

Perspectives

Hebdomadaire – N°25/164 – 23 mai 2025

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Les actifs américains temporairement boudés par les marchés financiers	2
☞ Union européenne : 30% des fonds de la Facilité pour la reprise et la résilience utilisés depuis 2020	3
☞ Zone euro : la guerre commerciale pèse sur les prévisions de la Commission européenne	4
☞ France : une immigration en hausse et de plus en plus qualifiée depuis 2006	5
☞ Allemagne : rebond des exportations au premier trimestre 2025	6
☞ Les États-Unis et le Royaume-Uni signent un « Accord de prospérité économique » : quelques baisses de tarifs et beaucoup de promesses	8
☞ Mexique – Où en sommes-nous ?	11
☞ Maroc : we can do it !	14

 Les actifs américains temporairement boudés par les marchés financiers

À l'enthousiasme de la semaine dernière a succédé une nouvelle vague de désaffection à l'égard des actifs américains, au premier rang desquels les obligations d'État et le dollar ; une vague de « *Sell America* », dont le versant « hausse des taux » complique la politique économique du président Trump.

Cette défiance a suivi la dégradation de la note souveraine des États-Unis de Aaa à Aa1 par l'agence Moody's vendredi dernier : une décision motivée par l'augmentation préoccupante depuis une dizaine d'années du ratio de dette sur PIB et de la charge d'intérêts. Les administrations fédérales successives n'ont, en effet, pas réussi à s'entendre sur des mesures susceptibles de freiner les déficits cumulés durant des années, justifie ainsi l'agence de notation. Le niveau de la dette fédérale du pays avoisine les 36 000 milliards de dollars et pourrait s'aggraver davantage si rien n'est entrepris pour endiguer la tendance. En effet, la reconduite des réductions d'impôts de 2017, proposée par Donald Trump et actuellement débattue au Congrès, semble plus que vraisemblable, alors que les baisses envisagées de dépenses, moins consensuelles (programme Medicaid), sont loin de combler le manque à gagner. D'après les estimations du CBO (*Congressional Budget Office*), le projet de loi ajouterait près de 3 800 milliards de dollars au déficit budgétaire primaire (hors intérêts de la dette) au cours de la prochaine décennie, ce qui propulserait la dette à 134% du PIB d'ici 2035 contre 98% en 2024. L'échéance du mois d'août, date à laquelle le Trésor américain serait à court de liquidité pour couvrir ses obligations si le Congrès ne relève pas le plafond de la dette, se rapproche lentement et accentue la pression pour l'adoption rapide du projet de loi de Finance.

Bien que le FMI ait déjà alerté sur la trajectoire budgétaire américaine, ce risque de dérapage, sanctionné par une agence de rating, a surpris les investisseurs. Le *downgrade* du souverain et les enchères décevantes d'obligations à 20 ans, trouvant peu d'acheteurs mercredi, n'ont fait que renforcer ces craintes. Les rendements des obligations souveraines américaines de maturité longue ont enregistré des hausses substantielles en milieu de semaine avant de retrouver des niveaux plus « raisonnables » ce vendredi. Les inquiétudes se sont apaisées mais elles persistent. La devise européenne s'est ainsi appréciée de 1,8% face au dollar cette semaine, toujours portée par les incertitudes sur la politique commerciale américaine et ses conséquences sur la croissance. Le prix du baril de pétrole en mer du Nord a baissé de 1,9%

en raison d'une éventuelle augmentation de la production des pays membres de l'OPEP+ en juillet.

Si des accords commerciaux bilatéraux se profilent peu à peu, réduisant la menace de tarifs douaniers prohibitifs, la guerre commerciale a d'ores et déjà sapé la confiance du consommateur américain – l'indice de confiance de l'université du Michigan a chuté à 50,8 points en mai après 52,2 points en avril et devrait réduire les marges des entreprises qui feront face à des coûts de production plus élevés.

En zone euro, l'indice composite des directeurs d'achat pour le mois de mai, signale une légère contraction de l'activité (indice à 49,5 points après 50,4 points), l'indice PMI des services reculant tandis que l'activité industrielle se redresse quelque peu, notamment en Allemagne et en France.

Alors que la BCE s'est montrée prudente sur le rythme d'assouplissement monétaire envisagé, la baisse des taux de juin semble quasiment actée par les marchés. Ceux-ci anticipent, après une pause estivale, une autre réduction de taux en 2025, portant le taux de dépôt à 1,75% en fin d'année. Les pressions désinflationnistes provoquées par la baisse de la demande étrangère pourraient être plus que compensées par la hausse des coûts de production résultant des modifications des chaînes de valeur mondiales.

Par ailleurs, le Premier ministre britannique, Keir Starmer, a conclu un accord de « réinitialisation des relations commerciales et de défense » avec l'Union européenne. Cet accord multiforme permet de faciliter les formalités administratives des producteurs agricoles, intègre un volet autorisant l'usage conjoint des prêts de l'UE en matière de défense et de sécurité et ouvre la participation des entreprises britanniques au programme « Réarmer l'Europe ». Il concède également un accès mutuel aux eaux territoriales pour une période de douze ans et rouvre les discussions en matière de programme de mobilité des jeunes (*Erasmus*).

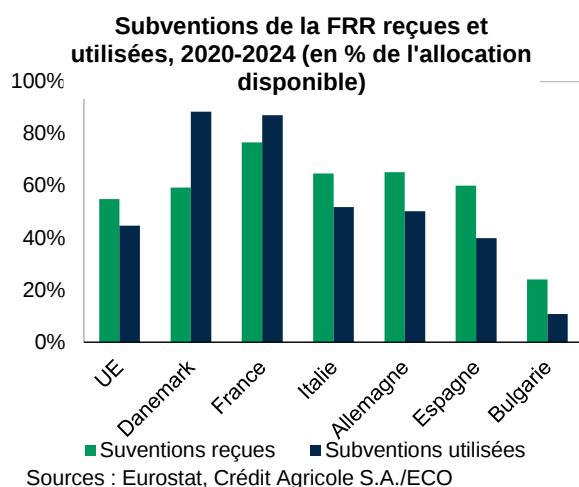
Enfin, en amont d'une réunion de négociations commerciales avec la Commission européenne sur les tarifs douaniers, Donald Trump, mécontent des discussions en cours, vient de déclarer « qu'il recommanderait des droits de douane de 50% sur les produits importés de l'Union européenne à compter du 1^{er} juin ». Cet événement a provoqué un nouvel épisode de turbulences sur les indices actions, en baisse en fin de journée¹. Une tendance qui pourrait tout aussi vite s'inverser dans les jours à venir en cas de volte-face ou de compromis commercial trouvé.

¹ Les bourses ont commencé à chuter à 13h45 et nous avons arrêté les chiffres à 11h26.

Zone euro

Union européenne : 30% des fonds de la Facilité pour la reprise et la résilience utilisés depuis 2020

La facilité pour la reprise et la résilience (FRR), ou *Recovery & Resilience Facility* (RRF) dans le texte, est un fonds de 650 milliards d'euros que la Commission européenne a constitué en se finançant sur les marchés de capitaux. Au cœur du plan de relance NextGenerationEU, la FRR comprend 359 milliards d'euros de subventions destinées aux États membres ainsi que 291 milliards de prêts. L'objectif de ce programme est de permettre aux membres de l'Union européenne de financer leurs investissements et réformes, et ce depuis la pandémie de la Covid.

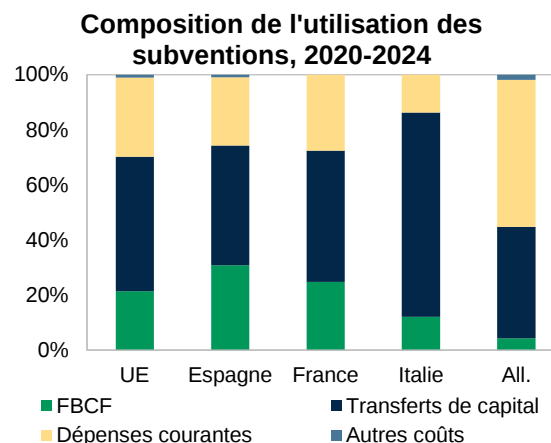


Entre 2020 et 2024, la Commission européenne a versé 55% des subventions de la FRR (197 Mds €) et les pays membres en ont utilisé 161 milliards, soit 45% du total des subventions prévues.

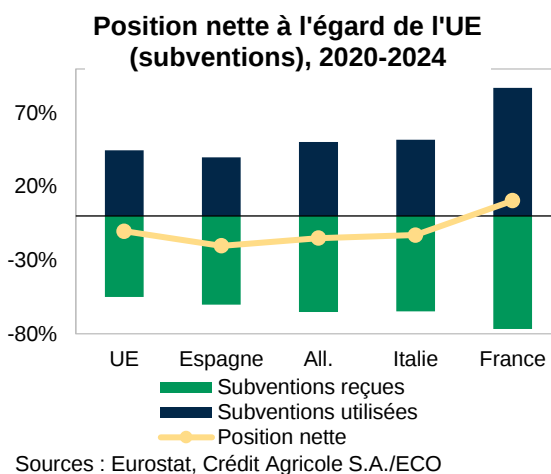
Au sein de ce montant, 21% ont été utilisés pour de l'investissement direct des administrations publiques (FBCF) et 29% pour des dépenses courantes. Ensuite, près de la moitié des subventions a servi à des transferts de capital qui font référence aux subventions à l'investissement versées par l'État au secteur privé (ou à la capitalisation des banques publiques d'investissement pour augmenter leur capacité de prêt au secteur privé). Enfin, un résidu, environ 1%, couvre les autres coûts. La France et l'Espagne ont une structure d'utilisation des subventions de la FRR similaire. En effet, environ 30% de ces dernières sont allouées à la FBCF, 25% aux dépenses courantes et le gros est utilisé via des transferts de capital vers le secteur privé (plus de 40%). L'Allemagne, quant à elle, ne fait pas usage de ses subventions pour la FBCF (moins de 5%) mais pour des dépenses courantes et des transferts de capital (95% à eux deux). Enfin, l'Italie oriente ses subventions majoritairement vers des transferts de capital (environ 75%).

Par ailleurs, seulement 12% de l'enveloppe totale des prêts ont été versés sur la période, ce qui équivaut à 35 milliards d'euros dont 58% ont été

dédiés à la FBCF, 20% aux transferts de capital, 14% aux autres coûts et 8% aux dépenses courantes. Ce faible montant s'explique par le fait que seulement 13 pays membres ont effectué une demande de prêt auprès de la Commission entre 2020 et 2024.



Les fonds de la Facilité pour la reprise et la résilience sont versés à la suite d'une demande des États membres puis à l'évaluation des étapes de mise en œuvre des projets par la Commission européenne. En fonction des subventions reçues et utilisées, on déduit la position nette des pays membres à l'égard de l'UE. Ainsi, fin 2024, 17 pays de l'Union européenne avaient reçu plus de subventions qu'ils n'en avaient utilisé (donc une position à payer vis-à-vis de l'UE) tandis que 10 pays en avaient utilisés plus que reçus. Dans l'ensemble, les pays membres avaient une position créditrice de 37 milliards d'euros vis-à-vis de l'UE fin 2024, soit un écart de 10% entre la part des subventions versées et des subventions utilisées.



Concernant les prêts, 12 des 13 pays en ayant fait la demande sur la période, avaient reçu plus de prêts qu'ils n'avaient dépensé. Pour l'UE dans son

ensemble, 37% des prêts ont été versés par la Commission, mais seulement 12% ont été utilisés.

✓ Notre opinion – Pour résumer, 197 milliards d'euros de subventions et 35 milliards de prêts ont été distribués entre 2020 et 2024 par la Commission européenne aux pays membres, ce qui équivaut à 36% des fonds totaux de la FRR. Et, 83% de ces fonds distribués ont été utilisés. Les subventions ont majoritairement servi à des transferts de capitaux vers le secteur privé tandis que les prêts ont été utilisés en grande partie pour de l'investissement public.

Beaucoup reste à faire puisque seulement 12% du montant total alloué aux prêts ont été distribués en quatre ans et un peu plus de la moitié de celui dédié aux subventions. Ce profil de versement et d'utilisation des fonds nous informe du retard pris par le programme, qui doit prendre fin en 2026. Ce retard s'explique par plusieurs raisons, d'abord une première révision des programmes nationaux de reprise et résilience liée à une révision des allocations en 2021, ensuite d'autres révisions pour prendre en compte les nouveaux objectifs de dépense liés au plan RePowerEU à la suite de la hausse des prix de l'énergie, liée à la guerre à l'Ukraine, mais aussi plus généralement à la hausse des coûts des intrants liée à la reprise post-Covid. Ces révisions se sont étendues jusqu'en 2023 et 2024, mais sont désormais terminées. Le programme peut donc procéder à un rythme bien plus soutenu en 2025 et 2026. Ainsi, une récente estimation par la BCE du programme modifie le profil de l'impact par rapport à une précédente estimation datée de 2022 et révisé à la baisse l'impact cumulé positif sur le niveau du PIB de la zone euro en 2024 de 0,5% à 0,2%. Cependant, dans la phase de rattrapage des versements et de la dépense entre 2025 et 2026 l'impact est multiplié par deux. Au total, à l'horizon 2026, le niveau du PIB de la zone euro serait entre 0,4% et 0,9% plus élevé grâce à la FRR, selon le degré d'absorption des fonds et de la productivité de la dépense. Pour l'Italie et l'Espagne, principaux bénéficiaires des fonds, les gains seraient deux à trois fois supérieurs à la moyenne de la zone euro. L'impact positif du programme ne s'arrêterait pas en 2026. Fin 2031, le PIB de la zone euro serait entre 0,8% et 1,2% supérieur qu'en absence du programme. En effet, si dans la phase initiale la croissance du PIB est soutenue principalement par le canal de la dépense budgétaire, à plus long terme l'expansion et la modernisation du stock de capital et les réformes structurelles liées au programme permettraient aussi des gains de productivité.

Zone euro : la guerre commerciale pèse sur les prévisions de la Commission européenne

Dans ses prévisions économiques de printemps, la Commission européenne a abaissé ses projections de croissance pour la zone euro. Elle prévoit une croissance pour la zone euro de 0,9% en 2025 et de 1,4% en 2026, alors qu'elle tablait sur 1,3% en 2025 et 1,6% en 2026 lors de son exercice de novembre 2024.

C'est principalement la révision de la croissance allemande en 2025, de 0,7% à 0%, qui explique ce mouvement, même si les croissances française et italienne ont aussi été réduites sur les deux années, mais dans une moindre mesure. En revanche, la prévision de croissance pour l'Espagne a été rehaussée en 2025.

La Commission européenne continue d'anticiper une accélération de la demande intérieure cette année, portée par la reprise continue de la consommation privée (1,5% en 2025 et 2026) et par le rebond de l'investissement (1,3% en 2025 et 2,2% en 2026). L'investissement se redresserait autant dans sa composante construction que dans celle des équipements, et le taux d'investissement public poursuivrait sa remontée.

La contribution de la demande étrangère nette serait négative sur l'horizon de prévision, freinée par un coup d'arrêt des exportations cette année.

La résilience du scénario s'appuie sur une dynamique toujours positive, bien qu'en ralentissement, des créations d'emplois, qui permet une baisse du taux de chômage à 6,3% en 2025 et 6,1% en 2026. Le processus désinflationniste se poursuit avec une inflation à 2,1% en 2025 et à 1,7% en 2026.

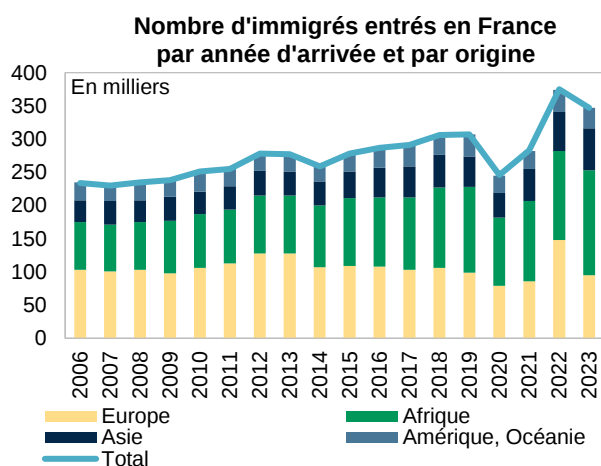
La révision de la prévision est imputable à la prise en compte de l'impact négatif de la hausse des droits de douane, qui n'était pas intégré dans les prévisions de l'automne. La Commission retient l'hypothèse d'un statu quo post 9 avril, soit un taux de 25% sur les importations américaines d'acier, d'aluminium et sur les voitures et les pièces automobile, et une hausse de 10% sur les autres biens (hors produits temporairement exclus). Ce durcissement tarifaire se traduit par un niveau du PIB plus faible de 0,2% en 2025 et 2026. Une rétorsion symétrique de l'UE n'est pas intégrée mais elle réduirait le niveau du PIB de 0,2 point supplémentaire.

✓ Notre opinion – La croissance prévue pour la zone euro par la Commission européenne est légèrement plus faible que notre prévision de mars 2025 (1% en 2025 et 1,5% en 2026). Celle-ci, chiffrée avant les

annonces du Liberation Day, prenait en compte l'impact de droits de douane de 25% sur l'acier, l'aluminium, les voitures et les pièces automobile et un alignement des taux moyens pondérés américains sur les taux européens, soit une hausse moyenne de 5,5 points. L'impact direct de ces taxes supplémentaires sur la croissance du PIB de la zone euro était de -0,2 point, auquel s'ajoutait un impact négatif supplémentaire de -0,1 point lié à la forte incertitude autour des politiques économiques américaines. Ces effets négatifs étaient compensés par l'impact positif sur la croissance de la zone euro de la relance budgétaire allemande (réforme de la règle de frein de la dette et fonds pour l'investissement en infrastructures), chiffré à +0,1 point en 2025 et +0,3 point en 2026, et celui des dépenses additionnelles pour la Défense, plus modéré à l'horizon de la prévision. La Commission n'inclut pas ces mesures dans sa prévision. Elle fournit néanmoins une estimation de leur impact potentiel. L'intégration des dépenses liées au fonds d'infrastructures allemand (sans la réforme de la règle budgétaire) augmenterait le PIB européen de 0,75 point à l'horizon 2035. Les dépenses additionnelles pour la défense européenne augmenteraient le PIB de l'Union de 0,3 à 0,6 point à l'horizon 2028, selon les hypothèses faites en termes de pénétration des importations et de la productivité de la dépense.

👉 France : une immigration en hausse et de plus en plus qualifiée depuis 2006

En 2023, 7,3 millions d'immigrés vivaient en France. Les personnes nées étrangères et résidant sur le territoire national représentent ainsi 10,7% de la population totale. Deux publications récentes de l'Insee reviennent sur l'évolution de l'immigration, et la contribution des flux migratoires à l'augmentation de la population en France depuis 2006, avec de premiers chiffres pour 2023 concernant les entrées sur le territoire. Depuis 2006, l'afflux annuel d'immigrés a connu une tendance haussière, passant de 234 000 cette année-là à 347 000 en 2023. Leur origine s'est diversifiée, le continent africain ayant surpassé l'Europe en termes de région de naissance en 2017. Les femmes demeurent majoritaires (51% des immigrés entrés sur le territoire en 2023), mais leur part décline légèrement depuis les années 2010. Ce n'est pas le cas du niveau de qualification des immigrés arrivant sur le sol français, qui est en hausse : 52% des plus de 25 ans sont diplômés du supérieur en 2023, contre 41% en 2006.



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

La pandémie de Covid-19 a interrompu la tendance haussière du nombre d'immigrés arrivés sur le territoire français, avec un point bas de 246 000 entrées en 2020. Le flux a de nouveau crû l'année suivante, mais à un niveau relativement faible (283 000), l'année 2021 étant encore marquée par des restrictions sanitaires. Le rattrapage post-

pandémique, conjugué aux effets du début de la guerre en Ukraine, ont ensuite conduit en 2022 à des entrées d'immigrés à un niveau record depuis 2006 (375 000). Elles ont ensuite marqué quelque peu le pas en 2023, demeurant tout de même bien supérieures à leur niveau pré-crise sanitaire.

L'origine des immigrés entrant en France a évolué. Jusqu'en 2016, le continent européen était le continent de naissance de la majorité d'entre eux, mais l'Afrique est désormais le continent de naissance dominant (excepté en 2022, année particulière avec des flux de personnes nées en Ukraine et en Russie particulièrement élevés). Le nombre annuel d'immigrés arrivés en France nés en Afrique a ainsi doublé entre 2006 et 2023, passant de 72 000 à 158 000. C'est l'inverse qui s'est produit pour les immigrés entrés sur le territoire français nés en Europe, leur nombre ayant diminué de 103 000 en 2006 à 95 000 en 2023. Parmi les immigrés entrés sur le territoire, ceux nés en Europe représentaient ainsi 44% du total en 2006, contre 31% pour ceux nés en Afrique. En 2023, ces chiffres sont de respectivement 28% et 45%. La part des immigrés nés en Asie reste plus modérée (18% en 2023 contre 14% en 2006), mais leur nombre a presque doublé depuis 2006.

Dans le détail, le nombre d'immigrés entrés en France nés en Europe est en baisse depuis 2014 (excepté l'année 2022), après des afflux importants notamment en 2012-2013, consécutivement à la crise financière de 2008 puis à celle des dettes souveraines. Ces crises ont en effet poussé de nombreuses personnes nées dans les pays d'Europe du Sud (Espagne, Portugal, Italie) à immigrer en France (notamment). 2022 et la guerre en Ukraine ont marqué un pic de l'immigration venue d'Europe, qui a ensuite de nouveau chuté en 2023.

Parmi les immigrés entrés en France nés en Afrique, ce sont ceux nés en Afrique hors Maghreb qui ont vu leur nombre progresser le plus sur la période. Ceux-ci représentent en effet 54% des immigrés entrés sur le territoire originaires d'Afrique en 2023, contre 42% en 2006 (et 25% du total des entrées d'immigrés en

2023 contre 13% en 2006). Ceux nés au Maghreb augmentent aussi, mais dans une moindre mesure. Tous les ans, l'Algérie et le Maroc sont parmi les trois premiers pays d'origine des immigrés pénétrant sur le sol français (environ 15% des entrées annuelles à eux deux), ce qui peut s'expliquer en sus de la relative proximité géographique par le lien historique de ces pays avec la France, et la connaissance de la langue française. Enfin, le nombre d'entrées d'immigrés nés en Asie s'est accru à partir de 2015 dans le sillage des conflits au Moyen-Orient (Syrie, Irak ou encore Liban) et de la venue soutenue d'immigrés originaires des autres pays d'Asie.

Historiquement, jusqu'aux années 1970, l'immigration en France était essentiellement masculine du fait du besoin de main-d'œuvre pendant les Trente Glorieuses. Cette immigration s'est ensuite féminisée, au travers d'abord des migrations familiales, puis de l'émancipation de la femme, qui émigre désormais de plus en plus souvent pour travailler ou faire des études, elle aussi. Toutefois, depuis 2006, la part des femmes dans les arrivées annuelles d'immigrés est en baisse en France (de 53% en 2006 à 51% en 2023). L'explication de cette évolution réside notamment dans le fait que les arrivées depuis certains pays (Turquie par exemple) sont moins féminisées

qu'auparavant. Par ailleurs, le renouvellement des pays d'origine y contribue, avec une part croissante de pays à immigration fortement masculine, comme l'Afghanistan, le Bangladesh, l'Inde ou le Pakistan.

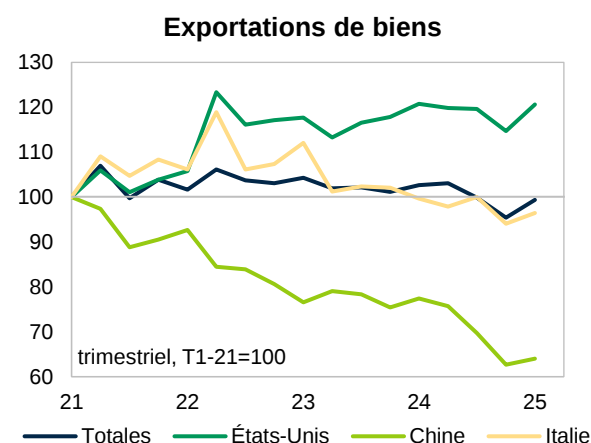
Le niveau de diplôme des immigrés est en hausse notable. De 41% en 2006, la part des plus de 25 ans ayant un diplôme de l'enseignement supérieur est passée à 52% en 2023. La part des non diplômés a par ailleurs diminué de 30 à 22% sur la période. Ce progrès est visible pour l'ensemble des zones d'origine (hors Asie car les immigrés issus de cette région étaient déjà très diplômés en 2006), mais tout particulièrement pour les immigrés nés en Afrique (et spécifiquement pour les pays du Maghreb). Cette hausse de la qualification se poursuit depuis 2006, même si les différentes crises économiques ont pu heurter cette tendance avec des migrations non-choisies dont les populations sont souvent moins diplômées. Malgré l'amélioration des qualifications, la part des immigrés en emploi l'année qui suit leur arrivée est relativement stable, autour d'un tiers pour les personnes âgés d'au moins 15 ans. Ce taux est plus élevé pour les hommes (41%) que pour les femmes (28%) en 2023, même si l'écart se réduit depuis 2006. Le taux d'emploi des immigrés augmente toutefois par la suite avec le temps de présence en France.

✓ Notre opinion – La hausse du nombre d'immigrés arrivant sur le territoire et l'amélioration de leurs qualifications est une bonne nouvelle pour la France, qui va devoir bientôt compter sur les flux migratoires pour le renouvellement de sa population. En effet, le solde naturel (différence entre les naissances et les décès sur le territoire) reste pour l'instant positif (+17 000 d'après des données provisoires pour 2024), mais est en baisse, et il pourrait devenir négatif à partir de 2027 d'après les dernières projections de l'Institut national d'études démographiques (Pison et Toulemon, 2025). L'immigration est et sera d'autant plus nécessaire pour le renouvellement de la population en âge de travailler, et donc notre capacité productive, compte tenu de l'effondrement tendanciel du nombre de naissances en France. Il reste à améliorer le taux d'emploi des immigrés, qui reste faible un an après leur arrivée d'après les chiffres de l'Insee. La hausse des qualifications des immigrés est bénéfique pour la productivité, et elle pourrait aider à améliorer leur taux d'emploi.

Allemagne : rebond des exportations au premier trimestre 2025

Après un semestre de contraction, les exportations allemandes de biens ont augmenté de 4,2% au premier trimestre 2025. Parmi les principaux partenaires commerciaux de l'Allemagne, la plus forte hausse a été enregistrée dans les exportations vers les États-Unis (+5,2%), principale destination des exportations allemandes en 2024 (11,8% du total).

La progression des importations américaines de produits allemands au premier trimestre 2025 s'expliquerait principalement par la compensation du recul du second semestre 2024. Une dynamique similaire est observée auprès d'autres partenaires commerciaux majeurs de l'Allemagne, comme la Chine ou l'Italie.



Sources : Bundesbank, Crédit Agricole SA / ECO

Ainsi, les exportations vers la Chine ont également augmenté (+2,2%), faisant de cette économie la cinquième destination des exportations allemandes (6,6% du total). Ce chiffre doit toutefois être relativisé par la tendance à la baisse marquée des exportations allemandes vers le pays asiatique depuis 2021.

Le rebond des exportations allemandes au premier trimestre 2025 s'est également manifesté dans les exportations vers le marché européen. Cette dynamique est perceptible aussi dans la hausse de nouvelles commandes au secteur manufacturier en provenance du marché unique. Le cas de l'Italie (+2,6%), septième destination des exportations allemandes (5,9% du total) confirme cette évolution.

✓ Notre opinion – *Après deux années marquées par la faiblesse de l'activité manufacturière et par une activité soutenue des services tirée par la reprise de la demande intérieure, le secteur manufacturier se redresse concomitant au rebond de la demande étrangère. Les résultats préliminaires du mois d'avril de l'indice des directeurs d'achat (PMI) de l'industrie manufacturière produit par S&P Global suggère que la production a continué de croître dans le secteur manufacturier en partie grâce à une hausse des nouvelles commandes étrangères. Concrètement, l'indice des conditions à l'exportation montre qu'une partie du rebond au premier trimestre 2025 serait due à la constitution de stocks et à des livraisons anticipées pour atténuer l'impact des nouveaux droits de douane américains. Cette dynamique se serait affaiblie en avril, également lestée par le report des investissements en réponse à l'incertitude économique mondiale croissante et à l'aversion au risque.*

Royaume-Uni

Les États-Unis et le Royaume-Uni signent un « Accord de prospérité économique » : quelques baisses de tarifs et beaucoup de promesses

Le 8 mai dernier, à la date du 80^e anniversaire de la Victoire de la Seconde Guerre mondiale, les États-Unis et le Royaume-Uni ont signé un accord « historique » sur un partenariat économique, [*the US-UK Economic Prosperity Deal \(EPD\)*](#). Il s'agit du premier accord bilatéral sur les droits de douane conclu par l'administration Trump depuis son « *Liberation day* ».

En bref, les États-Unis s'engagent à diminuer leurs droits de douane pour certains secteurs, notamment celui de l'acier et l'aluminium et des automobiles, en contrepartie d'une ouverture plus large du marché britannique, en particulier aux produits agricoles américains.

Au-delà de la politique tarifaire, les négociateurs se sont mis d'accord sur le cadre général d'un partenariat économique élargi et approfondi à venir, dont les détails restent à finaliser. Il ouvre donc la voie à de nouvelles négociations dans d'autres domaines. Ainsi, les discussions se poursuivront dans les prochaines semaines pour inclure des secteurs supplémentaires où les droits de douane pourraient être réduits (notamment les produits pharmaceutiques) ou les barrières non tarifaires allégées (y compris dans les services), chacun des deux pays visant à améliorer son accès au marché de son partenaire.

En plus de la politique tarifaire et non tarifaire, l'EPD définit des domaines supplémentaires de coopération où les deux contreparties s'engagent à négocier. Ceux-ci incluent la digitalisation du commerce bilatéral, notamment dans les services (tels que les services financiers ou professionnels), le renforcement de la coopération en matière de sécurité économique, notamment une coordination des efforts pour faire face aux politiques déloyales des pays tiers (on se doute que le pays visé est la Chine). Les deux pays ont l'intention de coopérer notamment dans les domaines de sécurité des investissements, de contrôle des exportations et de la sécurité des fournisseurs en TIC. Par ailleurs, ils s'engagent à élargir l'intégration économique dans des industries d'intérêt mutuel, telles que les industries critiques et la défense.

Ce n'est donc pas un accord commercial au sens juridique du terme, il n'est pas juridiquement contraignant (les votes du Congrès américain et du parlement britannique ne sont pas nécessaires) et il peut être rompu à tout moment par simple lettre de l'une des contreparties. Il s'agit davantage d'un engagement mutuel pour un approfondissement de la relation économique dans le futur dans le respect de l'intérêt mutuel, de l'équité et de la réciprocité.

Plus concrètement, en ce qui concerne la politique tarifaire, les États-Unis s'engagent à réduire leurs droits de douane sur les importations d'acier, d'aluminium et d'automobiles britanniques en échange de concessions de la part du Royaume-Uni dans le domaine agricole, plus spécifiquement sur les importations de viande bovine américaine.

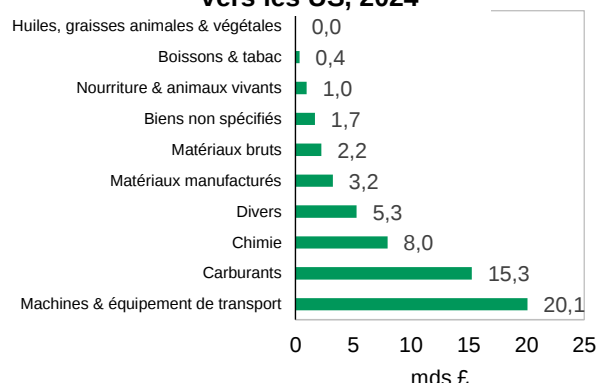
- **Automobiles** : les États-Unis importeront jusqu'à 100 000 véhicules britanniques avec un tarif douanier réduit à 10% (et à 27,5% pour chaque automobile supplémentaire). Les automobiles sont le produit le plus exporté vers les États-Unis – 102 000 voitures pour un montant de 9 milliards £ en 2024 (27,4% des exportations totales de voitures) – selon les données de l'ONS. Pour sa part, le Royaume-Uni impose un droit de douane de 10% sur les importations de voitures américaines.
- **Acier, fer et aluminium** : en février 2025, les États-Unis ont annoncé une taxe de 25% sur toutes leurs importations d'acier et d'aluminium, entrée en vigueur le 12 mars 2025. Dans l'EPD signé avec le Royaume-Uni, les États-Unis s'engagent à définir un quota (qui reste à négocier) pour importer sans droits de douane de l'acier et de l'aluminium britanniques et certains de leurs dérivés, à condition que le Royaume-Uni progresse dans l'application de normes de sécurité américaines de la chaîne d'approvisionnement. Le Royaume-Uni exporte relativement peu de fer et d'acier vers les États-Unis, environ 0,4 milliard £ en 2024, soit 8,4% des exportations totales de fer et d'acier. Les États-Unis se positionnent en quatrième position de ses partenaires à l'exportation, après l'Irlande, la Belgique et les Pays-Bas.
- **Agriculture** : le Royaume-Uni supprimera la taxe douanière de 20% sur la viande de bœuf américaine et augmentera son quota de 1 000 tonnes métriques (tm) à 13 000 tm. En retour, les États-Unis augmenteront aussi leur quota à 13 000 tm pour la viande de bœuf britannique. De plus, le Royaume-Uni permettra l'entrée sans droits de douane sur son marché de 1,4 milliard de litres d'éthanol américain. Par ailleurs, le Royaume-Uni et les États-Unis se sont engagés à respecter leurs normes sanitaires et phytosanitaires respectives (selon le communiqué britannique). Des agriculteurs et des consommateurs britanniques ayant exprimé leurs inquiétudes quant à la possibilité d'importations de bœuf américain nourri aux hormones, le gouvernement britannique a insisté sur le fait que les procédures de certification et de contrôles à la frontière permettaient de s'assurer que de la viande de

bœuf élevé aux hormones n'entreraient pas sur le marché britannique et que de manière générale les normes sanitaires et phytosanitaires britanniques ne seraient pas modifiées. Cet engagement est d'autant plus important que le Royaume-Uni a signé le 19 mai un accord majeur de rapprochement avec l'UE qui, dans le domaine agricole, opère un relâchement substantiel des contrôles à l'égard des exportations agricoles britanniques vers les pays de l'UE, dans le cadre de la création d'une « zone sanitaire et phytosanitaire commune »². Si le Royaume-Uni a accepté un certain degré d'alignement dynamique avec les normes européennes et le rôle de la Cour de justice de l'Union européenne dans la supervision de l'accord, la façon dont cet alignement va être réalisé dans la pratique est encore incertaine.

- **Produits pharmaceutiques** : actuellement ces produits ne sont pas soumis à des tarifs douaniers américains mais, avant l'EPD, ils étaient susceptibles de l'être dans le futur. Les autorités des deux pays se sont engagées à négocier « rapidement » des termes « significativement préférentiels » sur les importations américaines de produits pharmaceutiques depuis le Royaume-Uni. Selon le communiqué de la Maison Blanche³, l'accord crée une chaîne d'approvisionnement sûre pour les produits pharmaceutiques. Il s'agit d'un secteur majeur pour les exportations du Royaume-Uni vers les États-Unis – 6,6 milliards de livres en 2024 (26,7% des exportations totales de biens), soit le deuxième type de produits les plus exportés après les automobiles. C'est aussi le quatrième bien le plus importé depuis les États-Unis (4 milliards £, 14,7% des importations totales de biens), après le pétrole (8,7 milliards £), les générateurs d'électricité mécanique (5,8 milliards £) et le pétrole raffiné (4 milliards £).

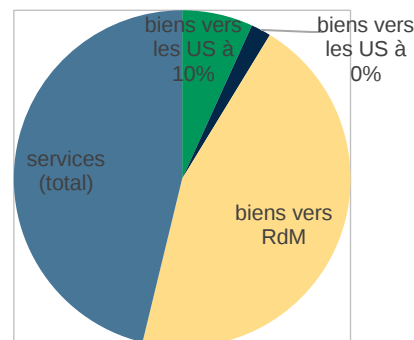
- **Autres secteurs industriels** : les deux pays s'engagent à poursuivre les négociations afin d'abaisser les droits de douane sur d'autres produits, sous condition de respect par le Royaume-Uni de la sécurité des chaînes d'approvisionnement. Toutefois, le tarif « universel » américain de 10%, tel qu'annoncé le 9 avril, sur la plupart des biens importés depuis le Royaume-Uni, restera en vigueur.

R-U : exportations de biens vers les US, 2024



Source : ONS, Crédit Agricole S.A./ECO

R-U : exportations totales, mds £, 2024



Source : ONS, Crédit Agricole S.A./ECO

✓ **Notre opinion** – « Historique », on peut le dire car, bien que loin d'être un véritable accord de libre-échange, il s'agit effectivement du premier « accord » signé par un gouvernement britannique avec les États-Unis. Depuis le Brexit, les gouvernements conservateurs successifs cherchent à conclure un accord de libre-échange avec les États-Unis et ledit accord du 8 mai dernier constitue une première étape dans l'approfondissement de la « relation spéciale » avec les États-Unis. Ce cadre général de coopération économique contient beaucoup de promesses et peu de décisions concrètes immédiates ; beaucoup donc reste à faire.

Dans le domaine des droits de douane, le gouvernement a obtenu quelques victoires certes, l'abaissement des droits de douane sur l'acier, l'aluminium et l'automobile est évidemment bienvenu, mais le tarif minimum de 10% sur la plupart des produits importés par les États-Unis est maintenu. Cela est susceptible de peser sur l'économie britannique, pour laquelle les États-Unis sont le deuxième partenaire à l'exportation après l'UE. La hausse des droits de douane américains combinée au ralentissement de l'économie américaine et celui de l'économie mondiale consécutif au resserrement de la politique commerciale américaine aura un impact négatif sur les exportations britanniques, au travers d'une compétitivité réduite par rapport aux

² Voir [UK-EU Summit - Explainer \(HTML\) - GOV.UK](#)

³ Voir [Fact Sheet: U.S.-UK Reach Historic Trade Deal – The White House](#)

produits américains et une baisse de la demande externe. Cela aura à son tour un impact négatif sur l'emploi, et par conséquent sur la consommation des ménages. Les droits de douane risquent de peser aussi sur l'investissement des entreprises dans les secteurs exportateurs vers les États-Unis faisant l'objet de droit de douane. Ces entreprises devront soit réduire leurs marges pour garder leur accès au marché américain, soit chercher d'autres débouchés à leur production, résultant en une hausse supplémentaire de leurs coûts. En revanche, les voitures, l'acier et l'aluminium britanniques, bénéficiant d'un droit de douane inférieur à celui de leurs concurrents du reste du monde, sont donc en amélioration de leur compétitivité relative.

Pays émergents

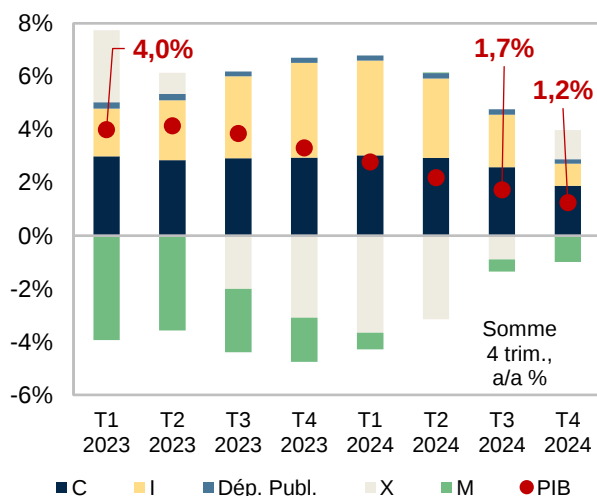
Amérique latine

Mexique – Où en sommes-nous ?

Le ralentissement est désormais clair⁴ et les risques baissiers sur l'activité s'accumulent ; l'inflation tend certes à se replier mais reste un peu élevée au regard de l'affaiblissement de la croissance. Alors que la politique budgétaire est contrainte, le potentiel de baisse des taux d'intérêt n'est pas épuisé mais limité.

Le PIB préliminaire du premier trimestre 2025 a augmenté de 0,2% en variation trimestrielle et de 0,6% en glissement annuel, excédant légèrement les anticipations. La reprise des activités agricoles a tiré la croissance, les services ont bien résisté mais l'industrie a fléchi (respectivement, en glissement annuel, +6%, +1,3% et -1,4%). Si le Mexique a échappé à une récession technique, cette croissance médiocre confirme néanmoins le ralentissement visible depuis le second semestre 2023.

Croissance & composantes

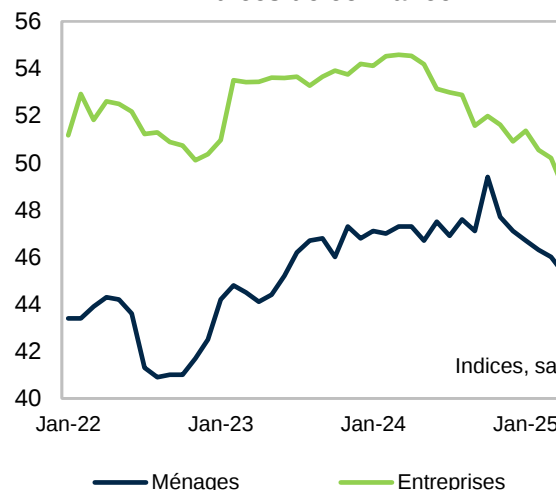


Sources : INEGI, Crédit Agricole SA/ECO

Les sources de croissance côté demande (consommation et investissement notamment) ne sont pas encore publiées mais on dispose de quelques pistes : les exportations ont certainement aidé la croissance et compensé la faiblesse de la demande interne mais sans apporter une contribution puissante. Le « boom » des importations américaines par anticipation des droits de douane n'a pas particulièrement profité au Mexique : les chiffres du commerce extérieur

mexicain le confirment⁵ tout comme la faiblesse de la production industrielle.

Indices de confiance



Sources : Banxico, Crédit Agricole SA/ECO

Même si l'acquis de croissance s'améliore (+0,2% contre -0,1% fin 2024), les derniers indicateurs signalent un ralentissement plus net que précédemment anticipé qui conduit à inscrire une croissance nulle en 2025 (prévision de croissance américaine vers 1,5% en 2025)⁶.

En effet, l'affaiblissement de la demande intérieure, moteur d'une croissance vigoureuse, supérieure à la tendance en 2022 et 2023, s'amplifie. Après deux années de contribution soutenue à la croissance (2022 et 2023 ; projets d'infrastructure gouvernementaux, investissements privés après plusieurs années de faiblesse, *nearshoring*), l'investissement fléchit. Droits de douane et menaces de droits de douane, inquiétudes sur l'avenir de l'accord de libre-échange (le « USMCA » devrait être étudié à partir d'octobre 2025 ; un nouvel accord devrait être finalisé mi-2026), incertitude sur la politique américaine ont pesé sur la confiance des agents (ménages et entreprises) et l'investissement. Ce dernier ne devrait pas se reprendre rapidement. Les dépenses de consommation ont également largement soutenu la reprise passée (bonne tenue du marché du travail, politique salariale favorable avec notamment des hausses sensibles du salaire minimum). Le marché du travail est désormais moins tendu et la croissance des salaires se tasse.

⁴ Cf. « Mexique : l'économie en péril face aux tensions commerciales avec les États-Unis », N° 25/087 et « Mexique – Survol de trois décennies de libre-échange », N° 25/073

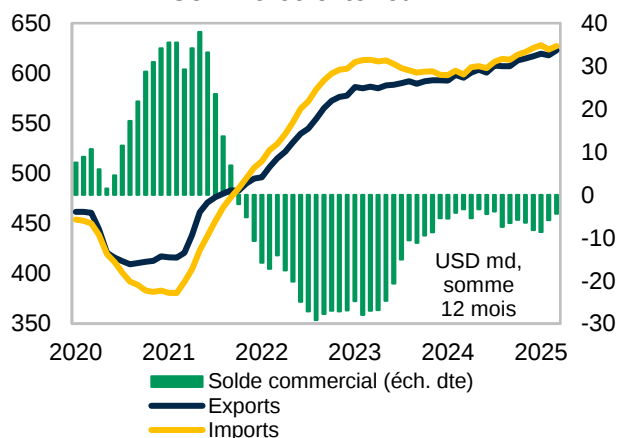
⁵ Croissance en valeur T1 2025/T1 2024 : exportations et importations totales, respectivement, +4% et +1,3% ; exporta-

tions vers les US et importations en provenance des US, respectivement, +5% et -1,7%.

⁶ Le FMI prévoit pour 2025 une récession au Mexique (-0,3%) et une croissance américaine à 1,8%.

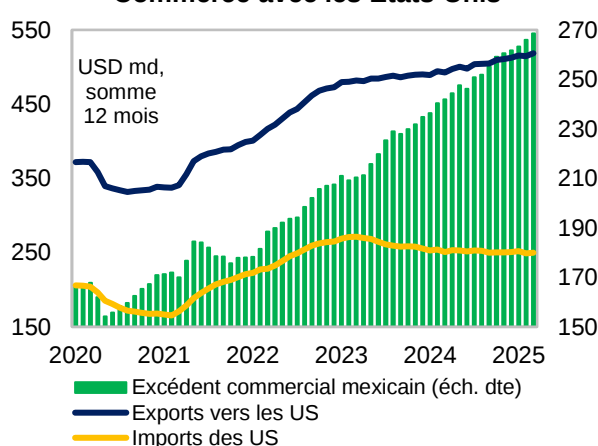
Par ailleurs, aux États-Unis, à l'occasion du projet de loi budgétaire, les républicains de la Chambre des représentants ont proposé un texte imposant une taxe de 5% sur les transferts de fonds. Cela constitue un risque à plus long terme⁷. Enfin, la demande extérieure n'offrira qu'un faible soutien à la croissance. Avec le ralentissement de la demande intérieure, les importations de biens de consommation et de capitaux, qui avaient fortement augmenté durant la période de reprise soutenue, devraient néanmoins diminuer.

Commerce extérieur



Sources : Banxico, Crédit Agricole SA/ECO

Commerce avec les États-Unis

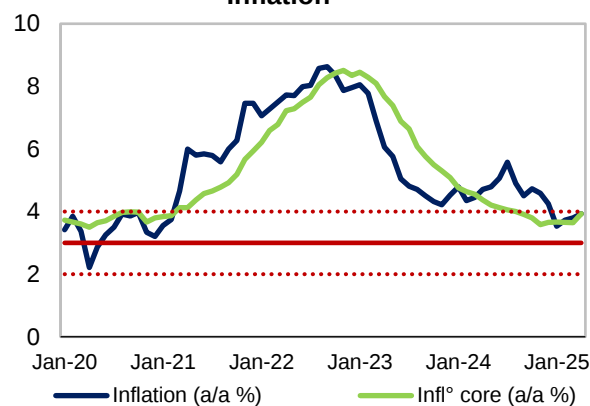


Sources : Banxico, Crédit Agricole SA/ECO

En termes de politique économique, le Plan Mexico présenté en janvier par le président C. Sheinbaum entend stimuler l'investissement et la croissance potentielle⁸. Le plan vise à attirer 277 milliards de dollars d'ici 2030 et à porter les investissements à 28% du PIB grâce à des incitations fiscales et à des procédures simplifiées. Ce plan est censé augmenter le PIB de 0,7% par an. Or, des détails doivent encore être précisés et les délais dans sa mise en œuvre ne permettent pas de tabler sur un soutien rapide. Compte tenu de l'objectif budgétaire,

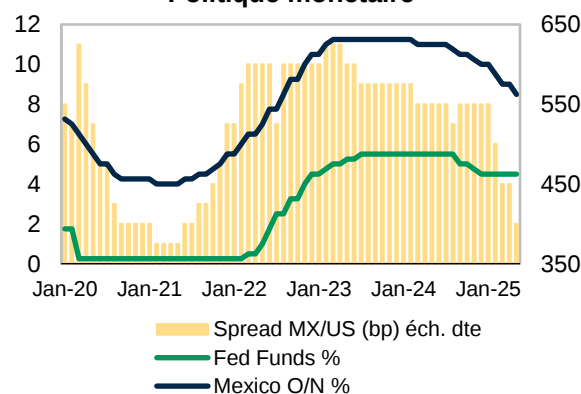
le budget ne permet pas de stimuler la croissance⁹. Les autorités mexicaines ne sont en outre pas connues pour leur « audace budgétaire » et leur réactivité en cas de choc même massif sur la croissance.

Inflation



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

Politique monétaire



Sources : banques centrales, Crédit Agricole S.A./ECO

Les taux annuels d'inflation globale et sous-jacente (qui résiste) se sont établis juste au-dessus de 3,9% en avril. Ces progressions restent supérieures à la cible centrale (3%) et toujours extrêmement proches de la borne haute (4%) malgré la décélération de l'activité. Mi-mai, la banque centrale, Banxico, a encore réduit son principal taux directeur (de 50 points de base, pb, *overnight* à 8,50%) et une nouvelle baisse de 50 pb lors de la prochaine réunion a été clairement signalée. Banxico vise toujours un retour de l'inflation vers la cible de 3%. Les anticipations d'inflation à la fin de 2025 restent supérieures à l'objectif qui ne serait atteint qu'au deuxième trimestre 2026 selon Banxico. Les projections demeurent entourées d'une incertitude élevée notamment liée à la politique américaine. Selon Banxico, les risques sont les suivants :

⁷ Envois de fonds des travailleurs émigrés en 2024 = 65 Mds USD soit 3,5% du PIB (5% de taxes = 3,25 Mds USD soit environ 0,17% du PIB en valeur en 2024)

⁸ Cf. « [Mexique : guerre commerciale, premières salves, cessez-le-feu fragile](#) », N° 25/053

⁹ Cf. « [Mexique – Budget 2025, « raisonnable » mais réaliste ?](#) », N° 25/003

Risques d'une inflation plus soutenue : 1) dépréciation du taux de change, 2) perturbations dues à des conflits géopolitiques ou à des politiques commerciales, 3) rigidité de l'inflation sous-jacente, 4) pressions plus fortes liées aux coûts et 5) chocs climatiques.

Risques d'une inflation plus élevée : 1) activité économique plus faible que prévu, 2) diffusion plus modérée de certaines pressions liées aux coûts en amont et 3) à la dépréciation du peso sur l'inflation.

Banxico a procédé à 275 pb de baisse cumulée depuis le mars 2024 à rapprocher d'une diminution totale de la Fed de 100 pb depuis septembre 2024 à 4,50%. Depuis le précédent cycle de baisses au

Mexique, amorcé juste avant la crise Covid (en septembre 2019, synchronisé avec l'assouplissement américain), les écarts de taux directeurs entre le Mexique et les États-Unis ont atteint 375 pb au minimum, 625 pb au maximum et 525 pb en moyenne. À 400 pb d'écart, le différentiel est déjà faible au regard de ses niveaux récents.

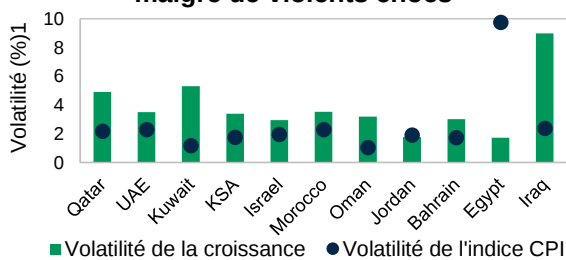
Banxico a toujours eu du mal à s'affranchir des impulsions monétaires américaines. Le potentiel de baisse n'est pas épuisé mais il semble limité malgré une économie déprimée. Le taux directeur atteindrait 7% fin 2025.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Maroc : we can do it !

Le Maroc se positionne de plus en plus comme un pôle de stabilité dans une région où cet atout est différenciant. Covid, crise inflationniste mondiale sur les prix alimentaires et énergétiques liés au choc de la guerre en Ukraine, tremblement de terre, épisodes de sécheresse qui se répètent... ces dernières années n'ont pas été un long fleuve tranquille. Alors il y a de quoi saluer la maîtrise des politiques publiques par le gouvernement marocain pour assurer le maintien d'une stabilité macroéconomique globale remarquable, tout en préservant les équilibres monétaires et de finances publiques qui la sous-tendent. À côté, l'Égypte comme la Tunisie ne se sortent pas de crises économiques et financières, que ces chocs, partagés pour la plupart, ne font qu'irriguer. L'Algérie s'enlise dans un modèle étatique de rente qui s'essouffle et la Libye n'a pas fini de résoudre sa transition politique post-printemps arabe.

Une stabilité macroéconomique malgré de violents chocs



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, Fitch Sovereign Data Comparator

10

Le chômage : coût de la stabilité ?

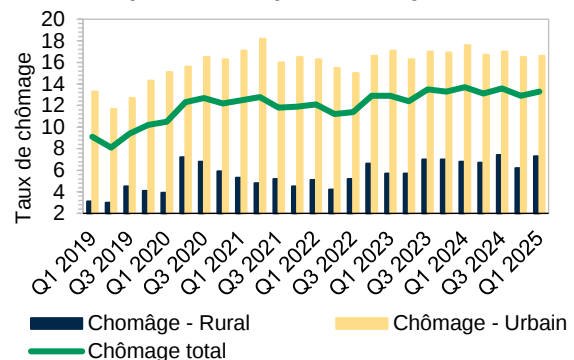
Le Maroc est imprégné d'une culture de la stabilité qui, au-delà des événements et chocs récents, semble enracinée dans un ADN plus ancien, et probablement à rapprocher à sa structure politique et à l'attachement à la monarchie. Cependant, devant une économie qui ralentit, il est devenu légitime de se demander si l'attachement à la stabilité, gage de confiance pour les investisseurs, ne s'est pas progressivement positionné comme une forme d'entrave au dynamisme économique. La croissance, de 4,3% en moyenne sur 2004-2014, s'est essouffée, à 2,5% sur 2015-2024 – comme si l'immobilisme était le prix de la stabilité¹¹. Or, il semble que le pays arrive à un croisement où il devient difficile de maintenir ce compromis. Dans

¹⁰ Les variables reflètent la volatilité des prix et de la croissance dans la région Moyen-Orient/ Afrique du Nord, selon les variables « GDP volatility - Exponentially weighted moving standard deviation » et « Volatility of CPI » de Fitch Ratings.

¹¹ Voir : « [Maroc : la croissance, au cœur des enjeux de réformes](#) », le 19/09/2024

son dernier rapport de suivi de la situation économique du Maroc¹², la Banque mondiale, fait un constat : la croissance économique ne permet pas de créer suffisamment d'emplois. Selon l'institution, « au cours de la dernière décennie, la population en âge de travailler a augmenté de plus de 10%, tandis que l'emploi n'a progressé que de 1,5% ». Ainsi le chômage a atteint des records, à 13,3% en 2024, contre 13% l'année précédente.

Le défi climatique accélère la problématique de l'emploi



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

Bien sûr, les différents chocs ces dernières années ont amplifié les pressions. Et en particulier, le stress hydrique y participe largement puisque le secteur agricole détruit plus rapidement les emplois que les autres secteurs, en zones urbaines, n'en produisent.

Mais ce n'est, en fait, qu'un accélérateur d'un problème structurel de fond, auquel s'ajoute l'amélioration de la productivité du secteur agricole, qui diminue son intensité en main-d'œuvre, et la transition de l'économie vers les services.

Vers un nouvel élan ?

Pourtant dernièrement, on sent que quelque chose bouge, les plaques tectoniques s'agitent. Le plan de réforme du gouvernement, le Nouveau Modèle de Développement¹³ lancé en 2021, est fondé sur un diagnostic lucide qui met en lumière les blocages institutionnels qui doivent être défaits et les réformes nécessaires pour desserrer les nœuds qui contraignent la croissance. Alors, au fond, le rapport de la Banque mondiale, concentré sur les réformes du climat des affaires est rassurant, car globalement aligné sur ce que le plan de réformes cible (l'environnement réglementaire, l'incitation à la

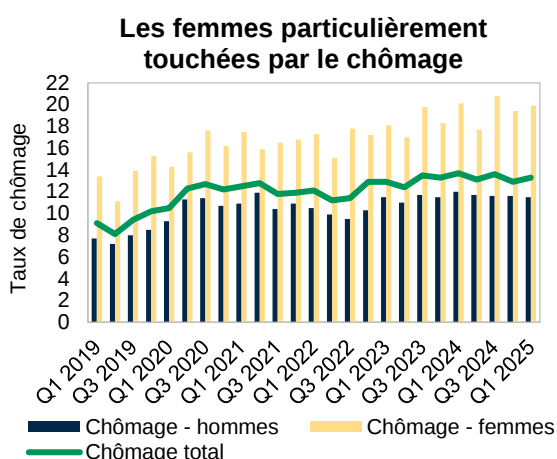
¹² « Rapport de suivi de la situation économique. Comment prioriser les réformes pour améliorer le climat des affaires. » Banque mondiale, Hiver 2025

¹³ « Le Nouveau Modèle de Développement. Libérer les énergies et restaurer la confiance pour accélérer la marche vers le progrès et la prospérité pour tous ». Rapport général de la Commission Spéciale sur le Modèle de Développement ; avril 2021

formalisation de l'économie, les barrières à la concurrence, les défis de l'éducation, l'efficacité des services publics...). Et les premiers résultats se font sentir. **L'économie se tourne résolument vers l'export** – sur la période 2021-2024, les exportations de biens et services ont compté en moyenne pour 41% du PIB, contre 33,5% sur la période 2016-2020. **C'est le signe d'un pays qui a pris conscience de ses atouts géoéconomiques dans un contexte de réorganisation des chaînes de production mondiales.** Bien sûr, cela l'expose encore davantage à la croissance européenne sur des secteurs particulièrement cycliques (l'automobile, l'aéronautique, les composants électroniques, le tourisme), mais aussi sur des secteurs stratégiques (car le réservoir de phosphate qu'est le Maroc est une des clés de la sécurité alimentaire mondiale). Pourtant, cela ne produit pas encore d'effets sur le chômage. Alors comment répondre au défi à court/moyen-terme ?

Quand les intérêts économiques et le féminisme se croisent

En y regardant de plus près, on perçoit qu'il n'y pas que sur la segmentation urbain/rural que les chiffres du chômage divergent. **De plus en plus, le chômage des femmes pèsent sur la dynamique globale.**



Par ailleurs, une tendance soulignée par la Banque mondiale est plus étonnante : alors que les indicateurs de développement ont progressé au Maroc – et notamment la réduction du taux de fertilité et l'éducation des femmes, la participation de celle-ci au marché du travail a chuté de 30% en 1999 à 19% en 2024 ! C'est un des niveaux les plus bas au monde. Il est donc évident que **cibler la**

problématique du travail des femmes est une des clés les plus efficaces pour traiter celle de la croissance stagnante et du chômage au Maroc.

Là encore la transition économique et le stress hydrique viennent amplifier ce défi structurel, car l'agriculture est de loin le secteur qui emploie le plus de femmes. Ainsi **la destruction de leurs emplois dans ce secteur se compense encore plus difficilement par des emplois urbains, où les femmes souffrent davantage de ségrégation sectorielle, de conditions de travail incompatibles avec la responsabilité parentale, mais aussi de normes sociales autour du rôle des genres.** Ce dernier élément est particulièrement intéressant, car si on retrouve dans l'étude de la Banque mondiale des recommandations habituelles – la démocratisation des solutions de garde, une adaptation des horaires et des modalités de travail, par exemple – elle propose aussi un avant-goût d'une étude à paraître **sur l'impact des normes sociales de genre sur le travail des femmes au Maroc.**

Femmes, on vous aime

À paraître donc, une étude proposant des données empiriques qui quantifient l'impact des normes sociales sur les contraintes structurelles à l'emploi des femmes au Maroc, par des méthodes d'enquêtes. Et puisque les chiffres sont tangibles et les études économiques d'une telle institution respectées, on ne résiste pas à l'envie de donner quelques premiers résultats édifiants. D'abord, mesdames, nous avons des alliés : **81% des personnes interrogées sont favorables au travail des femmes. Oui... mais : seulement 62% s'il s'agit de travailler tard, 61% après le mariage, 54% sans nécessité financière, 21% lorsqu'elles ont un enfant de moins de 3 ans.** Alors qu'y feront les solutions de garde ? Mais un autre résultat est encore plus frappant. Le chiffre initial de 81% (favorables au travail des femmes) reflète une évolution des normes sociales, car individuellement les esprits sont ouverts. Mais **ce qui évolue moins rapidement c'est la perception de l'évolution de la société : seulement 56% pensent que la communauté partage leur opinion.** C'est donc la peur du jugement de la communauté qui freine le plus le travail féminin. Ainsi des campagnes d'information ciblées et, en parallèle, des interventions dans le système scolaire, pour faire évoluer les normes de genre pourraient se révéler essentielles au défi de croissance et d'emploi marocain.

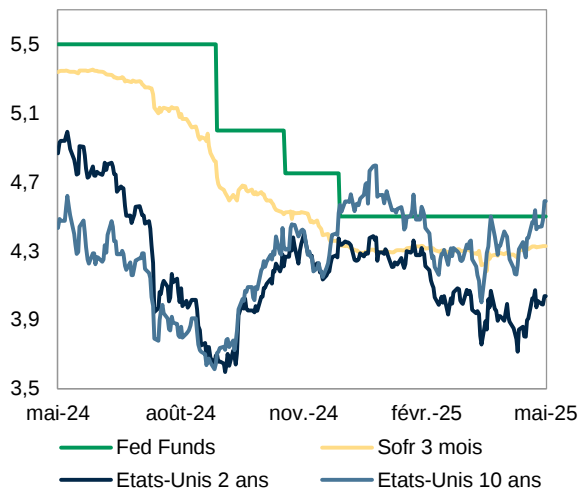
✓ Notre opinion – Au Maroc, quelque chose bouge. C'est indéniable lorsqu'on regarde les tendances économiques récentes. Malgré un attachement à la stabilité, qui, longtemps, a semblé s'opposer au dynamisme de l'économie, le pays s'est lancé dans un programme de réformes qui semble commencer à porter ses fruits. Le pays attire les investissements, se tourne vers l'export. Il y a de quoi être optimiste sur les perspectives de croissance, d'autant que les autorités convainquent dans leur gestion des chocs. Pourtant, un indicateur suit une route à contre-courant : le chômage. À 13,3% en 2024, il atteint des niveaux

record et sa trajectoire inquiète. Dans son dernier rapport de suivi de l'économie marocaine, la Banque mondiale souligne que l'évolution de la population active surpasse largement le rythme de création d'emplois. Et si les chocs, récurrents et violents, des dernières années exercent des pressions supplémentaires, ils ne sont que des accélérateurs d'un problème structurel de fond. Or, si le Maroc a entrepris des réformes, il reste une réponse efficace pour accélérer, à plus court terme, la croissance et réduire le chômage : s'attaquer aux contraintes structurelles au travail des femmes. Celles-ci ont un taux de participation parmi les plus faibles au monde et le niveau de chômage des femmes dépasse largement celui des hommes. En cause, notamment, les normes sociales de genre. Et c'est ainsi que les causes féministes sont rejointes, de plus en plus, par la nécessité économique. Le Maroc, s'il regarde ailleurs, pourrait trouver un exemple des plus frappant : en Arabie Saoudite, société bien plus conservatrice, ce sont les quotas en faveur des femmes, ces dernières années, qui ont le plus contribué à la réduction du chômage.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

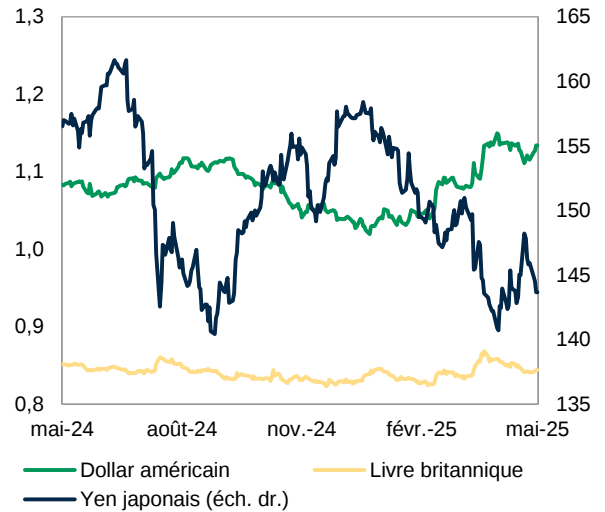
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

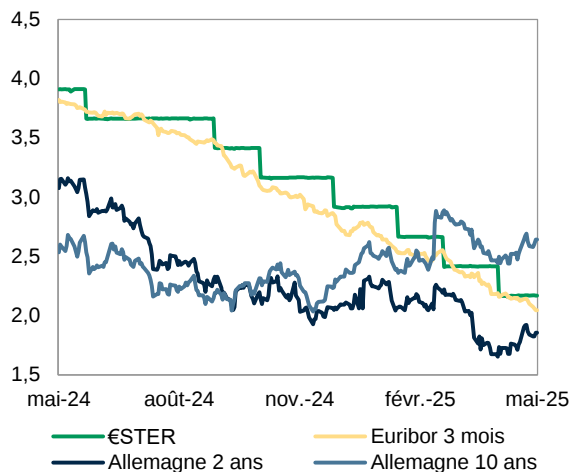
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

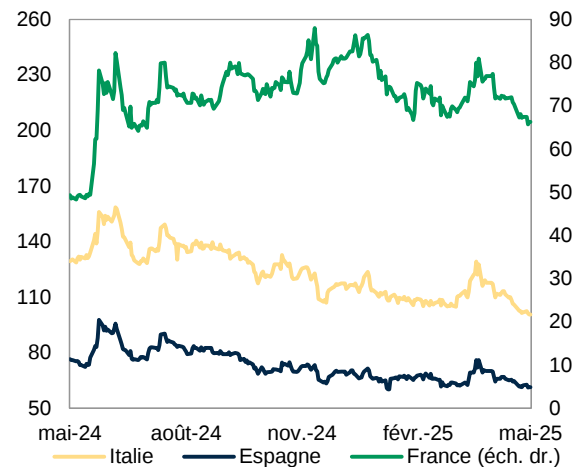
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

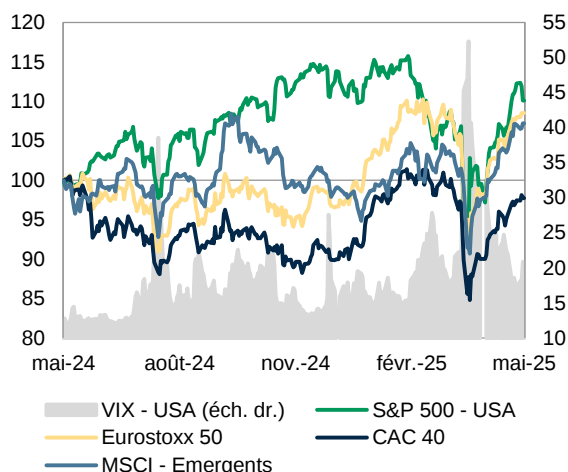
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

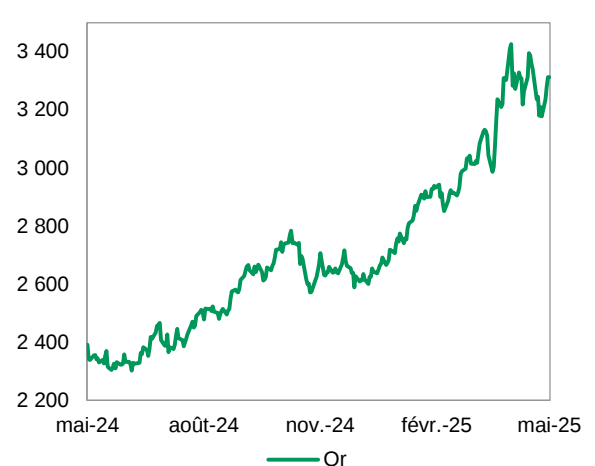
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

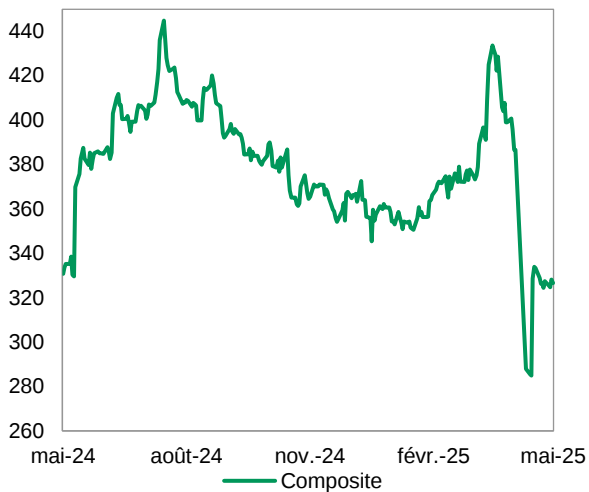
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

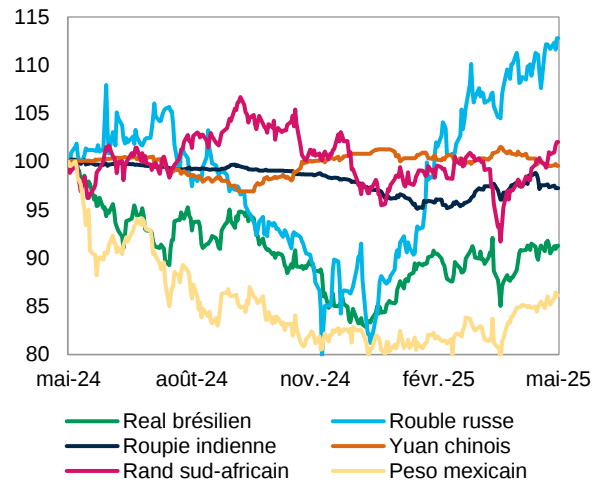
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

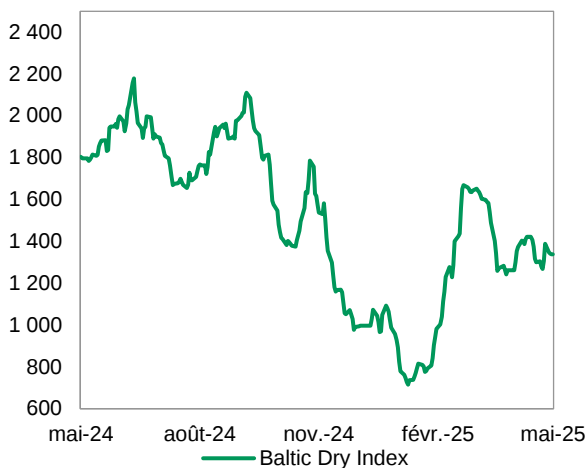
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

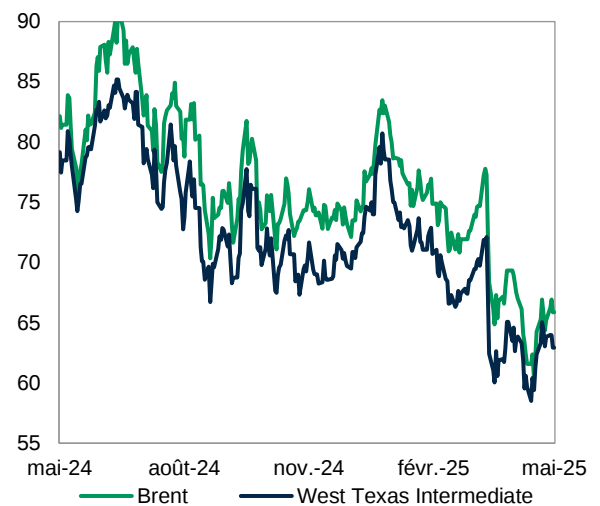
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

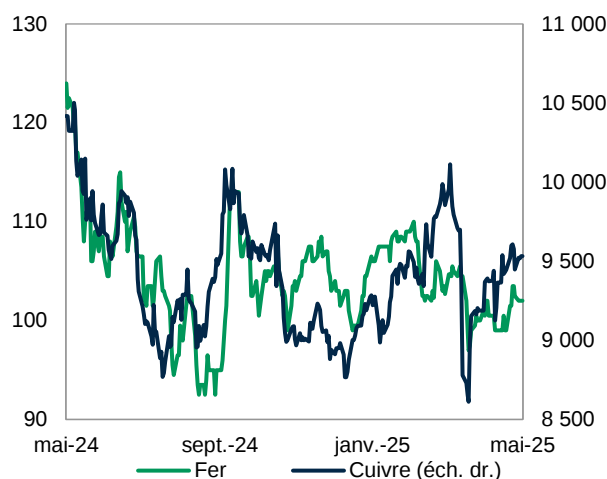
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

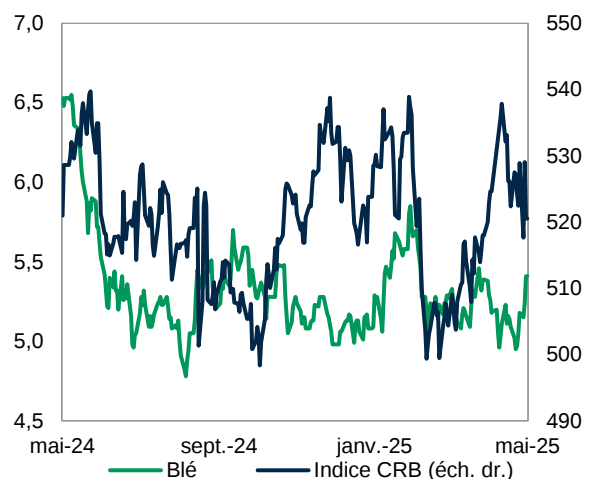
USD/tonne métrique



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 – Avril 2025

[Le temps des paris](#)

Date	Titre	Thème
22/05/2025	<u>Chine, États-Unis : la nécessaire désescalade</u>	Asie, USA
21/05/2025	<u>Italie – Des signaux peu encourageants pour le T2</u>	Italie
21/05/2025	<u>France – Légère hausse du taux de chômage à 7,4% au premier trimestre</u>	France
20/05/2025	<u>Zone euro – Une croissance du PIB en demi-teinte au T1 2025, déjà affectée par la guerre commerciale</u>	Zone euro
16/05/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
12/05/2025	<u>Revolut, l'obscur clarté</u>	Fintech, IT
07/05/2025	<u>Déficit français et politique : est-il trop tard pour se tirer d'affaire ?</u>	France
06/05/2025	<u>Pays du Golfe – Sous la houle pétrolière, cap sur les fondamentaux</u>	Pays du Golfe
05/05/2025	<u>Replay webconférence – Éclairages France – Environnement macro-économique et marché immobilier résidentiel : quelles perspectives ?</u>	France, immobilier
30/04/2025	<u>France – Conjoncture – Flash PIB : léger rebond de l'activité au premier trimestre 2025</u>	France
25/04/2025	<u>France – Scénario 2025-2026 : la croissance française dans le creux de la vague, sur fond d'incertitude mondiale exceptionnelle</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, Marianne PICARD, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Simon SEINCE, 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 LEBOUGRE (coordination scénario)

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

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION

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/>

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.