

Perspectives

Hebdomadaire – N°24/237 – 20 septembre 2024

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ La Fed entame son cycle d'assouplissement sans retard ni précipitation !	2
☞ France : croissance en hausse en 2025-2026 selon la BdF, poursuite du rebond du climat des affaires	3
☞ Italie : jongler parmi les obstacles, la rentrée difficile des finances publiques	4
☞ Espagne : les prix de l'immobilier résidentiel accélèrent au T2 2024	5
☞ Finlande : l'économie se dirige vers une deuxième année de contraction	6
☞ Royaume-Uni : la BoE privilégie une approche graduelle dans son processus d'assouplissement monétaire	7
☞ Chine : la morosité s'installe.....	9
☞ Philippines : regain de tensions en mer de Chine, turbulences monétaires et reflux de l'inflation.....	11
☞ Arabie saoudite : le royaume a-t-il les moyens de ses ambitions ?	12

👉 La Fed entame son cycle d'assouplissement sans retard ni précipitation !

C'est dans un climat chargé en tensions de diverses natures, dont une deuxième tentative d'assassinat du président D. Trump et de nouvelles tensions au Moyen-Orient susceptibles d'étendre le conflit, que s'est déroulée la dernière réunion de politique monétaire américaine avant les élections présidentielles du 5 novembre. Cette dernière a sonné la fin d'une longue période de taux d'intérêt élevés. La décision de la Réserve fédérale américaine de réduire ses taux avait néanmoins été déjà largement pressentie après le symposium de *Jackson Hole*. Jerome Powell déclarant « qu'il ne voulait pas voir une nouvelle dégradation du marché du travail » avait envoyé le message selon lequel l'heure de la réduction des taux d'intérêt se rapprochait à grand pas.

La baisse de 50 points de base (pdb) de la fourchette des taux des *Fed funds* n'a donc pas constitué une « grande surprise » : la moitié des investisseurs misait sur cette hypothèse alors que l'autre moitié tablait sur une baisse de 25 pdb. Le choix d'une réduction immédiate de 50 pdb a été déterminé par la nécessité de soutenir le marché du travail, les derniers indicateurs ayant confirmé le ralentissement (pourtant peu alarmant) de l'emploi et une remontée du taux de chômage (à 4,2% en août), tandis que l'inflation, plus modérée (CPI à 2,5% en août), continue son recul vers la cible de 2%. Si certains investisseurs ont avancé l'idée d'un possible rattrapage de la Fed sur la réduction des taux déjà entamée en juin par la BCE et en août par la BoE, les motifs de son action semblent néanmoins bien davantage résider dans sa volonté d'équilibrer les risques pesant sur ses deux mandats, l'emploi et l'inflation. Les nouvelles projections en matière de taux d'intérêt (*dot plot*) suggèrent une nouvelle baisse d'un demi-point d'ici la fin de l'année ainsi qu'une réduction d'un point de pourcentage supplémentaire en 2025. La croissance pour l'année 2024 a été révisée à 2%, contre 2,1% dans les projections de juin, mais les estimations pour les deux prochaines années sont restées inchangées à 2%. L'inflation mesurée par les dépenses de consommation personnelles (PCE), actuellement à 2,5%, se replierait à 2,3% d'ici la fin de l'année et atteindrait 2,1% fin 2025 selon ces projections.

Outre-manche, la *Bank of England* a maintenu son taux d'intérêt directeur inchangé à 5% lors de sa réunion de jeudi, en raison des craintes d'une reprise du risque inflationniste, notamment dans le secteur des services (où les prix sont en hausse de 5,6% en août, après +5,2%). Néanmoins, les investisseurs semblent confiants sur l'hypothèse d'une seconde baisse des taux d'ici la fin de l'année.

Quant à la banque centrale japonaise, elle a décidé de maintenir ses taux inchangés à 0,25%, tout en laissant entendre qu'elle pourrait augmenter davantage ses taux en fonction de la conjoncture et de l'inflation, une situation quelque peu singulière par rapport aux autres banques centrales.

En Chine, la croissance de la production industrielle s'est tassée à son plus bas niveau depuis cinq mois en août, à 4,5% sur un an, après 5,1% précédemment, signalant la poursuite du ralentissement à l'œuvre. Les ventes au détail ont également déçu, n'augmentant que de 2,1% contre 2,7% en juillet, confirmant la faiblesse de la demande intérieure.

En zone euro, l'inflation finale a été confirmée à 2,2%, rassurant un peu plus sur la poursuite de sa tendance baissière vers l'objectif de 2%. Deux baisses de taux (de 25 pdb chacune) sont déjà intervenues. En dépit de doutes « résiduels » sur une légère reprise de l'inflation en fin d'année (notamment liée à la croissance des salaires allemands), sa baisse graduelle ne devrait pas être remise en cause.

Sur les marchés actions mondiaux, l'effet de la réduction des taux américains a généré de la volatilité durant la semaine, l'euphorie de l'annonce laissant peu à peu la place à des gains plus limités. L'indice *S&P500* enregistre *in fine* une performance de +1,6% sur la semaine tandis que l'*Euro Stoxx 50* gagne 1,1%. Sur les marchés obligataires, le rendement des obligations américaines à dix ans a augmenté de 5 points de base, tandis que celui des obligations à deux ans a reculé de façon quasi « imperceptible » : ces mouvements, loin d'être spectaculaires, sont suffisants pour marquer le passage d'une courbe de taux inversée à une courbe « normalisée », retrouvant une pente faiblement ascendante, non observée depuis juillet 2022. Les rendements des obligations allemandes de maturité dix ans ont également marginalement progressé (+3 pdb) ; ceux de maturité deux ans sont stables mais la « normalisation » de la courbe ne s'est pas encore matérialisée. La prime de risque des obligations françaises face au Bund allemand a augmenté de 5 points de base pour atteindre 75 pdb, tandis que les primes de risque espagnole et italienne sont restées stables, les inquiétudes sur la constitution d'un gouvernement français pérenne n'affectant à ce stade que faiblement le comportement des investisseurs. En parallèle, la devise européenne s'est quelque peu appréciée face au dollar (+0,7%) dans le sillage de l'assouplissement monétaire de la Fed. Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord a progressé de 4,2%, porté par la résilience de la croissance américaine.

Zone euro

France : croissance en hausse en 2025-2026 selon la BdF, poursuite du rebond du climat des affaires

Dans ses projections macro-économiques intermédiaires de septembre, la Banque de France anticipe une croissance de 1,1% en 2024, puis 1,2% en 2025 et 1,5% en 2026. L'inflation au sens de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) diminuerait pour sa part à 2,5% en moyenne annuelle cette année, puis à 1,5% en 2025, avant d'augmenter légèrement, à 1,7% en 2026. Les prévisions de la Banque de France sont réalisées sous hypothèse de politique économique inchangée. Elles intègrent toutefois des effets de l'incertitude actuelle, avec une croissance modérée au second semestre 2024 (hors effet des Jeux olympiques et paralympiques de Paris – JOP).

Ces prévisions intermédiaires constituent une mise à jour de la prévision de juin. Par rapport à ses projections précédentes, La Banque de France révisé ainsi la croissance à la hausse en 2024 (+0,3 point), mais précise que cette révision provient exclusivement des nouvelles publications des comptes nationaux de l'Insee, avec notamment le passage en base 2020 et les révisions à la hausse intervenues entre temps sur le passé récent. La prévision de croissance n'est pas révisée en 2025, et elle est révisée légèrement à la baisse en 2026 (-0,1 point). La prévision d'inflation n'est pas révisée pour cette année (ni pour 2026), mais elle est révisée à la baisse en 2025 (-0,2 point), en raison de la baisse des tarifs réglementés de vente de l'électricité annoncée pour février 2025 (-15%), et malgré une révision à la hausse de l'inflation des produits manufacturés en lien avec l'instabilité politique en mer Rouge qui pourrait générer des difficultés d'approvisionnement. Pour ce dernier motif, l'inflation sous-jacente (au sens de l'IPCH hors énergie et alimentation) est révisée légèrement à la hausse l'an prochain (+0,1 point à 2,3%), mais elle n'est pas révisée pour les autres années, et diminuerait ainsi à 1,9% en 2026.

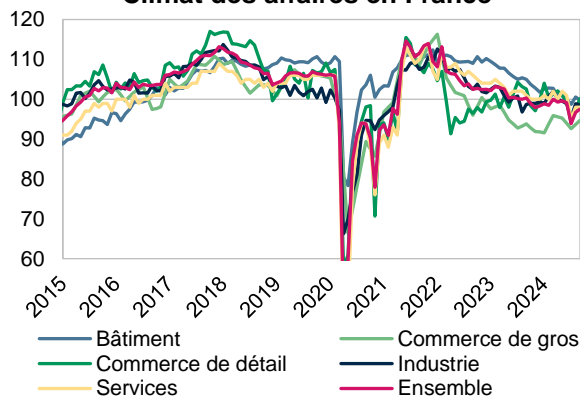
D'après la Banque de France, la croissance annuelle serait principalement portée par le commerce extérieur en 2024, alors que les phénomènes de déstockage pèseraient à l'inverse sur l'activité. En rythme infra-annuel, les JOP soutiendraient la croissance à hauteur d'un quart de point au troisième trimestre 2024, ce qui s'ajouterait à une croissance sous-jacente (hors effet des JOP) de l'ordre de 0,1%-0,2% quelque peu minée par l'incertitude actuelle, avant un contrecoup à la baisse au quatrième trimestre. En 2025, la consommation des ménages accélérerait (+1,3%, après +0,6%), en lien avec une hausse du pouvoir d'achat provenant largement des salaires réels, qui serait alors moins épargnée. Par la suite, la consommation des ménages continuerait à être dynamique, avec une hausse de 1,4% en 2026.

L'investissement rebondirait partiellement en 2025 (+0,7%, après -1,5%), avant d'accélérer nettement en 2026 (+2,1%), grâce à l'effet positif des baisses de taux d'intérêt passées sur l'investissement privé.

La Banque de France note une décélération plus importante qu'anticipé des salaires dans ses prévisions de juin, ce qui n'empêche pas ceux-ci de progresser en termes réels, grâce à la désinflation. L'emploi s'avère par ailleurs plus dynamique et le chômage plus faible qu'initialement prévu, ce qui devrait se traduire par un moindre rattrapage des pertes de productivité passées. Soulignons toutefois que le passage des comptes nationaux en base 2020 fin mai a modéré l'ampleur des baisses de productivité observées sur le passé récent.

La principale différence entre nos prévisions (à paraître) et celles Banque de France réside dans la dynamique de la demande intérieure hors stocks, qui explique d'ailleurs que la prévision de croissance de la Banque de France est plus élevée que la nôtre en 2025. La demande intérieure (hors stocks) se redresserait en effet plus fortement en 2025 d'après l'institution que ce nous envisageons, avec une contribution à la croissance prévue à 1,1 point l'année prochaine (après +0,3 point en 2024), avant d'augmenter de nouveau en 2026, à +1,5 point. Cet écart s'explique surtout par la consommation des ménages, un peu plus atone en 2024 dans les prévisions de la Banque de France que dans les nôtres, et qui accélère ensuite plus fortement en 2025. Notre prévision d'investissement est plus en ligne avec la prévision de la Banque de France, même si l'institution est plus pessimiste que nous sur l'investissement des ménages (et celui des administrations publiques), et plus optimiste sur l'investissement des entreprises.

Climat des affaires en France



Derniers points : septembre 2024
Sources : Insee, Crédit Agricole S.A./ECO

L'Insee a par ailleurs confirmé ce vendredi 20 septembre que le climat des affaires poursuit son rebond, après le décrochage intervenu en juillet lié

au tumulte politique, quand l'indicateur avait perdu 5 points. Le climat des affaires gagne ainsi 1 point (après +3 points en août) et se rapproche de son niveau de juin (99) et de sa moyenne de longue période (100), atteignant 98 en septembre. Le climat des affaires a retrouvé son niveau de juin dans la plupart des secteurs d'activité. Dans l'industrie, il est stable à 99 (son niveau de juin), après +4 points en août. Il diminue légèrement dans le bâtiment (-1 point après +2 points), mais reste au niveau de sa moyenne historique, qui est aussi le niveau atteint

en juin, à 100. Le climat des affaires poursuit son redressement dans le commerce de détail (+3 points, après +3 points) et rejoint sa moyenne de long terme, à 100, soit 1 point au-dessus de son niveau de juin. Dans le commerce de gros, il augmente de 2 points par rapport à juillet, retrouvant ainsi son niveau de mai, à 95 (le climat des affaires dans le commerce de gros étant un indicateur bimensuel). Stable, le climat des affaires dans les services reste cependant en-deçà de son niveau de juin (101), à 98.

✓ Notre opinion – *Le chiffre de 1,1% de croissance pour cette année semble désormais faire consensus : la Banque de France mais aussi l'Insee ont en effet prévu une croissance de 1,1% en 2024, et nous envisageons aussi de maintenir notre prévision à +1,1% dans nos prévisions qui paraîtront prochainement. La trajectoire sur la suite de l'horizon de prévision est plus incertaine : la Banque de France envisage une légère accélération de l'activité (elle précise toutefois que ce scénario est entouré d'une large incertitude, d'origine interne – contexte politique – mais aussi externe – contexte géopolitique -) ; nous envisageons pour notre part plutôt une relative stabilité de la croissance annuelle d'ici 2025.*

Le rythme d'accélération de la consommation, et dans un second temps celui de l'investissement, seront déterminants. Ils dépendront toutefois des développements politiques (un certain attentisme des entreprises et des ménages pouvant en résulter), et de l'orientation de la politique budgétaire qui en dépendra elle-même (elle devrait dans tous les cas être restrictive). En attendant le projet de loi de finances pour 2025 (tout vient à point à qui sait attendre), à l'heure où nous écrivons, le Premier ministre aurait en tout cas fait une proposition de gouvernement au président, et le nouveau gouvernement devrait être présenté avant dimanche 22 septembre.

Italie : jongler parmi les obstacles, la rentrée difficile des finances publiques

Le mois de septembre marque traditionnellement le début des discussions autour de la nouvelle loi de finances. Alors que les détails de l'enveloppe budgétaire restent à définir, chaque membre de la coalition cherche à faire valoir ses priorités. Cependant, cette rentrée se distingue par des circonstances particulières : le pays, soumis à une procédure pour déficit excessif, doit présenter un plan pluri-annuel budgétaire conforme aux nouvelles règles du Pacte de stabilité et de croissance européen. Ce défi s'ajoute à l'effort du gouvernement, déjà engagé dans un exercice délicat d'équilibrisme budgétaire.

Attendu pour le 20 septembre, ce plan vise à définir une trajectoire de réduction durable de la dette publique, tout en maintenant le ratio déficit/PIB sous 3%. Il inclura aussi un programme de réformes et d'investissements sur une période allant de quatre à

sept ans, en accord avec la Commission européenne.

Pour l'Italie, avec une dette publique supérieure à 90% du PIB et un déficit dépassant les 3%, la stratégie adoptée devrait entraîner une réduction d'environ 1 % du PIB en moyenne, les dépenses primaires nettes – excluant le service de la dette, les fonds européens et les dépenses contracycliques – étant reste la principale variable d'ajustement. La procédure pour déficit excessif impose également une réduction annuelle minimale du solde structurel global de 0,6 point de PIB.

Le déficit devra donc progressivement revenir sous les 3% du PIB, avec une amélioration du solde primaire structurel d'au moins 0,4 point de pourcentage par an pour un horizon de quatre ans, ou de 0,25 point de sept ans.

✓ Notre opinion – *Avant même de découvrir la trajectoire budgétaire que proposera la Commission européenne, l'exercice reste délicat pour le gouvernement, qui doit également trouver environ 10 milliards d'euros manquants pour boucler la loi de finances de cette année. Ces fonds sont nécessaires pour financer des mesures-clés telles que la prolongation du coup de pouce fiscal pour les bas salaires, la réforme de l'IRPEF (réduction des taux d'imposition sur le revenu), ainsi que des aides aux familles nombreuses. La tâche est compliquée par l'augmentation des coûts liés au service de la dette, en raison de la hausse des taux d'intérêt.*

Cependant, un espoir réside dans les chiffres de croissance que l'Istat doit publier le 23 septembre. Ces données devraient fournir plus de détails sur l'état réel des finances publiques, avec des révisions attendues sur la croissance de 2021. Le gouvernement espère également que des ajustements comme la réduction du prix du gaz pourraient offrir un peu de répit.

En attendant, et compte tenu de cette complexité, le gouvernement a demandé un délai supplémentaire à la Commission européenne pour soumettre son plan budgétaire à l'instar d'autres pays européens. Bien que ce plan ait été validé par le Conseil des ministres, il n'a pas encore été rendu public.

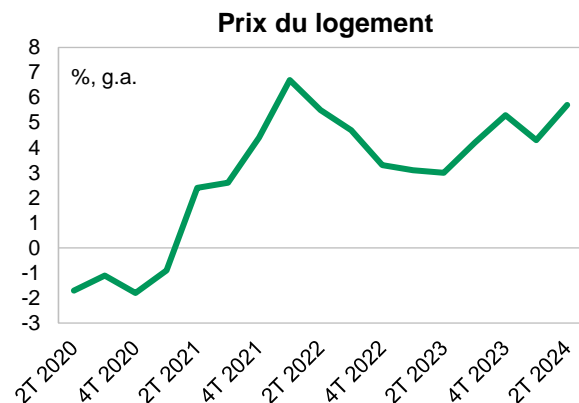
 **Espagne : les prix de l'immobilier résidentiel accélèrent au T2 2024**

Les prix de l'immobilier résidentiel en Espagne ont crû plus rapidement au deuxième trimestre 2024, avec une progression de 1,6% en rythme trimestriel, après 1,3% au premier trimestre, selon les dernières données publiées par le ministère du Logement. En glissement annuel, les prix accélèrent également par rapport au trimestre précédent (5,7% au T2 2024, contre 4,3% au T1). Malgré cette tendance à la hausse, il convient de noter que le niveau des prix reste inférieur de 9,8% au pic enregistré au premier trimestre 2008, tandis que le prix relatif (déflaté par l'IPC) reste 34% en-dessous.

Toutes les communautés autonomes affichent une progression des prix, même si le rythme reste très hétérogène. Dans la tranche haute, se distinguent les îles Baléares et l'Aragon (8,3% sur un an), suivies de l'Andalousie (7,5%). Au contraire, La Rioja, l'Estrémadure et Castilla y León ont présenté les plus faibles augmentations (inférieures à 2,5%).

Les transactions continuent, pour leur part, de ralentir progressivement, mais restent à des niveaux historiquement élevés. Au cours du premier semestre, environ 299 200 transactions immobilières ont été conclues selon l'INE, soit une baisse de 4,5% sur un an par rapport à la même période de l'année dernière. Il s'agit toutefois d'un niveau d'activité élevé, si l'on considère qu'il reste 30%

supérieur aux niveaux d'activité d'avant la pandémie (230 500 en moyenne au cours de la première moitié de la période 2015-2019). Par type de logement, l'ajustement de début d'année se concentre sur l'ancien (-6,3 % sur un an), puisque les transactions de logements neufs progressent de 3,4%. Concernant la nationalité des acheteurs, les ventes réalisées par les étrangers ont représenté 14,8% du total au deuxième trimestre 2024 (environ 85 000 ventes sur les quatre trimestres cumulés) selon le Collège des Notaires.



Sources : Ministère du Logement, Crédit Agricole S.A.

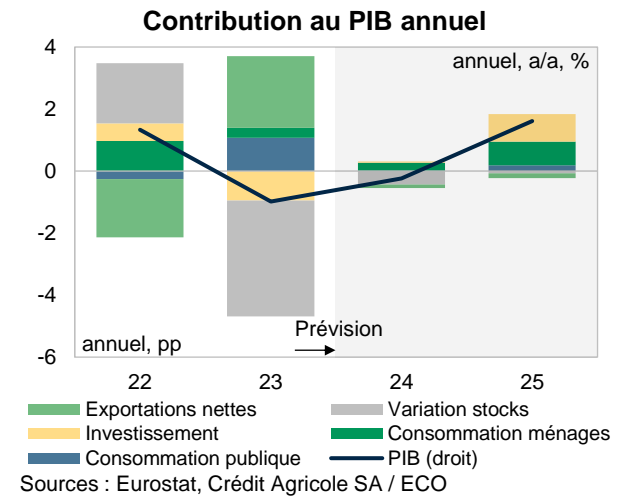
☑ Notre opinion – *L'offre de logements augmente progressivement, mais reste bien inférieure à la demande. Le nombre de nouveaux permis de construire a dépassé 116 200 unités en mai (données cumulées sur douze mois), soit 3,5% au-dessus des niveaux de la même période de l'année précédente. Derrière cette faiblesse se cachent des problèmes structurels du secteur (pénurie de terrains aménageables, manque de main d'œuvre, lenteur dans l'octroi des permis de construire, évolutions réglementaires, entre autres), mais aussi des éléments conjoncturels tels que les coûts élevés des matériaux de construction (30% supérieures au niveau de 2019). En 2024, les prix de l'immobilier continueront d'être soutenus par ce décalage d'offre, la robustesse du marché du travail, la baisse attendue des taux d'intérêt et le faible niveau d'endettement des ménages.*

 **Finlande : l'économie se dirige vers une deuxième année de contraction**

Le PIB a augmenté de 0,1% au premier semestre 2024 selon l'Institut national de la statistique finlandais. La timide expansion de l'économie au cours des deux premiers trimestres a été principalement soutenue par la dépense publique (en hausse de 2,5% au premier semestre 2024 par rapport au deuxième semestre 2023). Par ailleurs, la consommation des ménages a également progressé, stimulée par la hausse des salaires réels, bien qu'à un rythme plus modeste (en hausse de 0,2%). En revanche, l'effondrement de la formation brute de capital fixe (en baisse de 5,3%) s'explique par la chute généralisée des investissements. La contraction dans la construction (en baisse de 6,3%) s'est atténuée grâce à une moindre baisse de l'investissement en logement, tandis que l'investissement productif (en baisse de 4,3%) a été lesté par la dépense en machines et équipements. Le ralentissement de la contraction des exportations (en baisse de 1,3%) et des importations (en baisse de 0,9%) a permis d'enregistrer un excédent de la balance commerciale.

La faiblesse dans la performance de l'économie et les mesures de soutien budgétaire en réponse aux récents chocs ont conduit à la détérioration des finances publiques. Le gouvernement de coalition

formé après les élections d'avril 2023 a présenté un plan consolidation budgétaire de 6 milliards d'euros (2,2% du PIB) par an d'ici 2027. Des mesures supplémentaires à hauteur de 3 milliards d'euros par an ont été annoncées en avril 2024. Les réductions des dépenses contribueraient à hauteur de 4 milliards d'euros, tandis que des réformes du marché du travail augmenteraient les recettes pour combler le reste. Par ailleurs, les nouveaux investissements publics seraient financés par des ventes d'actifs.



Notre opinion – Nos projections de croissance pour les deuxième et troisième trimestres s'appuient sur la hausse de l'investissement dans la construction et de l'investissement productif. La hausse des exportations nettes y participerait. Cependant, nos prévisions anticipent un recul de la consommation des ménages et de la dépense publique par rapport au premier semestre.

Dans l'ensemble, nous estimons que le PIB se contractera de 0,3% en 2024 (après une baisse de 1,2% en 2023), lesté par la formation brute de capital fixe (en baisse de 2,6%), et la consommation des ménages (en baisse de 0,2%). L'investissement productif (en hausse de 3,3%) bénéficierait de la baisse des coûts financiers attendue pour le deuxième semestre, mais ne suffirait pas à compenser la baisse de l'investissement dans la construction (en baisse de 1,4%). Le poids de la hausse des mensualités de prêts immobiliers serait plus important que la croissance des salaires réels et continuerait d'avoir un effet négatif sur le secteur de la construction. Les exportations nettes auraient une contribution nulle malgré l'amélioration de la demande extérieure des partenaires commerciaux hors zone euro, comme la Suède. Par ailleurs, la consommation publique stagnerait. L'évolution négative des différentes composantes du PIB s'explique en partie en raison de l'important acquis négatif du deuxième semestre 2023.

Royaume-Uni

Royaume-Uni : la BoE privilégie une approche graduelle dans son processus d'assouplissement monétaire

La BoE a laissé son taux directeur inchangé en septembre, sur fond de craintes de persistance de l'inflation

Après une première baisse de taux en août dernier la Banque centrale d'Angleterre (BoE) a laissé son taux directeur inchangé à 5,00% à l'issue de sa réunion de politique monétaire de septembre, en ligne avec les anticipations. Le résultat des votes montre qu'un seul membre du comité de politique monétaire (MPC), Swati Dhingra, a voté pour une baisse de taux de 25 points de base, ce qui suggère l'existence d'une quasi-unanimité en faveur d'une approche graduelle dans le processus d'assouplissement monétaire. Le communiqué de la BoE continue de signaler que « la politique monétaire devrait rester restrictive pour suffisamment longtemps jusqu'à ce que les risques autour du scénario d'un retour soutenable de l'inflation à la cible de 2% à moyen terme se dissipent davantage » et que « le comité continuerait d'évaluer les risques de persistance de l'inflation et déciderait de la conduite de la politique monétaire à chaque réunion ».

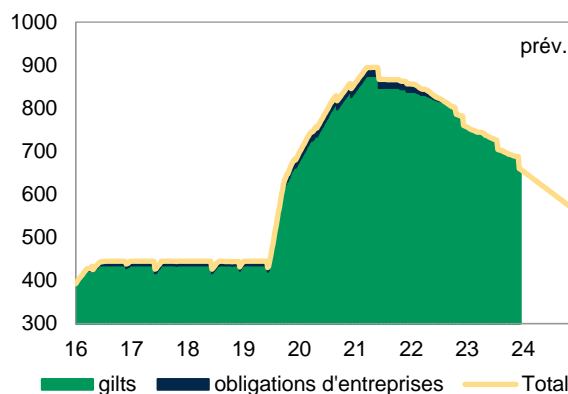
La BoE distingue trois scénarios possibles : un premier scénario dans lequel la désinflation se poursuivrait d'elle-même avec la dissipation des chocs globaux même avec une politique monétaire moins restrictive ; un deuxième où la normalisation des dynamiques de fixation de prix et des salaires nécessite une période durant laquelle l'*output gap* est négatif et il existe des capacités non utilisées sur le marché du travail ; et un troisième scénario où la BoE craint que des changements structurels dans les dynamiques de fixation de prix et des salaires aient pu se matérialiser, signifiant que la politique monétaire n'est pas suffisamment restrictive et qu'il faut garder les taux élevés pour encore plus longtemps que dans le deuxième scénario. Si les *minutes* notent des divergences de vues parmi les membres du MPC concernant les probabilités des différents scénarios, elles ne nous informent pas sur la perception de chacun des huit membres qui ont voté pour le *statu quo*. Elles notent en revanche qu'« en l'absence de changements significatifs, pour la plupart des membres du MPC, une approche graduelle dans l'assouplissement monétaire serait appropriée ».

Le resserrement quantitatif se fera avec moins de ventes actives de gilts au cours de l'année à venir

Le MPC a également annoncé ses plans pour le resserrement quantitatif (*Quantitative Tightening* ou QT) pour les douze mois à venir : le stock d'actifs (obligations d'État ou *gilts*), actuellement de 659 milliards de livres serait réduit de 100 milliards de livres

sterling entre octobre 2024 et septembre 2025, une décision prise à l'unanimité. Si cela implique le même rythme de réduction du bilan qu'au cours de l'année écoulée, le montant global des ventes de titres baisserait et serait de 13 milliards de livres (87 milliards de livres arrivant à maturité au cours de l'année prochaine). C'est moins qu'anticipé (48 milliards de livres sterling) par l'*Office for Budget Responsibility* (OBR), impliquant un moindre coût à venir pour les finances publiques. Pour rappel, le taux directeur demeure l'instrument privilégié de conduite de la politique monétaire de la BoE et la réduction de son bilan est réalisée de façon graduelle et prévisible, afin de ne pas impacter le fonctionnement des marchés. Dans son rapport de politique monétaire du mois d'août, le MPC avait jugé que son QT n'avait pas eu d'impact négatif sur les marchés financiers et que la liquidité s'était même améliorée. S'il y a sans doute eu un impact sur les taux d'intérêt, il a été jugé modeste.

£ mds **R-U : stock d'achats de titres de la BoE**



Sources : BoE, Crédit Agricole S.A.

L'inflation stable à 2,2 % en août, quelques développements « dovish »

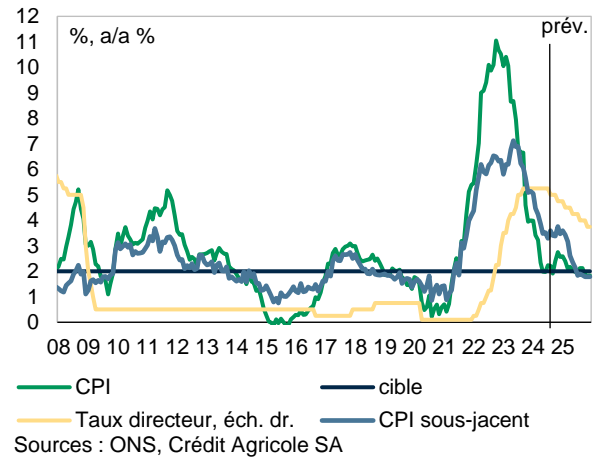
Le chiffre-clé de la semaine a été le taux d'inflation pour le mois d'août. L'inflation CPI s'est maintenue stable à 2,2% en variation sur un an, en ligne avec les anticipations du consensus. Sur le mois, l'indice progresse de 0,3%, un rythme légèrement inférieur à la moyenne historique. L'inflation sous-jacente a augmenté à 3,6%, contre 3,3% en juillet, en raison d'une progression de l'inflation des services à 5,6% (contre 5,2% en juillet), alors que l'inflation des biens industriels hors énergie recule à -0,9%, contre -0,6% en juillet. La nouvelle rassurante est que l'inflation dans les services a été tirée vers le haut par une forte hausse (+22,2% sur le mois, deuxième plus forte augmentation enregistrée depuis 2001) des tarifs aériens, composante volatile de l'indice des prix, sans grande importance pour les perspectives à moyen terme de l'inflation. En l'absence d'une telle

hausse, l'inflation aurait été plus faible. Une autre bonne nouvelle est la baisse des prix dans les hôtels et les restaurants pour le deuxième mois consécutif (-0,7% après -0,4% en juillet), venant après plusieurs mois de hausses soutenues. Le rythme de progression des prix sur un an recule (à 4,4% contre 4,9% en juillet), un plus bas depuis juillet 2021.

L'inflation s'annonce volatile pour les derniers mois de l'année : après une chute anticipée à 1,9% en septembre sur fond de baisse des prix du pétrole, le taux d'inflation devrait accélérer au quatrième trimestre à 2,6% prévu en moyenne sur le trimestre, avec un pic à 2,7% au mois de novembre. La raison principale de cette accélération de l'inflation est une hausse à venir de 10% des prix administrés de gaz et d'électricité en octobre qui vient s'ajouter à des effets de base moins favorables dans les prix de l'énergie, ainsi qu'une inflation dans les services qui resterait proche des rythmes actuels. En 2025, nous anticipons une baisse rapide de l'inflation au cours de la première moitié de l'année, revenant à la cible

à la mi-année et reculant à 1,8% au quatrième trimestre 2024. Nos prévisions tablent sur une chute prononcée de l'inflation dans les services début 2025, ce qui entraînerait une baisse du taux d'inflation sous-jacente à 1,8% en juillet 2025.

R-U : inflation et taux directeur



☑ Notre opinion – Les minutes de la réunion de la BoE du mois de septembre confortent notre scénario d'une seule baisse de taux de 25 points de base supplémentaire cette année, vraisemblablement en novembre prochain lorsque la BoE mettra à jour ses prévisions d'inflation, suivie par quatre autres baisses en 2025. Si en 2025 le processus de désinflation se poursuivait sans matérialisation des risques de persistance des pressions domestiques, la BoE pourrait décider d'accélérer le pas.

Pays émergents

Asie

Chine : la morosité s'installe

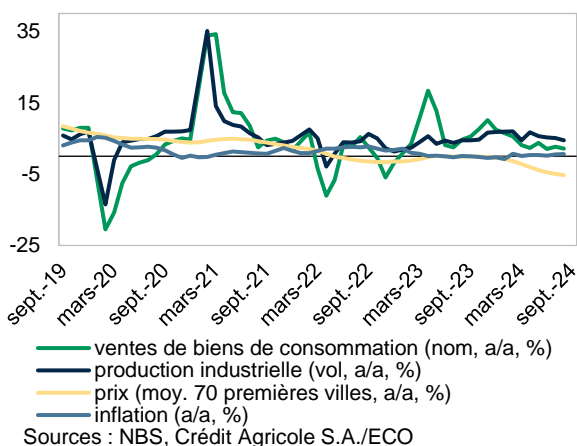
Les données d'activité du mois d'août en Chine témoignent toujours d'une conjoncture morose, minée par la défiance largement entretenue par la crise sans fin du marché immobilier.

Faiblesse de la consommation, désendettement et accumulation d'épargne : la crise de confiance s'installe

En août donc, les ventes au détail ont une nouvelle fois ralenti, à 2,1% en glissement annuel, après 2,7% en juillet. Un rythme toujours très inférieur à celui de la croissance officielle, qui oscille autour des 4,7%. Pas besoin d'aller très loin pour en comprendre la cause : la Chine flirte toujours avec la déflation, l'indice des prix à la consommation n'a pas dépassé les 1% de hausse depuis janvier 2023, l'indice des prix à la production évolue en territoire négatif depuis ce même mois. Les très légers frémissements observés sporadiquement certains mois sont avant tout dus aux composantes volatiles de l'indice, et notamment aux prix alimentaires.

La faiblesse de la demande est aussi alimentée par celle du marché du travail. Sans statistique fiable dans ce domaine, difficile de se faire une idée de l'ampleur du phénomène. Le chômage des jeunes, calculé selon une nouvelle méthode introduite en décembre 2023 dépassait les 17% en juillet, alors qu'un nombre record de douze millions de diplômés devaient faire leur entrée sur le marché du travail. Ce qui est certain, c'est que les salaires du secteur manufacturier progressent peu, signalant des marges de négociations réduites pour les employés. Le revenu disponible des ménages est avant tout utilisé pour l'épargne et le désendettement, le montant total du stock de prêts a ainsi encore reculé au deuxième trimestre, pour la cinquième période consécutive.

Chine : les ingrédients de la déflation



Cette crise de confiance, profonde, qui se déploie en réalité depuis la crise du Covid-19, est renforcée par celle du secteur immobilier, qui continue sa douloureuse transition. Après un net ajustement sur les volumes de transactions, les mises en chantier et les permis de construire, c'est au tour des prix de se contracter un peu plus chaque mois. Les autorités, très vigilantes sur ce plan, souhaitent empêcher un décrochage trop brutal qui aurait eu pour conséquence un appauvrissement des ménages, *via* l'effet de richesse.

La baisse des prix, graduelle, devrait donc se poursuivre encore sur plusieurs mois, et ce malgré les mesures annoncées : fonds débloqués pour que les villes achètent directement des logements vacants, assouplissement des conditions d'accès à la propriété, injections de liquidités pour soutenir promoteurs et banques. Insuffisantes toutefois pour absorber tout le stock de logements vacants ou encore en construction, résultant d'années de sur construction et de dérives spéculatives.

Protectionnisme : la Chine en première ligne

Dans ce contexte domestique peu porteur, la Chine doit aussi faire face à la matérialisation des discours protectionnistes, entendus dans les économies avancées comme émergentes. Après les États-Unis en mai, le Canada a annoncé des hausses de tarifs douaniers sur l'acier, l'aluminium et les véhicules électriques. La riposte ne s'est pas fait attendre, la Chine ayant lancé une enquête anti-dumping sur le colza, dont le Canada est un des principaux producteurs.

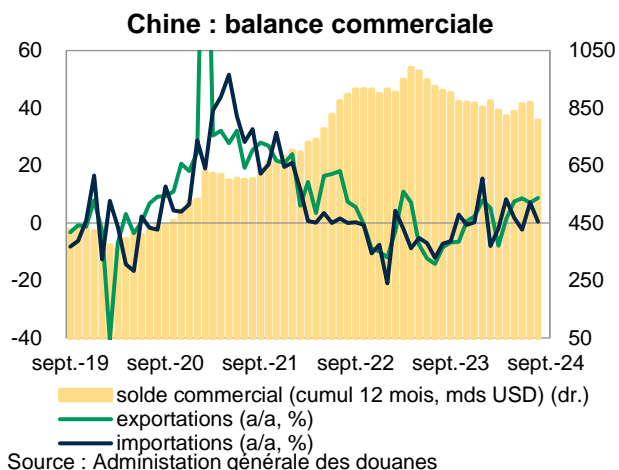
Mais c'est surtout de l'Union européenne qu'est venu le coup le plus dur. En annonçant elle aussi des hausses conséquentes des droits de douane sur les véhicules électriques, qui pourront atteindre 48,1% pour les constructeurs les moins coopératifs. Le tarif moyen devrait être de 31%. La Chine a réagi en plusieurs étapes. D'abord en lançant de nouvelles enquêtes anti-dumping sur les produits laitiers, intérêt offensif traditionnel de l'Union européenne, puis en proposant des négociations avec la Commission sur des quotas et des prix planchers des véhicules. Échaudée par l'exemple des panneaux solaires, qui avaient également fait l'objet de quotas il y a plusieurs années, avant que la production européenne ne se fasse complètement décimer par la concurrence chinoise, la Commission n'a pas donné suite.

Or, si la hausse des droits de douane mise en place par les États-Unis ou même par le Canada n'était pas de nature à inquiéter les constructeurs chinois, ces deux marchés représentant moins de 5% des

exportations chinoises de véhicules électriques, les barrières à l'entrée, tarifaires ou non-tarifaires, de l'Union européenne constituent un manque à gagner bien plus conséquent. En 2023, les exportations de véhicules électriques chinois ont atteint 11,5 milliards de dollars. Surtout, les solutions de substitution au marché européen sont plus ou moins inexistantes.

Pourtant, la Chine compte toujours sur le commerce extérieur pour soutenir sa production industrielle. Là est d'ailleurs tout le problème : plus elle ralentit, moins elle absorbe sa propre production, et plus elle a besoin du reste du monde pour exporter ses surcapacités, tant que son outil industriel ne s'ajuste pas ou que son modèle de croissance ne s'équilibre pas en faveur de la consommation.

L'existence d'un excédent commercial dépassant toujours les 800 milliards de dollars, et les soupçons entourant le niveau de son taux de change, souvent jugé sous-évalué, crispent ses partenaires et rivaux commerciaux, qui ont ne sont plus prêts à échanger des emplois contre des produits bon marché. Coincée dans ce cercle vicieux, la Chine doit donc réformer en profondeur son économie, ce qu'elle ne parvient pour l'instant pas à faire.



Enfin des annonces sur le plan structurel, mais seront-elles suffisantes ?

La réunion du troisième plénum, traditionnellement consacrée aux affaires économiques, était très attendue. Initialement prévue pour octobre 2023, elle a finalement eu lieu en juillet, un décalage inhabituel qui avait donné lieu à d'intenses rumeurs sur les mesures qui pourraient y être annoncées. Dans le passé, le troisième plénum avait ainsi été le théâtre d'introduction de concepts très structurants pour l'économie chinoise, comme « l'économie socialiste de marché » (1992) ou la reconnaissance du rôle décisif du marché dans l'allocation des ressources (2013).

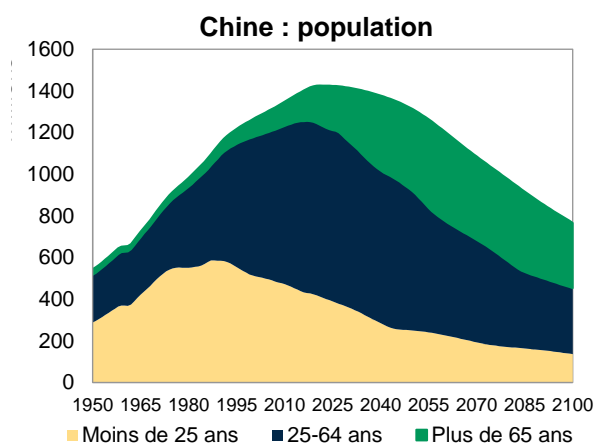
Finalement, pas de réforme d'ampleur, mais une modification annoncée sur la collecte de la TVA, qui devrait être perçue non plus par l'État central mais au niveau local, directement par les provinces ou les

collectivités. Cette mesure est importante, car elle acte la prise en compte de deux changements structurels : la perte conséquente de ressources en propre des collectivités locales, qui tiraient l'essentiel de leurs revenus de la vente de terrains, et donc la fin d'un modèle de taxation fondé sur le développement immobilier, mais aussi la décentralisation de la politique fiscale, alors que l'État central s'est aussi engagé à faire preuve de plus de transparence et de générosité vis-à-vis des provinces, qui ont supporté l'essentiel des efforts en investissements des deux dernières décennies et se sont massivement endettées. Reste que la pression fiscale reste peu élevée en Chine, et que les réformes en discussion depuis des années (taxe sur la propriété par exemple) n'avancent toujours pas.

Deuxième réforme engagée, celle des retraites, discutée depuis plus de dix ans. Avec un système peu ou prou inchangé depuis les années 1950, la Chine, confrontée au vieillissement accéléré de sa population, n'a eu d'autre choix que de s'engager sur un allongement de la durée du travail.

Étalée sur quinze ans, pour ne pas attiser trop de mécontentement social et ne pas trop perturber l'organisation des familles, qui compte souvent sur les grands-parents pour s'occuper des enfants, l'âge de la retraite va cependant passer de 60 à 63 ans pour les hommes et de 55 à 58 ans pour les femmes (50 à 55 ans pour celles exerçant un travail manuel). En outre, le nombre d'années de cotisations pour toucher une pension passera de quinze à vingt ans, une décision qui pourrait pénaliser les travailleurs migrants, souvent contraints d'accepter des contrats informels.

La réforme des retraites, impopulaire, acte aussi un alignement avec la réalité, celle d'une gestion catastrophique de la question démographique, entamée avec la politique de l'enfant unique, dont l'assouplissement, puis l'abandon n'a jamais permis de redresser la courbe de la natalité. En 2019, une étude de l'Académie des sciences sociales indiquait qu'en l'absence de réforme, les caisses de l'assurance retraite pourraient être vides à horizon 2035. Il y avait donc urgence à agir : les plus de soixante ans représentent déjà plus de 20% de la population totale.



Philippines : regain de tensions en mer de Chine, turbulences monétaires et reflux de l'inflation

L'inquiétante montée des tensions entre Pékin et Manille dans les eaux des îles Spratleys fragilise un peso philippin déjà déstabilisé par un dollar fort. Le 23 mars 2024, à la suite de l'incident impliquant des garde-côtes chinois repoussant un navire de ravitaillement philippin au large de l'atoll Second Thomas, le peso a chuté à 56,38 pour un dollar, son plus bas niveau en deux mois. Le peso a continué de se déprécier face au billet vert les mois suivants, sur fond de tensions croissantes en mer de Chine. Le 26 juin, après la diffusion d'images montrant une collision entre navires chinois et philippins près de l'atoll Second Thomas, la monnaie a atteint 58,91 pesos par dollar, son niveau le plus bas depuis novembre 2022. Au total, le peso s'est déprécié de 6,5% face au dollar entre le 11 mars et le 26 juin 2024.

La Banque centrale, garante de la stabilité du peso ?

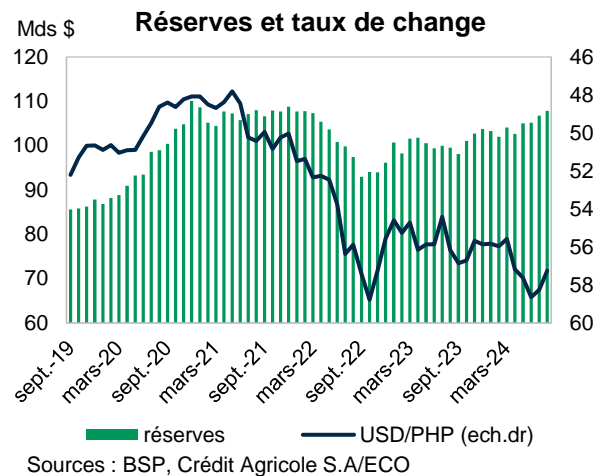
Le peso évolue dans un système de change flottant sans bande de fluctuation et tend à se déprécier face au dollar depuis une décennie, en sous-performant par rapport à ses pairs de l'ASEAN. En janvier 2015, un dollar s'échangeait contre moins de 45 pesos philippins. Si le déficit courant a longtemps pesé sur la monnaie, l'escalade dans les tensions avec Pékin et la vigueur du dollar expliquent sa faiblesse actuelle.

Dans ce contexte, la *Bangko Sentral ng Philipinas* (BSP) intervient ponctuellement pour limiter les fluctuations jugées excessives par son gouverneur Eli Remolona. En octobre 2022 par exemple, face à un peso proche des 60 pesos par dollar, la BSP a puisé dans ses réserves de change, les faisant passer sous les 100 milliards de dollars, qu'elle avait dépassé courant 2020. Cette stratégie s'est poursuivie en 2023 pour empêcher le peso de chuter sous les 57 pesos par dollar. Finalement, le peso s'est apprécié de 0,7% en 2023, après deux années de dépréciation. *Bis repetita* en 2024 : la Banque centrale a empêché le peso de dévisser face au dollar à plusieurs reprises entre avril et septembre. En avril, les réserves ont diminué de 1,4 milliard de dollars, atteignant 102,6 milliards de dollars, marquant la plus forte baisse mensuelle depuis septembre 2023.

La BSP bénéficie d'une marge de manœuvre considérable grâce à ses importantes réserves de change. Cette position favorable est en grande partie attribuable aux transferts de fonds de travailleurs étrangers (*remittances*), qui sont une source majeure d'entrée de devises. En dollars courants, ces transferts ont progressé de 3,8% en 2023 et représentent chaque année entre 8% et 9% du PIB depuis 2015.

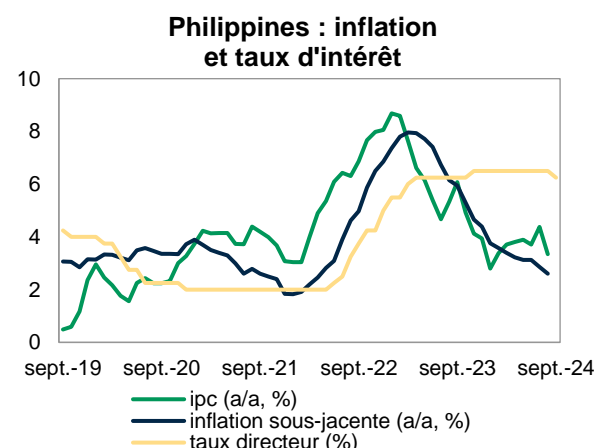
Toutefois, bien que la BSP intervienne ponctuellement pour stabiliser sa devise volatile, elle ne

poursuit pas d'objectif de taux de change spécifique. Sa priorité demeure le contrôle de l'inflation, avec une cible fixée entre 2% et 4%.



Un léger reflux de l'inflation

En 2023, l'inflation a atteint 6% sur l'année 2023, en augmentation par rapport aux années 2022 (5,9%) et 2021 (3,9%). Les Philippines sont particulièrement vulnérables aux pressions inflationnistes du fait de leur dépendance aux importations de produits alimentaires et de combustibles minéraux. Ces produits représentent une part importante des dépenses des ménages et donc de l'indice des prix à la consommation. De fait, l'inflation importée se transmet rapidement à l'indice des prix à la consommation et à l'inflation sous-jacente.



Cette situation est exacerbée par un déficit commercial structurel (-53 milliards de dollars en 2023). Dans ce contexte, le maintien de l'inflation dans la fourchette cible 2-4% s'avère souvent complexe et contraint la BSP à l'orthodoxie monétaire. Ainsi, en réponse à la poussée inflationniste, la BSP a relevé son taux d'intérêt principal à neuf reprises entre mai 2022 et novembre 2023, pour atteindre 6,50% (450 points de base - pdb).

L'inflation a finalement ralenti à 3,3% en glissement annuel en août 2024, contre 4,4% en juillet et 3,7% en juin. Cette décélération est principalement due à la modération des prix alimentaires, soutenue par la baisse des droits de douane sur le riz. Le retour de l'inflation dans la cible de la BSP (2-4%) devrait permettre la poursuite de l'assouplissement monétaire amorcé en août 2024 (-25 pdb). Nous

anticipons une nouvelle baisse de 25 pdb en décembre 2024, puis trois nouvelles baisses de taux en 2025, pour atteindre 5%. D'ici là, l'élargissement du *spread* de taux avec la Fed, qui a annoncé le 18 septembre une baisse de 50 pdb de ses taux directeurs, devrait soutenir le peso.

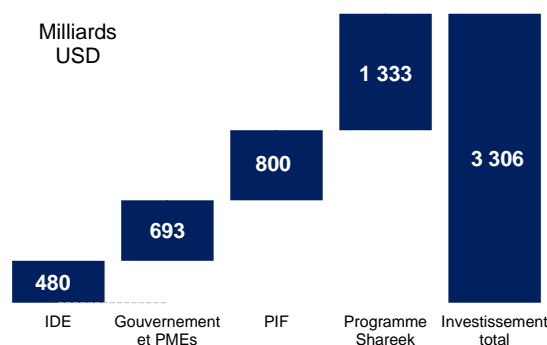
Moyen-Orient et Afrique du Nord

👉 Arabie saoudite : le royaume a-t-il les moyens de ses ambitions ?

Le FMI a publié début septembre le rapport de sa consultation annuelle de l'économie saoudienne au titre de l'article IV. C'est une bonne occasion de faire le point sur le célèbre et ambitieux plan de transition de l'Arabie saoudite, Vision 2030, dans lequel le pays s'est embarqué en 2016. Alors que le plan dépasse la mi-parcours, il reste beaucoup d'interrogations autour de sa mise en œuvre. Une question centrale se pose notamment : l'Arabie saoudite a-t-elle les moyens de ses ambitions, et que veut dire une telle mobilisation de moyens en termes de politiques économiques ?

Un premier éclaircissement avait été donné en 2021, lorsque le royaume avait doté sa vision d'un outil-clé à sa planification : la Stratégie d'Investissement Nationale (NIS). Cette dernière avait donné un ordre de grandeur des investissements nécessaires pour la réalisation des ambitions et les acteurs engagés dans leurs financements : la vision 2030, c'est donc plus de 3 trillions de dollars d'investissement à mobiliser entre 2019 et 2030 (environ trois fois le PIB de 2023).

NIS - Les sources de l'investissement pour la réalisation de la vision 2030



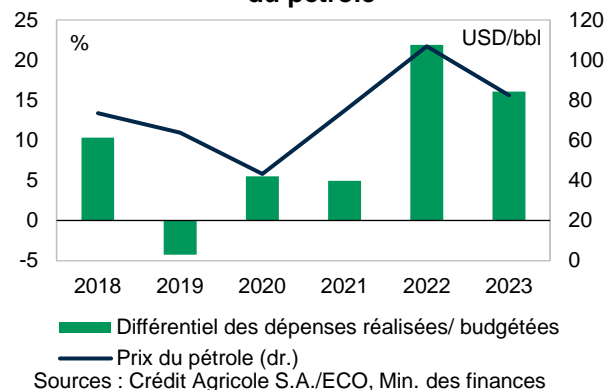
Sources : CA S.A./ECO, National Investment Strategy

Première poche dans laquelle puiser : le budget

La stratégie fiscale du gouvernement a changé. Jusqu'ici très pro-cyclique, la politique fiscale consistait à établir un budget sur la base de projections crédibles de prix du pétrole, et d'ajuster largement les dépenses en fonction de l'évolution réelle de ces

prix. C'est-à-dire une stratégie de *stop-and-go* pour faire face à la volatilité des prix du pétrole, dont les revenus fiscaux dépendent encore à 60-65%. Mais les projections à moyen terme visaient des surplus budgétaires et une baisse de la dette.

Une politique fiscale très pro-cyclique, guidée par les prix du pétrole



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, Min. des finances

L'inflexion est maintenant claire, elle prévoit de recalibrer les prévisions de dépenses à la hausse, pour utiliser davantage l'espace fiscal au profit de la réalisation de la vision 2030.

L'Arabie saoudite sera donc en déficit budgétaire jusqu'à 2030, et une partie du financement de la vision sera donc de la dette. Ainsi, le FMI a révisé la trajectoire fiscale à moyen terme avec des objectifs de déficit de 3% en moyenne sur 2024-2029. C'est aussi l'équivalent de 5,4% du PIB non-pétrolier de dépenses annuelles supplémentaires par rapport à la revue article IV de 2023. Quant à la pro-cyclicité, le FMI propose juste de la réduire en capant les dépenses discrétionnaires en cas de prix du pétrole favorable, pour lisser le profil de dépenses.

Deuxième poche : le PIF (Public Investment Fund)

Le fonds est au centre de la stratégie et doit fournir 800 milliards de dollars d'investissements. Il est notamment le principal agent délégataire pour les « giga projets ». C'est une stratégie assez classique des États dépendants d'une rente pétrolière que de lisser le profil de revenus et d'opérer leur diver-

sification à travers un (ou souvent plusieurs, pourquoi faire simple) fonds souverain. Mais, justement, cela fonctionne en transférant l'excédent de la rente pendant les périodes où le prix est favorable. Mais quel excédent ? Puisque, sur l'entièreté du plan 2030, et sur la base des projections des prix du pétrole actuelles (plutôt favorables), l'État sera en déficit.

Depuis 2017, le fonds a cependant augmenté ses actifs sous gestion de 223 à 925 milliards de dollars (87% du PIB de 2023) début 2024. Mais environ 45% de cette augmentation s'est faite à travers le transfert progressif de 16% des parts de l'État dans Aramco. Cela constitue donc évidemment un transfert de revenus budgétaires futurs. Pour compenser, un nouveau dividende a été instauré, lié à la performance de la compagnie pétrolière. On tire donc plus sur les profits d'Aramco pour servir le budget et le PIF. Selon le FMI, il y aura malgré tout un impact sur le budget : une baisse des revenus budgétaires par rapport à ses projections antérieures (qui atteignent 4% en 2029). Mais surtout,

cela laisse une question irrésolue : d'où viendront les ressources pour continuer d'augmenter l'envergure du PIF ? Une des réponses pourrait être, ici aussi, la dette, car pour l'instant les marges d'endettement restent larges.

Troisième poche : les entreprises publiques « blue chips ».

C'est ici que rentre en jeu les 1,3 trillion de dollars du programme Shareek (« partenaire » dans sa traduction littérale). Celui-ci a été lancé en 2021, avec la NIS. L'idée est d'utiliser la manne des grandes entreprises publiques et de les faire participer à l'effort d'investissement, à travers un programme d'incitations. Ce qui est en jeu ici, c'est l'augmentation de la part du « secteur privé » dans l'économie (l'objectif est de 65% en 2030), mais aussi le pan de politique industrielle de la Vision, dont on parle peu. Pour l'instant, 12 projets ont été signés par 8 entreprises dans des secteurs stratégiques, pour 51 milliards de dollars.

Entreprise	secteur	actionnariat	projet	Ambition
Aramco	Pétrole	Etat saoudien : 81,48% PIF: 16% Parts publiques : 2,52%	Plaques d'acier	Rendre le royaume 100% indépendant pour ses besoins en plaques d'acier d'ici 2030
			Services de cloud	Attirer les projets Cloud de Google et faire de l'Arabie le hub pour les technologies du cloud computing
			Complexe pétrochimique	Relocaliser la production pétrochimique et développer le leadership mondial de l'Arabie en Pétrochimie
			Moteurs pour le secteur maritime	Débouché pour le secteur des métaux et de la machinerie, montée en gamme dans les chaînes de valeur
			Moulage et forgeage	Améliorer l'intégration des chaînes de valeur industrielles dans le royaume
ACWA Power	Production d'énergie (dont énergie verte) et dessalement	PIF : 44,16% Vision International Investment company (conglomérats familiaux saoudiens) : 22,74% Autres (<5%) : 33,1%	Hydrogène vert	Construire la plus grande usine d'hydrogène vert au monde Devenir un des leaders mondiaux de l'énergie verte Contribuer à l'objectif net zéro du pays
SABIC	Pétrochimie	Aramco : 70% Autres (<5%) : 30%	Catalyseurs pétrochimiques	Réduire la dépendance aux importations Etablir le pays comme un hub pour la production de catalyseurs
Ma'aden	Mines et métaux (Aluminium, phosphate, or, zinc...)	PIF : 65,44% Autres : 34,56%	3 projets de phosphate	Devenir le 3 ^e producteur mondial d'engrais à base de phosphate d'ici 2029 Positionner le royaume dans la chaîne de valeur alimentaire mondiale
Saudi Telecom	Télécom	PIF : 64% Autres : 36%	Data center	Etablir le pays comme hub MENA pour le trafic de données
Bahri	Shipping (transport et logistique)	PIF: 22,5% Aramco: 20% Autres: 57,5	Transport d'ammoniaque	Premier projet de transport d'ammoniaque dans le royaume Réduire la dépendance aux navires marchands internationaux

Il paraît pertinent d'utiliser les poches de richesses des entreprises publiques. Mais en regardant de plus près leur actionnariat (cf. tableau *supra*), cet exercice de puzzle commence à faire apparaître le dessin d'un serpent qui se mord la queue. Ainsi, la revue du FMI mène à une importante conclusion : l'analyse de la trajectoire d'endettement public et de la marge de manœuvre fiscale ne peut plus se faire

par la seule étude des chiffres du budget. **Or, aujourd'hui, il n'existe pas une vision consolidée du bilan du secteur public, qui devient de plus en plus nécessaire à mesure que le nombre d'acteurs participant à la Vision 2030 augmente.** Et d'autant plus, que les investissements des uns impliquent la réduction de leurs flux de trésorerie, et donc des revenus des autres.

Heureusement, il reste une quatrième poche : celle des investisseurs étrangers

Depuis le lancement de la Vision 2030, attirer des capitaux étrangers dans le projet de transformation de l'Arabie saoudite est un objectif primordial. Ils doivent contribuer à près de 500 milliards de dollars de son financement. Plus ils viennent à manquer et plus cela met sous pression les ressources internes pour financer le plan, et donc, plus les risques de surchauffe et de déséquilibre fiscaux et externes augmentent. Or, pour l'instant, les flux d'investissements directs étrangers (IDE) restent bien en deçà des objectifs de la NIS (16 milliards de dollars en 2023, contre l'objectif de 22 milliards dans la NIS). Cela tient à l'environnement des affaires, dont les réformes récentes ne porteront leurs fruits que progressivement. C'est aussi la question de la transformation de l'image de l'Arabie saoudite qui est en jeu. Et enfin, cela dénote un certain scepticisme de la part des investisseurs pour les projets

de la Vision 2030, dont ils attendent des preuves de la faisabilité.

Alors l'Arabie saoudite a-t-elle les moyens de ces ambitions ?

La réponse que nous donne le FMI est, qu'au fond, nous ne savons pas. Et nous ne savons pas non plus à quel point le royaume sera prêt à les pousser au détriment de ses équilibres fiscaux et externes et de la surchauffe de son économie. En tout cas, le pays s'est lancé dans un exercice de recalibration de ses besoins de financement associés à la vision, qui découle d'une analyse de l'espace fiscal. Il semble que cela prendra la forme d'un reséquençage des projets, dans lequel certains seront étendus. Cet exercice est accueilli avec enthousiasme, il rassure quant à la capacité de gestion dynamique d'un plan d'une telle ampleur. Mais en fait, ce que nous dit surtout le FMI c'est qu'à ce stade, l'incertitude est grande, puisque même l'institution n'a pas eu accès au résultat de l'exercice.

✓ Notre opinion – *L'Arabie saoudite s'est engagée, il y a maintenant huit ans dans un projet de transformation d'une ampleur inédite. Au-delà de la mi-parcours, beaucoup de questions se posent autour de la réalisation de la vision 2030. Mais ce qui ressort de l'exercice de consultation du FMI, c'est avant tout que le pays ne donne que peu de visibilité sur la gestion dynamique de ce plan, et cela laisse les investisseurs potentiels perplexes. Nous savons qu'un recalibrage des projets est en cours (la presse a même depuis longtemps annoncé que le projet Neom était révisé dans ses ambitions). Contrairement à ce que l'on pourrait croire, cela n'est pas perçu comme un échec, mais est au contraire très bien accueilli par le FMI et les investisseurs, qui préfèrent s'assurer que le pays déploie des chantiers à la hauteur de ses moyens.*

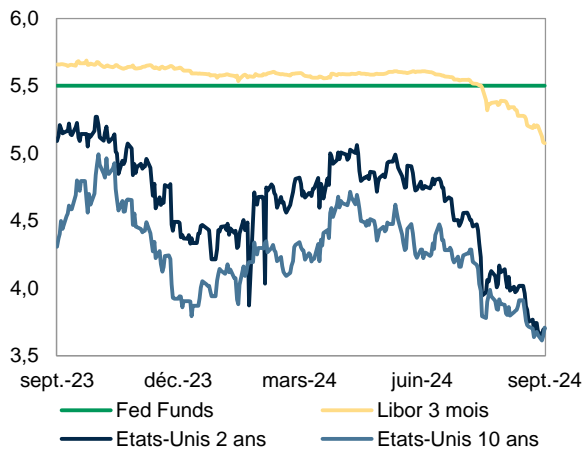
Mais ce qui manque cruellement c'est :

- 1** – *Un état des lieux précis des ressources consolidés que le secteur public pourrait déployer (surtout à mesure que les poches de financement deviennent communicantes) ;*
- 2** – *Une stratégie claire, qui indique quels projets seront prioritaires, et ce que l'on en attend en termes d'emploi et de multiplicateur (impact sur la croissance) ;*
- 3** – *Ce qui en découle en termes de trajectoire d'endettement, et les choix d'arbitrage de politiques économiques, si les ressources doivent être révisées. Car, ce qui n'est pas dit, c'est que paradoxalement, dans la période de transition, la diversification rend l'Arabie saoudite encore plus dépendante de ses revenus du pétrole. Qu'en sera-t-il si ceux-ci s'avèrent limiter les ressources du budget, du PIF et d'Aramco ?*

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

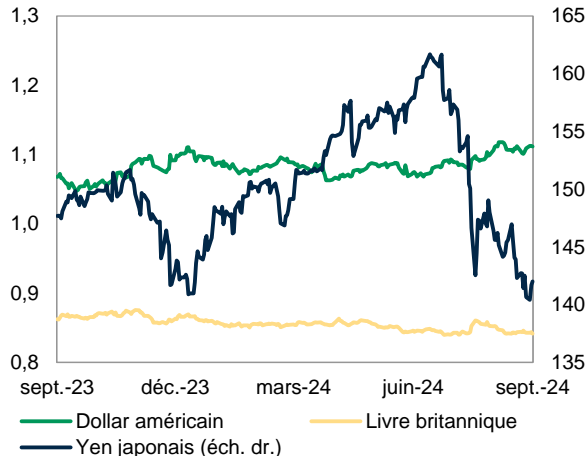
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

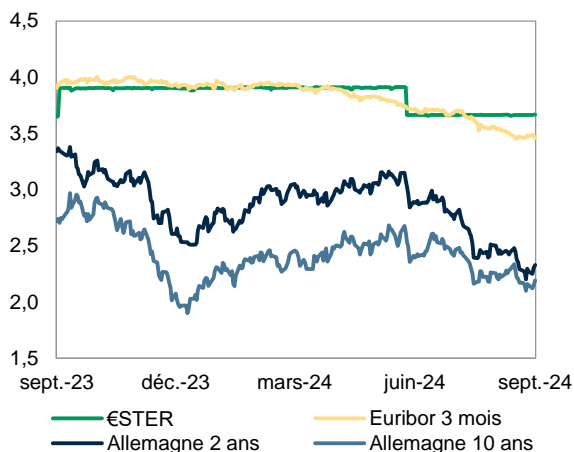
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

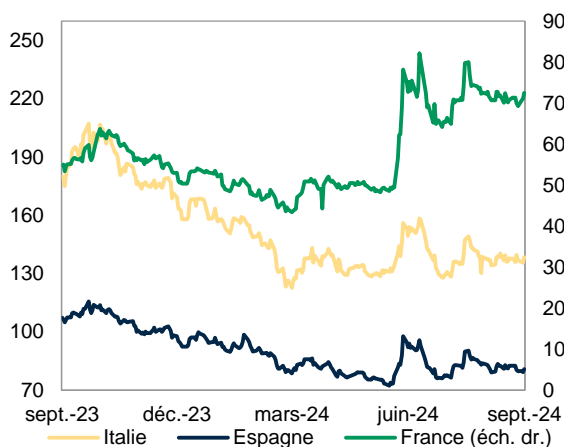
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

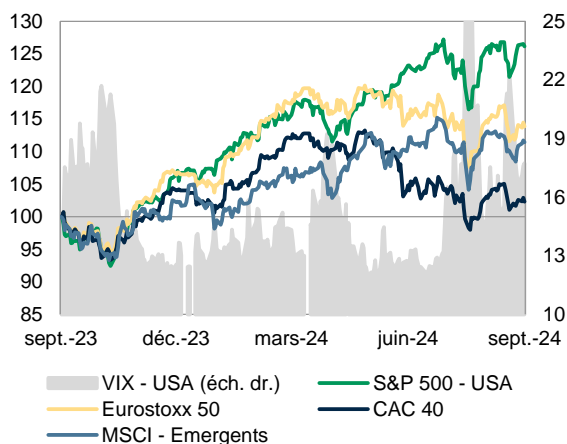
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

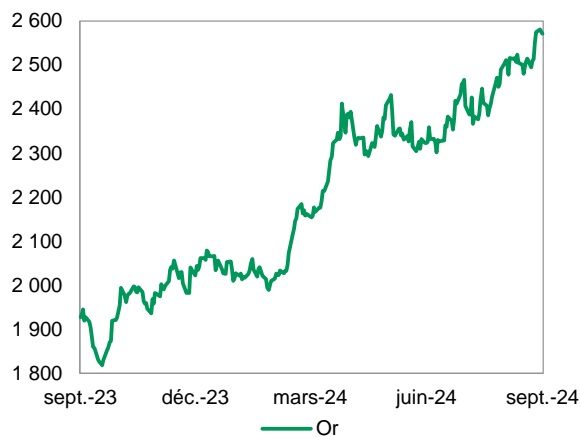
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

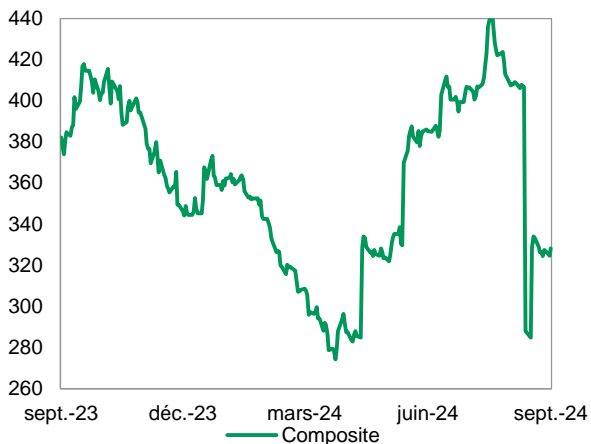
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

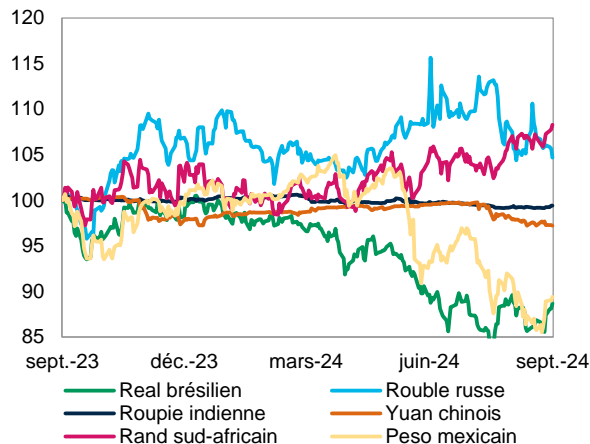
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

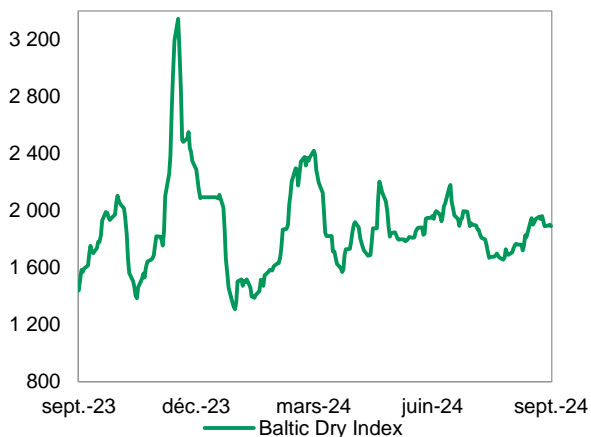
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

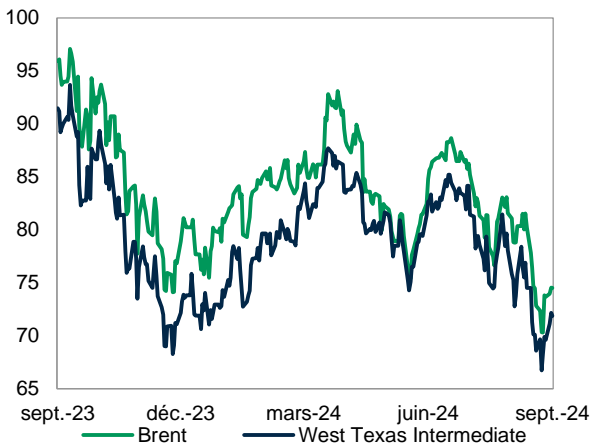
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

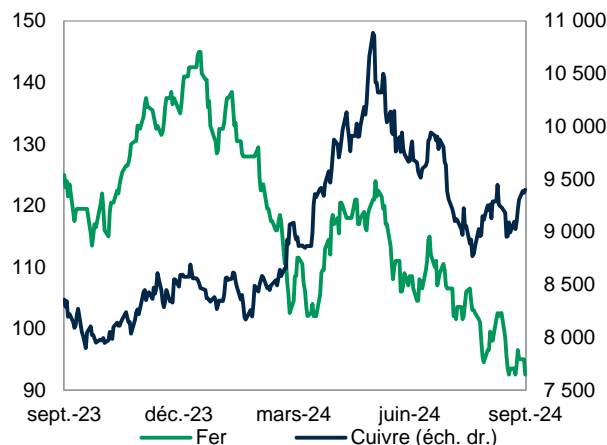
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

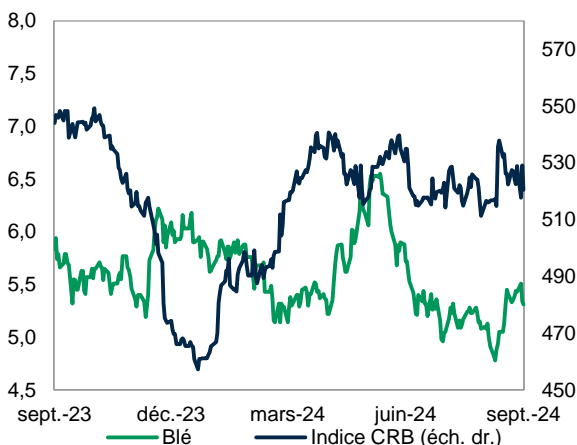
USD/tonne métrique



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 2024-2025 – Juin 2024

[Prolongement sans bouleversements](#)

Date	Titre	Thème
16/09/2024	France – L'Insee prévoit une croissance de 1,1% cette année	France
13/09/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
13/09/2024	France – Le marché de l'immobilier résidentiel : poursuite de la correction	Immobilier
12/09/2024	Thaïlande – Paetongtarn Shinawatra prend les rênes dans un contexte politique délicat	Asie
12/09/2024	De Jakarta à Nusantara, un chemin semé d'embûches en Indonésie	Asie
11/09/2024	Égypte – Que propose vraiment le FMI ?	Afrique et M-O
11/09/2024	Royaume-Uni – La croissance a été tout sauf modeste au premier semestre, mais qu'en est-il vraiment ?	Royaume-Uni
10/09/2024	Italie – Une rentrée mitigée	Italie
10/09/2024	France – Un nouveau Premier ministre, des défis majeurs en termes de finances publiques	France
10/09/2024	Zone euro – La croissance au T2 déçoit par son rythme et par sa composition	Zone euro
06/09/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
06/09/2024	La grande crise de légitimité	Géopolitique

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, Matteo GUERRAZ

Amérique latine : Catherine LBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Laure DE NERVO

Afrique sub-saharienne : Thomas MORAND

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : 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.