



Perspectives

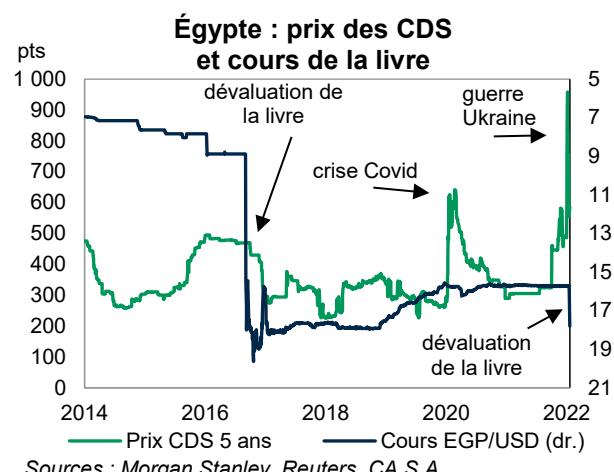
N°22/100 – 22 mars 2022

ÉGYPTE – La fragilité intrinsèque du pays se matérialise à nouveau sur les marchés financiers

Chaque crise externe qui affecte plus ou moins directement l'Égypte provoque de fortes sorties de capitaux et des tensions sur les marchés financiers. Cela a été le cas lors de la crise sanitaire du coronavirus et encore plus cette année lors du déclenchement de la guerre en Ukraine. Comment comprendre la récurrence de ces tensions à chaque crise ? En fait, l'Égypte, déjà fragilisée par un double surendettement externe et public, est aussi prise dans les contradictions d'une grande ouverture de son compte de capital, d'un régime de change fixe au dollar trop rigide et d'une politique monétaire probablement insuffisamment réactive. Cette fragilité intrinsèque se matérialise fin mars 2022 par la chute de 14% de la livre égyptienne par rapport au dollar américain et la hausse du taux directeur de 1% –100 points de base (pdb) – à 9,25%.

Les caractéristiques particulières de la guerre en Ukraine, avec les risques inflationnistes en hausse sur les produits alimentaires et les risques de pénuries de céréales, ont provoqué début mars 2022 une très forte inquiétude des investisseurs.

Conséquence la plus immédiate : la chute de 14% de la livre égyptienne par rapport au dollar américain le 21 mars. Cet ajustement a été précédé par une forte hausse, début mars, de la prime de risque souverain (prix des CDS, contrat de couverture d'assurance contre le risque de défaut souverain à cinq ans) qui est montée à plus de 1 000 pdb (plus de 10%) début mars. Elle est retombée à 588 pdb à fin mars après l'ajustement du change et revient donc au niveau atteint lors du déclenchement de la crise sanitaire du coronavirus. Ceci illustre la préoccupation des investisseurs de portefeuille sur le niveau de dette publique de l'Égypte. La moindre rentabilité des titres d'État (11,3%) en raison de la hausse de l'inflation (8,8% en février) a pu également jouer défavorablement sur l'attractivité des T-bills.



Plusieurs raisons expliquent les ajustements de marchés actuellement constatés :

Un régime de change trop rigide. Le régime de change, initialement prévu pour être flexible lors de la dévaluation de 2017, est, dans les faits, un régime de change fixe au dollar. Le cours de la livre est resté quasiment inchangé à 15,7 par rapport au dollar depuis deux ans et demi, avant le 21 mars dernier. Cette politique trop rigide, en partie due à la volonté de ne pas provoquer de l'inflation importée, l'est aussi en raison de la hausse récente de l'endettement public en devises fortes. Une dépréciation monétaire augmenterait mécaniquement le ratio de dette publique, alors que celui-ci est déjà à 90% du PIB fin 2021. Tant que la croissance du PIB est supérieure au déficit du solde courant, les tensions restent contenues. Mais cela n'a pas été le cas en 2020 et 2021, en raison de l'effondrement des recettes touristiques dû à la

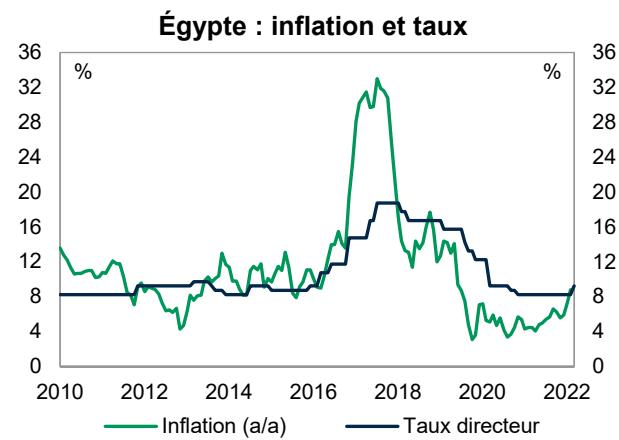
crise sanitaire. Ceci explique en partie la dévaluation actuelle de la livre à 18,2 par USD, un niveau proche du cours moyen de l'année 2018, après la dévaluation de 2017. Le déficit du solde courant, qui va sans doute rester au niveau de 2021 (-4,5%) en raison de la hausse des prix de nombreux produits d'importation (céréales mais aussi métaux et pétrole) avant cette dévaluation, pourrait se contracter à seulement 4% du PIB en 2022 compte tenu de cet ajustement du change et selon nos estimations. Autre conséquence mécanique, la dévaluation du change rajoute 12 Mds USD à la dette publique (part des 20% du PIB de dette publique exprimée en devise), ce qui devrait faire passer le ratio de dette publique sur PIB de 90% à 93% mi-2022.

Trop de capitaux spéculatifs. La crise sanitaire du Covid avait provoqué la fuite de 11 milliards de dollars d'investissements de portefeuille entre mars et mai 2020, faisant chuter le stock de réserves en devises à 36 milliards de dollars, soit une chute très significative de 30%. Cette dernière avait nécessité l'intervention du FMI pour stabiliser ces réserves. Ces capitaux, par nature volatils, ne sont revenus qu'en 2021 à la faveur de chiffres macro-économiques convenables en période de crise et d'opinions favorables des marchés, stabilisant ainsi la prime de risque souverain à 300 pdb. La prédominance des capitaux volatiles au détriment des investissements directs étrangers (IDE), plus durables, s'est encore fortement accentuée en 2021. En septembre 2021, les IDE ne représentent plus que 1,2% du PIB (moins de 5 Mds USD), contre 1,5% en 2020. C'est vraiment trop peu pour un pays émergent qui souhaite, de longue date, attirer les capitaux étrangers productifs. Cela illustre donc l'attentisme des investisseurs de long terme et c'est, bien sûr, une fragilité supplémentaire pour un pays dont le compte de capital est ouvert et qui a creusé son déficit courant à environ 5% du PIB en 2021. En 2021, les investissements de portefeuille sont estimés à 15 Mds USD, soit un montant trois fois plus élevé que les IDE.

L'inflation en hausse. Le regain d'inflation constaté début 2022 (7,3% en janvier et 8,8% en février) va se poursuivre au cours de l'année, d'une part en raison de la hausse du prix des denrées alimentaires (ils progressent de 17,5% a/a en février), et notamment du blé sur les marchés internationaux (l'Égypte est l'un des plus gros importateurs mondiaux), mais aussi de la forte pondération à 44% des produits alimentaires dans l'indice final. La politique monétaire, comme elle le fait généralement, a pris en compte la détérioration de l'inflation, le 20 mars dernier et la Banque centrale a augmenté de 1% (100 pdb) son taux directeur, qui progresse à 9,25% (taux des dépôts).

Trop de dettes et une liquidité tendue. Par ailleurs, la principale vulnérabilité du pays reste son niveau de surendettement externe et public qui s'est encore un peu détérioré lors de la crise du Covid. Si la dette externe est modeste en pourcentage du PIB (34%), le faible niveau d'ouverture du pays (les exportations s'élèvent à 40% du PIB) propulse le ratio de dette à plus de deux fois les recettes d'exportation de biens et services. C'est un niveau de surendettement qui a nécessité une aide du FMI en 2016 et 2020, aide qui a par ailleurs accru la dette externe.

Les besoins de financement externes sont estimés à 49 milliards de dollars par an pour les deux années fiscales 2021-2022 et 2022-2023. Des montants considérables représentant entre 10% et 11% du PIB. La liquidité tendue va sans doute nécessiter le renouvellement, voire l'augmentation, des aides ponctuelles des pays du Golfe et des multilatéraux, surtout si les recettes touristiques tardent à revenir à leur niveau d'avant-crise. En dernier recours, le gouvernement pourrait à nouveau solliciter une aide du FMI, si les marchés financiers se fermaient et montraient une défiance accrue envers les risques « pays émergents ».



Notre opinion – Les risques de tensions sociales en cas de pénuries alimentaires ne sont pas, non plus, à minimiser. Le gouvernement pourrait donc recourir à l'arme des subventions pour atténuer l'impact financier de la hausse des prix alimentaires sur les ménages les plus pauvres. Cette politique sociale, quoique justifiée, pourrait compliquer le respect des objectifs de réduction du déficit budgétaire, alors que le remboursement de la dette absorbe déjà 30% des recettes de l'État. Un des ratios les plus élevés au monde.

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
18/03/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
17/03/2022	<u>L'économie de marché, l'économie de crise, l'économie de guerre</u>	Union européenne
16/03/2022	<u>France – Élections 2022 : transition énergétique</u>	France
16/03/2022	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole</u>	Agriculture, agroalimentaire
15/03/2022	<u>Chine – La cible de croissance annuelle dévoilée, reste à savoir comment l'atteindre</u>	Asie
15/03/2022	<u>Italie – Baisse de la production industrielle en janvier</u>	Italie
11/03/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
11/03/2022	<u>Parole de banques centrales – La BCE anticipe la fin des achats d'actifs mais repousse la hausse des taux</u>	Zone euro
10/03/2022	<u>Qualifier l'impact du choc et les réponses de politique économique</u>	Europe
10/03/2022	<u>Amérique latine – Il est parfois heureux que l'Europe soit éloignée</u>	Amérique latine
09/03/2022	<u>Asie – Le choc passera surtout par les prix</u>	Asie
08/03/2022	<u>Europe centrale et orientale, Turquie : une très forte dépendance aux hydrocarbures de Russie</u>	Turquie
08/03/2022	<u>Moyen-Orient et Afrique du Nord – Premiers impacts économiques de la guerre en Ukraine</u>	MOAN
04/03/2022	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
04/03/2022	<u>France – Les relations commerciales avec la Russie et l'Ukraine, état des lieux et risques potentiels</u>	France

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 : Dominique Petit – **Statistiques :** Robin Mourier

Secrétariat de rédaction : Christine Chabenet

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

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

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

iPad : application **Etudes ECO** disponible sur App store

Android : application **Etudes 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.