

Perspectives

Hebdomadaire – N°25/206 – 4 juillet 2025

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Les marchés financiers à l'approche des « Ultima Trumps » !</i>	2
☞ <i>Allemagne : l'amélioration du climat des affaires contraste avec les indicateurs d'activité</i>	4
☞ <i>Italie : des ménages toujours prudents</i>	5
☞ <i>États-Unis : marché du travail, une lente détérioration sous un dynamisme de surface</i>	7
☞ <i>Égypte : Miss Économie au concours de Keynes</i>	9

👉 Les marchés financiers à l'approche des « UltimaTrumps » !

Les marchés financiers se sont concentrés sur deux échéances clés susceptibles de provoquer quelques turbulences. Tout d'abord, le président américain avait mis la pression sur les deux chambres du Congrès pour valider avant l'« Independence Day », le 4 juillet, son projet de loi de finances, plus connu sous le nom de « One Big Beautiful Bill Act », engageant un bras de fer avec les derniers réfractaires du camp républicain. Un ultimatum efficace, puisque le projet a été validé par le Sénat et la Chambre des représentants jeudi dans la soirée. Ce projet, assez controversé, devrait réduire les recettes fiscales de près de 4 500 milliards de dollars sur dix ans, tandis que les dépenses reculeraient de 1 200 milliards de dollars, selon le *Congressional Budget Office*. La prolongation des réductions d'impôts de 2017 a été entérinée et s'accompagne de coupes drastiques dans les programmes Medicare et Medicaid, qui pourraient priver selon le CBO près de 11,8 millions de personnes d'assurance maladie. Enfin, le projet de loi a permis le relèvement du plafond de la dette de 5 000 milliards de dollars, écartant le risque d'un défaut de paiement durant l'été, qui inquiétait les marchés.

L'autre échéance, déterminante à court terme, concerne l'adoption d'accords commerciaux avec les États-Unis d'ici le 9 juillet. Tous les pays n'ayant pas conclu d'accord satisfaisant au regard de l'administration américaine d'ici cette date se verraient infliger les droits de douanes annoncés lors du « Liberation Day », le 2 avril dernier. Jusqu'ici, le Royaume-Uni a réussi à sceller un accord, la Chine a obtenu un « accord-cadre » dont les détails sont encore en cours de finalisation. Le Japon et la Corée du Sud ont échoué à obtenir des concessions sur leurs principaux produits d'exportation comme les automobiles, tandis que le Vietnam a consenti un « deal » assez asymétrique : les États-Unis appliqueront une taxe de 20% sur tous les biens importés du Vietnam et de 40% sur tous les biens étrangers transitant par ce dernier tandis que les biens américains vendus au Vietnam ne seront pas taxés.

De son côté, l'Europe tente de négocier un allègement tarifaire sur des secteurs clés comme l'automobile et d'éviter un surcoût sur les produits pharmaceutiques jusqu'ici épargnés, mais pourrait voir ses demandes rejetées. Il est vraisemblable que Bruxelles s'efforce d'obtenir en premier lieu un accord-cadre avant d'entrer dans des négociations plus techniques. L'épineux sujet du secteur automobile, largement débattu des deux côtés de l'Atlantique, pourrait constituer une « ligne rouge » pour chacune des parties, au risque d'une escalade dans le bras de fer commercial. À cet égard, la Commission européenne a déclaré qu'elle s'attendait à toutes les options possibles, allant d'un accord-cadre satisfaisant, à des droits de douane

plus élevés couvrant d'avantage de secteurs. Un échec des négociations se traduirait au mieux par des droits de douane à 20% sur une grande partie des exportations de l'UE (hors tarifs sectoriels spécifiques comme l'acier, l'aluminium et l'automobile) contre 10% actuellement en vigueur durant la phase des négociations.

Les indicateurs macroéconomiques américains ont fait preuve d'une relative résilience. L'indice PMI manufacturier a augmenté à 49 points en juin contre 48,5 en mai, mais demeure toujours légèrement sous le seuil de contraction. Les chiffres de l'emploi de juin ont surpris à la hausse avec 147 000 créations d'emplois et un taux de chômage en baisse à 4,1% contre 4,2% le mois précédent. Des résultats qui plaident en faveur d'un maintien inchangé des taux d'intérêt directeurs lors de la prochaine réunion de politique monétaire de juillet. Jerome Powell a, par ailleurs, réitéré lors de son discours à Sintra que la Fed prévoyait « d'attendre et d'en apprendre davantage » sur l'impact des droits de douane sur l'inflation avant d'envisager des baisses de taux.

L'inflation en zone euro a faiblement augmenté à 2% au mois de juin, dans sa version préliminaire, après 1,9% en mai. Les hausses des prix des services et de l'alimentation sont restées élevées, respectivement à +3,3% et +3,1% sur un an, tandis que les prix de l'énergie ont continué de baisser (à -2,7%) et ceux des biens industriels ont ralenti (à 0,5%). L'inflation sous-jacente est néanmoins restée inchangée à 2,3%. Ces résultats ne remettent pas en cause les perspectives d'assouplissement monétaire, les investisseurs envisageant encore une nouvelle baisse des taux directeurs mais l'attende davantage en fin d'année.

En Chine, des chiffres contradictoires sur le redressement de l'activité industrielle (nouvelles commandes) entre les enquêtes PMI Caixin et l'indice PMI officiel ont quelque peu surpris, mais une perception commune concernant les commandes à l'exportation, négative dans les deux enquêtes, permet de confirmer les difficultés latentes de la demande extérieure.

Dans ce contexte, les marchés actions européens ont souffert de l'incertitude autour de la conclusion d'un accord commercial avec les États-Unis d'ici la date fatidique. L'*Euro Stoxx 50* a ainsi perdu 0,7% cette semaine. En revanche, l'indice américain S&P500 a atteint un nouveau record, franchissant le palier des 6 200 points, toujours dominé par les performances des géants de la haute technologie. Il réalise cette semaine une hausse de 1,7%. La devise européenne a continué de s'apprécier face au dollar (+0,5%), celui-ci pâtissant du vote favorable à Washington du projet de loi de finances, qui devrait accroître la dette américaine sur le long

terme. Sur les marchés obligataires, les rendements souverains européens ont légèrement baissé tandis que les rendements américains sont repartis à la hausse : les bons du Trésor à dix ans augmentant de 7 points de base et ceux à deux ans de 13 points. Le marché semble tester la capacité de l'administration Trump à garder les taux d'intérêt sous contrôle dans un contexte de hausse de la dette et de guerre commerciale potentiellement

inflationniste. Les invectives du président Trump vis-à-vis du président de la Fed, l'enjoignant de réduire les taux directeurs le plus vite possible, continuent de brouiller les signaux envoyés aux investisseurs. Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord semble s'être stabilisé, après les mouvements brutaux liés à la guerre entre Israël et l'Iran, et n'a évolué que modestement, de 0,5% sur la semaine.

Zone euro

Allemagne : l'amélioration du climat des affaires contraste avec les indicateurs d'activité

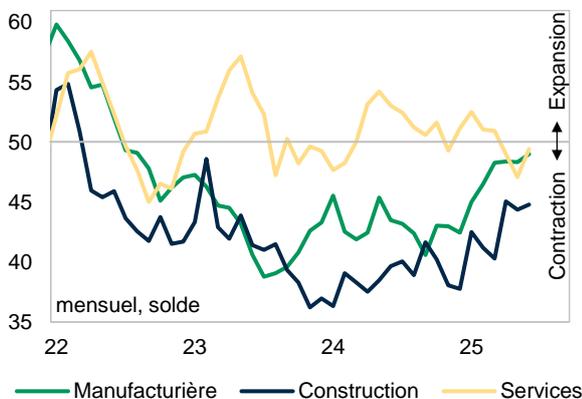
L'indice des directeurs d'achat composite de S&P Global s'est établi à 50,4 points en juin (+1,9 point). Ce retour à une légère expansion, après une contraction passagère, reflète un redressement partiel de l'industrie manufacturière malgré un secteur des services toujours en recul. Les nouvelles commandes ont progressé pour la première fois en plus d'un an, principalement sous l'impulsion de l'industrie manufacturière. Toutefois, la poursuite des baisses d'emploi et de l'accumulation des arriérés de production soulignent le sous-emploi persistant dans l'économie. Par ailleurs, les tensions inflationnistes ont continué de s'atténuer.

consécutif. Cependant, la reprise demeure fragile. L'emploi et les stocks de produits finis ont continué de reculer.

L'indice dans le secteur de la construction s'est établi à 44,8 points (+0,4 point). Cette amélioration masque toutefois de fortes disparités selon les composants. Le génie civil a crû pour la première fois depuis août 2023, soutenu par les anticipations d'une hausse dans l'activité. En revanche, la contraction de l'activité dans le logement et le bâtiment commercial continue. Les tensions sur les coûts se sont renforcées. L'inflation des prix des intrants a atteint un sommet depuis 28 mois, alimentée par la hausse des prix des matériaux.

L'indice dans le secteur services est remonté à 49,7 points (+2,6 points), indiquant le recul le plus faible depuis le début du cycle baissier en avril. Les baisses des nouvelles affaires et des arriérés se sont atténuées, tandis que les créations d'emploi ont légèrement accéléré. Les entrées de commandes, en baisse pour le dixième mois consécutif, ont néanmoins reculé à un rythme modéré, tandis que les commandes étrangères ont fléchi moins fortement.

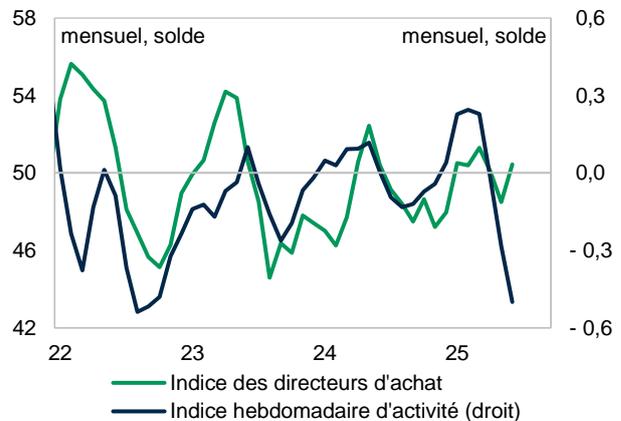
Climat des affaires par secteur



Sources : S&P Global PMI, Crédit Agricole S.A./ECO

Dans le secteur manufacturier, l'indice des directeurs d'achat est remonté à 49 points (+0,7 point), atteignant ainsi son plus haut niveau depuis août 2022, mais signalant toujours une contraction de l'activité. Cette progression est principalement attribuable à une accélération des nouvelles commandes, qui ont enregistré leur croissance la plus forte depuis 39 mois, portée à la fois par la demande intérieure et les exportations. Par ailleurs, la production a progressé pour le quatrième mois

Climat des affaires et activité



Sources : Bundesbank, S&P Global PMI, Crédit Agricole S.A./ECO

Notre opinion – Ces dernières semaines, un écart est apparu entre l'indice hebdomadaire d'activité de la Bundesbank et d'autres indicateurs conjoncturels à haute fréquence, en particulier les indices des directeurs d'achat de S&P Global. Alors que l'indice hebdomadaire d'activité signale une dégradation de l'activité, les indices des directeurs d'achat reflètent une conjoncture plus stable, ou légèrement améliorée dans certains secteurs.

L'indice hebdomadaire d'activité agrège des données à fréquence variée, issues de sources telles que la consommation d'électricité ou le trafic routier. L'indice intègre également la production industrielle mensuelle et le PIB trimestriel. Enfin, l'indice capture non seulement la direction de l'activité, mais également sa vigueur. En revanche, les indices des directeurs d'achat sont des indicateurs qualitatifs issus d'enquêtes mensuelles. Ces indicateurs mesurent la part des entreprises signalant une amélioration ou une détérioration par rapport au mois précédent. Ils reflètent également des perceptions ou des anticipations.

Ces différences d'approche expliquent en grande partie l'écart observé récemment. L'indice hebdomadaire d'activité a capté un affaiblissement marqué de l'activité, notamment dans l'industrie et le transport. Ces signaux montrent une demande extérieure en recul, en raison des tensions commerciales persistantes.

L'écart entre l'indice hebdomadaire d'activité et les indices des directeurs d'achat ne reflète pas une contradiction, mais une complémentarité. L'observation de ces indicateurs suggère que l'activité réelle faiblit plus rapidement que le sentiment des entreprises ne le laisse supposer. Enfin, le signal négatif de l'indice hebdomadaire d'activité renforce l'hypothèse d'une contraction du PIB au deuxième trimestre 2025, malgré la résilience apparente du climat des affaires.

 **Italie : des ménages toujours prudents**

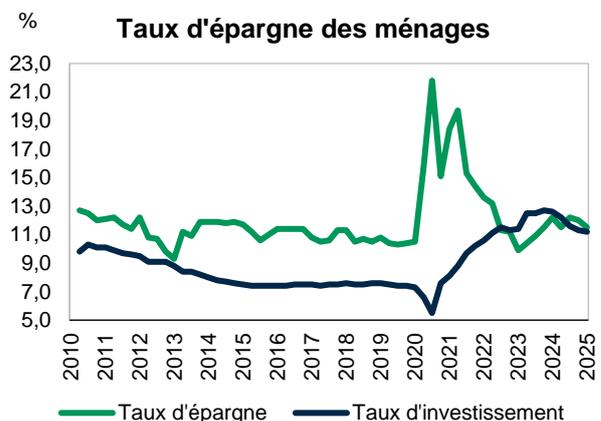
Au premier trimestre, le revenu disponible des ménages en termes nominaux a augmenté de 1,8% d'un trimestre sur l'autre, tandis que son pouvoir d'achat a progressé de 0,9% sur la même période. Cette hausse du pouvoir d'achat du revenu (revenu réel) intervient après une année 2024 de progression en dents de scie qui fait suite à deux ans de stagnation (-0,1% en 2022 et 0,1% en 2023). En effet, le second semestre 2024 s'est caractérisé par un net ralentissement du revenu disponible des ménages en termes réels, en particulier au T4 où ce dernier a reculé en raison principalement d'une stagnation du revenu nominal.

Malgré cette baisse de fin d'année, le revenu réel aura progressé de 1% sur l'ensemble de l'année 2024, mais cette hausse ne permet pas de récupérer les pertes de revenu réel enregistrées depuis le choc inflationniste. En effet, le niveau du revenu disponible brut est supérieur à celui du T1 2022 de 1,3% contre 11,5% pour le niveau du déflateur de la consommation. La hausse au T1 est donc une bonne nouvelle et pourrait marquer le début d'une phase de rattrapage puisqu'elle laisse un acquis de 0,8% à l'année en cours.

La récupération du revenu disponible ne s'est cependant pas muée en consommation (+0,2%), avec une préférence pour l'épargne qui tend à se confirmer. Ainsi, après la baisse de fin d'année liée à des effets de compensation du revenu disponible, le taux d'épargne, aussi bien pour l'ensemble des ménages et ISBLSM que pour les ménages particuliers, a augmenté au T1, se situant respectivement à 12,0% et 9,3%. En moyenne depuis 2020, le taux d'épargne des ménages est plus élevé de deux points en comparaison par rapport à la décennie précédente.

Le premier trimestre s'est également caractérisé par une reprise de l'investissement des ménages, dont le niveau a augmenté de 2% par rapport au trimestre précédent, sans pour autant que cela ait modifié le taux d'investissement des ménages en raison d'une hausse similaire du dénominateur. Cette hausse est la première depuis le T3 2023 et fait écho à la reprise du marché immobilier en Italie, qui a vu une hausse des transactions de 11%.

Si la situation des ménages semble s'améliorer, ce n'est pas le cas de celle des entreprises. Le taux de marge des SNF recule de nouveau au T1 de 0,2% pour se situer à 42,1%. Les effets de la crise industrielle mais aussi de la hausse prolongée des coûts de production continuent en effet de peser sur les marges des entreprises, qui cumulent avec ce trimestre un cycle de sept trimestres de baisse consécutifs. Le taux d'investissement des entreprises augmente cependant de 0,2 point sur la période pour se situer à 22,4%, confirmant la reprise de l'investissement enregistrée au T3 2024.



Source : Ista; Crédit Agricole S.A./ECO

Notre opinion – La reprise du revenu disponible des ménages est une bonne nouvelle pour ce premier trimestre. Après deux années difficiles, le rattrapage salarial commence à porter ses fruits. Cependant, il est trop tôt pour dire si cette amélioration des conditions des ménages bénéficiera à la consommation que l'on attend encore modérée en 2025. D'autant que la légère reprise de l'inflation en juin pourrait contraindre les comportements de consommation. En effet, après la légère décélération en mai, l'inflation a augmenté de nouveau en juin 2025 à 1,7% selon les estimations provisoires. Cette dernière a été tirée par les prix des biens alimentaires et les services, alors que les prix de l'énergie semblent amorcer une phase de ralentissement, notamment grâce à la baisse des prix de l'énergie réglementée. Bien qu'elle semble contenue, la hausse de l'inflation n'est pas anodine pour les ménages puisque les facteurs qui l'expliquent pèsent directement sur le panier de produits essentiels dont les prix ont augmenté de +3,1% (contre +2,7%

en mai), soit plus que l'inflation sous-jacente (+2,1% en juin, contre +1,9% en mai). Parallèlement, le marché du travail montre les premiers signes de changement. Le taux de chômage augmente aussi de 0,4 point en mai, passant à 6,5% soit son plus haut niveau depuis juin 2024. Ce signal est cependant à relativiser puisqu'il est davantage dû à une hausse de l'activité (soit plus d'entrées sur le marché du travail) qu'à un effet emploi dont le niveau continue cependant d'augmenter. Néanmoins, dans un contexte où les risques baissiers sont nombreux, il est fort probable que ces dynamiques continuent de renforcer les comportements de précaution, en attestent les ventes au détail qui reculent en mai de 0,5% en volume.

États-Unis

États-Unis : marché du travail, une lente détérioration sous un dynamisme de surface

Les données du marché du travail américain pour le mois de juin ont surpris favorablement. L'économie a créé 147 000 emplois nets dans les secteurs non-agricoles au mois de juin (après 144 000 au mois de mai), un chiffre supérieur aux anticipations (106 000) et en ligne avec la moyenne des douze derniers mois (146 000). Par ailleurs, les données sur les mois précédents ont été révisées à la hausse, de 16 000 pour la période d'avril et de mai. En conséquence, les créations nettes d'emplois du deuxième trimestre s'élèvent à 449 000, contre 333 000 au premier trimestre. Le rythme de créations nettes d'emplois demeure par ailleurs supérieur au niveau d'équilibre, proche de 100 000 estimé par des membres de la Réserve fédérale.

En revanche, les détails sont moins rassurants. Le dynamisme s'observe surtout dans les services publics qui sont responsables de près de la moitié des emplois créés en juin (+73 000 sur le mois contre + 7 000 en mai), notamment dans les États (secteurs de l'éducation et des soins de santé) où les créations d'emplois compensent les pertes d'emplois dans le gouvernement fédéral (-7 000 sur le mois, -69 000 depuis leur point haut en janvier).

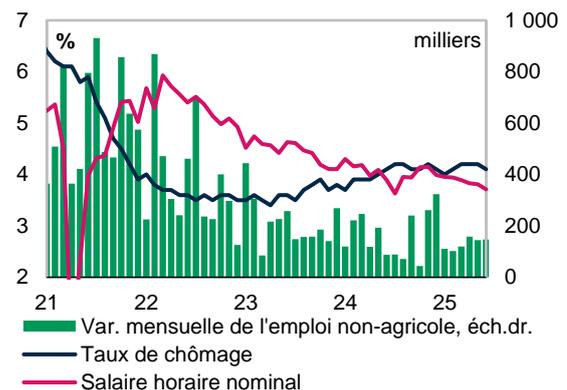
Le secteur privé accuse en revanche une décélération de l'emploi, avec seulement 74 000 créations nettes d'emplois au mois de juin, après 137 000 en mai et plus de 110 000 en moyenne sur les cinq premiers mois de l'année. Elles atteignent ainsi un plus bas depuis octobre 2024. Les secteurs privés des services concentrent 68 000 des gains d'emplois, dont 58 600 dans les services de soins de santé et d'assistance sociale, 20 000 dans les loisirs et 7 500 dans les services de transports. L'emploi reste dynamique dans la construction (+ 15 000 sur le mois) mais il baisse dans la plupart des autres secteurs ou au mieux se stabilise. Les secteurs manufacturier et minier en particulier perdent des emplois pour le deuxième mois consécutif (- 7 000 et -2 000 respectivement).

Issu d'une enquête séparée auprès des ménages, le taux de chômage (U3) baisse à 4,1% en juin contre 4,2% au mois de mai, contredisant les anticipations du consensus d'une hausse à 4,3%. L'emploi partiel pour raisons économiques, qui représente les personnes qui auraient préféré travailler à temps plein mais n'ont pas trouvé un tel poste, baisse également (-159 000 sur le mois), entraînant une baisse du taux de chômage U6 (indicateur du sous-emploi) à 7,7% contre 7,8% en mai et un plus haut à 8% en février.

L'économie américaine s'éloigne du seuil de récession, si on se réfère à l'indicateur Sahn¹ : la moyenne mobile du taux de chômage des trois derniers mois se situe 0,17 point de pourcentage au-dessus de son minimum des douze derniers mois (4,0%), soit en-dessous du seuil de 0,5 point.

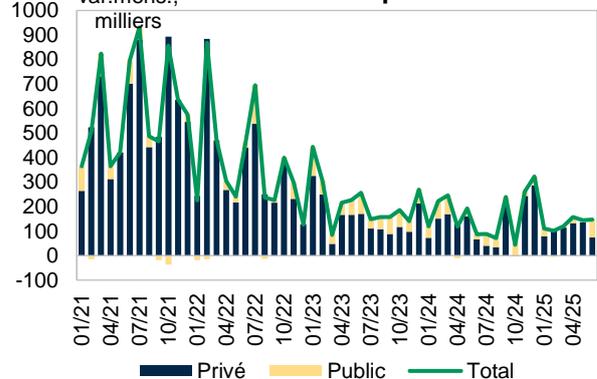
Ces bonnes surprises sont toutefois dues à une nouvelle baisse du taux de participation (à 62,3% après 62,4% en mai), au plus bas depuis novembre 2022. Selon cette enquête, l'emploi n'augmente que de 93 000 en juin après une chute de près de 700 000 en mai (chiffres toutefois très volatils). La baisse de 222 000 du nombre de chômeurs sur le mois de juin ne se traduit donc pas par une hausse équivalente de l'emploi mais par une sortie d'un grand nombre de personnes du marché du travail. En effet, le nombre de personnes découragées s'inscrit en hausse de plus de 300 000 sur le mois.

États-Unis : marché du travail



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

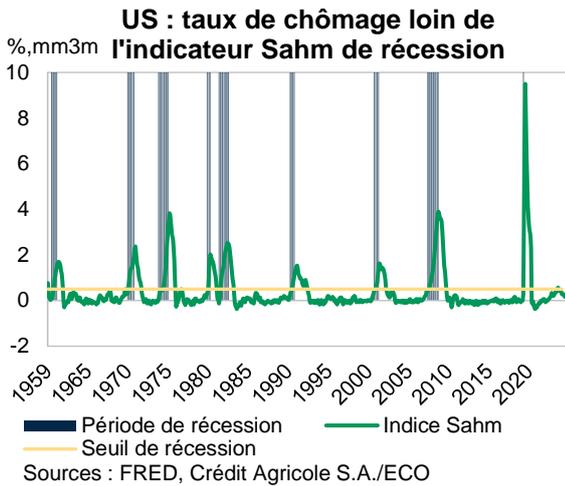
États-Unis : emploi



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

¹ Selon l'indicateur de récession Sahn (du nom de l'économiste Claudia Sahn, ancienne membre de la Réserve fédérale), l'économie américaine entrerait en récession si la moyenne

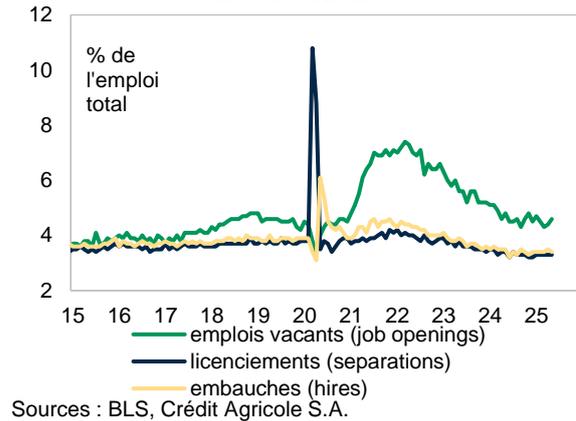
mobile sur trois mois du taux de chômage (U3) augmente de 0,5 point de pourcentage ou plus par rapport à son point le plus bas enregistré au cours des 12 derniers mois.



Enfin, **les salaires ralentissent, à +3,7% sur un an en juin contre +3,8% en mai**, atteignant un plus bas depuis juillet 2024. Leur progression se situe bien en-deçà de son plus haut de 5,9% en mars 2022 mais toujours au-dessus des rythmes observés avant la pandémie. Accompagnées d'une croissance forte de la productivité (en dehors du premier trimestre), les pressions inflationnistes domestiques continuent de se modérer. En effet, dans le contexte d'extrême incertitude sur les perspectives économiques, les entreprises

embauchent peu mais licencient également peu, craignant des difficultés de recrutement si la conjoncture venait à s'améliorer, d'autant plus que la politique d'immigration restrictive devrait continuer de limiter la main-d'œuvre disponible. Les salariés hésitent donc à changer d'emploi, ainsi le faible taux d'embauche s'accompagne d'un taux de « séparations » bas. Cette situation favorise la poursuite de la modération des pressions sur les salaires, l'assouplissement du marché du travail diminuant le pouvoir de négociation salariale.

US : faiblesse des embauches et des licenciements



☑ Notre opinion – *Le marché du travail demeure globalement solide : le taux de chômage est proche de ses plus bas historiques, la demande d'emploi (postes vacants) est supérieure à ses niveaux d'avant-Covid. Mais on observe depuis plusieurs mois des signes d'affaiblissement, tels qu'une hausse des demandes d'allocation chômage. Cela semble se confirmer en juin, sous la forme d'une baisse de la population active : le nombre de demandeurs d'emploi découragés et de personnes faiblement attachées au marché du travail s'inscrivent en forte hausse. Les niveaux bas du taux de chômage sont donc dus à une croissance faible de la population active, puis à sa baisse au cours des deux derniers mois.*

En juin, nous observons également une première baisse des créations nettes d'emplois dans le privé, après cinq mois consécutifs de hausse. Le dynamisme de l'emploi en juin ne tient finalement qu'au secteur public dont les perspectives sont elles-mêmes négatives en raison des coupes budgétaires mises en œuvre par le DOGE (Department of Government Efficiency).

Nous anticipons donc une hausse temporaire du taux de chômage dans les prochains mois, vers un plus haut d'environ 4,5% au troisième trimestre 2025. Pour 2026, nous anticipons une embellie avec une baisse du taux de chômage vers 4,2% en fin d'année. En effet, l'économie devrait ralentir cette année en lien avec la hausse des droits de douane, mais elle devrait réaccélérer en 2026 avec les baisses d'impôts prévues dans le « One Big Beautiful Bill Act ».

Pays émergents

Moyen-Orient et Afrique du Nord

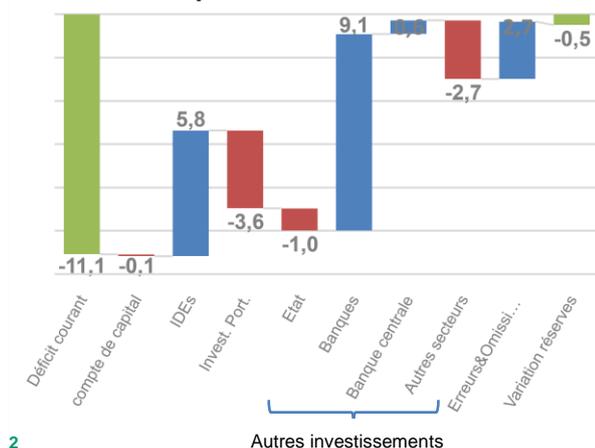
👉 Égypte : Miss Économie au concours de Keynes

Il est loin d'être anecdotique de constater que, de plus en plus, le schéma de crise en Égypte passe très rapidement par les canaux de la confiance. Cela a des conséquences importantes dans le pilotage de la macroéconomie égyptienne.

Maîtriser le narratif et jouer les biais positifs

C'est effectivement une gymnastique particulière que celle de l'étude du risque souverain égyptien, car la livre égyptienne reste sensible aux anticipations des investisseurs, guidées par leur perception et leur biais. **Cela, les autorités en sont conscientes, et elles savent communiquer sur les signaux.** Comme le niveau des réserves de change, très scruté, et qui de fait devient de moins en moins pertinent en Égypte pour suivre les tensions de liquidité, car les infinies subtilités des méthodes de contrôle de capitaux permettent de brouiller les pistes. À titre d'exemple, il est courant d'observer une contraction des actifs extérieurs nets des banques lorsque la liquidité se tend – ce qui permet d'équilibrer la balance des paiements sans impact sur les réserves.

Les banques ont absorbé les pressions de liquidité en S1 FY2025

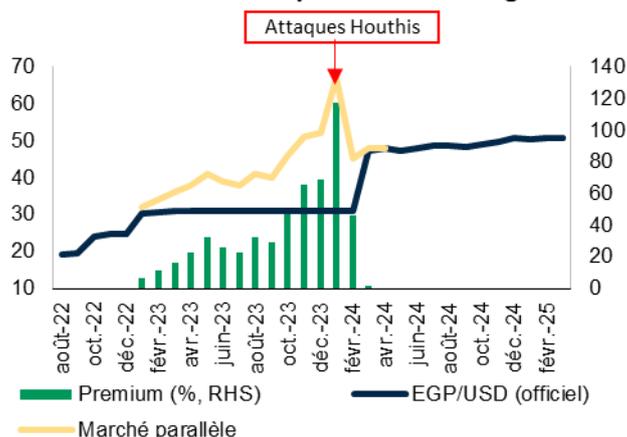


Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, Banque Centrale

De même, au cours de la crise de change, les très bonnes performances du tourisme et des revenus du canal de Suez se sont retrouvées au centre de la communication, très habile, du gouvernement pour agir sur la confiance. Une machine qui s'est malheureusement retournée contre son créateur au moment du déclenchement de la guerre à Gaza, et des attaques des Houthis en

mer Rouge. Immédiatement, l'inquiétude sur la rente du canal est devenue un signal de marché agissant fortement sur les anticipations – la spéculation autour de la valeur de la livre égyptienne avait alors atteint un point de quasi-rupture.

Evolution des anticipations de change



Source : Crédit Agricole S.A./ECO, Banque Centrale

Le marché : Instagram vs réalité

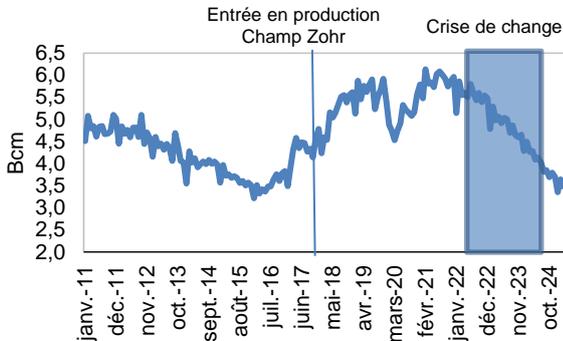
C'est intéressant, parce que l'analyste scrupuleux, qui suit au jour le jour la balance des paiements égyptienne, sait bien que l'impact, beaucoup plus silencieux, de la crise de change sur les transferts de fonds des travailleurs étrangers est bien plus sévère que le choc sur le canal de Suez. Car en parallèle, la méfiance croissante vis-à-vis de la livre au cours de la crise, causant des anticipations de dévaluation, avait sévèrement impacté les flux de la diaspora vers leurs familles – puisqu'ils avaient préféré différer les conversions en devise locale non essentielles. Cela avait représenté un manque à gagner massif pour la liquidité en dollars du pays. Et c'est pourtant bien le choc sur le canal de Suez qui a risqué de renverser l'économie égyptienne. **Faut-il alors tenter de comprendre le marché, souvent irrationnel, plus que les fondamentaux de l'économie ?**

C'est un peu le même schéma qui s'enclenche depuis l'année dernière – cette décorrélation entre le réel et la perception – car l'Égypte connaît une nouvelle crise qui attire moins les regards du marché : sa production de gaz s'est effondrée. Elle est au plus bas depuis 8 ans, date de l'entrée en production du champ Zohr, qui avait transformé l'Égypte d'importateur net en exportateur

² Les balances des paiements en Égypte sont publiées en années fiscales (juillet à juin). La période présentée (dernières données disponibles) est donc juillet à décembre 2024.

net de gaz naturel. La crise de change n'est pas étrangère à ce phénomène, car les retards de paiement (en dollars) aux majors du pétrole avaient conduit celles-ci à cesser leurs activités d'exploration.

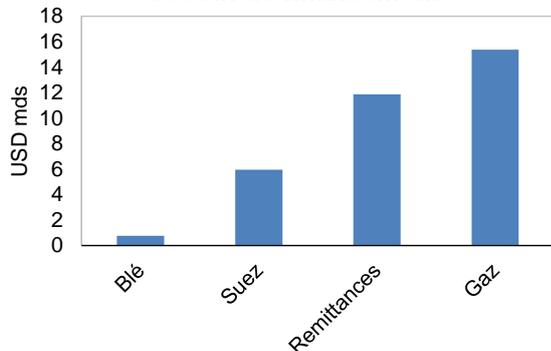
La production de Gaz en Égypte est à son plus bas depuis 8 ans



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, the Joint Organisation Data Initiative

Mais depuis que le pays a reçu un chèque du grand frère émirien, pour une somme inédite de 35 milliards de dollars, la confiance s'est solidifiée. C'est heureux, personne ici pour préconiser la panique ! Mais il est étonnant de constater la relativité des chocs face à la réaction des investisseurs. Et pour cela, le graphique ci-dessous tente de représenter ce que chaque choc évoqué a représenté en termes de coût de financement externe supplémentaire pour l'Égypte – soit par manque à gagner ou par coût additionnel direct.

Ce que les chocs ont coûté en besoin de financement



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, Banque centrale, Trademap

Sous le filtre

Il faudra excuser la méthode, qui n'est pas des plus rigoureuses scientifiquement, mais qui n'a d'ambition que de créer une représentation et d'offrir des ordres de grandeur relatifs. La démarche consiste à comparer, pour chaque choc, une période de quatre trimestres consécutifs où le choc joue pleinement, à une période de la même longueur antérieure à celui-ci. On tient alors compte de la variation de la variable directement impactée par le choc dans la balance des paiements, entre ces deux périodes. Par exemple, on peut estimer que

l'augmentation des prix internationaux du blé à la suite du déclenchement de la guerre en Ukraine a entraîné un coût supplémentaire de l'ordre de 800 millions de dollars pour l'Égypte, si l'on compare la valeur de ses importations de blé en 2022 et en 2021, avant le conflit. Pour mesurer l'impact des attaques des Houthis en mer Rouge, on peut comparer les revenus du canal enregistrés sur la balance des paiements sur l'année calendaire 2024 par rapport à 2023 – car les attaques ont commencé fin décembre de cette année. On trouve ainsi un choc de l'ordre de 6 milliards de dollars. Pour les transferts de fonds de la diaspora, on peut les comparer sur l'année calendaire 2023 – qui a été pleinement impactée par la crise de change – à l'année 2021 antérieure à cette crise. On trouve alors un manque à gagner sur la balance des paiements de près de 12 milliards de dollars. Enfin, la baisse de la production gazière en Égypte et la nécessité d'augmenter les importations de LNGs pour faire face à la consommation locale ont entraîné une détérioration importante du solde d'hydrocarbures sur la balance des paiements. On peut là comparer ce solde entre l'année calendaire 2024 et l'année 2022, avant la chute de la production. Entre ces deux années, l'Égypte est passée d'un excédent à un lourd déficit – et le choc peut être estimé à plus de 15 milliards de dollars.

Bien sûr, on ne compare pas ici les mêmes périodes, et l'évolution des variables n'isole pas, strictement, l'effet de ces chocs. **Malgré tout, les écarts d'ordre de grandeur sont assez marqués pour que l'on puisse s'étonner des différences d'impact sur les anticipations de marché.** Le choc sur le prix du blé, notamment, a été le point déclencheur qui a fait basculer le pays dans la crise de change. Le choc sur le canal de Suez a presque amené le pays à la rupture. On observe cependant peu de réaction de marché à la chute de la production de gaz. Et peu de non-initiés vous parleront de la chute des transferts de fonds (*remittances*) en Égypte pendant la crise de change.

Le réel existe-t-il encore ?

Pour les économistes qui, pour l'instant, sont encore d'humbles humains à l'intelligence non artificielle – peut-on encore se raccrocher à l'économie réelle ? Surtout lorsque les analyses, de plus en plus standardisées, créent rapidement des normes – voire des réalités parallèles, mais qui, si les investisseurs le décident, deviendront plus réelles que le réel. Bien sûr, ce que l'on observe en Égypte n'est pas nouveau. C'est même le propre du fonctionnement d'un marché financier, selon un

certain John Maynard Keynes, à la page 2 de nos manuel d'économie depuis les années 30³ – ouf !

Et comme l'économie égyptienne s'est progressivement rendue très dépendante du financement de marché pour faire face à ses besoins extérieurs, elle doit de plus en plus jouer selon ses règles. Mais l'Égypte n'est pas qu'un marché d'investissement, et elle n'a pas la taille d'un paradis fiscal. C'est un énorme pays, dont l'économie réelle doit garder sa place dans l'évaluation de sa trajectoire et le dessin des politiques publiques. Or, la récurrence des crises de change et le financement par des capitaux volatils donnent trop de poids, dans la politique économique, à la relation avec les marchés. C'est un piège dans lequel d'autres pays émergents se sont déjà enfermés et qui peut avoir des effets pervers très importants, que ce soit en termes d'efficacité de pilotage économique, mais aussi de légitimité pour les institutions. Car la population égyptienne peut vite avoir la sensation d'être entrée sans l'avoir choisi dans le corset d'un système où la consultation politique est davantage offerte aux investisseurs – une « démocratie de marché ».

C'est, de fait, un équilibre délicat à trouver. Surtout si les narratifs qui permettent de maintenir la confiance du marché et de la population ne convergent plus. Car quoi de plus réel qu'une coupure de courant pour un usager qui paie, d'ailleurs, ce courant de plus en plus cher (sur recommandations du FMI). Certes, il vaut mieux ne

pas trop communiquer sur la crise énergétique à un marché qui semble relativement aveugle à cette question, mais il faut bien aussi s'adresser à une population qui peut difficilement l'ignorer.

Le conflit direct entre Israël et l'Iran a servi de piqure de rappel pour les autorités – car Israël a temporairement arrêté la production de ses champs gaziers destinés à l'exportation vers l'Égypte, par pipelines (environ 15 à 20% de la consommation égyptienne). Cela donne une étrange impression de déjà-vu, car fin 2023, le déclenchement de la guerre à Gaza avait aussi interrompu ces flux. Cette fois, les répercussions seront encore bien réelles, car le pays a dû suspendre l'activité de ses producteurs d'engrais – avec une transmission sur le secteur agricole et donc, potentiellement, sur les prix alimentaires.

Il ne faut pas sous-estimer les effets sociaux des chocs qui s'accumulent, car à chaque fois, la population est appauvrie et les réserves de résilience amoindries. La classe moyenne la plus basse est de plus en plus en risque de basculer dans la pauvreté, et l'État de plus en plus sommé de la soutenir. Les grandes crises politiques se déclenchent souvent par la fragilisation des classes moyennes, car ce sont ces segments de population qui sont censés former le socle politique le plus solide des États en place, surtout dans les très grands pays.

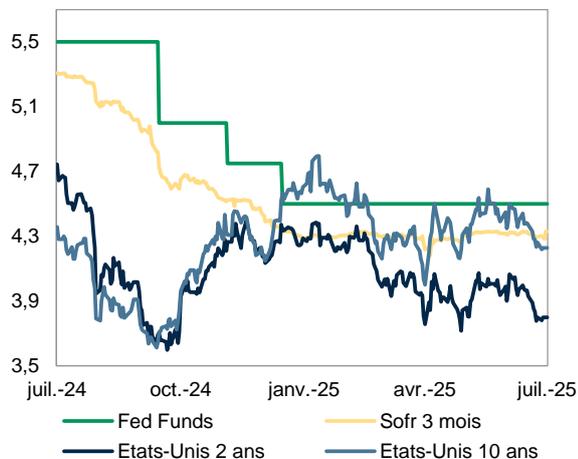
³ En économie, l'image du concours de beauté est une métaphore utilisée par l'économiste John Maynard Keynes pour illustrer le fonctionnement du marché boursier, au chapitre 12 de sa « Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie » (1936). Keynes fait remarquer qu'en bourse, et plus

généralement sur l'ensemble des marchés financiers, les prix des titres ne sont pas déterminés par leur valeur intrinsèque (concept d'ailleurs théorique), mais plutôt par la perception qu'en ont les acteurs du marché.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

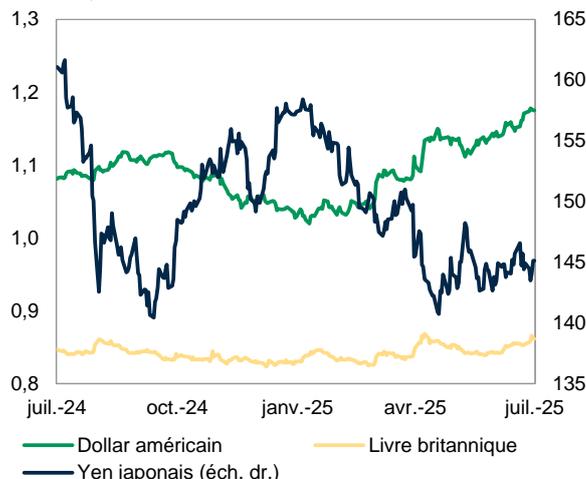
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

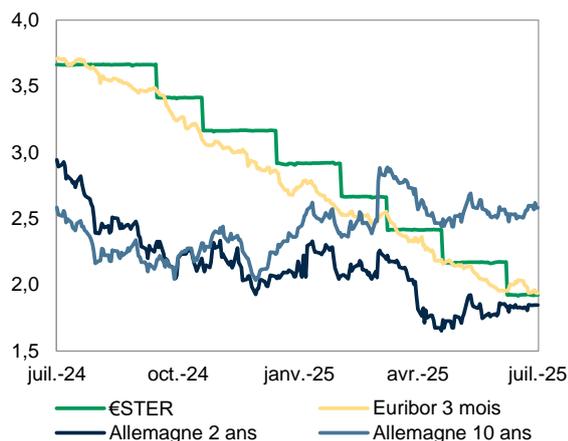
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

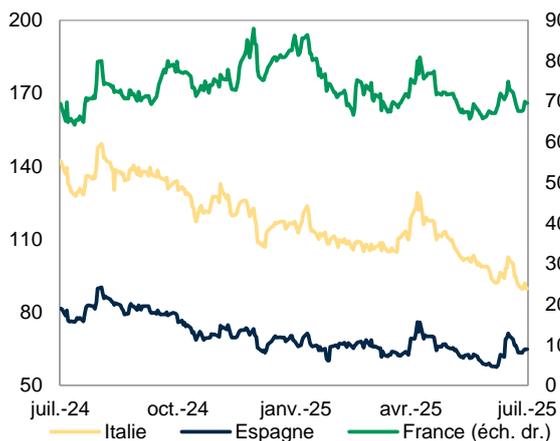
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

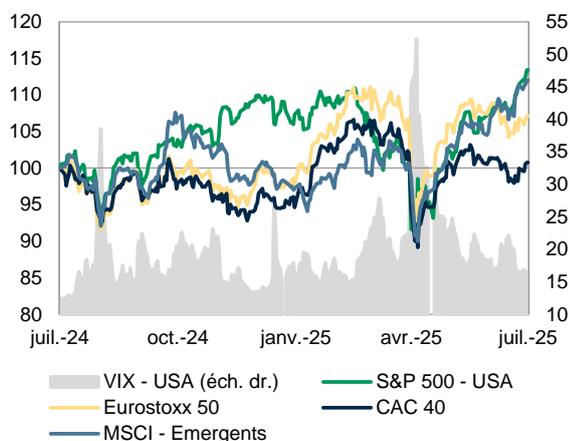
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

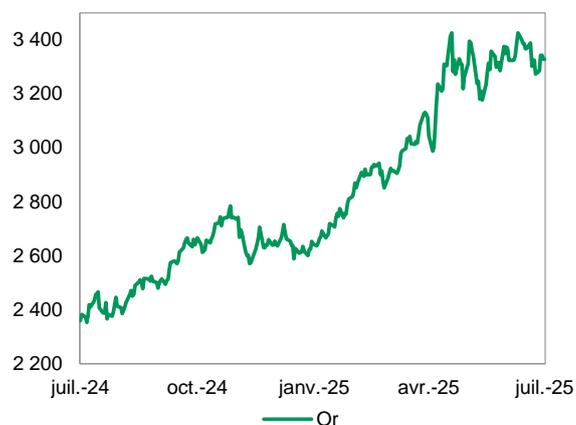
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

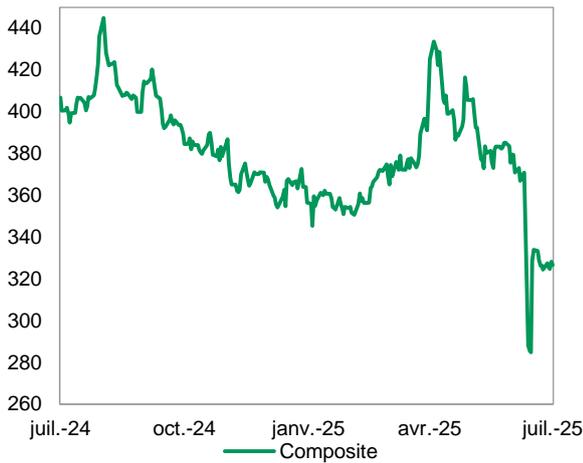
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

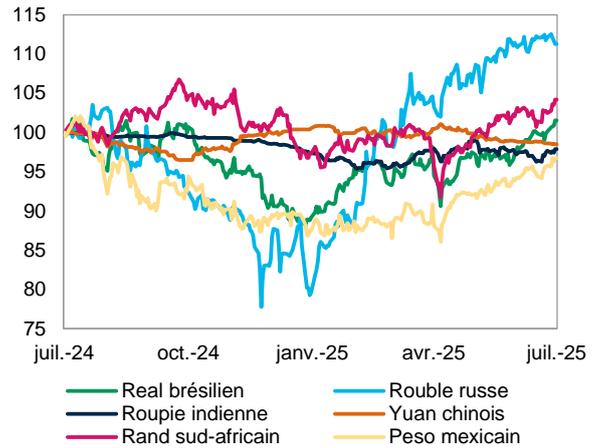
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

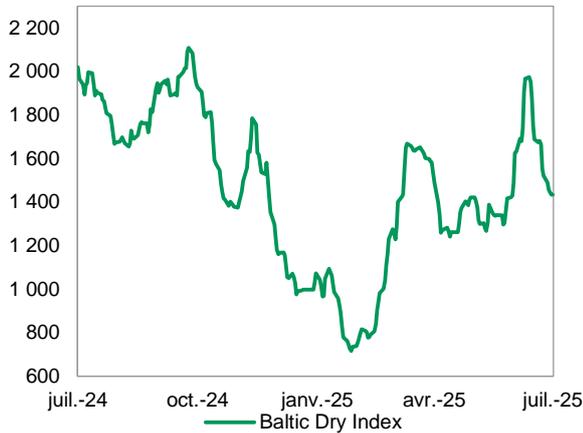
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

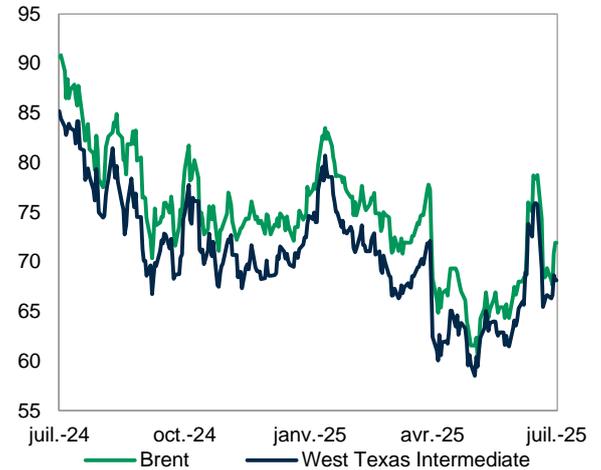
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

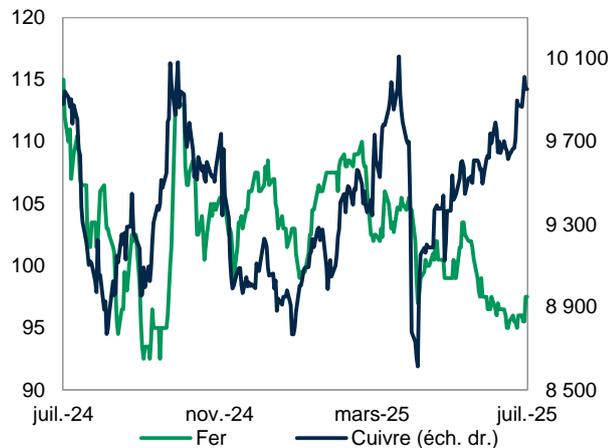
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

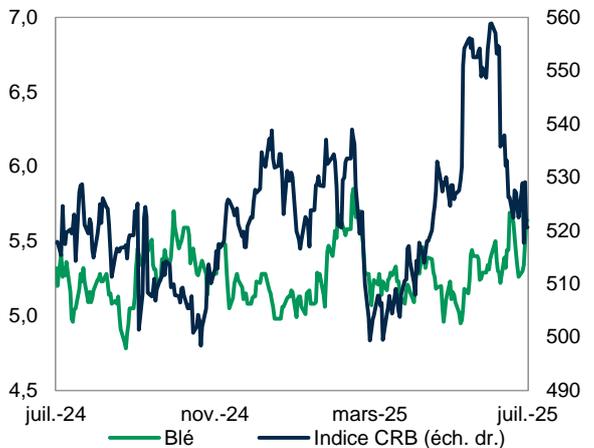
USD/tonne métrique



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 – Juin 2025

[Un contexte anxieux, quelques résistances inédites](#)

Date	Titre	Thème
04/07/2025	Hongrie – Le blocage de l'économie se prolonge	Hongrie
01/07/2025	Portugal – Correction au T1 2025, mais fondamentaux encore solides	Portugal
30/06/2025	France – Les ménages vont-ils moins épargner ?	France
27/06/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
27/06/2025	Europe – Scénario 2025-2026 : les économies européennes en phase d'attente et de transition	Europe
25/06/2025	Italie – Reprise des transactions immobilières au T1 2025	Italie
24/06/2025	France – L'Insee prévoit une croissance inférieure de moitié à celle de la zone euro cette année	France
20/06/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
20/06/2025	Monde – Scénario macro-économique 2025-2026 : un contexte anxieux, quelques résistances inédites	Monde, scénario
19/06/2025	Corée du Sud : l'élection de Lee Jae-myung signe-t-elle la fin de la crise politique ?	Asie
18/06/2025	Royaume-Uni – Nette dégradation de la conjoncture en avril	Royaume-Uni
17/06/2025	À Money20/20, interopérabilité, IA agentique et stablecoins entrent en collision	Banque, fintech
16/06/2025	France – La Banque de France revoit en baisse sa prévision de croissance et d'inflation d'ici 2027	France
16/06/2025	Industrie – La robotique industrielle, un levier essentiel pour la réindustrialisation française	Sectoriel, industrie

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), 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 : 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.