

Perspectives

Hebdomadaire – N°25/247 – 12 septembre 2025

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Les marchés financiers réévaluent les risques mais ne succombent pas au pessimisme.....	2
☞ Zone euro : affaiblissement des créations d'emploi, mais capacités excédentaires encore en réduction au T2 2025 3	
☞ France : jusqu'ici tout va bien, ou comment la BdF et l'Insee nous invitent à relativiser.....	3
☞ Italie : un bilan <i>post-estival</i> mitigé entre l'impact des tarifs et une consommation des ménages en panne.....	5
☞ Espagne : bonnes perspectives à la rentrée.....	8
☞ États-Unis : un impact lent des droits de douane sur les prix	9
☞ Indonésie : les manifestations rappellent le danger d'une croissance sans développement	11
☞ Égypte : décryptage de 200 pages de rapport FMI ; le ton se durcit	14

Les marchés financiers réévaluent les risques mais ne succombent pas au pessimisme

Les marchés financiers ont été particulièrement attentifs aux révisions des chiffres de l'emploi américain et au risque souverain français, réévalué à l'aune de la trajectoire budgétaire, de l'impasse parlementaire et, plus globalement, du risque d'incapacité gouvernementale à agir.

Outre-Atlantique, le rapport préliminaire du « *Bureau of Labor Statistics* », confrontant les enquêtes mensuelles réalisées auprès des entreprises et les registres fiscaux des assurances chômage des différents États (données jugées plus complètes), a révélé que les États-Unis avaient, entre avril 2024 et mars 2025, créé moins d'emplois que les données d'enquêtes ne le suggéraient. Cette révision implique des créations d'emplois non agricoles de 71 000 en moyenne mensuelle contre 147 000 selon l'estimation précédente. Si cette différence de données n'a rien de singulier, elle éclaire néanmoins sur un ralentissement du marché du travail plus marqué qu'attendu avant le mois de mars, avant même que les hausses de droits de douane exigées par l'administration Trump ne soient mises en place. Or, le dernier rapport sur l'emploi du mois d'août conjugue également essoufflement des créations d'emplois, hausse du taux de chômage (à 4,3%) et hausse du nombre de chômeurs de longue durée (25% des personnes inscrites au chômage). Ce constat accroît les attentes en matière de baisse de taux d'intérêt de la part de la Réserve fédérale qui tiendra sa réunion de politique monétaire la semaine prochaine.

Par ailleurs, l'indice des prix à la consommation américain a augmenté de 2,9% au mois d'août, après 2,7% en juillet, matérialisant les premiers effets des hausses des tarifs douaniers. Ce regain de tensions s'explique principalement par la hausse des prix des biens, de l'énergie et, dans une moindre mesure, de l'alimentation. Simultanément, le rythme de hausse des prix à la production industrielle a légèrement baissé (à +2,6% sur un an en août après +3,1%), en raison d'une moindre demande intérieure. Pour l'heure, les marchés financiers tablent majoritairement sur une baisse d'un quart de point de ses taux par la *Fed* en septembre, qui pourrait être suivie de deux nouvelles baisses d'ici la fin de l'année. La crainte d'une dégradation du marché du travail semble primer sur celle d'une reprise des tensions inflationnistes. Il ne faudrait cependant pas sous-estimer l'attention que la *Fed* porte à l'inflation. Notre scénario table sur deux baisses du taux des *Fed funds* d'ici la fin de l'année, puis sur un plateau à 4% en 2026.

De son côté, la Banque centrale européenne a décidé de conserver ses taux directeurs inchangés, lors de sa réunion de politique

monétaire jeudi. Une décision conforme aux attentes des marchés et justifiée par la résilience de l'activité économique du premier semestre et une inflation maîtrisée, proche de la cible (2,1% en glissement annuel au mois d'août). L'institution n'écarte néanmoins pas la possibilité d'une poursuite plus avant de sa politique d'assouplissement si cela est nécessaire : cette prudence est d'autant plus justifiée que les effets des droits de douane américains sur l'économie européenne ne se sont pas encore pleinement diffusés et qu'un durcissement des conditions de l'accord commercial ne peut être définitivement écarté.

En France, la chute du gouvernement Bayrou et la nomination de Sébastien Lecornu au poste de Premier ministre ne règlent pas la crise politique actuellement cristallisée autour des déficits et de la trajectoire de dette publique, alors qu'un projet de loi de finances doit être présenté mi-octobre à l'Assemblée nationale afin qu'il puisse être voté au Parlement avant la fin de l'année. Le rendement obligataire français à dix ans s'est établi à 3,50%, sensiblement au même niveau que fin août. Le *spread* français face au Bund allemand de même maturité atteint désormais 80 points de base soit, peu ou prou, le même niveau que le *spread* italien. Le *spread* français a davantage souffert d'une amplification du mouvement de défiance à partir de la mi-août (il atteignait alors 60 points de base) que de l'échec du vote de confiance en début de semaine. Une dégradation de la notation de la France de AA- à A+ par l'agence Fitch (qui revoit sa note aujourd'hui) est censée conduire à une hausse du rendement de l'OAT. Les conséquences de cette éventuelle dégradation semblent néanmoins, en grande partie déjà, intégrées dans les récentes hausses du *spread* : la matérialisation du risque de *downgrade* pourrait n'avoir qu'un impact additionnel modéré, mais se traduire par une sorte d'effet de cliquet. Si le *spread* français dérive, ceux de l'Italie et de l'Espagne poursuivent en revanche leur mouvement de resserrement face au Bund.

Les perspectives de baisses de taux d'intérêt de la *Fed* ont alimenté l'appétit pour le risque, appétit dont les marchés actions mondiaux ont continué de profiter. L'*Euro Stoxx 50* a ainsi gagné près de 0,9% sur la semaine et le *S&P500* 1,6%. La devise européenne s'est globalement stabilisée face au dollar après avoir entamé une légère baisse en début de semaine. L'appréciation de l'euro contre dollar atteint néanmoins 13% depuis le début de l'année. Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord a augmenté de 1,5% sur fond de risques géopolitiques, alors que les perspectives d'un marché excédentaire n'ont pas disparu.

Zone euro

Zone euro : affaiblissement des créations d'emploi, mais capacités excédentaires encore en réduction au T2 2025

Au deuxième trimestre 2025, 153,8 millions de personnes étaient employées dans la zone euro. L'emploi a progressé au rythme de 0,9% sur un an, moins rapidement que le PIB (+1,5% sur un an). Les créations d'emplois ont été très dynamiques en Espagne et en France (respectivement au rythme de 2,4% et 1,5% sur un an), moins vigoureuses en Italie (+0,8%) et nulles en Allemagne. Sur le trimestre, la baisse enregistrée en début d'année s'est poursuivie en Allemagne ; en Italie, un nouveau repli est intervenu après le rebond du T1. Le taux d'emploi s'est stabilisé à 75,7% dans la zone euro sous l'effet de sa hausse en France et en Espagne et de sa baisse en Allemagne et en Italie.

On retrouve des évolutions similaires dans la population active avec un rythme de progression annuel aligné à celui de l'emploi, plus rapide en France et dans une moindre mesure en Espagne et plus modeste en Italie et en Allemagne. Sur le trimestre, le nombre d'actifs était en recul en Italie. Le taux d'activité a donc encore progressé dans la zone euro, s'établissant à 80,7%. S'il a poursuivi son augmentation en France et en Espagne, il s'est stabilisé en Allemagne et en Italie.

Sur la même période, le taux de chômage s'est stabilisé à 6,4% de la population active dans la zone euro, mais il est reparti à la baisse au mois de juillet. Si le taux de chômage a poursuivi sa baisse au deuxième trimestre en Espagne (s'établissant à 10,5%), il a en revanche augmenté en Allemagne,

en France et en Italie où il se situe respectivement à 3,7%, 7,5% et 6,7%.

Le sous-emploi total sur le marché du travail dans la zone euro, c'est-à-dire les besoins de travail non satisfaits, s'élevait à 22,7 millions de personnes, soit 12,6% de la population active élargie au deuxième trimestre 2025, un chiffre stable par rapport au premier trimestre 2025. Les travailleurs à temps partiel sous-employés représentaient 2,7% de la population active élargie ; ceux qui recherchaient activement un emploi mais n'étaient pas disponibles pour travailler représentaient 0,9% (tous deux stables par rapport au premier trimestre 2025) ; et ceux qui étaient disponibles pour travailler mais ne cherchaient pas d'emploi ont représenté 2,8% (en légère baisse sur le trimestre). Par rapport au premier trimestre 2025, le halo autour du chômage a donc baissé dans la zone euro (à 6,4% de la population active élargie), ainsi qu'en Espagne (7,7%) et en Italie (8,2%), tandis qu'il s'est stabilisé à 7,3% en France et à 4% en Allemagne. Ainsi, les capacités excédentaires (hors chômage) sur le marché du travail se sont réduites au cours du T2 dans la zone euro, principalement du fait de la baisse de la part des personnes disponibles mais ne recherchant pas un emploi, notamment en Italie. La part des personnes en temps partiel subi a en revanche augmenté en France et en Italie.

✓ Notre opinion – Des premières frictions sont visibles sur le marché du travail dans la zone euro, notamment en Allemagne et en Italie où, en raison de la faiblesse de la croissance (en repli au T2), on assiste à des destructions d'emplois et à une remontée du taux de chômage. Celui-ci progresse aussi en France, mais le processus de réduction des capacités excédentaires se poursuit avec une baisse du halo autour du chômage, même si un rebond dans l'emploi à temps partiel subi augmente.

France : jusqu'ici tout va bien, ou comment la BdF et l'Insee nous invitent à relativiser

La Banque de France a publié les résultats de son enquête mensuelle de conjoncture ce mardi 9 septembre, et l'Insee a publié sa note de conjoncture ce jeudi 11 septembre. Les conclusions tirées de ces deux publications sont évidemment intéressantes à plusieurs titres et elles soulignent surtout un certain paradoxe. En effet, si le contexte d'incertitude politique commence à se faire sentir dans les réponses aux enquêtes et pourra avoir quelques conséquences macroéconomiques par la suite, l'économie française ne s'en tire pas trop mal jusque-là (comme le soulignait d'ailleurs notre article de la semaine dernière « [Petit résumé des indicateurs](#)

[économiques de l'été](#) »), malgré un contexte international chahuté en 2025.

Dans son enquête mensuelle de conjoncture de début septembre, la Banque de France constate que l'activité a continué de progresser en août, avec une production industrielle qui reste bien orientée, une progression modérée dans les services marchands, et une hausse plus importante qu'anticipé dans le bâtiment. Les réponses des chefs d'entreprise à l'enquête ayant été collectées entre le 27 août et le 3 septembre – soit après l'annonce du vote de confiance par François Bayrou le 25 août et alors que des journées de mobilisation sociale étaient annoncées pour la rentrée – elles sont affectées d'une certaine

prudence. Les chefs d'entreprises anticipent ainsi des évolutions contrastées, mais pas de recul généralisé de l'activité en septembre, avec un ralentissement attendu dans l'industrie, un possible repli dans le bâtiment, et à l'inverse une progression dans les services marchands qui pourrait être plus marquée qu'en août. Sur la base des résultats de l'enquête, complétée d'autres indicateurs de conjoncture, **l'institution estime que le PIB devrait continuer de croître à un rythme modéré de l'ordre de 0,3% t/t au troisième trimestre.**

L'indicateur d'incertitude, construit sur la base des commentaires à l'enquête, bondit en août à un niveau proche de celui atteint lors des élections législatives de l'été 2024, compte tenu de la situation nationale. Autre enseignement de l'enquête, le niveau des stocks de produits finis reste élevé en août, très supérieur à la normale, avec en particulier une hausse marquée dans l'aéronautique qui reflète les décalages entre fabrication et livraison propres à ce secteur. Par ailleurs, le taux d'utilisation des capacités de production de l'ensemble de l'industrie, inférieur à sa moyenne historique depuis mi-2023, se redresse un peu en août à 76% (après 75,5% en juillet), reflétant une hausse de la production mensuelle en particulier dans les biens d'équipement, l'aéronautique et la pharmacie. En outre, le niveau des carnets de commandes s'est redressé dans l'industrie depuis début 2025, il est stable en août à un niveau qui reste toutefois sensiblement inférieur à sa moyenne historique. Il est toujours tiré par le secteur de l'aéronautique, quand les autres secteurs industriels connaissent une dégradation des carnets de commandes depuis le début de l'année. Enfin, les difficultés d'approvisionnement refluent en août à un niveau inédit depuis la crise sanitaire et concernent 7% des entreprises interrogées, et les difficultés de recrutement sont en légère hausse par rapport à juillet, et concernent 19% des entreprises.

Dans sa note de conjoncture, l'Insee a dévoilé sa nouvelle prévision pour l'économie française. Selon l'institution, la croissance s'élèverait ainsi à 0,8% en 2025, soit une révision à la hausse de 0,2 point par rapport à juin. La croissance a en effet surpris à la hausse au deuxième trimestre, à 0,3% (t/t)¹, portant l'acquis de croissance à l'issue du premier semestre à 0,6% pour 2025. Cette croissance surprise avait été portée par la constitution de stocks, principalement du matériel aéronautique déjà produit ou importé mais pas encore assemblé ni exporté, avec un bond de la production manufacturière en juin. Malgré une certaine morosité ressortant des réponses aux enquêtes de

conjoncture, l'activité continuerait de croître à un bon rythme au second semestre, avec une croissance de 0,3% par trimestre.

Du côté des ménages, l'Insee prévoit une hausse de leur consommation de 0,3% par trimestre, après une légère baisse au premier semestre, et ce malgré un repli de leur pouvoir d'achat anticipé au second semestre². En effet, le pouvoir d'achat des ménages, qui a bien progressé au premier semestre, serait affecté par la baisse des revenus de la propriété, et la hausse des prélèvements fiscaux prévue au second semestre. Au total, le pouvoir d'achat des ménages progresserait de 0,8% en 2025 (après 2,5% l'année précédente). Sur l'année, leur taux d'épargne serait ainsi à nouveau en hausse à rebours des autres pays européens, puisque la consommation des ménages ne progresserait que de 0,5% (après 1% en 2024). Le taux d'épargne des ménages atteindrait donc 18,5%, après 18,2% en 2024. L'investissement des ménages, qui s'est redressé depuis la fin de l'année 2024 avec la reprise du marché (dépenses en services d'agences et de notaires), continuerait de progresser, à hauteur de 0,2% au troisième trimestre puis 0,3% au quatrième trimestre, tiré cette fois par la construction de logements neufs.

L'investissement des entreprises s'est, pour sa part, relativement stabilisé depuis le quatrième trimestre 2024, mais n'a pas redémarré comme dans d'autres pays européens. Au second semestre, il resterait sur sa tendance actuelle, en très légère baisse pour les entreprises non financières (-0,1% chaque trimestre). Sur l'année, il serait ainsi en repli de 0,9% (après -2,4% l'année précédente). En effet, il serait pénalisé par la forte incertitude, relative à la fois au contexte international et à la politique française. Deux forces contraires l'affecteraient en outre : la transmission de l'assouplissement monétaire passé pour le financement externe, mais aussi la baisse de la capacité d'autofinancement liée à la hausse passée de la charge d'intérêts, qui sera d'ailleurs renforcée fin 2025 par la surcote d'impôt sur les sociétés pour les plus grandes d'entre elles. Le taux de marge des sociétés non financières (SNF) diminuerait de 1,2 point en 2025, à 31%, soit proche de son niveau de l'année 2019. La hausse de la productivité compenserait l'effet de l'augmentation des salaires réels sur le taux de marge, mais la dégradation des termes de l'échange (surtout pour les électriciens et les transporteurs maritimes), la hausse des cotisations patronales et les impôts et subventions pèseraient sur le taux de marge.

Les dépenses de consommation des administrations publiques ralentiraient à peine

¹ Pour comparaison, dans le même temps, l'Allemagne enregistrait une contraction de 0,3% de son PIB au deuxième trimestre.

² L'Insee explique que les ménages lissent en effet leur consommation face aux fluctuations de l'impôt sur le revenu, et que les revenus de la propriété ne sont traditionnellement pas consommés.

sur l'ensemble de l'année, à 1,3% en 2025 après 1,4% en 2024. Leur investissement se replierait en revanche de 1,5% (après +4,7% l'année précédente), un recul plus précoce que d'habitude avant les élections municipales de 2026. Au total, la demande intérieure hors stocks participerait à la croissance annuelle à hauteur de 0,4 point en 2025 (après 0,6 point en 2024).

Compte tenu de livraisons attendues de matériel aéronautique (déjà produit mais non encore exporté) et d'un navire de croisière en fin d'année, les exportations françaises accélèreraient nettement au deuxième semestre (+1,4% au troisième trimestre et +2,6% au quatrième trimestre, après +0,5% au deuxième trimestre). Les importations progresseraient faiblement (+0,3% au troisième trimestre puis 0% au quatrième trimestre). Les mouvements sur les exportations s'accompagneraient donc d'un phénomène de déstockage en fin d'année, avec des variations de stocks qui pèseraient

comptablement sur la croissance et compenseraient en grande partie la contribution positive du commerce extérieur. Sur l'ensemble de l'année 2025, le commerce extérieur amputerait la croissance de 0,5 point après une contribution positive de 1,3 point à la croissance en 2024, et les variations de stocks stimuleraient de 0,9 point après avoir pesé sur la croissance à hauteur de 0,8 point l'année précédente.

L'emploi se stabiliserait globalement au deuxième semestre 2025, avec un très léger repli possible au troisième trimestre (-0,1%) lié à une baisse des embauches d'alternants en septembre, dans un contexte de baisse des soutiens publics. **Le taux de chômage serait stable au troisième trimestre avant d'augmenter très légèrement au quatrième trimestre** (+0,1 point), à 7,6% de la population active.

✓ Notre opinion – Les résultats de l'enquête de la Banque de France laissent à penser que la croissance devrait rester assez soutenue au troisième trimestre, avec des stocks importants qui ne diminuent pas. L'Insee, sans afficher d'optimisme patent dans son narratif, semble également relativement confiant sur la trajectoire de l'économie française à court terme dans ses prévisions. Finalement, dans un contexte de guerre commerciale, tout se passe relativement bien jusque-là. Même si les développements politiques pourraient légèrement infléchir la trajectoire de croissance à partir de la fin d'année 2025 avec de possibles effets d'attentisme générés par l'incertitude, ils ne devraient pas en faire totalement diverger. Les effets négatifs sur la consommation et l'investissement privés seraient au moins partiellement compensés par des dépenses publiques moins contraintes (moindre consolidation budgétaire), au vu des derniers développements politiques.

La suite, surtout pour les finances publiques, dépendra des développements à venir, et en particulier de l'adoption d'un budget pour 2026 : le futur gouvernement Lecornu arrivera-t-il à boucler une copie d'ici la mi-octobre³, ce qui permettrait in fine une adoption avant la fin de l'année ? Sinon, une loi spéciale devra être adoptée, en attendant le vote d'un budget début 2026. Dans tous les cas, arrivera-t-il à rassembler et à faire passer le texte sans être renversé ?

Nous tablons pour l'instant sur des économies budgétaires qui pourraient s'élever à environ 28 Mds€ - 29 Mds€ par rapport à un scénario à politique inchangée, ce qui correspondrait selon nos prévisions à un déficit public de 5,3% du PIB en 2026 (après 5,6% en 2025). Ce scénario « central » (à ce stade) est compatible avec un scénario de budget 2026 voté avant la fin de l'année 2025, ou avec un scénario de loi spéciale puis d'un budget 2026 voté en début d'année prochaine. Les économies budgétaires retenues sont sensiblement inférieures aux 43,8 Mds€ d'économies proposées dans le plan Bayrou, mais supérieures à celles issues de la proposition du Parti socialiste (21,6 Mds€ d'après eux). Elles nous semblent d'une ampleur plausible, alors qu'il faudra faire certaines concessions vis-à-vis du PS pour espérer un vote du budget (ou une absence de censure). Revenir sur la mesure de suppression de deux jours fériés représente à elle seule 4,2 Mds€.

Italie : un bilan post-estival mitigé entre l'impact des tarifs et une consommation des ménages en panne

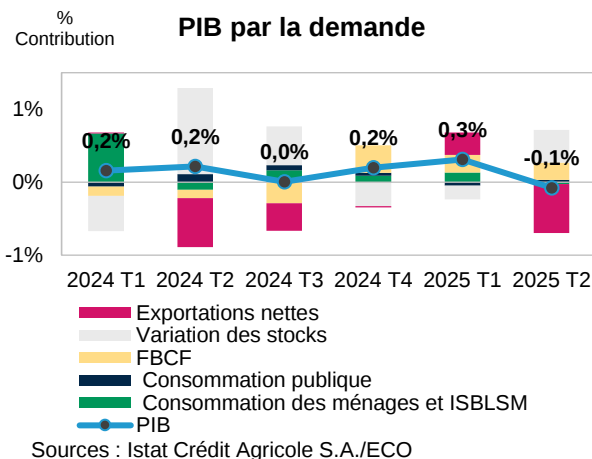
La croissance italienne a reculé au cours du deuxième trimestre, enregistrant une baisse de 0,1% par rapport au trimestre précédent. Malgré ce chiffre, l'acquis de croissance reste inchangé pour 2025 à 0,5%. Le contrecoup des mesures tarifaires

américaines a finalement pesé plus tôt qu'attendu sur les exportations italiennes avec un recul de ces dernières de 1,7% sur le trimestre, se traduisant par une contribution négative de -0,7% de la demande extérieure face à des importations en légère hausse

³ La loi organique relative aux lois de finances (LOLF) prévoit en effet un délai de 70 jours d'examen par le Parlement.

(+0,4%). Si les exportations vers les États-Unis ont fortement ralenti sur le trimestre, le coup de grâce a été apporté par un franc repli des ventes en direction du Royaume-Uni et de la Chine. En zone euro, le recul des ventes en Allemagne, mais surtout aux Pays-Bas, explique en partie cette contre-performance italienne.

Parallèlement, la contribution de la demande domestique est restée contenue à hauteur de 0,4 point de PIB. La compensation est néanmoins venue d'une forte activité de restockage qui, après deux trimestres négatifs, a apporté 0,4 point de pourcentage (pp) à l'activité. Du côté des composantes de la demande intérieure, l'impulsion provient principalement de l'investissement qui concède son troisième trimestre de hausse consécutif, augmentant de +1%. La dynamique observée au trimestre précédent tend néanmoins à s'inverser avec une nette reprise de l'investissement productif (+2,1% après -0,2% au T1) et un ralentissement de la construction qui touche aussi bien le logement que, plus surprenant encore, le BTP. L'investissement immatériel, qui avait crû de 1,7% et contribué de 0,3 pp au T1, ralentit nettement.

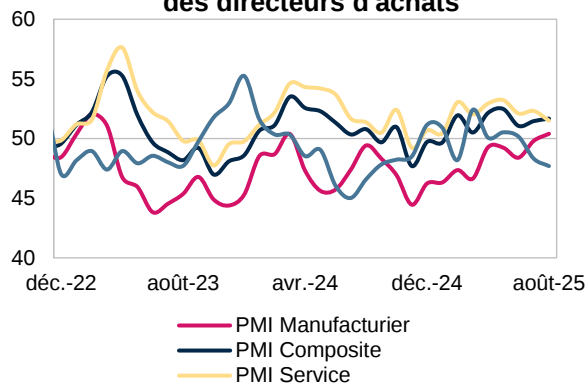


Si la consommation publique augmente légèrement, la consommation des ménages s'est, quant à elle, démarquée par son absence, avec une stagnation au T2. Elle poursuit ainsi le cycle de croissance anémique enregistré depuis les quatre derniers trimestres, signe que les effets de traîne du choc inflationniste persistent face à un environnement incertain. L'arrêt de la consommation masque une double stagnation, celle des biens où la timide reprise de la consommation de biens est annulée par le recul des biens semi-durables ainsi que par la croissance nulle dans les services. La valeur ajoutée recule également sur le trimestre à la faveur d'une stagnation de la production dans les activités de service pour le troisième trimestre consécutif et un repli aussi bien dans le secteur primaire (-0,6%) que dans l'industrie manufacturière (-0,6%). La construction, bien qu'en ralentissement, augmente cependant de 0,9%.

Dans un climat fortement marqué par les incertitudes, certains signaux conjoncturels semblent un peu plus encourageants. La production industrielle se redresse légèrement en juillet, augmentant de 0,4%, cumulant ainsi deux mois de hausse consécutifs. Toutes choses égales par ailleurs, l'acquis laissé au T3 est également positif. Excepté l'énergie qui plombe la variation mensuelle de l'indice de la production industrielle de juin avec une baisse de 7,3%, la performance reste globalement très positive pour les autres segments. Ainsi, la production de biens de consommation enregistre un rebond de 2,1% en juin, mettant fin au cycle de baisse observé sur les deux derniers mois. Elle est tirée aussi bien par la fabrication de biens durables que semi-durables. La production de biens d'équipement augmente également de 1,6%, soit sa plus forte accélération depuis mars. Cette inflexion est également perceptible dans les enquêtes relatives au secteur. L'indice des directeurs d'achats pour le secteur manufacturier a ainsi franchi le seuil d'expansion de 50 pour la première fois depuis mars 2023, ce qui s'explique par des évaluations de production en hausse ainsi que des attentes en termes de carnet de commandes qui s'améliorent notamment grâce au segment domestique. Si l'enquête de confiance de l'Istat confirme en partie ce constat avec la stabilisation de l'indice de confiance du secteur à un niveau supérieur à la moyenne du T2, les projections en termes de commandes sont moins optimistes en août, mais s'améliorent dans un horizon à trois mois.

Du côté des services, les effets d'une consommation des ménages atone commencent à peser sur le moral des entreprises de commerce de détail qui enregistre une baisse de confiance en août alors même que la confiance s'améliore nettement pour les services dans leur globalité, passant de 93,5 en juillet à 95 en août. Enfin, faisant écho au ralentissement de la construction dans les comptes nationaux, la confiance des entreprises du secteur continue de se détériorer. En ce qui concerne les ménages, si le début du trimestre laissait espérer une embellie avec une reprise de la confiance en juillet, les données d'août viennent tempérer cet optimisme. Les indicateurs récents montrent un ralentissement de cette dynamique positive, avec un léger recul de la confiance des consommateurs qui touche l'ensemble de ses composantes. Le pessimisme concerne aussi bien la perception qu'ont les ménages de leur environnement, mais aussi des anticipations en baisse en ce qui concerne l'activité économique, qui se traduisent par une reprise des craintes en ce qui concerne une détérioration du marché du travail. Pour le moment, cela n'affecte que légèrement leur perception de leur situation personnelle avec des intentions d'achat de biens durables qui s'améliorent.

Confiance des entreprises : indices des directeurs d'achats

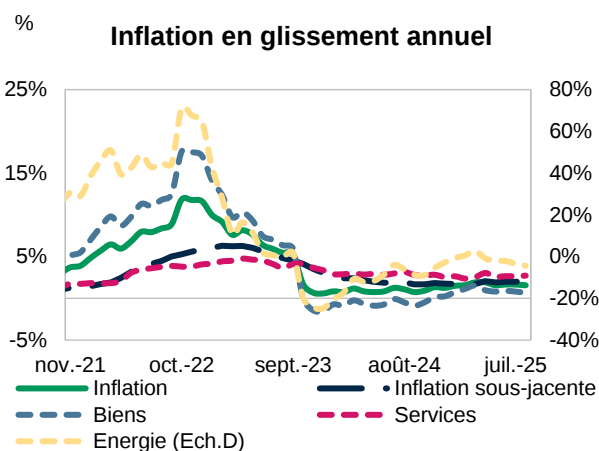


Sources : Markit, Crédit Agricole S.A./ECO

Les ménages ont-ils raison d'être inquiets ? Si ces évolutions en dents de scie reflètent les incertitudes persistantes concernant le pouvoir d'achat et les perspectives économiques, le marché du travail reste, quant à lui, robuste. La hausse de l'emploi se poursuit en juillet (+0,1%), entraînant une nouvelle hausse du taux d'emploi à 62,8%. La baisse du nombre de demandeurs d'emploi se poursuit également, conduisant à une nouvelle baisse du taux de chômage qui passe de 6,2% en juin à 6% en juillet. Deux données pourraient néanmoins nous alerter : tout d'abord, les sorties du marché du travail qui se concrétisent depuis des mois par la baisse du nombre d'actifs ; ensuite, la contribution plus marquée des contrats à durée déterminée à la hausse de l'emploi en juillet. D'autant que les attentes en termes d'embauche continuent de se détériorer, ce qui est le cas dans les secteurs de

services et de commerce de détail ainsi que dans la construction.

L'inflation, quant à elle, a légèrement baissé au cours du mois d'août à 1,6% après avoir plafonné à 1,7% lors des deux mois précédents. Cette décélération masque néanmoins une légère hausse de l'inflation sous-jacente qui passe de 2% à 2,1%, tirée par les services dont les prix augmentent de 2,7%. Les biens semblent avoir repris le chemin de la désinflation avec un indice des prix passant de +0,8% en juillet à +0,6%. Les prix de l'énergie continuent aussi de baisser en août à -4,4%, toujours grâce au segment de l'énergie non régulée tandis que l'énergie régulée⁴ enregistre toujours une hausse à deux chiffres mais deux fois moins importante que celle enregistrée en avril.



Sources : Istat Crédit Agricole S.A./ECO

✓ Notre opinion – Il est difficile de se faire une idée, pencher vers l'optimisme ou le pessimisme ; Il semble que ce soit le lot de l'analyste depuis plusieurs mois avec des lectures de chiffres discordants qui se répètent. Le léger mieux dans l'industrie pourrait laisser penser que le cycle de baisse est terminé mais le ralentissement du commerce extérieur risque de venir enrayer cette dynamique. En effet, si la demande domestique tirée par l'investissement porte la croissance, sans amélioration franche de la consommation, la pérennité de la demande intérieure comme moteur de croissance reste compromise.

Les ménages continuent de payer les effets du choc inflationniste avec un revenu disponible réel qui s'améliore tout juste début 2025 et les perspectives en termes de salaire ne laissent pas présager une amélioration. L'autre facteur non négligeable est celui de l'incertitude, fruit d'un contexte géopolitique mouvant : droits de douane, tension sur les marchés obligataires et un redémarrage allemand qui tarde à se concrétiser sont autant de facteurs qui devraient continuer de pousser les ménages à épargner avec un taux d'épargne au sens large qui a augmenté de 60 points de base à 9,3% au T1.

Dans ce contexte, le nouveau budget se veut rassurant, d'abord vis-à-vis des investisseurs avec une intention réaffirmée de maintenir la trajectoire budgétaire et de sortir au plus vite de la procédure de déficit excessif, mais aussi vis-à-vis des Italiens en proposant un soutien à la classe moyenne par la réforme de l'IRPEF. Cela sera-t-il suffisant ? Cela reste à voir.

⁴ L'énergie régulée ("mercato tutelato") désigne les tarifs d'électricité et de gaz fixés trimestriellement par l'ARERA pour les consommateurs n'ayant pas basculé vers le marché libre, système en extinction progressive (échéance juillet 2024). L'énergie non régulée comprend les produits pétroliers

(carburants, combustibles) aux prix librement déterminés par le marché et les contrats d'énergie souscrits sur le "mercato libero" où les fournisseurs définissent leurs offres commerciales sans contrainte tarifaire réglementaire.

👉 Espagne : bonnes perspectives à la rentrée

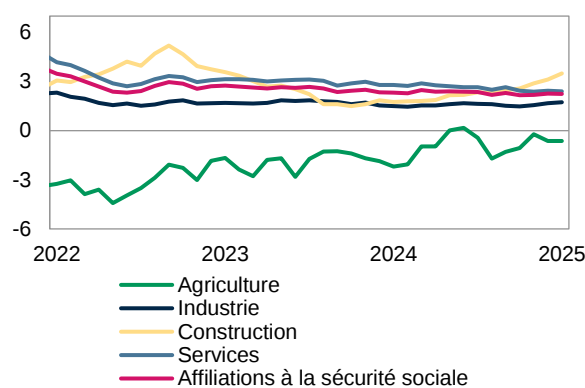
L'économie espagnole continue de bénéficier d'un environnement domestique favorable, soutenu par une demande intérieure robuste et une confiance élevée des entreprises. Les indicateurs avancés disponibles montrent une activité soutenue dans les secteurs manufacturier et des services, avec un PMI manufacturier de 54,3 points en août, confirmant l'expansion de l'industrie. Les indices de confiance dans les services restent à des niveaux élevés, reflétant la résilience de la demande intérieure et le maintien des attentes positives des entrepreneurs malgré un contexte international incertain.

La consommation privée, principal moteur de la croissance, continue de progresser de manière stable, soutenue par l'emploi et la confiance des ménages. Pour rappel, le PIB au deuxième trimestre a progressé de 0,7% par rapport au trimestre précédent, reflétant la solidité de la consommation et de l'investissement, confirmant la capacité de l'économie espagnole à maintenir une trajectoire stable malgré les contraintes internationales.

Le marché du travail demeure solide et constitue un pilier central de cette dynamique. En août, le nombre d'affiliés à la Sécurité sociale a reculé de 0,9% par rapport au mois précédent, un mouvement saisonnier typique de la fin de l'été, mais la tendance annuelle de la création d'emplois reste robuste, principalement dans les services et la construction (3,5% et 2,4% respectivement, sur un an). Cette stabilité contribue à soutenir le pouvoir d'achat des ménages et, par conséquent, la consommation. La modération de l'inflation sous-jacente y contribue.

Dans un contexte marqué par la reprise du pouvoir d'achat et la baisse des taux d'intérêt, la demande de logements continue d'afficher une vigueur notable. En juin, les ventes ont progressé de 17,9% sur un an, maintenant la dynamique observée les mois précédents. Le bilan depuis le début de l'année renforce cette tendance : entre janvier et juin, quelque 358 000 transactions ont été enregistrées (soit 19,7% par rapport à la même période de l'année dernière), et constitue le meilleur résultat au premier semestre depuis 2007. La combinaison d'une demande dynamique et d'une offre qui, bien que réactivée, croît à un rythme plus modéré, maintient la pression sur les prix.

%, a/a **Affiliations à la sécurité sociale**



Sources : Sécurité Sociale, Crédit Agricole S.A.

✅ **Notre opinion** – L'économie espagnole traverse actuellement une phase favorable, soutenue par la vigueur de la demande intérieure, un marché du travail résilient et des niveaux de confiance élevés des entreprises. Pourtant, le contexte actuel n'est pas favorable au secteur exposé à la demande extérieure. La demande intérieure stimule la croissance des importations. À cela s'ajoutent l'incertitude commerciale et la faiblesse de la zone euro, qui pénalisent les exportations. Au premier semestre, les exportations de biens ont progressé de 1% en glissement annuel, mais la hausse de 5,4% des importations a provoqué un déficit de la balance commerciale de 25 milliards d'euros, largement supérieur à celui de la même période l'an dernier (15,8 Mds€). La détérioration du solde s'explique non seulement par l'augmentation du déficit énergétique (caractéristique structurelle de la balance commerciale espagnole), mais aussi par la forte détérioration de la balance des biens non énergétiques. Bien que le creusement du déficit de biens puisse être source d'inquiétude, il faut souligner que ce phénomène ne concerne pas seulement les biens de consommation, nous observons en effet des progressions importantes sur les biens d'équipement. Cela se confirme par les données de formation brute du capital, notamment dans l'investissement productif. Ainsi, les équipements électriques représentaient la troisième contribution de la progression des importations, derrière les médicaments et le gaz.

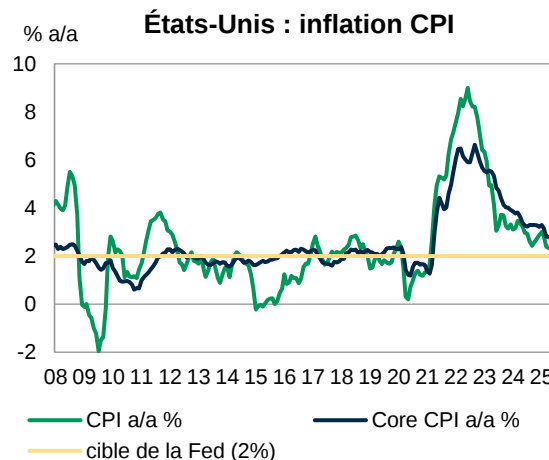
États-Unis

👉 États-Unis : un impact lent des droits de douane sur les prix

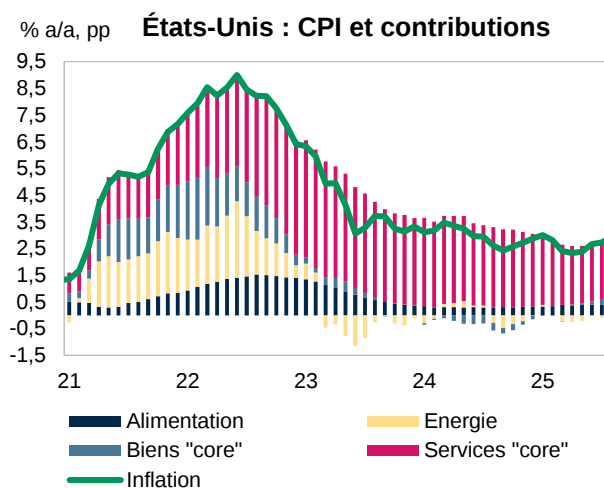
L'inflation des prix à la consommation mesurée par l'indice CPI a progressé en ligne avec les anticipations, atteignant 2,9% sur 12 mois en août, un plus haut depuis janvier. Cela fait suite à deux mois de stabilité à 2,7%. En variation mensuelle, l'indice progresse de 0,4% après 0,2% en juillet. L'indice sous-jacent (CPI hors alimentation et énergie) a augmenté de 0,3%, le même rythme qu'en juillet, ce qui a conduit à une hausse de 3,1% sur un an, également en ligne avec les anticipations, stable par rapport à juillet et au plus haut depuis février.

L'analyse des composantes révèle une inflation toujours soutenue mais stable dans les services, à 3,8% sur un an, et une accélération des prix dans les biens. L'inflation des produits alimentaires augmente à 3,2% contre 2,9% en juillet et l'inflation de l'énergie rebondit à 0,4% après -1,3% en juillet, de retour en territoire positif pour la première fois depuis janvier. L'inflation des biens core (hors alimentation et énergie) augmente pour le cinquième mois consécutif, à 1,5% contre 1,1% en juillet, atteignant un plus haut depuis mai 2023. En variation mensuelle, la progression des prix des biens core reste relativement limitée, à 0,3% après deux mois à 0,2% et une moyenne de 0,1% sur les six mois précédents. La hausse des prix sur le mois d'août semble tirée par les prix des voitures et des camions d'occasion, qui progressent de 1% en août après six mois de baisse moyenne mensuelle de 0,2%. Concernant les prix des nouvelles voitures, ils augmentent de 0,3% sur le mois après avoir reculé de 0,1% en moyenne sur les six mois précédents. Les prix des vêtements ont également accéléré nettement, +0,5% sur le mois après une hausse moyenne de 0,1% sur les six mois précédents. D'autres composantes affichent des progressions plus faibles telles que le mobilier des ménages avec une hausse de seulement 0,1%, voire des chutes des prix comme les produits médicaux (-0,3%).

Au sein des services, la composante des loyers, au poids élevé (35% de l'indice CPI total), enregistre une hausse relativement soutenue (+0,4% sur le mois, +3,6% sur un an) et la composante volatile des services de transport progresse fortement (+1% sur le mois, +3,5% sur un an), tirée par les tarifs aériens (+5,9% sur le mois, +3,3% sur un an). Ces composantes compensent les contributions négatives des services d'énergie, des services médicaux ou encore de communication. Hors services de l'énergie, l'inflation dans les services se stabilise à 3,6% pour le troisième mois consécutif.



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



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

Avant la publication des CPI, les indices des prix à la production (PPI) ont surpris fortement à la baisse en août avec un recul de 0,1% sur le mois, à la fois pour l'indice PPI total et le PPI sous-jacent. Sur un an, les taux d'inflation respectifs baissent fortement à 2,6% (contre 3,1% en juillet) et à 2,8% (contre 3,4% en juillet). Ce ralentissement est dû à une baisse des prix des services de demande finale (-0,2% sur le mois) ; celle-ci s'explique par une baisse de 1,7% des marges pour les services de commerce (indices mesurant les changements dans les marges reçues par les grossistes et les détaillants). Les prix des biens augmentent légèrement (+0,1%), pour le quatrième mois consécutif (+0,3% hors énergie et alimentation).

☑ **Notre opinion** – L'inflation CPI a surpris favorablement depuis la mise en place des droits de douane par l'administration Trump. Les tarifs semblent mettre plus longtemps que prévu à se répercuter sur les prix à la consommation, même par rapport à notre scénario central qui, depuis le début, anticipe un impact relativement contenu des tarifs douaniers sur les prix, de seulement 5 à 30 points de base (en utilisant les enseignements tirés des droits de douane mis en place en 2018-2019 lors du premier mandat de Trump).

Au mois d'août, les effets sont à peine plus visibles que les mois précédents : les prix à la consommation des biens core accélèrent mais de manière modeste et non généralisée.

Plusieurs facteurs pourraient expliquer cet impact lent des droits de douane sur les prix à la consommation : le fort mouvement d'importations et de constitution des stocks en amont du « Liberation day » du 2 avril, des retards et des réorganisations des chaînes d'approvisionnement ou encore une érosion des marges des entreprises importatrices.

Au mois d'août, il nous semble que l'érosion des marges des entreprises a été déterminante pour limiter la répercussion sur les prix à la consommation. Les recettes douanières collectées sur le mois ont atteint près de 31 milliards de dollars, en hausse par rapport aux mois précédents. Ce coût ne peut qu'avoir été absorbé par les marges des entreprises importatrices. La compression des marges ne pouvant pas se poursuivre indéfiniment, les droits de douane devraient continuer de pousser les prix à la consommation vers le haut dans les prochains mois. Nous anticipons une inflation totale à un pic de 3,1%-3,2% en fin d'année et le maintien à ces rythmes-là au cours de la majeure partie du premier semestre 2026.

Pays émergents

Asie

Indonésie : les manifestations rappellent le danger d'une croissance sans développement

Le calme semble revenir dans les rues des grandes villes indonésiennes, après des manifestations qui ont fait une dizaine de morts et ont conduit à des centaines d'arrestations.

Débutées le 25 août, les manifestations visaient d'abord à protester contre la mise en place d'indemnités logement pour les députés. Leur montant – 3 000 dollars par mois, soit plus de dix fois le salaire minimum dans la capitale et vingt fois dans le reste du pays – avait été jugé indécent pour une population en proie à des difficultés économiques. La mort d'un chauffeur de mototaxi, écrasé par une voiture de police en marge des manifestations, avait exacerbé les tensions.

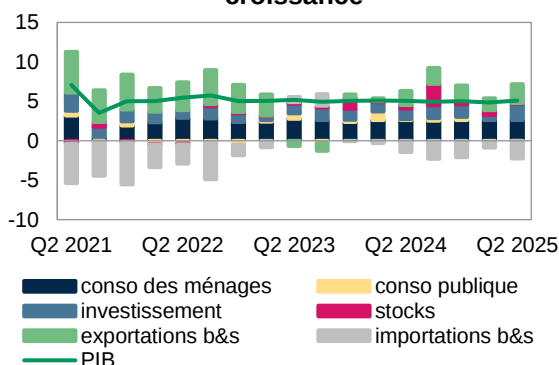
Le président Prabowo Subianto, élu en février 2024, a finalement annoncé l'abandon de l'indemnité versée aux députés. Un petit compromis qui ne règle pas la question plus profonde de la répartition des gains de la croissance, alors même que le pays pourrait faire face à un ralentissement global de l'activité, en raison notamment de la baisse des prix des matières premières et des perturbations du commerce mondial provoquées par la mise en place des droits de douane américains.

Cinq ministres, dont celui des Finances et de l'Intérieur, ont également été contraints de présenter leur démission.

Une croissance en trompe-l'œil

Les performances de l'Indonésie sont régulièrement saluées pour leur stabilité : si l'on excepte les années de Covid, le pays a dégagé une croissance annuelle de 5% par an depuis 2015.

Indonésie : contribution à la croissance



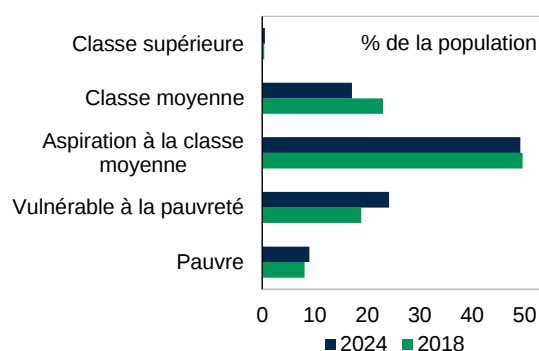
Relativement fermée, avec un secteur exportateur encore très lié aux matières premières, la

croissance indonésienne repose surtout sur la consommation domestique, alimentée par un vaste marché intérieur de plus de 280 millions d'habitants. Le président précédent, Jokowi, avait aussi engagé une politique volontariste de construction d'infrastructures et cherché à attirer de nouveaux investisseurs étrangers, notamment dans le secteur du nickel, composant central de la chaîne de valeur des batteries.

Mais la classe moyenne a régressé depuis 2018, passant de 23% à 17% de la population. Pire, le taux de pauvreté est reparti à la hausse depuis 2018, en raison notamment de l'impact de la crise sanitaire, qui s'est prolongé jusqu'à fin 2021, l'Indonésie ayant eu du mal à vacciner la majorité de sa population.

Ce recul s'explique en partie par l'érosion de l'emploi manufacturier, qui a conduit à un ralentissement, voire une baisse des salaires et donc du pouvoir d'achat des ménages. Si la stratégie de l'ancien président Jokowi a effectivement permis de développer une filière autour du nickel, elle n'a pas permis d'attirer les investissements nécessaires à la création d'emplois dans le secteur manufacturier. Secteur qui pourrait être ébranlé par l'entrée en vigueur des nouveaux tarifs douaniers négociés avec les États-Unis et le ralentissement attendu du commerce international.

Indonésie : la classe moyenne se réduit



Avec les États-Unis, un accord en demi-teinte

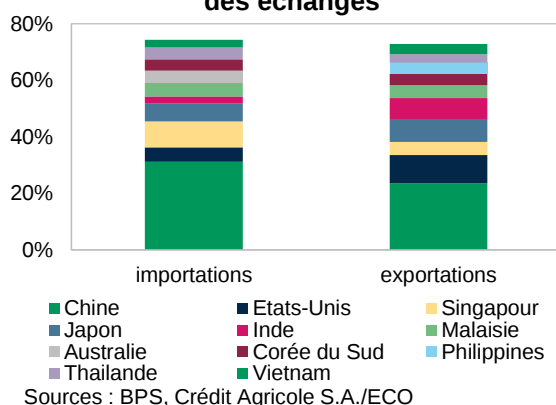
L'Indonésie faisait face à la menace de droits de douane de 32%, un taux qui la plaçait dans la moyenne haute par rapport aux autres pays de la zone. En concluant un accord en juillet, le pays a réussi à réduire ce taux à 19%. Les contreparties demandées par l'administration américaine rendent toutefois cet accord plutôt déséquilibré. En

plus de la réduction des barrières tarifaires, l'Indonésie a accepté d'éliminer certaines barrières non-tarifaires (exigences en contenu local, certifications, normes), notamment dans des secteurs stratégiques pour les exportations américaines, comme ceux des cosmétiques, de la pharmaceutique ou de l'automobile. Autre concession, la suppression de barrières à l'entrée sur le marché agricole, pourtant d'intérêt stratégique majeur pour l'Indonésie, grand producteur de matières premières.

En jouant le jeu américain, son deuxième marché à l'export (10% des exportations totales derrière la Chine à 24%, mais premier excédent commercial), l'Indonésie espère plusieurs choses. Tout d'abord, conserver ses parts de marché, notamment dans le secteur textile (chaussures et habillement, qui représentent plus d'un quart des exportations vers les États-Unis), extrêmement sensible aux prix. Il était donc capital pour l'Indonésie d'obtenir un taux qui soit dans la moyenne, voire inférieur, à celui de ses principaux concurrents (Chine à 34%, Vietnam à 20%, Sri Lanka à 20%, Cambodge à 19%).

Ensuite, et puisque les droits de douane sont utilisés par Donald Trump comme une arme de négociation globale et pas seulement économique, maintenir la relation militaire entre les deux pays. L'Indonésie demeure un allié stratégique pour les États-Unis dans l'Indopacifique. Liés par des accords de coopération, ils ont renforcé leurs liens ces dernières années en organisant notamment de nombreux exercices militaires conjoints. Si, contrairement aux Philippines voisines, l'Indonésie n'est pas encore directement menacée par la Chine dans son espace maritime, l'alliance avec les États-Unis demeure une priorité, d'où les efforts consentis pour parvenir à un accord.

Indonésie: structure géographique des échanges



Quelle politique économique pour les mois à venir ?

Le gouvernement a présenté un projet budgétaire en août, fondé sur une hausse de 7,3% des dépenses par rapport à 2025. Cette hausse serait financée par une accélération des recettes fiscales (+13%), qui permettrait d'augmenter les dépenses

tout en réduisant le déficit qui passerait de 2,8% à 2,5% du PIB.

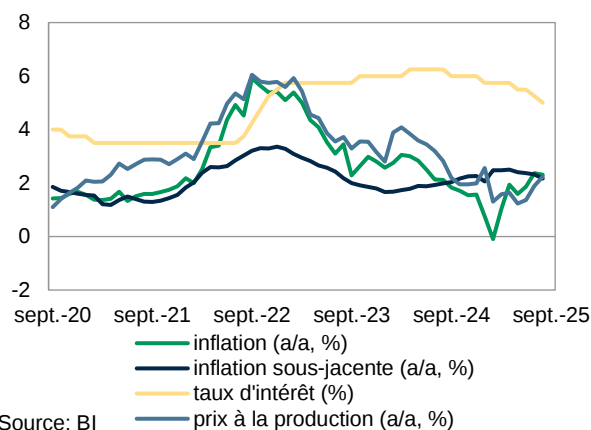
L'Indonésie est par ailleurs contrainte par une règle d'or budgétaire lui interdisant de dépasser les 3% du PIB de déficit, un héritage de la crise économique de 1998. La hausse de la collecte viendrait de « réformes internes » qui permettraient notamment de mieux taxer l'économie informelle (dans le secteur minier en particulier) et de mieux appliquer la réglementation déjà existante, surtout pour le paiement de l'impôt sur les sociétés.

Le projet de loi budgétaire définit huit priorités, dont la sécurité alimentaire et énergétique, l'éducation, la santé et la défense. Projet phare – et très coûteux puisqu'1,3% du PIB lui est consacré – du programme du président Prabowo, la distribution gratuite de repas aux enfants et femmes enceintes devrait notamment se poursuivre et toucher environ 83 millions de personnes, soit 28,5% de la population.

Principale différence avec les années Jokowi, les grands travaux d'infrastructures, en particulier dans le domaine des transports, ne sont plus mentionnés dans les dépenses principales. Le projet de déplacement de la capitale de Jakarta vers Nusantara sur l'île de Bornéo semble également au point mort.

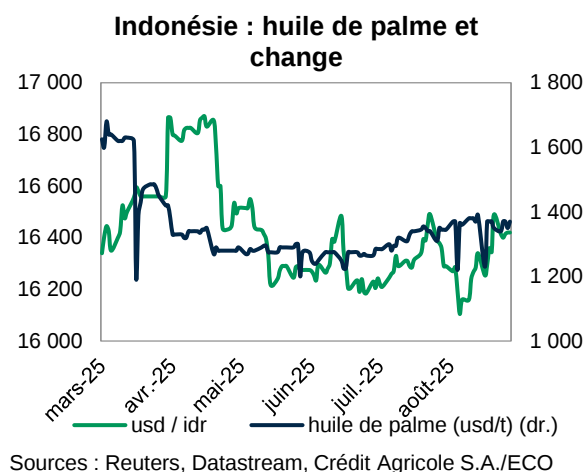
Du côté monétaire, la banque centrale poursuit sa politique d'assouplissement graduel, et a de nouveau baissé son taux directeur en août, de 5,25% à 5%. Deux nouvelles baisses de 25 pb pourraient avoir lieu d'ici la fin de l'année. Dans ses derniers communiqués, la banque centrale a ainsi défendu cette approche visant à soutenir le ralentissement de l'activité, dans un univers inflationniste qui reste maîtrisé. En août, l'indice des prix à la consommation affichait une hausse de 2,3% en glissement annuel, 2,2% pour les prix hors composantes volatiles, sous la cible de 3% de la banque centrale.

Inflation et taux d'intérêt



Du côté de la roupie, la priorité est de stabiliser la dépréciation de la devise provoquée par les remous politiques. Le niveau atteint ces derniers

jours restent encore loin de celui d'avril dernier, lorsque l'annonce des tarifs avait provoqué un vaste mouvement de dépréciation de toutes les devises émergentes face au dollar. Il n'empêche qu'alors que le dollar s'est justement affaibli, une dépréciation de la roupie indonésienne en ferait un *outlier* parmi les autres devises, et la rendrait donc d'autant plus vulnérable.



✓ **Notre opinion** – L'ONU a très vite dénoncé le climat d'extrême violence dans lequel s'est déroulée la répression des manifestants. L'opposition indonésienne n'a, quant à elle, pas manqué de rappeler que le président actuel avait un lourd passé en la matière. Ancien général, celui qui fut le beau-fils du dictateur Soeharto, avait été exclu de l'armée pour « conduite déshonorante » après la répression sanglante des émeutes de 1998 qui avait conduit à la chute du régime. Réhabilité par Jokowi, il avait conclu un accord avec le fils de ce dernier pour former un ticket présidentiel (président-vice-président) qui avait permis son élection en février 2024.

Les manifestations dénoncent un phénomène bien connu des pays émergents : celui de la mauvaise répartition des gains de la croissance qui, concentrés dans certains secteurs et certaines entreprises, n'ont pas irrigué l'ensemble de la société. Il y a en réalité deux manières de voir l'Indonésie : une optimiste, qui relèvera l'exceptionnelle stabilité de la croissance, les promesses d'un vaste marché intérieur encore dynamique, toujours porté par une démographie positive. La position stratégique du pays également, au cœur de l'Indopacifique, lui permettant un accès à la table des négociations et en faisant un allié incontournable pour les États-Unis dans la zone. Une autre, plus pessimiste, tendrait à dire que l'Indonésie ressemble de plus en plus à un pays coincé dans la trappe des revenus intermédiaires, avec un secteur extractif captant, peu intensif en main-d'œuvre, captant l'essentiel des capitaux, et qui, associé à un héritage de politiques protectionnistes, empêche l'émergence d'un secteur manufacturier capable de créer les emplois dont le pays aurait besoin.

La violence des manifestations et leurs revendications semblent indiquer qu'à leurs yeux, la deuxième approche semble pour l'instant l'emporter.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Égypte : décryptage de 200 pages de rapport FMI ; le ton se durcit

Pour prendre le pouls de l'économie égyptienne, il est devenu presque indispensable de suivre les revues du programme FMI en cours. Parce que le pays se relève d'une crise de change sévère, qui s'était rapidement diffusée par les canaux de la confiance⁵, et que le FMI est désormais l'un des points d'ancrage des anticipations de marché. Parce que l'environnement global est marqué par une incertitude radicale, mettant les investisseurs sur le qui-vive en matière de décisions d'arbitrage, ce qui pourrait accélérer les retournements d'anticipations, en particulier pour les pays émergents de la périphérie. Enfin, parce qu'au-delà de la question de l'Égypte, on peut aussi percevoir dans ces revues des symptômes d'évolution du FMI dans un monde, et un univers de risques, en rapide mutation.

Cet été, en juillet, le FMI a publié un long document d'analyse sur l'Égypte. Celui-ci était attendu depuis longtemps, car il comprend le rapport de la 4^e revue du programme en cours, approuvée par le conseil d'administration du FMI en mars, et qui avait alors permis un tirage de 1,2 milliards de dollars. Le retard de sa publication semble s'expliquer par la volonté de le combiner avec la revue annuelle de l'économie égyptienne (l'Article IV dans le jargon). Résultat : un document de 202 pages en plein été. Alors, pour ceux qui, malgré l'énergie de la rentrée, ne s'y précipitent pas avec impatience, nous vous proposons un condensé (fait main) de ce qui semble indispensable d'en retenir et ce qui mérite d'être démêlé. **Où en sommes-nous de ce programme FMI ? Quels sont les points d'attention de la revue, les changements de langage ou les éléments qui nous semblent plus appuyés que dans les dernières revues ?**

Où en sommes-nous du programme FMI ?

C'est en effet assez difficile à suivre ! Rappelons que **le programme en cours avait été accordé en décembre 2022, pour faire face au choc de la guerre en Ukraine. Avec une taille initiale de 3 milliards de dollars, il donnait immédiatement accès à 350 millions de dollars à la signature et devait ensuite permettre des versements équivalents à l'occasion de 8 revues semi-annuelles, dont la dernière était prévue pour septembre 2026. Mais, face à la bascule du pays dans une crise de change sévère, empêchant**

les autorités d'ajuster le taux de change à sa valeur de marché, condition-clé du programme, celui-ci avait été interrompu, avant sa première revue, jusqu'à début 2024. En mars de cette même année, un contrat d'investissement inédit par sa taille (35 milliards de dollars) avait été signé avec les Émirats arabes unis pour le développement de la côte méditerranéenne de Ras El Hekma. Cela avait sécurisé un apport en dollar nécessaire pour rétablir la confiance du marché dans la livre égyptienne, permettant son ajustement au niveau du marché parallèle⁶. Les alliés du Golfe avaient alors confirmé une tendance : la coordination du FMI sur leur intervention, plutôt que l'inverse. C'est presque une recomposition institutionnelle, marquée par un changement de rôle du FMI. Il intervient davantage comme un tampon de confiance pour le marché qu'un bailleur de fonds de premier ordre pour l'Égypte.

Le programme avait alors repris – nominalement le programme de 2022, mais augmenté à 5 milliards de dollars et avec des conditions révisées. Il propose notamment une plus grande surveillance de la réelle flexibilité du change (l'écart avec le marché parallèle doit rester fermé, le volume de transactions sur le marché interbancaire suffisant, les banques ne doivent pas accumuler de stocks de transactions en dollar en attente...), et des exigences de consolidation budgétaire beaucoup plus drastiques, dans un contexte social éprouvé par la crise⁷. À ce stade, les trois premières revues du programme initial avaient déjà été manquées. Le programme révisé se basait alors sur un nouveau calendrier qui se proposait de rattraper le calendrier initial dès la 4^e revue, en combinant les première et deuxième revues et accélérant les 3^e et 4^e à 3 mois d'écart.

Pourtant, en cette rentrée 2025, le calendrier révisé est déjà obsolète. La 4^e revue, prévue en septembre 2024, a été conclue en mars 2025, avec 6 mois de retard ; et, jusqu'à présent, la 5^e revue, prévue en mars 2025, n'a toujours pas atteint le stade préliminaire de l'accord de l'équipe de mission (qui précède la validation du comité de direction du FMI). Qu'en est-il alors de la 5^e revue, qui a déjà 6 mois de retard ? Dans une publication intitulée « questions fréquentes sur l'Égypte » parue en juillet, le FMI répond à cette

⁵ Après le choc de la guerre en Ukraine, qui avait gonflé les prix du blé, dont l'Égypte est un des plus gros importateurs, la rigidité du change avait entraîné une crise de confiance du marché dans la Livre entraînant une série de quatre dévaluations (mars et octobre 2022, janvier 2023, mars 2024).

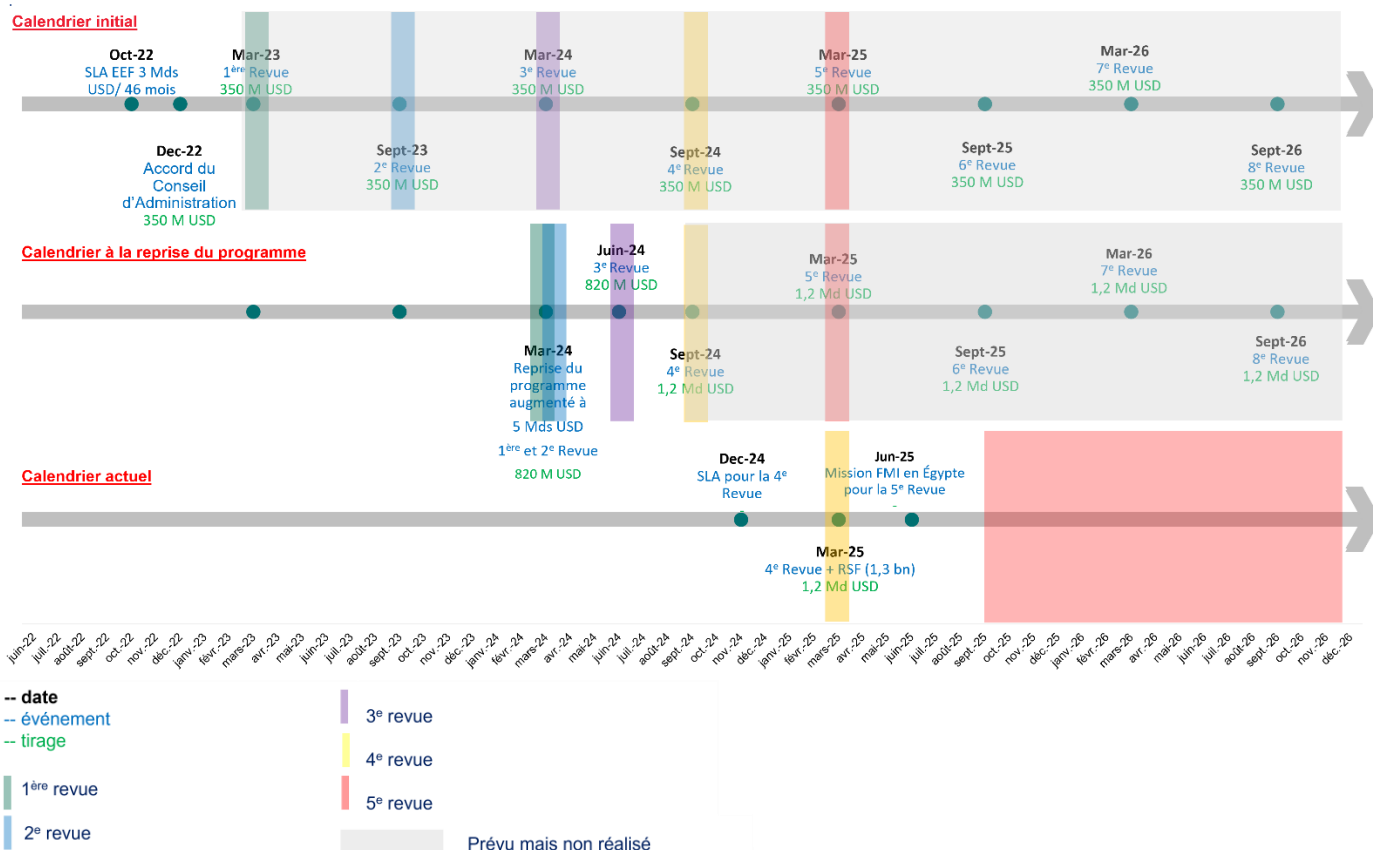
⁶ Le marché parallèle est considéré comme représentant les réelles dynamiques d'offre et de demande lorsque le marché de change officiel fixe la monnaie à un niveau qui ne

convient pas aux acteurs pour opérer sur ce marché. Le marché parallèle comprend cependant une part spéculative. Ce marché n'a pas de raison d'exister dans un système de change flexible, puisque ce dernier s'ajuste aux forces de marché.

⁷ « Égypte – que propose vraiment le FMI ? » Crédit Agricole, ECO, Septembre 2024

question : une mission en Égypte a été conduite en mai. Plus de temps sera nécessaire pour finaliser les mesures clés associées à la revue – en particulier celles concernant la réduction du rôle de l'État dans l'économie et l'égalisation des règles du jeu des affaires entre les entreprises publiques et privées. Le FMI prévoit désormais de combiner les

revues 5 et 6 et de les finaliser en automne. **Ces difficultés à conduire les revues selon le calendrier témoignent néanmoins du fait que le FMI ne compte pas se montrer laxiste sur les revues du programme, dont la performance était jugée mitigée pour la 4^e revue.**



Quant au contenu de cette revue, que faut-il retenir ? Bien sûr, les clés de voute du programme restent les mêmes. Le FMI ne perd notamment pas de vue le taux de change, qui doit rester flexible – ce dont l'institution ne semble d'ailleurs pas pleinement convaincue⁸ – au contraire des agences de notation au langage beaucoup plus assuré sur ce point. Cette hésitation n'est donc pas anodine. Mais, au-delà de la masse volumineuse de recommandations habituelles et de termes techniques, on peut noter que certains points prennent sensiblement plus de place et font l'objet d'un changement de langage ou de ton.

Le FMI devient-il un animal politique, malgré lui ?

Dès le lancement du programme, le pari du FMI pour l'économie égyptienne reposait sur des mesures d'urgence pour permettre une sortie de crise et une stabilisation macro-économique, accompagnées de réformes structurelles visant à

transformer l'économie vers un modèle plus productif et orienté vers l'export – cela pour éviter d'entretenir un schéma de crises de change à répétition. À ce stade du programme, le FMI semble reconnaître les efforts du gouvernement pour stabiliser l'économie : la liquidité en dollar est rétablie, la croissance redémarre (à 4,2% en moyenne sur les 3 premiers trimestres de FY24/25⁹, contre 2,3% en FY23/24), l'inflation baisse (à 13% en août contre 25% fin 2024, et 38% à son point le plus haut fin 2023). Mais l'institution souligne la nécessité de passer à une phase plus « transformative ».

Il y a surtout un changement de langage manifeste. Nous étions habitués aux formules évasives, mentionnant le besoin d'améliorer le climat des affaires pour le secteur privé, de répondre aux problèmes de gouvernance ou de transparence. Dans ce rapport, un diagnostic beaucoup plus précis est fait. L'institution dresse un tableau clair, dans un langage qui n'est plus

⁸ Le rapport fait plusieurs fois mention du peu de fluctuation du taux de change, comparé à des marchés émergents comparables.

⁹ Les années statistiques en Égypte s'alignent sur l'année fiscale qui court de juillet à juin de l'année suivante. FY24/25 : de juillet 2024 à juin 2025.

voilé : les entreprises publiques, qui dominent l'économie, ont bénéficié de traitements préférentiels, notamment en matière de taxes et de financement. Il y a 97 entreprises détenues par l'armée, dans différents secteurs, dont 73% sont engagées dans des activités industrielles et 15% dans les services. **L'omniprésence des entreprises publiques (dont celles détenues par l'armée) dans l'économie, largement opaque, crée de l'incertitude pour de potentiels investisseurs privés.** Plus encore, le FMI dénonce la perception que le rôle de l'armée, dans certaines activités économiques (acquisition de terres commerciales ou d'entités privées, et le développement de projets commerciaux), a augmenté depuis le début du programme et doit être corrigé pour signaler un engagement plus convaincant dans la transition vers un modèle tiré par le secteur privé. **Le rapport en dénonce également les conséquences : la capacité d'innovation de l'Égypte, mesurée par la complexité de ses exportations, est en dessous de la moyenne de ses pairs,** ce qui a aussi des implications en termes de croissance de la productivité et de compétitivité. Enfin, l'espace fiscal pour continuer à poursuivre un modèle tiré par l'État n'est plus suffisant.

C'est particulièrement intéressant ici, puisqu'il semble qu'après des années à se concentrer sur des politiques monétaires et budgétaires à travers divers programmes, qui ont mené aux mêmes boucles de crises, le FMI, à l'encontre de son ADN, s'attaque (ouvertement) au modèle d'économie politique du pays. C'est une première. Et c'est même la raison principale qui est avancée pour retarder la 5^e revue. Le FMI aurait-il atteint la limite de l'économie en dehors du politique ? En tout cas, on ne peut s'empêcher de se demander si on ne touche pas ici à un point de blocage, de désalignement entre la vision des autorités et du FMI. Déjà, cela est visible à travers les retards dans le programme de privatisation¹⁰.

Le bon élève réprimandé

L'Égypte a acquis la réputation d'être un bon élève en matière fiscale. En effet, depuis que l'administration actuelle est en place, on lui reconnaît d'avoir œuvré pour transformer les déficits primaires (avant paiement d'intérêt) en excédents – et cela, notamment, au prix de réformes socialement courageuses sur les subventions. Depuis, le gouvernement délivre régulièrement ses objectifs fiscaux. Pourtant, dans

ce document, le ton du FMI est un peu différent. Les analystes relèvent que **les revenus fiscaux demeurent insuffisants et que les excédents primaires, ces dernières années, ont été atteints en entamant les salaires publics et les programmes sociaux, et en faisant passer d'importants projets d'investissement (comme la nouvelle capitale¹¹) en dehors du budget, ainsi que le coût de subventions énergétiques sur le bilan d'EGPC¹², entraînant de larges arriérés de paiement envers les majors pétroliers.** Bien que des progrès aient été réalisés dans ce sens (comme l'établissement d'un cap d'investissement au niveau du secteur public), **le FMI souligne de plus en plus le besoin de clarifier le périmètre budgétaire en y intégrant les entités génératrices de dette publique, et en les soumettant à un contrôle de dépense sous l'autorité du ministère des Finances.**

Une attention particulière sur les besoins de financement du gouvernement

Lors de la reprise du programme, les demandes du FMI en termes de consolidation budgétaire se sont durcies¹³, alors même que les conditions conjoncturelles et sociales (en particulier celles de la classe moyenne) se sont détériorées. Ce qui ressort plus clairement de cette revue, est que **ces nouvelles exigences prennent en compte l'augmentation des risques de liquidité liés à des besoins de financement du gouvernement très importants.** Ceux-ci ont été de 30% du PIB en moyenne ces dernières années, dû à un stock de dette élevé (91% du PIB en juin 2024), une charge d'intérêts massive (7 fois son niveau de 2015, et 67% des revenus de l'État en FY25 selon Moody's – c'est le ratio le plus élevé de l'univers des souverains notés), et une structure de dette offrant une maturité moyenne extrêmement courte (en particulier pour la dette interne¹⁴, avec une maturité moyenne à l'émission de 10 mois sur les titres d'État en septembre 2024). Une autre vulnérabilité est que la demande domestique pour la dette de l'État est assez concentrée, et lorsque les investisseurs étrangers se retirent, le coût de financement de l'État augmente rapidement (avec un premium sur le taux directeur). **Avec la crise de change sur 2022-2023, le financement de l'État s'est compliqué, poussant celui-ci à recourir à des placement privés (hors marché) et même de larges financements auprès de la banque centrale, signes de blocages dans la capacité d'absorption du marché local.**

¹⁰ La revue mentionne à plusieurs reprises la regrettable stagnation du programme de désinvestissement des actifs publics. Pour l'année en cours, l'apport en dollar de ces privatisations a été réduit à 600 000 USD contre 3 mds USD prévus à la 3^e revue.

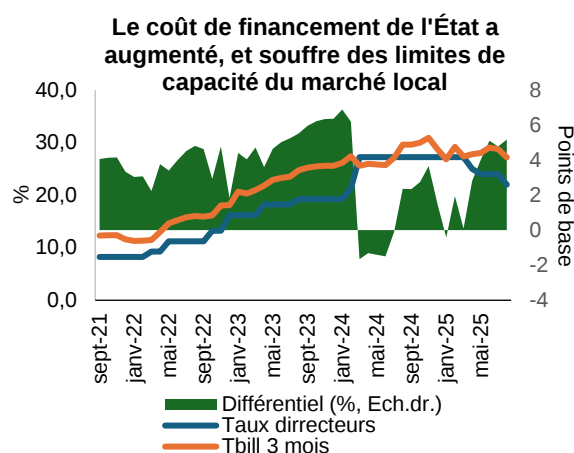
¹¹ La nouvelle capitale est un projet de ville nouvelle, destinée à accueillir l'administration égyptienne, assortie de vastes espaces résidentiels. Le projet est ambitieux en termes de superficie et d'architecture, et son coût est estimé à 58 mds

de dollars – ce qui est lourd en termes de dette et de besoin de financements extérieurs.

¹² Entreprise nationale de pétrole

¹³ Les objectifs de surplus primaires ont doublé passant de 2,5% à la fin du programme initialement à 5% dans le programme révisé.

¹⁴ Émission en monnaie locale sur le marché local (indépendamment de la nationalité de son détenteur)



Les pressions sur les taux ont diminué depuis 2024 grâce à l'amélioration des conditions de financement, stimulée par le regain d'intérêt des investisseurs étrangers sur le marché. Plus de 40% du stock des billets du Trésor sur le marché local était détenu par des investisseurs étrangers en mars 2025, ce ratio avait dégringolé à 15% fin 2023. Mais, depuis juillet, le recours aux placements privés s'est de nouveau développé,

pour faire face à d'importantes maturités. Néanmoins, les pressions sur le financement de l'État ont diminué avec le financement européen de 5 milliards de dollars accordé, dont le premier milliard a été versé en décembre. Les *spreads* égyptiens ont aussi largement baissé (et les CDS à 10 ans sont tombés autour de 600 points de base en septembre, contre 1 500 points de base mi-2023), ce qui a permis à l'Égypte de regagner l'accès au marché avec un eurobond de 2 milliards de dollars émis en janvier.

Malgré tout, la structure de la dette locale (sa maturité courte, et le ratio de détention étrangère) implique que les conditions de financement peuvent se retourner rapidement. Les indicateurs actuels d'intérêt-sur-revenus de l'État ne sont acceptables que s'ils sont jugés transitoires. Il est clair que le maintien de tels paramètres plus longtemps qu'anticipé serait un signal d'alerte pour le *rating* souverain. En ce sens, les comportements de financement hors marché (placements privés, recours à la banque centrale) sont donc à surveiller.

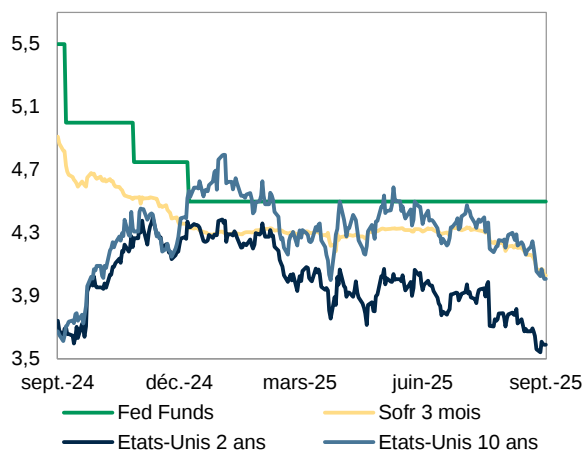
✓ Notre opinion – Que retenir de ce long document du FMI, combinant revue de programme et revue annuelle de la situation économique en Égypte ? Si nous avons voulu mettre en lumière quelques éléments qu'il convient de percevoir entre les lignes (et parfois de manière désormais explicite), il ne faut pas oublier que cette revue souligne aussi la réussite du gouvernement à stabiliser l'économie à la sortie d'une crise de change parmi les plus sévères de son histoire. La confiance semble rétablie depuis début 2024, la croissance reprend et l'inflation baisse. Ce n'est pas une petite prouesse, puisque les marges de manœuvre étaient réduites. Malgré tout, il faut aussi noter que les revues du FMI se concluent de plus en plus avec du retard, le ton semble se durcir sur certains points et les négociations semblent plus difficiles à mener. Il faudra continuer à surveiller la capacité du FMI et des autorités à trouver un compromis sur la question de la présence de l'État dans l'économie, et de la rigueur budgétaire s'étendant à l'ensemble du secteur public – en rupture avec la tradition et l'organisation politique – la flexibilité du change, et la difficile trajectoire budgétaire à entretenir dans un climat social dégradé.

En résumé, après être passée proche d'une crise souveraine en 2023-2024, l'Égypte est désormais dans un moment de sortie de crise, qu'elle gère plutôt bien, puisque la stabilisation macroéconomique s'opère, autour de trois points en particulier : inflation, croissance et confiance des marchés. On observe également que les blocages de financement se sont apaisés. Mais le pays ressort de la crise avec des fondamentaux dégradés : la situation budgétaire, d'endettement, les besoins de financement (fiscaux et externes) et l'état social laissent très peu de marge de manœuvre. C'est-à-dire que la sortie réelle du risque souverain va prendre du temps. Nous sommes dans ce moment paradoxal, où il y a des points favorables de sortie de crise et une situation de risque souverain qui reste élevée. Le maintien du soutien du FMI sera d'autant plus primordial.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

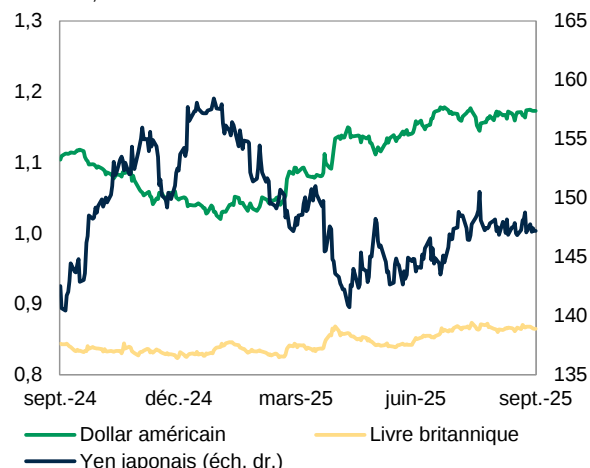
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

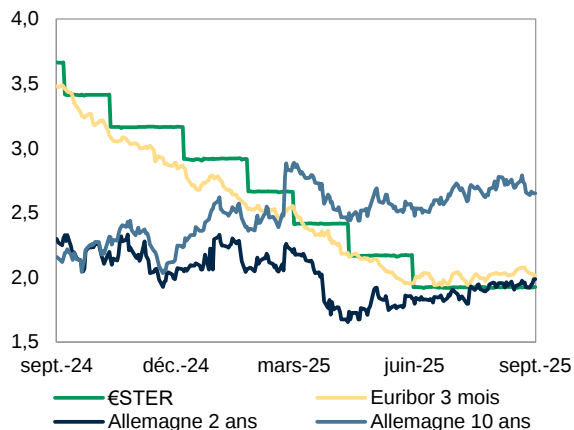
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

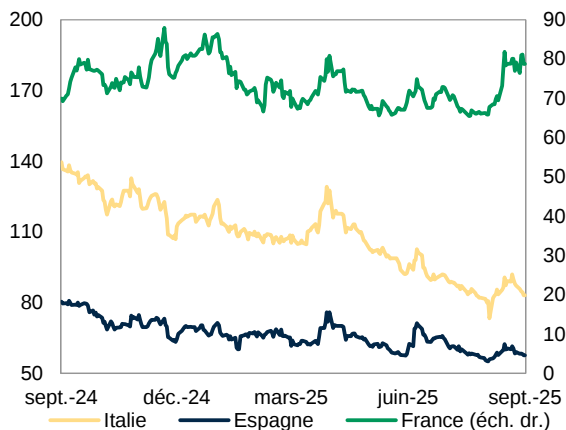
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

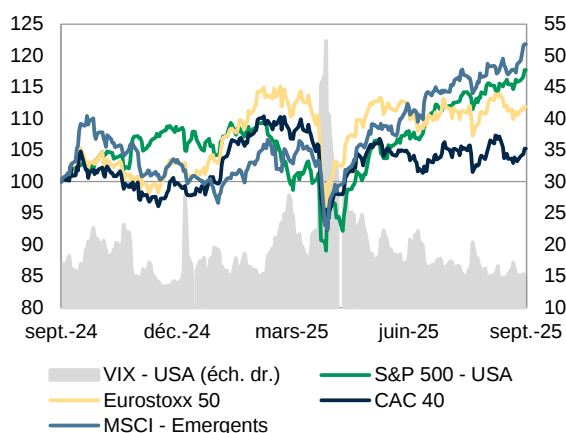
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

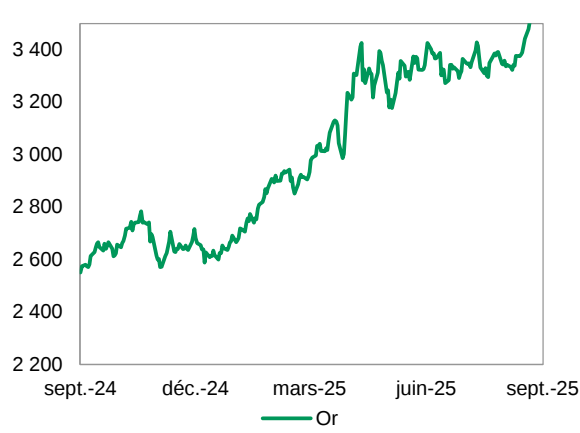
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

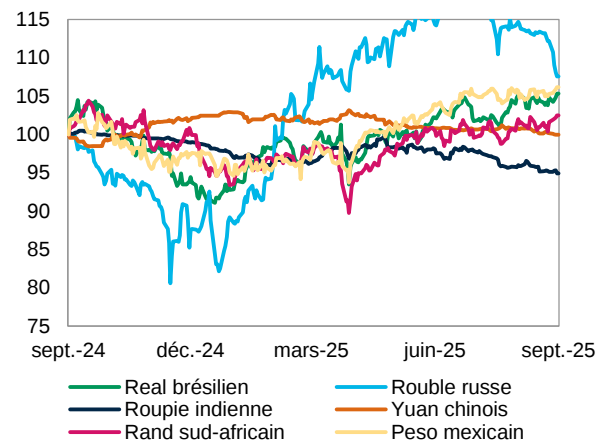
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

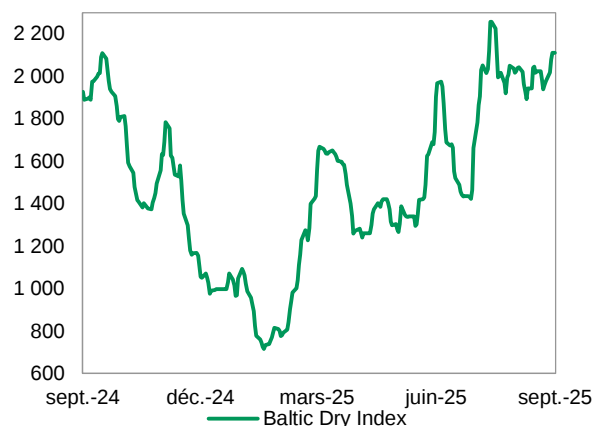
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

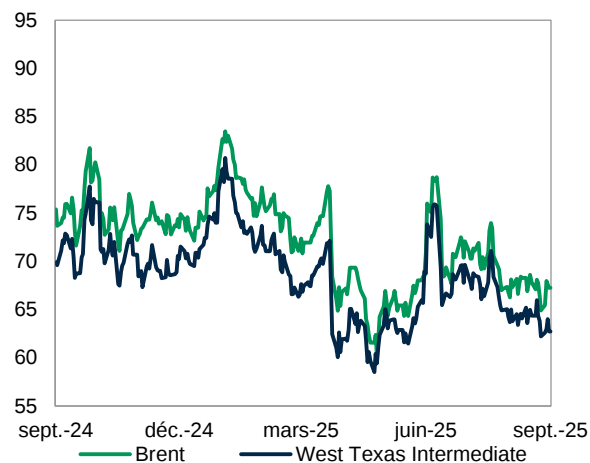
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

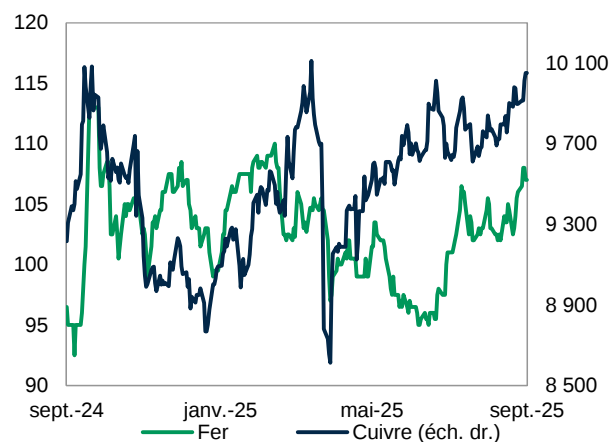
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

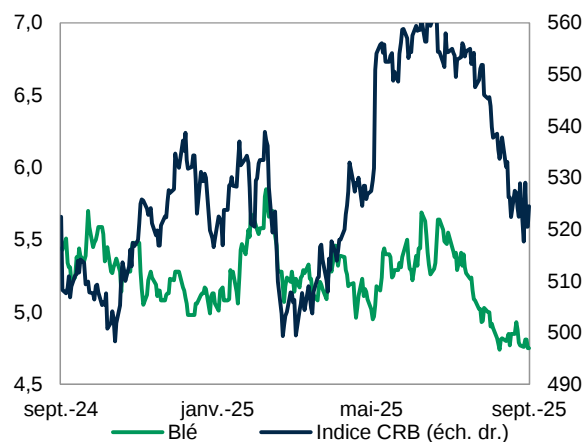
USD/tonne métrique



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 anxiogène, quelques résistances inédites](#)

Date	Titre	Thème
12/09/2025	<u>L'intelligence artificielle en santé : miracle technologique ou menace éthique ?</u>	Santé
11/09/2025	<u>Inde – Trahi par Trump, Modi se tourne vers son rival chinois</u>	Asie
11/09/2025	<u>Zone euro – Conjoncture – Une croissance ralentie au T2 2025, mais meilleure qu'attendu</u>	Zone euro
11/09/2025	<u>Géo-économie – Sommet de Tianjin : que faut-il en retenir ?</u>	Géo-économie
09/09/2025	<u>France – Petit résumé des indicateurs économiques de l'été</u>	France
05/09/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
07/08/2025	<u>Digital Chamber, l'autre pouvoir</u>	Fintech
30/07/2025	<u>France – Conjoncture – Flash PIB : l'activité accélère au T2 2025 (+0,3%, après +0,1%)</u>	France
28/07/2025	<u>Fintech Outlook S1 2025 – Surchauffe</u>	Banque, fintech
22/07/2025	<u>Mines & métaux – Anatomie d'un monopole : le cas des terres rares</u>	Mines & métaux
16/07/2025	<u>Chine – Face au cycle économique : quand la planification rencontre le doute</u>	Asie
11/07/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde

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 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 : Sophie GAUBERT – Fabienne PESTY

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.