueur budgétaire et monétaire aux objectifs de protection sociale, et la gamme des outils préconisés sort assez peu des sentiers battus, de l'arsenal des remèdes néo-libéraux classiques, pour concilier les deux. **C'est ignorer l'influence de l'équilibre social sur l'équilibre macroéconomique. Il n'y a pas de remède en silos.**

En tout cas, depuis 2022, et le choc de la guerre en Ukraine venant accentuer les blocages d'offre liés au Covid, le FMI a renforcé sa bataille contre les subventions, que les gouvernements ont largement déployées pour faire face à l'augmentation des prix. En particulier, les subventions énergétiques sont érigées en bête noire. Or, **historiquement, les subventions sont au centre du contrat social égyptien**. Il est donc intéressant d'étudier, à travers le cas égyptien, comment plusieurs rhétoriques économiques peuvent exister, à travers la question de son système de subventions.

#### *La parole au demandeur : la rhétorique du FMI*

Alors, pourquoi le FMI s'oppose-t-il aux subventions ? Eh bien, avant tout, car **les subventions représentent un coût pour le budget de l'État**<sup>8</sup>. Et lorsque le FMI est appelé à intervenir, c'est bien souvent pour corriger les trajectoires fiscales. En observant la structure du budget égyptien, une fois les coûts de fonctionnement optimisés, et dans la mesure où l'on cherche à ne pas trop contraindre l'investissement public, il reste les dépenses dites rigides – et donc plus difficiles à ajuster<sup>9</sup> : le service de la dette, les salaires des fonctionnaires et les subventions. Celles-ci apparaissent donc comme la variable d'ajustement la plus à portée, premières victimes de l'austérité budgétaire, car on peut en annuler des pans entiers, par des politiques simples à appliquer, pour des gains rapides et garantis.

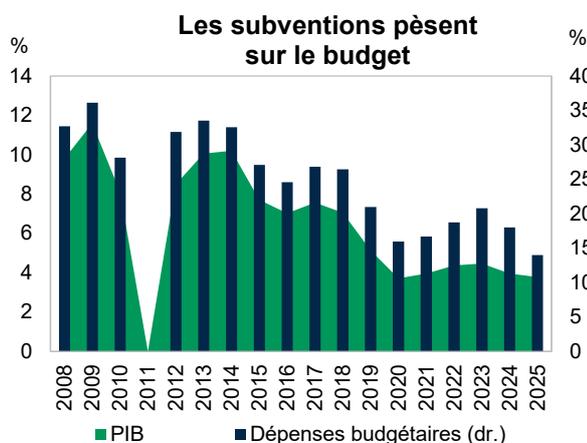
Le premier argument est donc pragmatique. Cela semble un peu radical, certes. Un peu douloureux pour les populations qui en dépendent. Et d'ailleurs, il serait bien trop rapide de s'arrêter là – le FMI n'annulerait pas des postes entiers du budget par pure paresse intellectuelle, parce que c'est ce qui est le plus pratique. Non, **fondamentalement, le principe des subventions est en opposition avec la pensée néo-libérale qui prône, au-dessus de tout**

<sup>7</sup> IMF Policy Paper, "A Strategy for IMF Engagement on Social Spending", FMI, juin 2019

<sup>8</sup> C'est-à-dire la différence entre le prix de marché et le prix subventionné, qui est portée par le budget.

<sup>9</sup> Les dépenses rigides sont régies par des contrats, des lois, ou décrets. Elles ne peuvent pas faire l'objet d'optimisation sans réformes pour en modifier la structure.

**principe, la liberté de marché.** Les subventions entraînent des distorsions de prix, qui empêchent leur ajustement aux dynamiques d'offre et de demande. Parallèlement, elles empêchent l'ajustement des comportements de consommation et de production aux prix, pour régler les déséquilibres. Par exemple, si votre pays est importateur net d'une matière première et si le prix de celle-ci augmente, alors sa consommation domestique devrait se réduire ou être partiellement substituée par d'autres produits. En économie, c'est le principe de l'élasticité prix. À défaut, cela pèse sur le compte courant et le budget de l'État et crée des déséquilibres. En Égypte, c'est le cas du blé, largement importé, et des hydrocarbures<sup>10</sup>, deux produits dominants dans le système de subvention.



Sources : CA S.A./ECO, Min. des Finances

D'accord. Mais le FMI, *post-crise financière, post-printemps arabes*, fait tout de même attention aux variables sociales. S'il faut supprimer des pans entiers de subventions, il faut donc justifier que cela ne se fasse pas au complet détriment de la structure de protection sociale. C'est donc pour cela que le FMI établit une hiérarchie claire de sa tolérance vis-à-vis des subventions : dans une certaine mesure, des subventions alimentaires peuvent être acceptables – on cherche tout de même à les éliminer progressivement – mais, en aucun cas, les subventions énergétiques peuvent être approuvées. **Le FMI défend une rhétorique radicale sur la question des subventions énergétiques qui s'appuie sur un argument principal : en plus d'être coûteuses pour le budget, les subventions énergétiques sont un outil inefficace de protection sociale.** Pire, elles sont une injustice sociale. Comme la consommation énergétique est connue pour être largement corrélée au niveau de richesse des

ménages, cet argent public subventionne en réalité davantage les catégories sociales supérieures.

Quant aux subventions alimentaires, cette rhétorique est moins évidente et efficace. Il est indéniable que, même si leur retrait est progressif, il induira une détérioration du niveau de vie des ménages pauvres. **Les études montrent, dans le cas de l'Égypte, que les subventions ont joué un rôle important dans la réduction de la pauvreté et la sécurité alimentaire**<sup>11</sup>. Malgré tout, les deux premiers arguments, le coût budgétaire et l'obstacle au libre marché, persistent et s'opposent à la doctrine du FMI. Alors, comme l'institution adopte une approche de compensation sociale pour l'effet de ses thérapies, l'idée ici est de **remplacer les subventions par des transferts numéraires ciblés pour les populations pauvres**. Ainsi, on intègre une notion de ciblage et on supprime l'aspect universel de la subvention. Cela élimine l'entrave à l'ajustement des prix et réduit les fuites du système vers les populations des couches sociales supérieures. C'est l'idée du programme égyptien « Takaful and Karama »<sup>12</sup>.

Même si, à ce stade, la rhétorique du FMI paraît solide et rationnelle, nous allons, par principe du contradictoire, faire parler un autre pan de littérature économique qui la remet en cause.

C'est un fait, les subventions pèsent sur le budget. Il faut donc optimiser leur coût/efficacité. Seulement, cela n'induit pas nécessairement une position radicale à leur encontre. D'abord, une étude récente de l'institut *Friedrich Ebert Stiftung*<sup>13</sup> s'attaque à l'argument des subventions énergétiques comme politique de régression sociale.

**Politique progressive ou régressive : l'illusion des chiffres**

En fait, cela dépend de la manière dont on analyse la question – c'est-à-dire que des données chiffrées irréfutables peuvent souvent s'analyser différemment, ce qui crée des biais. Ici, si l'on analyse la question en termes absolus – comme le FMI donc –, il est indéniable que les subventions énergétiques sont davantage dirigées vers les populations les plus riches. C'est donc une politique régressive socialement. Seulement, une autre approche consiste à mesurer l'impact de ces subventions en proportion des dépenses des ménages. Là, déjà, l'aspect régressif disparaît, car même si les ménages pauvres appliquent beaucoup plus naturellement la sobriété énergétique, en proportion de leurs dépenses (bien

<sup>10</sup> L'Égypte a brièvement été net exportateur de gaz entre 2019 et 2022, mais est depuis de nouveau importateur net.

<sup>11</sup> "Food subsidy or cash transfer: Impact of the food subsidy reform on Egyptian households", Hosni & Ramadan

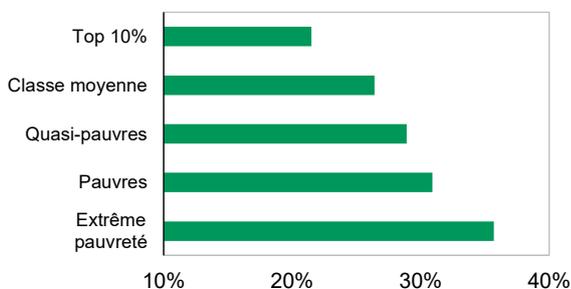
<sup>12</sup> Le programme « Takaful and Karama » (solidarité et dignité en égyptien) propose des transferts directs aux ménages pauvres avec enfants à charge, conditionnés à l'accès de l'enfant à l'éducation et la santé, et des transferts

inconditionnels aux personnes âgées pauvres ou en situation de handicap.

<sup>13</sup> "Egypt, the IMF, and three subsidy approaches: the universal, the self-targeted, and the targeted." Friedrich Ebert Stiftung, 2023

moindres), cela représente la même propension que pour les ménages riches, dont l'attitude est pourtant beaucoup plus énergiquement dispendieuse. C'est d'ailleurs une étude du FMI lui-même qui l'établit<sup>14</sup>. Mais, une troisième approche consiste à regarder la question en proportion des revenus. Alors, comme les ménages pauvres ont tendance à consommer une proportion bien plus importante de leurs revenus, **cela veut dire que les subventions énergétiques ont un impact bien plus important sur eux, en termes de la part de leurs revenus qui peut ainsi être redirigée vers d'autres dépenses** (l'éducation ou la santé, par exemple). **Ou son corollaire : le retrait des subventions énergétiques impacte bien plus la qualité de vie des ménages pauvres. C'est donc, en ce sens, plutôt la politique du FMI de retrait des subventions qui est régressive socialement.** Enfin, un dernier aspect est à prendre en compte : c'est ce qu'on appelle l'énergie grise, ou le coût de l'énergie dans le prix final des biens consommés. Si l'on intègre ces coûts en proportion des revenus, cela amplifie encore l'effet, notamment car l'alimentation, qui constitue une part bien plus importante de la consommation des ménages pauvres, est énergivore. **Le graphique ci-dessous présente ainsi les résultats de l'étude d'impact du retrait des subventions énergétiques en Égypte entre décembre 2015 et août 2019, sur les différents groupes sociaux :**

**Augmentation des dépenses énergétiques en proportion des revenus**



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, Diab (2023)

Cela apparaît aussi dans les écarts d'expérience de l'inflation induite par la politique de retrait de subventions entre les différents groupes sociaux. Ces arguments sont évidemment d'autant plus frappants si l'on parle des subventions alimentaires.

**Les transferts monétaires directs sont-ils de bons substituts aux subventions ?**

D'abord, il faut revenir sur l'intention du FMI, qui, *a priori*, n'était pas de retirer purement et simplement un échelon entier de l'architecture de protections sociales sans compensation. La rhétorique du FMI

s'appuie sur l'idée de remplacer les subventions universelles par des mesures plus ciblées. Ne retirer que les fuites du système.

Si l'on regarde le programme de transferts monétaires « Takaful and Karama », celui-ci couvre aujourd'hui 4,6 millions de foyers, soit environ 17 millions de bénéficiaires directs et indirects. Or, selon les derniers chiffres disponibles, le taux de pauvreté en Égypte était de 29,7% en 2019, sur une population de 110 millions d'habitants. Ce chiffre est probablement bien plus élevé aujourd'hui, compte tenu des crises sévères que le pays a traversées (Covid, crise de change), et encore près d'un tiers de la population, classé par la Banque mondiale comme vulnérable, a basculé dans la pauvreté avant ces crises. On comprend donc aisément qu'il **existe un premier problème de couverture de ce programme qui exclut une grande partie des ménages pauvres et vulnérables (dimension horizontale)**. Cela est dû au fait que les économies sur les subventions (3% du PIB depuis 2016) ne sont pas du tout compensées par les dépenses de transferts monétaires. Mais aussi parce que le ciblage de population que ceux-ci imposent est complexe et coûteux et entraîne d'importants taux d'erreurs d'exclusion.

**La deuxième dimension (dimension verticale) consiste à évaluer si ces transferts compensent pour la perte de niveau de vie induit par la nécessité d'acheter les produits de base au prix du marché.** Or, la problématique est que, si les subventions garantissent le même niveau de consommation des produits visés, quelles que soient les variations du prix du marché (c'est l'État qui prend en charge la différence), les transferts monétaires sont des sommes fixes budgétées et qui, dans la réalité, n'ont pas suivi le rythme de l'inflation ces dernières années. Ce sont donc les ménages pauvres qui ont, en grande partie, assumé le coût de ce que le passage des subventions au ciblage monétaire a permis d'économiser au budget.

**Science exacte / science humaine : la question du contrat social**

Mesurer l'impact des choix de politiques sur l'architecture sociale n'est pas qu'une question d'analyse chiffrée. **Les choix de politiques sociales sont le reflet de l'équilibre des relations entre les différents groupes sociaux d'une société. C'est le contrat social qui définit l'architecture des institutions sociales.** Il existe donc, dans la littérature économique, des résultats contre-intuitifs sur la question des subventions : déjà, il y a plus de vingt ans, une célèbre étude de Korpi et Palme avait décrit « **le paradoxe de redistribution** »<sup>15</sup> qui prescrit, qu'en réalité,

<sup>14</sup> IMF Working Paper, « [How Large Are Global Energy Subsidies](#) », David Coady, Ian Parry, Louis Sears, and Baoping Shang, 2015

<sup>15</sup> « The paradox of redistribution and strategies of equality: Welfare state institutions, inequality, and poverty in the western countries », Korpi et Palme, 1998

**plus les avantages sociaux sont ciblés, et moins ils sont susceptibles de réduire la pauvreté et les inégalités.** Cela parce que plus les politiques sont ciblées et moins elles attirent le consensus et moins les allocations budgétaires qui leur sont associées sont importantes.

Enfin, pour le cas de l'Égypte, proposer le retrait des subventions sur la base du catalogue de politiques néo-libérales, c'est ignorer la mise en contexte. Précisément, parce qu'un pays n'est pas qu'un système de variables économiques qui répondent à des lois naturelles, mais aussi, et surtout, des choix d'organisation de société. **Les subventions existent en Égypte depuis la fin de la deuxième guerre mondiale et sont devenues « un marqueur symbolique du soutien du**

**gouvernement envers son peuple »<sup>16</sup>, en particulier les subventions alimentaires.** En 1977, l'intervention du FMI avait poussé le gouvernement à augmenter les prix des produits alimentaires, déclenchant de grandes manifestations connues sous le nom « d'émeutes de la faim » ou « émeutes du pain ». Le bilan de 80 morts et 800 blessés reste vif dans les mémoires. C'est aussi pour cela qu'il existe une différence de traitement entre les subventions énergétiques et alimentaires. Malgré tout, la sensibilité d'une population à la modification de la structure de protection sociale peut s'attacher à des symboles et à la perception que la population a des garanties et sécurités que le gouvernement doit lui fournir. La taxe carbone a fait trembler la France ; le prix du pain a fait vaciller l'Égypte.

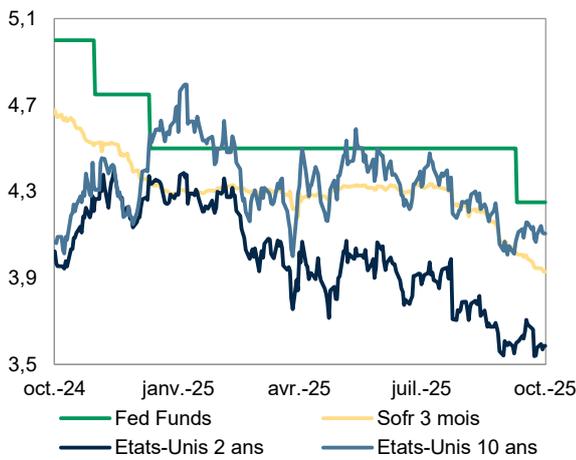
---

<sup>16</sup> « L'Égypte : le premier producteur africain de blé face aux défis du manque de ressources », Jérémy Denieulle, 2024

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

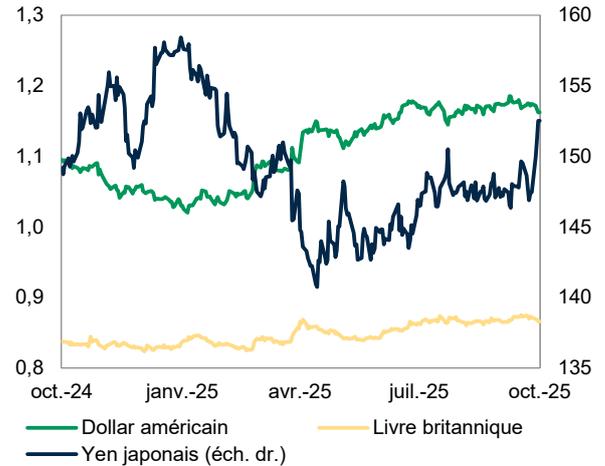
% , interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

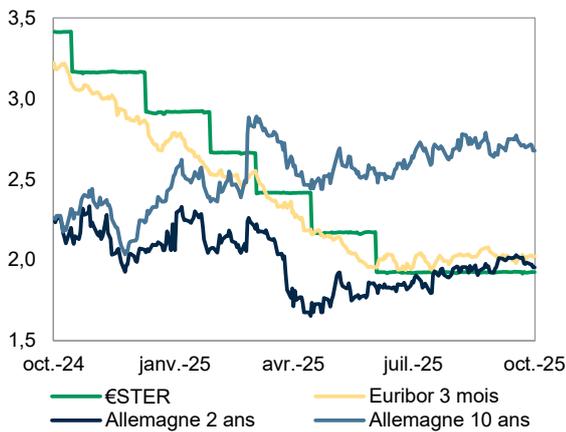
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

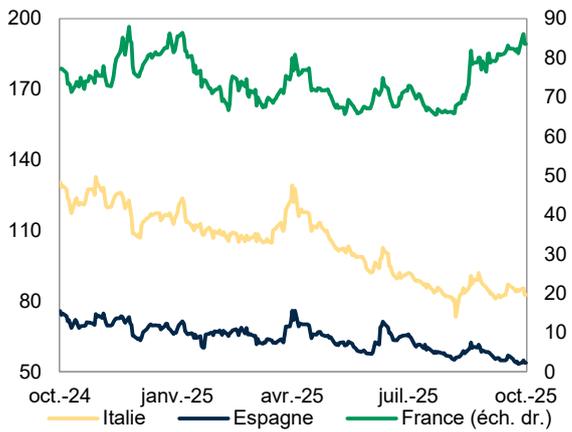
% , interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

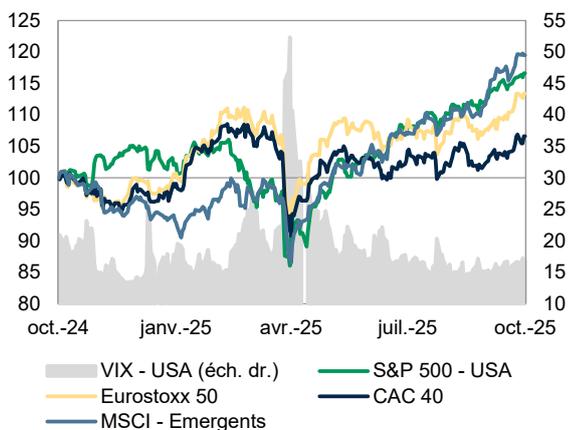
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

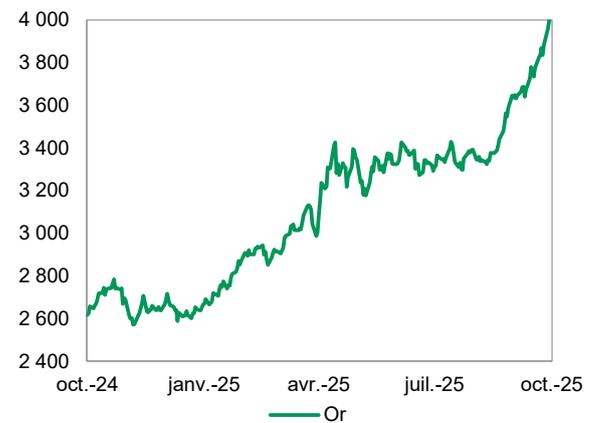
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

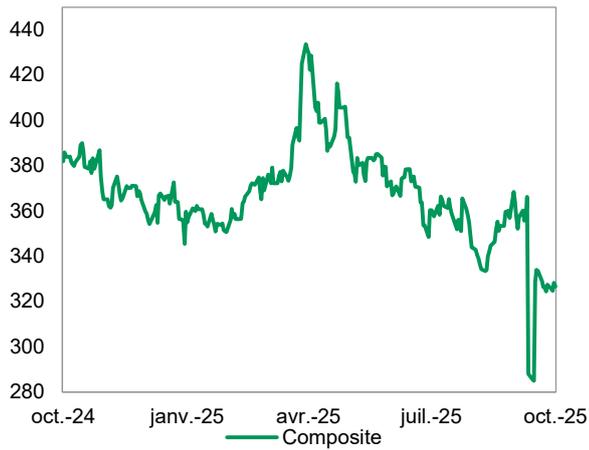
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

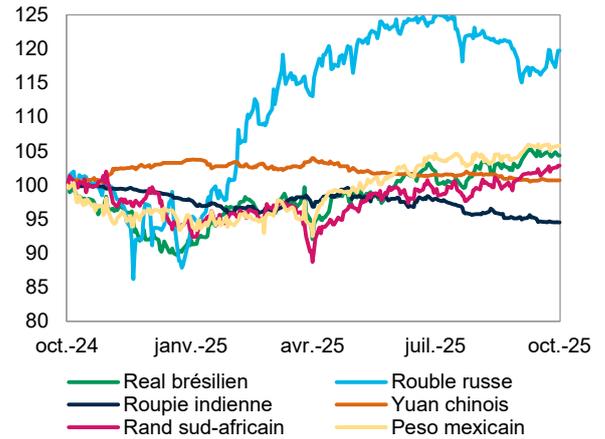
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

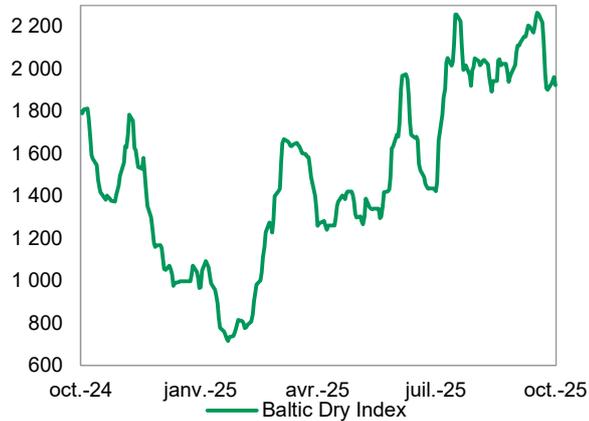
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

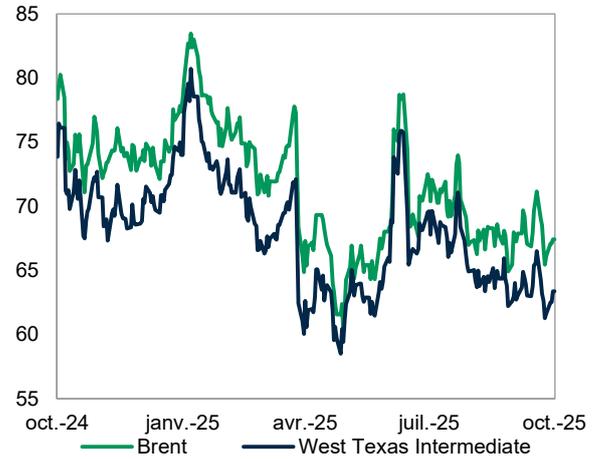
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

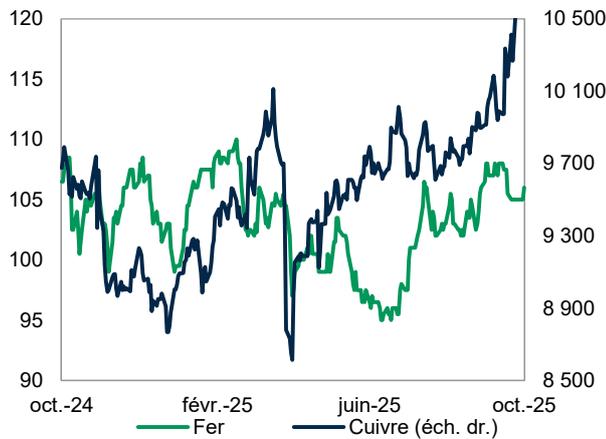
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

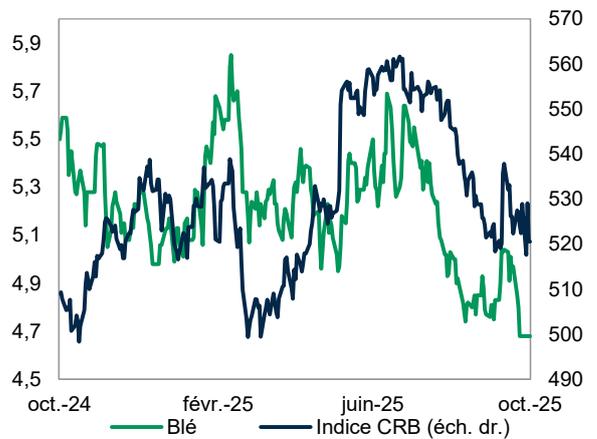
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

### Agriculture

SRW Wheat (USD/boisseau) et CRB foodstuffs (USD/point)



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



## Monde – Scénario macro-économique 2025-2026 – Octobre 2025

[En espérant un soupçon de stabilité...](#)

Date	Titre	Thème
09/10/2025	<u><a href="#">Brésil – Ralentissement, désinflation et ajustement fiscal, tout est plus lent que prévu ou désiré</a></u>	Amérique latine
08/10/2025	<u><a href="#">Grèce – L'investissement soutient l'activité</a></u>	Grèce
07/10/2025	<u><a href="#">Royaume-Uni – Premier du G7 ? Pas vraiment !</a></u>	Royaume-Uni
07/10/2025	<u><a href="#">France – La consommation des ménages en biens reste atone, malgré la faiblesse de l'inflation</a></u>	France
06/10/2025	<u><a href="#">Italie – Le marché immobilier se reprend, mais pas en faveur de la construction</a></u>	Italie
03/10/2025	<u><a href="#">Monde – Scénario macro-économique 2025-2026 – En espérant un soupçon de stabilité...</a></u>	Monde
03/10/2025	<u><a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a></u>	Monde
03/10/2025	<u><a href="#">Chine : derrière « l'involution », des déséquilibres économiques profonds</a></u>	Asie
02/10/2025	<u><a href="#">Point de vue – Stablecoin, l'illusion de puissance</a></u>	Banque, fintech
02/10/2025	<u><a href="#">Arabie saoudite – Le conte des mille et un indicateurs de la diversification</a></u>	Moyen-Orient
30/09/2025	<u><a href="#">France – Les placements des ménages sur les dépôts bancaires et en assurance-vie à juin 2025</a></u>	France
30/09/2025	<u><a href="#">France – Augmentation de la dette publique au deuxième trimestre, à près de 116% du PIB</a></u>	France

### Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la publication :** Isabelle JOB-BAZILLE

**Rédacteurs en chef :** Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDA

**Zone euro :** Alberto ALEDO, Ticiano BRUNELLO, Grégoire GLORIEUX, Marianne PICARD, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro),

Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

**États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves :** Slavena NAZAROVA

**Europe centrale et orientale, Asie centrale, géo-économie :**

Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Nathan QUENTRIC

**Asie :** Sophie WIEVIORKA

**Amérique latine :** Catherine LÉBOUGRE (coordination scénario)

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

**Documentation :** Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Datalab ECO

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Sophie GAUBERT – Fabienne PESTY

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

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

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

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

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