

# Perspectives

Hebdomadaire – N°23/101 – 7 avril 2023

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Un ralentissement « baroque » .....	2
☞ Fragmentation du commerce mondial : tentations et évaluations.....	4
☞ Zone euro : les ménages épargnent, les entreprises engrangent des profits .....	6
☞ Allemagne : la production industrielle surprend à la hausse au mois de février .....	6
☞ Italie : compte d'agent T4-2022, la consommation des ménages faiblit et les marges des entreprises se maintiennent .	7
☞ Espagne : l'emploi résilient au 1 <sup>er</sup> trimestre 2023.....	8
☞ Maroc : nouvelle aide du FMI .....	9
☞ Égypte : une réforme monétaire encore inachevée.....	9

## Un ralentissement « baroque »

**La résistance, meilleure qu'anticipé, dont ont fait preuve les grandes économies développées n'augure pas d'un redémarrage. Elle conduit à légèrement différer le coup de frein prévu sur l'activité, à l'alléger. Car les facteurs de soutien, d'une vigueur et d'une durée inattendues, s'épuisent alors que les causes de freinage gagnent en puissance : inflation encore élevée, resserrement monétaire et financier agressif. « Zoomer » sur la croissance permet, en outre, d'y déceler déjà des signes patents de fragilité et des performances hétérogènes, notamment à l'intérieur de la zone euro.**

Aux **États-Unis**, tout d'abord. Les consommateurs ont accru, d'une part, leur recours à l'emprunt via leurs cartes de crédit et, d'autre part, les ponctions dans leur épargne. L'épargne excédentaire héritée de la pandémie a significativement baissé et, lorsqu'ils disposaient d'un matelas de sécurité, de nombreux ménages à faible revenu l'ont fort probablement entièrement épuisé. Les conditions d'octroi de crédit se durcissent et l'investissement résidentiel en a déjà pâti. Les enquêtes auprès des entreprises, tout comme leurs intentions d'investissement, sont orientées à la baisse. Mais la situation financière des ménages est saine ; le marché du travail reste tendu ; le niveau de stocks de logements est bas ; les conditions d'octroi de prêts immobiliers ont été plus rigoureuses ; enfin, les prêts hypothécaires à taux fixe prédominent. Ces facteurs ne suffiront pas à éviter une récession, mais devraient permettre d'en atténuer l'intensité. Celle-ci restera conditionnée par la vitesse de décélération de l'inflation et, par conséquent, par la tournure de la politique monétaire. Sous l'effet combiné du ralentissement de la demande et de l'amélioration des chaînes d'approvisionnement, notre scénario table sur des inflations totale et sous-jacente toutes deux proches de 3% fin 2023. Mais, il retient également qu'en 2023 (à 1,3%) et 2024 (à 0,6%), la croissance devrait être inférieure à sa tendance de long terme.

En **zone euro**, l'activité économique a nettement décéléré, mais, au regard du renchérissement des importations de matières premières, elle a mieux résisté que redouté. Une résistance qui doit être assortie de quelques bémols. Tout d'abord, si la croissance n'a été que très marginalement négative au dernier trimestre 2022, cela relève largement d'un effet trompe-l'œil : la dégradation de la demande interne, pénalisée par le repli de la consommation et de l'investissement, a été occultée par une contribution nettement positive des exportations nettes qu'explique largement la normalisation des achats d'énergie. Par ailleurs, si une récession a pu être évitée, c'est notamment

grâce à un recul modéré de la consommation permis par un repli du taux d'épargne amortissant la baisse (finalement modeste) du pouvoir d'achat du revenu des ménages. Malgré la normalisation du taux d'épargne (désormais inférieur à son niveau pré-pandémique dans toutes les grandes économies de la zone), l'excès d'épargne cumulée depuis le Covid continue d'augmenter, sauf en Espagne et en Italie où l'on a constaté une première érosion.

Le scénario de croissance dépend désormais de l'équilibre qui s'établira entre forces contraires actuellement à l'œuvre : inflation supposée décélérer, mais resserrement monétaire et financier couplé à une impulsion budgétaire négative. La plupart des indicateurs suggèrent que le pic du choc inflationniste est passé. La baisse de l'inflation est actuellement portée par les prix de l'énergie, alors que les autres composantes restent stimulées par les effets retardés de la transmission des coûts énergétiques. Notre scénario central retient un repli de l'inflation totale (dont la hausse sur 12 mois passerait de 9,2% à 4,2% entre fin 2022 et fin 2023) et sous-jacente (de 5,2% à 3,6%) laissant néanmoins un rythme élevé en moyenne (5,9% et 4,9% pour, respectivement, les inflations totale et sous-jacente). Le scénario table sur un atterrissage en douceur (croissance du PIB à 0,6% en 2023) suivi d'une accélération poussive mi-2024 qui ne permettrait cependant pas à la croissance (à 1,2% en 2024) de retrouver son rythme potentiel fin 2024. Ce scénario est entouré de risques baissiers (dégradation plus marquée du marché du travail et du crédit), mais également haussiers (mobilisation du surplus d'épargne).

**En zone euro, si une récession a pu être évitée, c'est notamment grâce à un recul modéré de la consommation permis par un repli du taux d'épargne amortissant la baisse – finalement modeste – du pouvoir d'achat du revenu des ménages.**

En **Chine**, après la phase de rattrapage post-réouverture, la croissance (3% en 2022) devrait se normaliser, avec un atterrissage économique favorisé par un potentiel limité en termes d'exportations et d'investissements dans la construction, ainsi que par des difficultés persistantes dans le rééquilibrage de la croissance, de l'investissement vers la consommation privée. Notre scénario retient une croissance de 5,2% en 2023. Les perspectives de demande mondiale pourraient s'assombrir au cours du deuxième semestre et la croissance économique de la sphère émergente rester quasiment stable (vers 3,6% en 2023) malgré l'accélération chinoise.

**En termes de politique monétaire, l'émergence de difficultés bancaires ne devrait pas détourner les banques centrales de l'objectif dont elles ne cessent de rappeler qu'il est prioritaire : la réduction de l'inflation. L'objectif de stabilité financière ne s'exercera pas aux dépens de la stabilité des prix. Celle-ci continue de plaider en faveur d'un resserrement monétaire, néanmoins proche de son terme, alors que la gestion de la liquidité requiert des instruments spécifiques.**

Aux **États-Unis**, notre scénario continue actuellement de tabler sur une dernière hausse des taux de 25 points de base en mai, portant la fourchette cible à son niveau terminal de 5,00-5,25%, puis sur un *statu quo* jusqu'à la fin de l'année. La *Fed* devrait continuer de privilégier des outils spécifiques de gestion de la liquidité pour traiter les éventuelles difficultés bancaires. Celles-ci devraient se traduire par un durcissement des conditions de crédit, facilitant le travail de la *Fed* et rendant inutile un resserrement supplémentaire des taux directeurs. Mais, la *Fed* ne devrait commencer à baisser ses taux qu'en 2024, au rythme de 25 points de base chaque trimestre, soit une baisse totale de 100 points de base sur l'année. En **zone euro**, l'inflation reste très élevée et l'inflation sous-jacente montre des signes de résistance. Malgré les tensions bancaires, la BCE devrait donc également poursuivre le resserrement de sa politique monétaire : 75 points de base portant le taux de dépôt à son niveau terminal de 3,75% à l'été.

**Anticipant un arrêt précoce des resserrements monétaires justifié par l'objectif de stabilité financière, les marchés obligataires se sont injustement réjouis.** Il faudra faire preuve d'encore un peu de patience avant de voir les taux d'intérêt s'inscrire sur une pente légèrement descendante : attendre que les taux d'inflation avoisinent les cibles des banques centrales et que les resserrements monétaires soient proches de leur terme. Il n'est plus très éloigné. **Enfin, au cœur du scénario de change, le dollar pourrait subir de légères pressions baissières.** Aux États-Unis, le pic bientôt atteint des taux directeurs, la récession légère mais peu discutable et le risque de nouveaux blocages liés au plafond de la dette devraient concourir à limiter l'attrait du dollar, déjà un peu terni. Une désaffection qui profiterait principalement aux autres devises refuge telles le yen, le franc suisse, l'euro.



**Consulter notre publication trimestrielle :**

[Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 : un ralentissement « baroque » du 7 avril 2023](#)

## Éditorial

### Fragmentation du commerce mondial : tentations et évaluations

Dans un débat marqué par la probabilité croissante d'une fragmentation géopolitique, les entreprises et les décideurs s'interrogent, de plus en plus, sur les stratégies de localisation des processus de production et les échanges avec des pays dont les préférences politiques sont « alignées ».

C'est dans ce cadre que s'inscrit le voyage du président Macron et de la présidente von der Leyen en Chine. Ce voyage a fourni l'occasion à la Commission européenne de clarifier un peu plus sa position sur ce débat. Cette clarification arrive au moment où paraît une étude du Fonds monétaire international illustrant l'impact économique de la fragmentation notamment *via* le déroutement des flux d'investissements directs<sup>1</sup>. Première étude d'envergure disponible sur le sujet, elle alerte sur les conséquences négatives de la fragmentation sur la croissance mondiale.

#### ***UE-Chine : pas de découplage, mais plus de réduction du risque et donc réalignement avec les alliés***

L'Europe est clairement sous pression : elle se doit de définir son positionnement dans la confrontation sino-américaine. Selon les paroles de la présidente von der Leyen, la réponse européenne doit, en premier lieu, consister à œuvrer au renforcement du système international et de ses institutions garantissant un cadre de concurrence et coopération mais aussi assurer la stabilité diplomatique et une communication ouverte.

L'UE a, toutefois, acté les changements en cours au sein du système politique chinois dont sa plus forte assertivité sur la scène géopolitique et sa volonté de modifier l'ordre mondial existant. L'UE doit donc d'adapter sa stratégie à ces mutations en prenant en compte les déséquilibres dans sa relation économique avec la Chine et les distorsions créées par le capitalisme d'État chinois.

A côté de la voie diplomatique, l'UE va emprunter la voie économique afin de réduire ses risques à l'aide de quatre axes. Il s'agit en effet de :

- Renforcer la résilience et la compétitivité de son industrie ;
- Utiliser plus rapidement et audacieusement la panoplie d'instruments commerciaux pour lutter contre les distorsions économiques

(règlement sur les subventions étrangères, nouvel instrument anti-coercition) ;

- Mettre au point de nouveaux outils de défense pour certains secteurs critiques (double usage dans les technologies sensibles) et, parmi eux, un nouvel instrument ciblé sur les investissements sortants (éviter la fuite de technologies sensibles *via* l'investissements dans d'autres pays) ;
- Renforcer la résilience des chaînes d'approvisionnement et diversifier les échanges commerciaux en opérant un alignement avec d'autres partenaires fiables *via* des accords de libre-échange.

La présidente von der Leyen a souligné que l'unité entre les États membres est décisive pour fournir des réponses efficaces. Mais l'accord sur la solution à la confrontation sino-américaine n'est pas unanime ; la solution varie elle-même en fonction de la perception de la menace, des liens commerciaux avec la Chine et des liens de sécurité avec les États-Unis.

Il est néanmoins très intéressant de remarquer que, peu de jours après les annonces de la Commission, la Confédération des industries allemandes a communiqué. Elle affirme que, bien que le découplage de la Chine ne soit pas dans l'intérêt national allemand, il n'est pas non plus question d'équidistance entre la Chine et les États-Unis. Les industriels allemands vont même plus loin et demandent une réévaluation de l'accord global sur les investissements (*Comprehensive Agreement on Investment*, CAI), avant de reprendre son processus de ratification. Cet accord, négocié en 2020, contient de nombreux points essentiels tels que la réciprocité de l'accès au marché et la protection des investissements, mais il a été bloqué au Parlement européen après que certains de ses députés ont été sanctionnés par Pékin.

#### ***La réduction des risques comme solution rapide, mais aussi la préparation pour ce qui pourrait suivre***

Si une vision positive de l'interdépendance avec la Chine doit s'accompagner d'une forte capacité de dissuasion, l'inverse est aussi vrai. Mais la diminution rapide des perspectives d'amélioration des relations fondées sur un changement de comportement de la Chine affaiblit la capacité de dissuasion

<sup>1</sup> "Goeconomic Fragmentation And Foreign Direct Investment" (FMI, *World Economic Outlook*, avril 2023)

de l'UE. Le renforcement de cette capacité demande de passer à un stade supérieur. L'Union a déjà investi dans plusieurs actions : la supervision des investissements directs intrants, le contrôle des exportations « sensibles » et la limitation des dépendances par une politique industrielle plus assertive. Elle doit aussi se préparer à consolider et verrouiller des avantages technologiques et des interdépendances qu'elle pourrait être obligée d'utiliser à son avantage dans une politique de dissuasion plus musclée. Et tout cela aura un coût certain.

***La fragmentation des IDE et l'alignement par blocs géopolitiques est bien en cours et elle est coûteuse***

La récente étude du Fonds monétaire international nous apprend qu'à long terme, la fragmentation des investissements directs étrangers (IDE) résultant de l'émergence de blocs géopolitiques peut générer d'importantes pertes de production.

Dans les années 2000, à la suite de la grande crise financière qui a engendré une phase prolongée de ralentissement de la croissance, la baisse des IDE a été particulièrement visible. Plus récemment, c'est une fragmentation des flux de capitaux le long des lignes de failles géopolitiques qui se dessine, avec des flux de plus en plus concentrés sur les pays géopolitiquement alignés, notamment dans les secteurs stratégiques.

Cette reconfiguration des chaînes d'approvisionnement pourrait renforcer la sécurité intérieure et aider à maintenir un avantage technologique pour le pays investisseur, mais l'étude se concentre surtout sur l'impact sur les pays receveurs.

Globalement, elle peut accroître la diversification, à condition que l'offre initiale d'intrants soit très concentrée, de sorte que le redéploiement de l'approvisionnement dans le pays proche augmente le nombre d'options disponibles. Mais, dans la plupart des cas, la relocalisation ou la relocalisation d'amis se fait vers des partenaires déjà existants, au risque de réduire la diversification et de rendre les pays dont on s'est détournés plus vulnérables aux chocs macroéconomiques. Plusieurs économies émergentes sont très vulnérables à la délocalisation des IDE, compte tenu de leur dépendance à l'égard des flux de pays y compris géopolitiquement éloignés. L'étude témoigne d'un effet fortement négatif sur les pays d'accueil, par une moindre

accumulation de capital et un moindre approfondissement technologique. Si certains pays sont susceptibles de profiter de ce détournement des flux, les avantages pourraient être considérablement compensés par les retombées négatives d'une baisse de la demande globale.

Les régions dites « non alignées » pourraient avoir un certain pouvoir de négociation vis-à-vis des blocs géopolitiques, identifiés comme un « bloc Etats-Unis » et un « bloc Chine ». Cependant, l'incertitude concernant le maintien de leur non-alignement pourrait limiter leur capacité à attirer investissement.

Les pertes de production estimées mettent en évidence l'importance d'équilibrer soigneusement la stratégie et les motivations derrière la relocalisation ou la délocalisation entre amis contre les coûts économiques pour les pays eux-mêmes et les pays tiers.



## Zone euro

### Zone euro : les ménages épargnent, les entreprises engrangent des profits

Le taux d'épargne des ménages (14,1% après 13,3%) interrompt au T4 2022 le mouvement de baisse en cours depuis un an et demi. L'accélération du revenu disponible brut (2,2% sur le trimestre après 2%) ne s'est donc pas traduite par un renforcement de la croissance de la consommation (1,3% en valeur après 2,3%). Le revenu disponible a progressé moins que l'inflation (mesurée par le déflateur de la consommation des ménages) et son pouvoir d'achat s'est détérioré (-0,4%). Les ménages ont aussi réduit leur investissement et leur taux d'investissement s'est replié pour le troisième trimestre consécutif à 9,7%. Ce repli n'a pas enrayé la dégradation de la capacité de financement et leur taux d'épargne financière s'est replié à 4,1% (après 4,3%). Il s'est ensuivi une baisse de l'investissement financier, mais aussi de l'endettement, avec notamment un ralentissement des flux de crédit (3,7% sur un an après 4,2%). La baisse de la part de la richesse financière a été plus importante que celle de leur passif (avec une dette à 57,2% du PIB)

conduisant à une moindre richesse nette (en points de PIB). La richesse immobilière s'est aussi repliée.

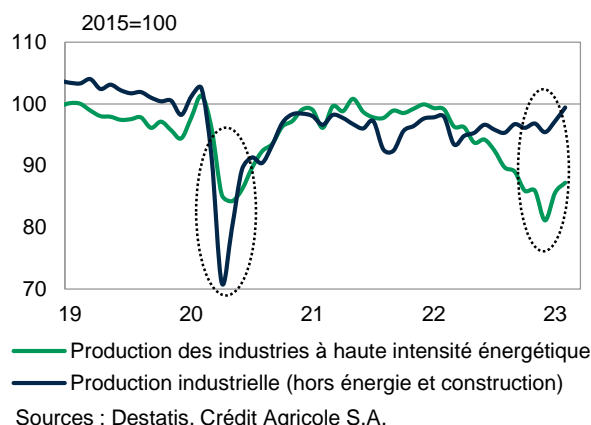
Les sociétés non financières ont fortement amélioré leurs marges au T4 2022 (4,2% après 40,4%). Malgré l'accélération des rémunérations des salariés (2,1% après 1,5%), la baisse des autres impôts nets des subventions a permis de soutenir la croissance de l'excédent brut d'exploitation. En dépit des bénéfices réalisés, l'investissement s'est replié portant le taux d'investissement à 23,5% (après 25,4%). La meilleure capacité de financement ne s'est pas traduite par une hausse de l'investissement financier. Celui-ci a reculé avec une moindre accumulation de dépôts. Mais le financement a aussi baissé avec notamment un net ralentissement du rythme de croissance des flux de crédit (à 4,4% de 6% sur un an). Le taux d'endettement est donc descendu à 74,8% contre 79,1% un an auparavant.

### Allemagne : la production industrielle surprend à la hausse au mois de février

La production industrielle allemande hors énergie et construction a augmenté de +2,4% sur un mois en février, après +2% en janvier. Cette accélération surprise (contre un consensus à -0,1%) résulte essentiellement de la production de biens d'investissement (+3,4% sur le mois) et dans une moindre mesure des biens intermédiaires (+1,8%) et des biens de consommation (+1,4%). En dehors de l'industrie, la production dans la construction a elle aussi augmenté (+1,5%) tandis que la production d'énergie a reculé (-1,1%). La production de véhicules automobiles a fortement contribué à la hausse de l'indice global avec une croissance de +7,6% sur le mois. L'autre bonne nouvelle pour l'économie allemande réside dans la croissance de la production industrielle des branches à forte intensité énergétique, jusqu'ici fortement impactées par la hausse des prix du gaz et de l'électricité. La production des secteurs concernés a en effet augmenté de 1,9% sur le mois, un signal positif pour l'activité qui demeure jusqu'ici lourdement impactée

par les stigmates de l'inflation. En rythme annuel, la production industrielle dans son ensemble a progressé de 1,6% en février mais demeure encore inférieure de 2,9% à son niveau d'avant février 2020.

**Production industrielle**

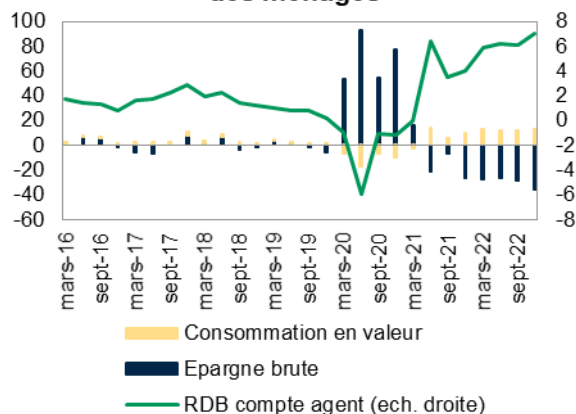


**Notre opinion** – La production industrielle allemande semble démarrer l'année sur un rythme plus soutenu qu'attendu essentiellement grâce au secteur automobile. L'ensemble des secteurs bénéficie de la baisse des coûts énergétiques et du plafonnement du prix du gaz et de l'électricité, ce qui constitue une impulsion très favorable pour l'activité d'autant que les commandes industrielles continuent d'accélérer, constituant un signal positif pour l'activité des prochains mois. Néanmoins, l'inflation demeure encore élevée (9,3% en février) et continue de pénaliser la consommation privée. Les ventes au détail continuent notamment de peser à la baisse sur la consommation privée globale et la croissance. Ainsi, si la production industrielle pourrait apporter un soutien favorable à la croissance du premier trimestre, la consommation privée devrait à l'inverse peser encore transitoirement sur l'activité avant de se relever plus progressivement au gré de la désinflation.

## 👉 Italie : compte d'agent T4-2022, la consommation des ménages faiblit et les marges des entreprises se maintiennent

Le pic d'inflation s'est traduit par une nette érosion du pouvoir d'achat des ménages au T4-2022, le revenu disponible réel affichant une baisse de 3,5% sur le trimestre et de 3,7% sur un an. Le revenu disponible brut nominal croît sensiblement (+1% sur le trimestre et +7% sur un an), à un rythme beaucoup plus modéré que celui de l'inflation. Sous l'effet de la hausse des prix, les dépenses de consommation finale des ménages en valeur progressent de 3% sur le trimestre et de 12,8% sur un an. Toutefois, la consommation montre les premiers signes d'un essoufflement avec une contraction de 1,6% du volume au quatrième trimestre et un ralentissement à +1,6% par rapport au T4-2021 (après +3,7% en g.a. au T3). Ce déclin trimestriel de la consommation au T4 concerne l'ensemble des catégories de biens. Dans le même temps, les ménages continuent de réduire leur épargne qui recule de 18,7% sur le trimestre et de 26,4% sur l'année. Si la baisse de l'épargne observée depuis fin 2020 s'explique en partie par une normalisation du comportement des agents à la suite du surplus d'épargne constitué lors de la pandémie, la contraction de cette dernière s'intensifie avec la dégradation du pouvoir d'achat. Le taux d'épargne chute à 7,3% (contre 12,2% un an auparavant), un niveau inférieur à celui d'avant pandémie. Côté investissement, la formation brute de capital fixe (FBCF) des ménages enregistre une croissance de 1,3% sur le trimestre et de 8,9% sur un an.

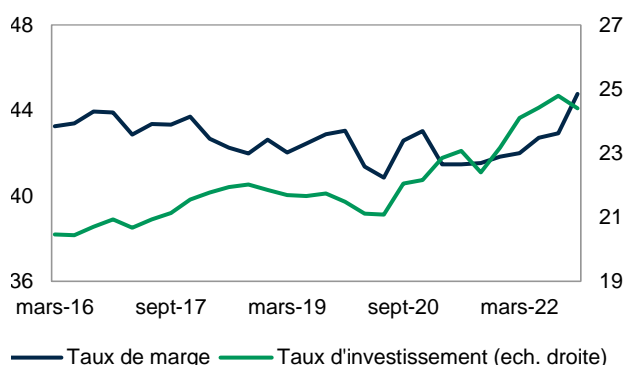
**Utilisation du revenu disponible brut des ménages**



Du côté des entreprises, la valeur ajoutée brute des sociétés non financières (SNF) accélère, enregistrant une hausse de 3,3% sur le trimestre et de 8,4% par rapport au T4 2021. La rémunération des salariés progresse quant à elle à un rythme moins soutenu, de 1% sur le trimestre et de 5,5% sur un an. Ces évolutions combinées se répercutent sur l'excédent brut d'exploitation (EBE) qui affiche une croissance de 7,8% sur le trimestre et de 16% sur un an. Le taux de marge des entreprises atteint un plus

haut niveau depuis 2008, à 44,8% (+2,9 pp sur un an). La remontée des taux liée au resserrement de la politique monétaire a entraîné une hausse des intérêts versés. Ces dernières ont toutefois maintenu à la hausse le versement de dividende au T4 2022 (+7,3% sur un an) alors que leur épargne ne progresse que sensiblement (+2,5% sur un an). Le taux d'épargne des SNF diminue à 23,9% (après 24,8% au T4 2021). L'investissement des entreprises se redresse légèrement sur le trimestre (+1,7% après +1,6% au T3) mais ralentit par rapport à la même période de l'année précédente (+14,1%, après +14,5%). Malgré une perte de 0,4 pp sur le trimestre, le taux d'investissement se maintient à un niveau supérieur à celui d'avant-crise (24,4%). Par conséquent, le taux d'autofinancement des entreprises s'améliore légèrement sur le trimestre (+1,2 pp) mais se contracte nettement sur un an (-8,0 pp), pénalisé par la faible croissance de l'épargne.

**Taux de marge et taux d'investissement des SNF**



Concernant les finances publiques, l'Italie a été contrainte de revoir son déficit public à la hausse en 2022 à 8% (vs 5,6% initialement prévu) afin de tenir compte d'une directive introduite par Eurostat en février qui modifie la comptabilisation des crédits d'impôt dans le budget de l'État. L'analyse des comptes des secteurs fait état d'une hausse des recettes des administrations publiques au T4 2022 (+6,8%), représentant 56,5% du PIB, au niveau relativement stable par rapport à un an. Les dépenses publiques augmentent quant à elles à un rythme moins soutenu (+5,7% sur un an) mais s'établissent à 62,1% du PIB, en hausse. Le solde public est néanmoins déficitaire à -5,6% du PIB au T4. Hors intérêts, le déficit primaire s'est sensiblement atténué sur le trimestre à 3,4 Mds€ (vs 5,8Mds€ au T4-2021), soit -0,7% du PIB (vs -1,2% du PIB au T4-2021). La progression moins rapide des recettes fiscales (4,6% sur un an) par rapport à celle du PIB réduit la pression fiscale à 50,5% du PIB au T4 (vs 51,50% au T4 2021).

✓ **Notre opinion** – L'analyse des comptes des secteurs institutionnels italiens fait état d'une détérioration du pouvoir d'achat des ménages au quatrième trimestre. L'indice des prix à la consommation a augmenté à un rythme plus rapide que celui du revenu disponible nominal, pesant sur la consommation et l'épargne. Les entreprises affichent quant à elles des marges élevées. L'investissement reste dynamique bien qu'en perte de vitesse. De leur côté, les finances publiques présentent une légère amélioration par rapport au T4-2021.

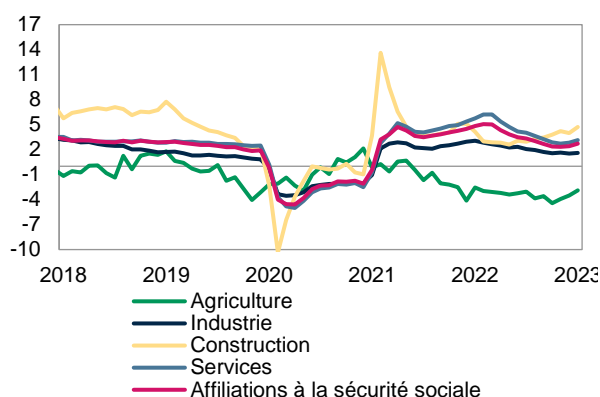
### Espagne : l'emploi résilient au 1<sup>er</sup> trimestre 2023

Le marché du travail a clôturé le premier trimestre de l'année sur une note positive : le nombre de chômeurs a baissé de 49 000 personnes en mars pour atteindre 2 862 260, le chiffre le plus bas depuis 2008. Les inscriptions à la Sécurité sociale ont maintenu le rythme de croissance enregistré depuis janvier et ont également atteint des chiffres records : 20 376 552 cotisants à la Sécurité sociale grâce aux plus de 200 000 emplois créés au cours du dernier mois. Selon les données fournies ce mardi par les ministères du Travail et de la Sécurité sociale, les femmes ont bénéficié de la bonne situation de l'emploi (26 000 ont quitté le chômage et 112 000 ont trouvé un emploi, avec une remontée de la population active).

La baisse du chômage s'est étendue à presque toutes les communautés autonomes, à la seule exception de Ceuta et de Madrid. Alors que dans des territoires comme l'Andalousie, le chômage a diminué de 15 284 personnes, dans la capitale du pays, il a augmenté d'un peu plus de 1 000 personnes. Le chômage a diminué dans les quatre

grands secteurs de l'économie depuis un an : dans les services, il a baissé de 2,05%, dans la construction de 1,76%, dans l'industrie de 1,47% et dans l'agriculture -2,28%.

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



Sources : Sécurité sociale, Crédit Agricole S.A./ECO

✓ **Notre opinion** – Le mois de mars est traditionnellement un bon mois pour l'emploi, car de nombreuses entreprises augmentent leurs effectifs pour couvrir le pic de la demande de travail de Pâques. En dépit de la difficile situation conjoncturelle mondiale, cette année cette évolution est confirmée. Quinze mois après l'entrée en vigueur de la dernière réforme du marché du travail, ses effets positifs sur la stabilisation de l'emploi et l'amélioration de sa qualité sont toujours évidents. Selon les données du ministère du Travail, en mars, le pourcentage de personnes ayant des contrats temporaires a atteint le niveau le plus bas jamais enregistré, à savoir 14%. Dans l'ensemble, il y a aujourd'hui 2,6 millions de travailleurs en CDI de plus qu'en décembre 2021, dernier mois avant l'entrée en vigueur de la réforme.



## Pays émergents

### Moyen-Orient et Afrique du Nord

#### Maroc : nouvelle aide du FMI

Le Fonds vient d'accorder au Maroc une aide de 5 Mds USD sous forme de ligne de crédit flexible à deux ans (*Flexible Credit Line*), ligne qui n'a, *a priori*, pas vocation à être tirée. Cette aide est la deuxième reçue par le pays depuis 2012, année où une ligne de ce type de 3 Mds USD avait été mise en place puis renouvelée deux fois avant son tirage en 2020 lors du déclenchement de la crise sanitaire du Covid-19. Un mouvement destiné alors à renforcer les

réserves de change du pays et éviter des tensions monétaires sur le dirham.

Au total, les deux aides représentent désormais 6% du PIB à fin 2022 et équivalent au quart des réserves en devises. C'est un pourcentage qui reste convenable compte tenu de la bonne qualité du pilotage macro-économique du pays. Des bons fondamentaux économiques qui sont soulignés par le FMI dans son communiqué.

**✓ Notre opinion** – Il faut percevoir cette aide plus comme une mesure de prudence face à l'incertitude des marchés que comme le signe d'une précarité particulière de l'économie marocaine. Elle illustre néanmoins une forme de fragilisation des pays non producteurs d'hydrocarbures de la région qui ont beaucoup souffert des crises successives, y compris des crises climatiques, dans un contexte de diversification économique relativement limité.

#### Égypte : une réforme monétaire encore inachevée

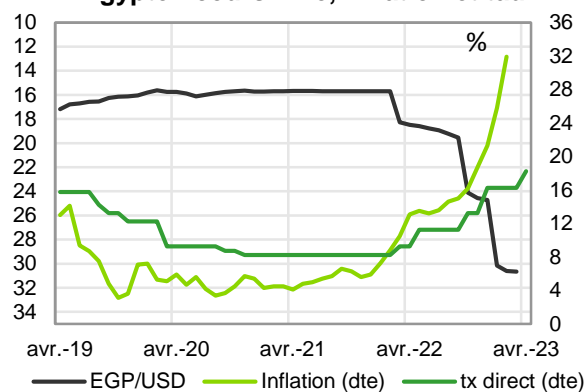
La dernière adjudication de dette publique en livres égyptiennes s'est mal déroulée avec seulement un million de livres de titres souverains vendus au lieu des 5,8 Mds EGP demandées par la Banque centrale et pour lesquelles elle n'a reçu que des offres estimées trop onéreuses à 24,1% de taux d'intérêt.

En fait, les investisseurs locaux sont attentistes car ils estiment que la hausse des taux va se poursuivre et que la livre va continuer à se déprécier par rapport au dollar. Effectivement, d'une part, l'inflation a progressé à 32% à fin février et devrait encore augmenter en mars, ouvrant la porte à de probables hausses du taux directeur (actuellement à 18,25%) dans un futur assez proche.

Par ailleurs la livre égyptienne est relativement stable à 30,9 par USD. Mais ce cours est en décalage par rapport à celui du marché noir (même si les volumes sont limités), marché qui cote la livre de 36 à 37 par dollar américain. Il ne s'ajuste pas non plus au cours des NDF (*non delivery forwards*), marché à terme de la devise sans échange de capital, et qui s'est établi à un cours de plus de 40 à un an. Ce régime de change glissant laisse donc craindre que, comme

dans le passé, il y aurait des interventions de banques égyptiennes étatiques pour éviter une dépréciation trop rapide de la devise. Une politique monétaire qui n'est donc pas encore en totale adéquation avec l'engagement de mise en place d'un régime de change flexible tel que demandé par le FMI lors de la mise en œuvre de son plan de soutien récent de 4 Mds USD.

**Égypte : cours livre, inflation et taux**



Sources : Reuters, Central Agcy for Statistics, CASA/ECO

**✓ Notre opinion** – Dans les faits, la Banque centrale est prise dans un dilemme relativement classique de politique économique et monétaire pour un pays qui connaît de forts déséquilibres de sa balance des paiements : une dépréciation très rapide de la livre fait progresser l'inflation importée, notamment sur les prix des produits alimentaires (elle est de plus de 60% en février !), ce qui accentue la paupérisation des populations non protégées par les plans de soutien et augmente les risques de tensions sociales. Le consensus des économistes de la place table sur une inflation à 25% en moyenne au cours de l'année calendaire 2023. D'autre part, une hausse des taux a des effets négatifs sur l'activité alors que le pays souffre déjà d'une décélération de sa croissance avec seulement 3,9% de croissance du PIB au dernier trimestre de 2022, une estimation préliminaire en retrait par rapport au 4,4% du T3 2022. Les prévisions seront sans doute encore moins favorables au premier semestre 2023 compte tenu de la crise monétaire

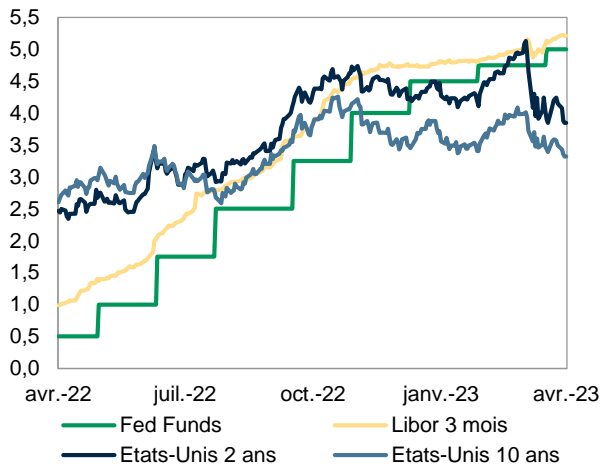
*qui affecte le flux d'importations des entreprises importatrices. Les indicateurs macro-économiques de l'Égypte vont continuer à se détériorer au premier semestre 2023 et ne devraient rebondir qu'après l'été.*

*La recherche de soutien financier externe se poursuit donc, l'illustre le récent voyage du président Al Sissi en Arabie et des contacts récents avec la BAfD (Banque africaine de développement).*

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

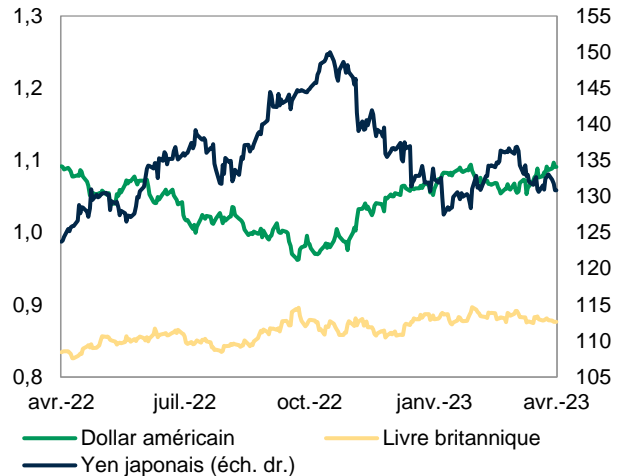
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

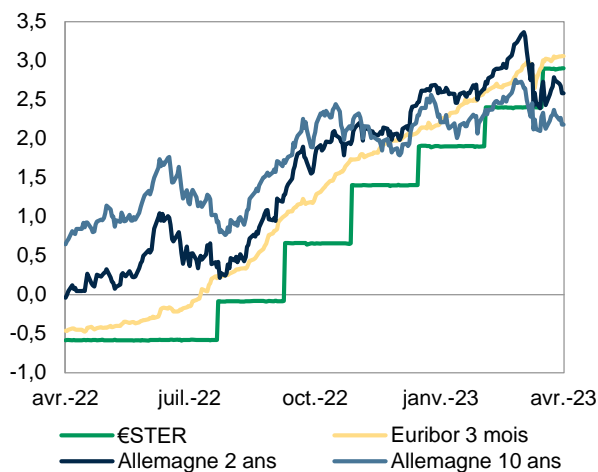
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

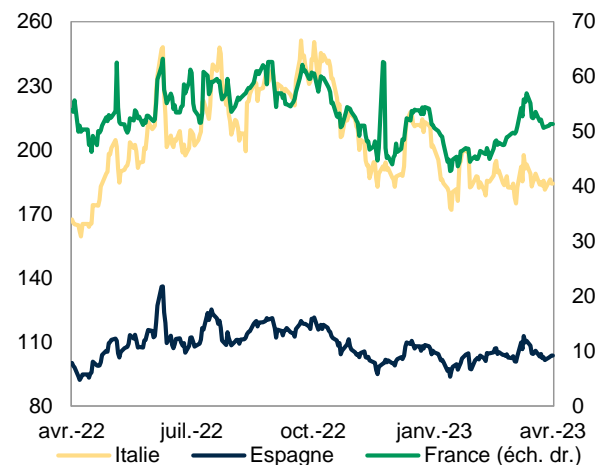
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

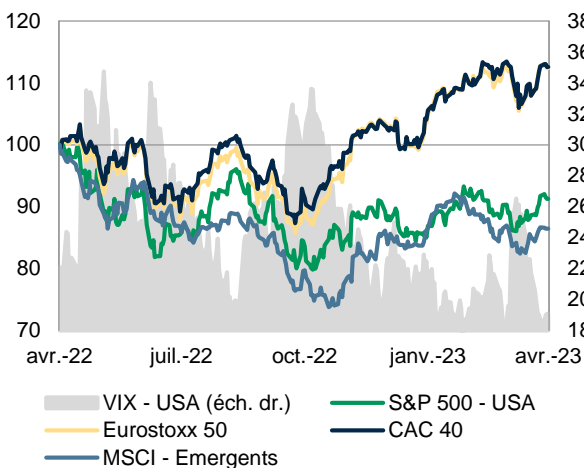
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

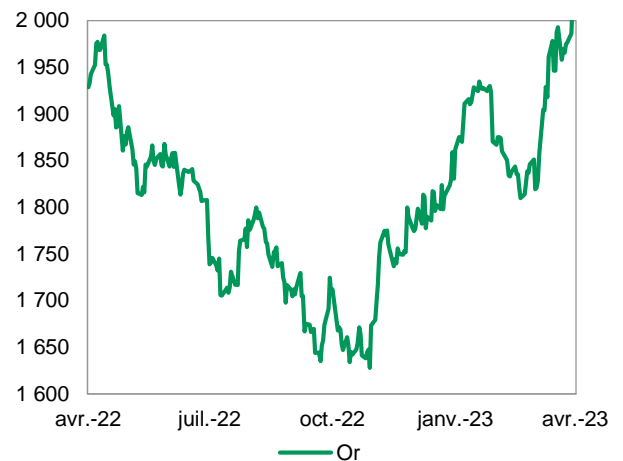
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

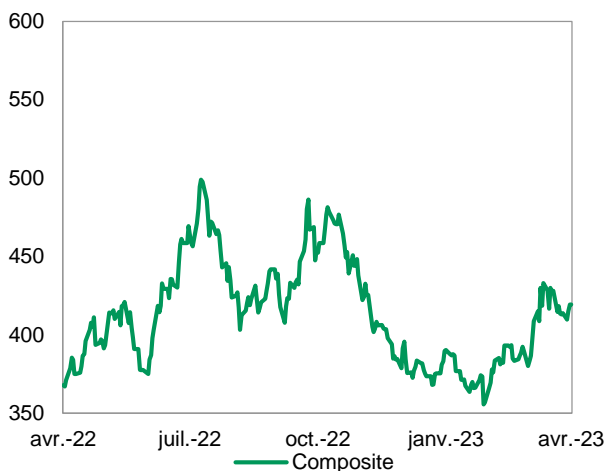
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

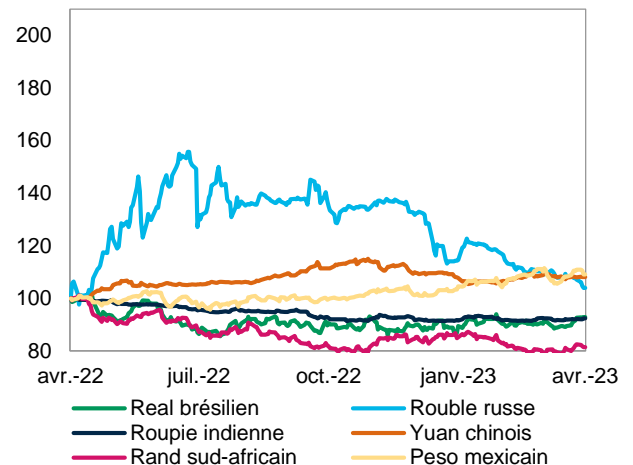
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

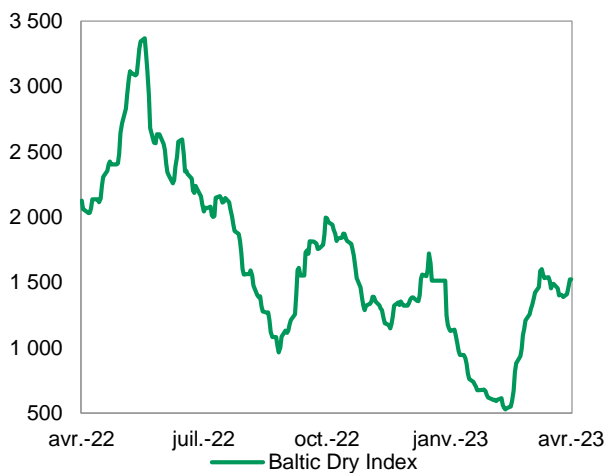
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

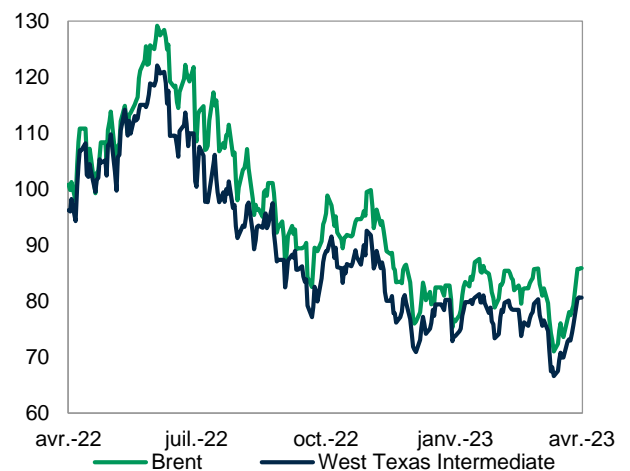
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

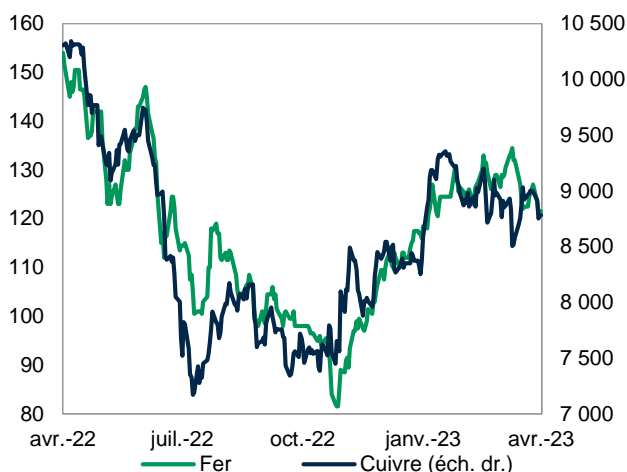
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



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 2023-2024 – Avril 2023

### Un ralentissement "baroque"

Date	Titre	Thème
06/04/2023	<u>La Chine, un prêteur en dernier ressort sélectif et gourmand</u>	Asie
05/04/2023	<u>Fintech Outlook T1 2023 – Muscler son jeu !</u>	Fintech
04/04/2023	<u>Zone euro – L'inflation sans surprise à la baisse en mars</u>	Zone euro
03/04/2023	<u>France – Recul anticipé de l'inflation en mars</u>	France
31/03/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
30/03/2023	<u>Le spectre de la crise politique plane de nouveau en Thaïlande</u>	Asie
30/03/2023	<u>Afrique du Sud – Une fin d'année peu réjouissante</u>	Afrique du Sud
29/03/2023	<u>Slovénie – Entre résilience et fragilisation</u>	Slovénie
28/03/2023	<u>Parole de banques centrales – BOE : la fin du resserrement ?</u>	Royaume-Uni, BOE
28/03/2023	<u>Italie – Lancement du chantier de la réforme fiscale</u>	Italie
24/03/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
23/03/2023	<u>En Afrique de l'Ouest, cacao et déforestation vont de pair</u>	Afrique
23/03/2023	<u>Zone euro – Légère reprise de la production industrielle en janvier</u>	Zone euro
22/03/2023	<u>Chine – S'armer encore de patience</u>	Chine
21/03/2023	<u>Algérie – La bonne conjoncture pétrolière améliore la balance des paiements</u>	Algérie
21/03/2023	<u>Croatie – Une entrée réussie dans la zone euro</u>	Croatie
20/03/2023	<u>BCE : le débat se déplace du taux d'intérêt d'équilibre vers le concept de taux d'intérêt de stabilité financière</u>	Zone euro, BCE

### 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 :** Pierre BENADJAUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS, Clara BULTEAU

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

**Europe centrale et orientale, Asie centrale :** Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Ada ZAN, Mathilde DERAMBURE

**Asie :** Sophie WIEVIORKA

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

**Afrique du Nord, Moyen-Orient :** Olivier LE CABELLEC

**Afrique sub-saharienne :** Ayathassen BENSARD

**Documentation :** Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Alexis MAYER Jorge MAMANI SORIA

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Véronique CHAMPION

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

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

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

**Application Etudes ECO** disponible sur l'**App store** & sur **Google Play**

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