

# Perspectives

Hebdomadaire – N°24/256 – 4 octobre 2024

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 : des équilibres délicats .....	2
☞ France : ce que l'on sait du projet de loi de finances pour 2025.....	4
☞ Italie : des agents privés non-financiers sous pression .....	5
☞ Espagne : l'emploi ralentit .....	6
☞ Inde : pour Narendra Modi, cent premiers jours au goût amer .....	7
☞ Sri Lanka : un renouveau politique très attendu dans un contexte économique toujours fragile .....	8
☞ Mexique : Claudia Sheinbaum face au défi de l'investissement, concilier héritage d'AMLO et attractivité économique	11
☞ Oman : laboratoire fiscal de l'après-pétrole ?.....	13
☞ Conflit au Moyen-Orient : test de cohésion pour l'Opep+ .....	16

## 👉 Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 : des équilibres délicats

Alors que la situation internationale est extrêmement tendue, dessiner un scénario économique et financier est assez « périlleux ». Des élections américaines à la guerre au Liban, sans omettre le front ukrainien installé sur une crête d'extrême tension, les sources de « disruption » potentielle à brève échéance sont multiples. Les risques d'un conflit généralisé au Moyen-Orient soulèvent, en particulier, de nombreuses incertitudes sur le marché pétrolier. Par ailleurs, au sein même des grandes économies avancées, les équilibres qui permettent de tabler sur un atterrissage en douceur (États-Unis) ou sur une accélération très modeste (zone euro) sont eux-mêmes délicats.

Aux **États-Unis**, si les fondements de la croissance récente, tenace au-delà des attentes, présentent quelques fissures, il existe des raisons d'espérer qu'elles ne se creusent pas trop. On peut effectivement compter sur, d'une part, les effets positifs d'un cycle d'assouplissement monétaire plus précoce et, d'autre part, la situation financière solide des ménages dont le patrimoine net s'est considérablement valorisé grâce à la forte progression des actions et de l'immobilier.

Au cœur des menaces, figure le ralentissement déjà patent du marché du travail. Si son refroidissement s'est, jusqu'à présent, traduit plus par une diminution des offres d'emploi que par des licenciements massifs, il pourrait approcher un point d'inflexion au-delà duquel sa détérioration serait rapide. Par ailleurs, à la situation patrimoniale globalement favorable des ménages s'opposent les difficultés croissantes des ménages à faible revenu dont atteste la hausse de certains impayés à leur plus haut niveau depuis plus de dix ans. Enfin, si la situation sur le front de l'inflation s'est récemment considérablement améliorée, le risque de la voir stagner juste au-dessus de 2% demeure.

Notre scénario table donc toujours sur un net fléchissement situé vers la fin de l'année sans toutefois désormais dégénérer en récession : la probabilité d'un tel événement semble faible sans pour autant être nulle. La croissance atteindrait 2,5% en 2024, un rythme identique à celui de 2023, pour se tasser ensuite vers 1,3% en 2025. Bien que revue à la hausse, cette prévision prudente reste inférieure au consensus et constitue un ralentissement notable au regard des années précédentes. Quant à l'inflation totale, elle se situerait en moyenne autour de 2,9% en 2024, puis à 2,2% en 2025.

En **Chine**, les autorités devront faire preuve de lucidité, et certainement d'imagination, pour gérer

les risques baissiers qui planent toujours sur l'objectif officiel de 5% de croissance. Si le plan de relance « tous azimuts » récemment annoncé a été favorablement accueilli par les marchés, il ne constitue qu'une première étape pour redynamiser une économie dont les ressorts sont détendus : crise du marché immobilier toujours irrésolue, confiance des consommateurs ébranlée par l'affaiblissement des perspectives en termes d'emploi et de revenus, persistance des pressions désinflationnistes, atonie de la demande intérieure alors que s'alourdissent les menaces sur le dynamisme de la demande extérieure (montée du protectionnisme, reconfiguration des chaînes d'approvisionnement). Nos prévisions de croissance, à 4,7% en 2024 et 4,2% en 2025, restent donc prudentes.

Dans un contexte de ralentissement des deux principales zones partenaires (États-Unis et Chine), l'accélération de la croissance de la **zone euro** reposera donc essentiellement sur la redynamisation de la demande intérieure et notamment celle de la consommation privée.

Or, les résultats du premier semestre 2024 ont suscité des interrogations sur la pérennité d'un scénario de reprise domestique : alors que l'évolution du pouvoir d'achat des ménages est restée propice à la réalisation d'un tel scénario, l'arbitrage des ménages, toujours favorable à l'épargne aux dépens de la consommation, l'a démenti.

Cette préférence pour l'épargne est triplement justifiée : par l'incertitude (liée au manque de visibilité, notamment sur l'inflation après des chocs violents, mais aussi à l'environnement de politique économique sans oublier, plus largement, un contexte international anxieux), par la nécessité de reconstituer les encaisses réelles érodées par l'inflation, par le besoin de restaurer le pouvoir d'achat immobilier, victime des effets négatifs combinés des prix et des taux d'intérêt. Plus que son niveau (certes faible, mais seulement légèrement inférieur à notre prévision), c'est donc la composition de la croissance qui s'est révélée décevante : alourdissement de la contribution négative de la demande intérieure, érosion du soutien des exportations nettes, contribution nulle des stocks mais positive de la consommation publique.

Grâce à la poursuite de la désinflation (avec une inflation moyenne à 1,8% en 2025 après 2,3% en 2024), à une situation financière solide des agents privés, à un marché de l'emploi résilient, l'hypothèse de redressement de la demande

intérieure peut toutefois encore être formulée, mais à un rythme plus modéré que celui précédemment anticipé. Notre scénario retient donc une accélération modeste de la croissance : après avoir atteint 0,8% en 2024 (notamment grâce à des effets d'acquis positifs), elle s'établirait en 2025 à 1,3% soit un rythme inférieur au potentiel. Les risques sont néanmoins recalibrés : le risque baissier sur la croissance excède le risque haussier sur l'inflation.

Cet environnement, de décélération américaine marquée, de lourde menace d'essoufflement chinois et d'accélération européenne modérée et fragile, justifie évidemment de maintenir **le cap des assouplissements monétaires** déjà entamés. Au regard des anticipations très favorables de baisses des taux directeurs par les marchés, tant aux États-Unis qu'en zone euro, notre scénario se montre actuellement moins « audacieux », mais ne ferme pas la porte à des assouplissements additionnels.

Lors du FOMC de septembre, la **Réserve fédérale** a procédé à une baisse du taux des *Fed funds* de 50 points de base : cette baisse importante, justifiée à la fois par les risques sur le volet emploi de son double mandat et l'existence d'une marge de manœuvre substantielle, ne présage toutefois pas du rythme futur de baisse. Si notre scénario suppose désormais un cycle de baisse des taux plus précoce, il conserve l'ampleur du cycle global d'assouplissement, soit 200 points de base. En revanche, la baisse cumulée atteindrait 100 (et non plus 50) points de base en 2024 puis, de nouveau, 100 (et non plus 150) points de base en 2025. Le taux (borne supérieure de la fourchette) passerait ainsi de 4,50% fin 2024 à 3,50% au troisième trimestre 2025. Si notre scénario central prévoit des baisses des taux moins offensives que les 50 points de base retenus en septembre, une, voire plusieurs baisses supplémentaires de plus de 25 points de base ne peuvent cependant pas être exclues. De telles décisions seraient motivées par une dégradation substantielle du marché du travail.

Quant à la **BCE**, la poursuite du déclin de l'inflation l'autorise à prolonger ses baisses graduelles de taux d'intérêt. La résilience, relative, de l'économie européenne ainsi que le niveau de l'inflation (toujours légèrement trop élevé, malgré sa baisse)

devraient l'inciter à rester prudente. La BCE maintiendrait donc le rythme de baisse initié en juin et septembre : une baisse de taux par trimestre, par pas de 25 points de base. La BCE arrêterait ses baisses de taux en septembre 2025, une fois le taux de dépôt à 2,50%. Les signes récents de fragilité de la demande intérieure, la nécessité de lever « l'hypothèque épargne » qui pèse sur la consommation des ménages ainsi que les probables révisions à la baisse des prévisions d'inflation de la BCE pourraient, néanmoins, l'inciter à accélérer son rythme de baisse.

Un mouvement puissant de repli des **taux d'intérêt** a déjà pris place, mouvement largement suscité par la mise en œuvre effective des assouplissements monétaires, mais aussi par les anticipations de poursuite des baisses de taux directeurs à un rythme soutenu. Aussi le potentiel de baisse supplémentaire sensible est-il limité.

Aux **États-Unis**, les taux à dix ans (*US Treasuries*) atteindraient 3,80% fin 2024, puis 3,60% fin 2025. À la faveur de l'assouplissement monétaire pesant sur la partie courte de la courbe, celle-ci se pentifierait. En cas de victoire de Donald Trump, les taux à long terme pourraient, de plus, augmenter en raison des anticipations d'alourdissement du déficit budgétaire (baisses d'impôts) et de hausse de l'inflation (liée essentiellement aux droits de douane) surtout si les républicains obtiennent la majorité à la Chambre des Représentants et au Sénat.

Dans la **zone euro**, le rendement du Bund (taux allemand à dix ans) avoisinerait 2,15% fin 2024, puis 2,30% fin 2025. Enfin, fragmentation politique et creusement du déficit budgétaire ont poussé l'écart OAT-Bund à 80 points de base, borne supérieure de la fourchette (65 à 80 points de base) observée depuis les élections anticipées, et à l'intérieur de laquelle le *spread* se maintiendrait hors choc supplémentaire.

**Catherine LEBOUGRE**

Consulter notre publication : [Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 : des équilibres délicats](#) – 4 octobre 2024

## Zone euro

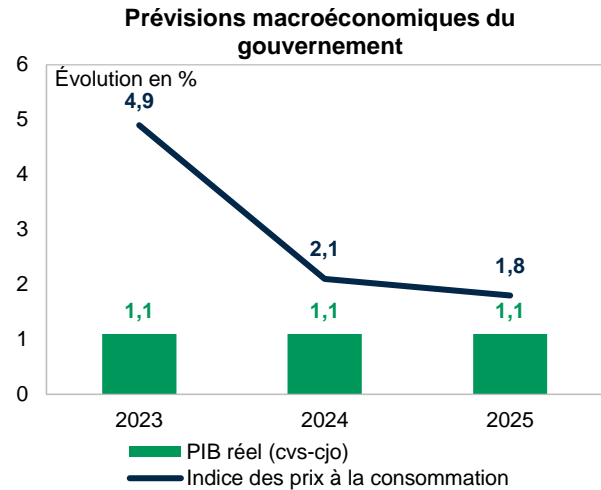
### France : ce que l'on sait du projet de loi de finances pour 2025

Le gouvernement a envoyé mercredi 2 octobre ses prévisions macroéconomiques et de finances publiques au Haut Conseil des finances publiques (HCFP). Celles-ci constituent les bases du projet de loi de finances (PLF) pour 2025. Le déficit public s'établirait ainsi à plus de 6% du PIB cette année (!), et le gouvernement prévoit ensuite un effort budgétaire de 60 milliards d'euros (Md€) l'an prochain, constitué en deux tiers de baisses de dépenses et un tiers de hausses de prélèvements obligatoires. Le gouvernement ambitionne ainsi de ramener le déficit à 5% du PIB en 2025.

Concernant les prévisions macroéconomiques et de finances publiques, les documents officiels ne sont pas encore publiés, et les informations présentées dans cet article sont donc tirées de la presse (*Les Echos*). Il faudra attendre l'avis du HCFP d'ici quelques jours pour connaître les premiers éléments détaillés, puis le traditionnel Rapport économique, social et financier (RESF) 2025, d'habitude publié tout début octobre, mais dont la publication a été retardée compte tenu du contexte assez inédit. Pour le PLF en lui-même, il faudra attendre la présentation en Conseil des Ministres prévue le 10 octobre, puis les débats à l'Assemblée nationale et au Sénat.

Au sujet des prévisions macroéconomiques tout d'abord, le gouvernement table sur une croissance du produit intérieur brut (PIB) de 1,1% en volume en 2024 et 1,1% en 2025 (cvs-cjo<sup>1</sup>), comme en 2023. Si le chiffre de 1,1% fait désormais relativement consensus pour cette année, la prévision de 1,1% de croissance en 2025 peut paraître légèrement optimiste au vu de l'ampleur des ajustements prévus sur les finances publiques. L'inflation au sens de l'indice des prix à la consommation (IPC) diminuerait pour sa part à 2,1% en moyenne annuelle cette année (après 4,9% en 2023), puis à 1,8% en 2025. La prévision d'inflation du gouvernement pour 2025 semble ainsi élevée, alors que l'inflation a diminué à 1,2% en glissement annuel en septembre d'après les résultats provisoires de l'Insee, et qu'une baisse des tarifs réglementés de vente de l'électricité d'au moins 10% est prévue pour début février 2025. Pour comparaison, notre prévision s'élève à 1,2%, soit un écart de 0,6 point. Cette prévision d'inflation élevée du gouvernement pourrait ainsi se refléter sur le déflateur du PIB et gonfler la prévision de PIB en valeur (d'autant qu'elle est associée à une prévision de PIB réel légèrement optimiste). Or, c'est justement ce PIB en valeur qui est utilisé pour le calcul des ratios de déficit et de dette des administrations publiques (APU). Cet effet dénominateur pourrait donc venir abaisser les prévisions de

finances publiques du gouvernement en pourcentage du PIB.



Derniers points observés : 2023

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

En termes de finances publiques, le gouvernement anticipe un déficit de 6,1% du PIB en 2024, soit nettement plus que prévu dans le PLF pour 2024 à l'automne 2023 (4,4%), et sensiblement plus que prévu dans le programme de stabilité au printemps 2024 (5,1%). Ce chiffre représente ainsi un nouveau dérapage des finances publiques, après celui connu l'an dernier où le déficit avait finalement atteint 5,5% du PIB, contre une prévision de 4,9% à l'automne 2023. En cause cette année, des dépenses plus soutenues que prévu (notamment de la part des collectivités territoriales) et des recettes un peu inférieures à ce qui était anticipé<sup>2</sup>. Aucun projet de loi de finances rectificative (PLFR) n'a en effet été passé cette année pour sécuriser des économies, malgré la dérive annoncée. Le gouvernement prévoit ensuite un déficit public ramené à 5% du PIB en 2025, ce qui sous-tend un effort très substantiel compte tenu du fait que sans mesure corrective, celui-ci pourrait augmenter à environ 7% du PIB à cet horizon.

L'effort prévu de 60 Md€ sur les finances publiques en 2025 reposerait en majorité sur les dépenses, avec 40 Md€ d'économies prévues. Ces économies concerneraient pour moitié l'État, avec de probables coupes dans les effectifs des ministères. Les opérateurs d'État seraient également amenés à contribuer à l'effort à hauteur de 1 Md€, et les aides aux entreprises seraient aussi revues en baisse. Concernant les autres APU, la Sécurité sociale serait en particulier ciblée, avec près de 15 Md€ d'économies programmées, soit plus d'un tiers de l'effort total en dépenses. L'objectif national des dépenses d'assurance maladie (Ondam) fixé dans le

<sup>1</sup> Données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés.

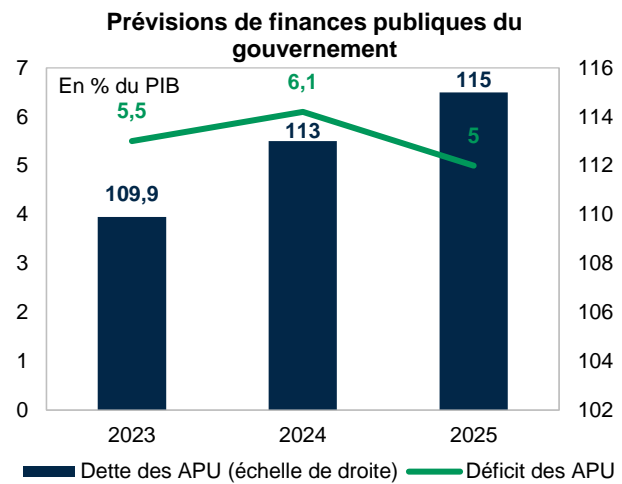
<sup>2</sup> Voir à ce sujet notre article « [Un nouveau Premier ministre, des déficits majeurs en termes de finances publiques](#) ».



projet de loi de financement de la sécurité sociale (PLFSS) pour 2025 n'augmenterait en effet que de 2,8% l'an prochain, soit moins que cette année (3,2%). Les retraités contribueraient à l'effort, alors que la revalorisation des pensions de retraite sur l'inflation passée, qui intervient d'habitude au 1<sup>er</sup> janvier, serait décalée au 1<sup>er</sup> juillet, générant ainsi 3 Md€ d'économies. Les collectivités locales ne seraient pas en reste, avec environ 5 Md€ d'économies prévues.

Enfin, la hausse des prélèvements obligatoires représenterait 20 Md€ de recettes supplémentaires pour les APU en 2025. La plus grande partie de l'effort reposerait sur les entreprises, avec selon nos informations une surtaxe exceptionnelle d'impôt sur les sociétés (IS) pour les plus grandes (environ 300 entreprises seraient concernées, pour des recettes prévues à 8 Md€ en 2025), le maintien de la cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises (CVAE) qui devait disparaître (1,4 Md€), et une baisse des allègements de charge sur les bas salaires (5 Md€). Des taxes « vertes » sont aussi prévues, avec notamment côté entreprises une contribution exceptionnelle des armateurs (1 Md€) et une hausse des prélèvements sociaux sur les produits issus des jeux d'argent (0,5 Md€), mais aussi un durcissement du malus automobile et une taxation accrue des billets d'avion (1 Md€) qui devraient plutôt reposer sur les ménages. Les

ménages les plus aisés devraient par ailleurs être mis à contribution (2 Md€), avec une mesure probablement sous la forme d'un niveau d'imposition minimal, censée concerner seulement 0,3% des contribuables français d'après les annonces (la contribution de si peu de ménages face à l'ampleur de l'effort requis nous laisse assez dubitatifs), avec un seuil de déclenchement de 500 000 euros de revenus annuels pour un ménage sans enfant. Un gel du barème de l'impôt sur le revenu aurait en revanche été écarté.



Derniers points observés : 2023

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

**☑ Notre opinion** – Les prévisions de finances publiques du gouvernement pour 2025 semblent ambitieuses, alors que le déficit public doit être ramené à 5% du PIB. Les objectifs d'économies en dépenses et de hausses de prélèvements obligatoires associés sont ainsi considérables, avec d'une part un risque de peser sur la croissance si ces objectifs étaient vraiment atteints, et d'autre part un risque assez évident que ceux-ci ne soient tout simplement pas pleinement réalisés. En pondérant ces risques, nous tablons ainsi sur une croissance légèrement inférieure à celle prévue par le gouvernement l'an prochain (1%) et une réduction du déficit déjà importante, mais moindre qu'anticipée par le gouvernement, à 5,5% du PIB en 2025 (après un déficit de 6,1% du PIB cette année), avec également une prévision d'inflation qui nous semble plus réaliste, comme déjà discuté ci-dessus.

Nous attendons en tout cas avec impatience la trajectoire à moyen terme de la France en matière de finances publiques, qui doit être envoyée à la Commission européenne fin octobre (la France devait initialement envoyer son plan le 20 septembre comme les autres pays, mais elle a obtenu un délai supplémentaire compte tenu du contexte politique).

**👉 Italie : des agents privés non-financiers sous pression**

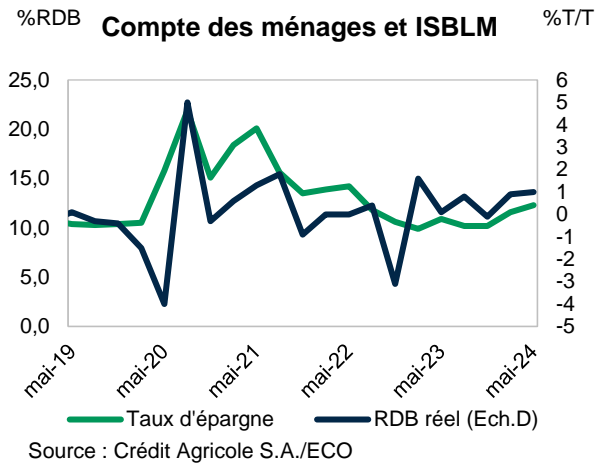
Les comptes économiques des ménages et des sociétés non financières du deuxième trimestre 2024 révèlent une situation des agents privés italiens encore marquée par un environnement économique incertain. Tandis que les ménages bénéficient d'une légère amélioration de leur revenu disponible grâce à un ralentissement de l'inflation, ils continuent de freiner leur consommation. En effet, malgré une progression du revenu disponible brut réel de 1 % pour les ménages et les ISBLM et de 1,2% pour les ménages au sens strict, équivalente à celle du revenu disponible nominal, la consommation n'a crû que de 0,4% sur le trimestre. Ainsi, les comportements de prudence déjà présents au

premier trimestre semblent se renforcer au cours du deuxième, avec des ménages qui continuent à privilégier l'épargne et malgré cela à ralentir leurs investissements. Au cours du trimestre, le taux d'épargne a ainsi atteint 12,9 % pour les ménages et les ISBLM, et 10,2 % pour les ménages au sens strict, soit une hausse de 0,6 point pour les premiers et de 0,8 point pour les seconds par rapport au trimestre précédent. Le taux d'investissement a également baissé, passant à nouveau sous la barre des 12 %.

Parallèlement, les sociétés non financières, particulièrement celles du secteur industriel,

continuent de faire face à une compression de leurs marges. Le taux de marge a reculé de 1,2 point pour atteindre 42,6 %, affecté par la hausse des coûts de production, notamment dans les secteurs de l'énergie et des matières premières. La demande intérieure, insuffisante pour compenser ces pressions sur les coûts, reste atone. En outre, le ralentissement prolongé de la production industrielle, particulièrement visible dans les biens intermédiaires et les biens de consommation durables, a directement affecté les résultats des entreprises. Le chiffre d'affaires du secteur industriel a ainsi reculé de 0,6 % sur le mois en juillet, confirmant les difficultés rencontrées pour maintenir des niveaux de rentabilité suffisants.

Cette fragilisation de l'activité a également pesé sur le taux d'investissement des entreprises non financières, qui a baissé à 22,2 % au deuxième trimestre, contre 22,7 % au trimestre précédent.



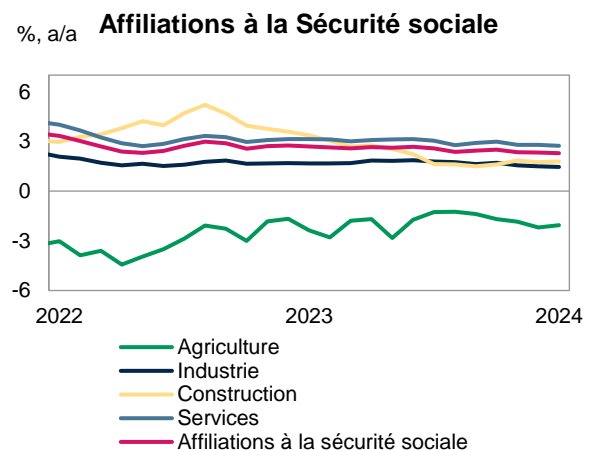
**Notre opinion** – En conclusion, les comptes des agents privés non financiers au deuxième trimestre 2024 soulignent une dynamique économique fragilisée en Italie. Les ménages, bien que bénéficiant d'une amélioration modérée de leur revenu disponible, continuent de privilégier l'épargne au détriment de la consommation, tandis que les entreprises non financières, et notamment celles du secteur industriel, voient leurs marges se réduire et leur taux d'investissement baisser dans un contexte de production en repli.

**Espagne : l'emploi ralentit**

L'emploi espagnol a enregistré une augmentation de 22 220 affiliés à la sécurité Sociale au mois de septembre par rapport à août, de sorte que le T3 s'est clôturé sur une croissance trimestrielle de 0,3%, en ralentissement par rapport au T2 (0,8%). Le nombre total d'affiliés s'est élevé à 21 198 206 en septembre, soit 473 411 de plus qu'il y a un an (+2,3% sur un an). 41,7% de l'augmentation du nombre d'affiliés au cours de la dernière année concerne les travailleurs étrangers, qui représentent 13,6% du total contre 13,0% il y a un an.

Les services continuent d'afficher les créations d'emploi les plus dynamiques au rythme de 2,7% sur un an, ne montrant qu'un ralentissement très marginal par rapport au mois précédent. La baisse de l'emploi dans l'agriculture ralentit légèrement sur un an (-2,1%), tandis que la croissance de l'emploi dans l'industrie se stabilise, pour le troisième mois consécutif, à 1,5% ainsi que la construction à 1,8% pour le deuxième mois.

Le nombre de chômeurs diminue de 22 729 individus, soit la plus forte baisse depuis avril 2024. Ainsi, la baisse des demandeurs d'emploi au T3 s'affiche à 14 277, en accélération par rapport au T2 (-9 136 personnes).



**Notre opinion** – La création d'emplois se poursuivra tout au long de l'année en cours et en 2025, bien qu'à un rythme inférieur à celui des derniers trimestres. Selon les prévisions de la Banque d'Espagne, les heures travaillées devraient augmenter de 1,8% en 2024 et de 1,7% en 2025. Ces progressions, inférieures à celles projetées pour l'activité, favoriseront une hausse de la productivité, dont le dynamisme a été relativement modeste au cours des derniers trimestres.

## Pays émergents

### Asie

#### Inde : pour Narendra Modi, cent premiers jours au goût amer

Mi-septembre, Narendra Modi célébrait les cent premiers jours de son troisième mandat à la tête du pays avec un fort goût d'inachevé. Loin des discours triomphalistes dont il était coutumier, le Premier ministre indien est apparu presque sur la défensive.

En perdant sa majorité absolue au Parlement lors des dernières élections de juin, alors qu'il visait de conquérir un nombre de sièges encore plus élevé, qui lui aurait permis des modifications substantielles de la Constitution, Narendra Modi a dû lier ses mains à celles de deux responsables régionaux pour le meilleur et, pour le moment, le pire.

La session parlementaire de l'été a ainsi été très frustrante pour le BJP, contraint d'abandonner des textes qui auraient restreints un peu plus les médias indépendants et stigmatisés les musulmans et les castes inférieures, boucs émissaires habituels du gouvernement. Mais les alliés régionaux de l'Andhra Pradesh et du Bihar, sûrement plus soucieux de ménager leur base électorale, n'ont pas suivi.

#### Parjanya, l'allié inespéré

Narendra Modi n'a jamais caché son côté religieux, lui qui s'est proclamé « empereur des cœurs hindous » et rêve de faire de l'Inde une « nation safran » débarrassée de ses minorités religieuses. Alors qu'il assistait à une cérémonie privée avec le président de la Cour Suprême – une conception toute personnelle de la séparation des pouvoirs –, il faut croire que ses prières ont peut-être été entendues par Parjanya, dieu indien de l'orage et de la pluie.

Car dans son malheur, Narendra Modi peut compter sur deux alliés de choix : la croissance, et la mousson. En Inde, où plus de 50% de la population tire son revenu principal de l'agriculture, la première va rarement sans la deuxième. En 2023, la saison des moussons s'était conclue par des pluies en dessous des normales historiques, notamment dans l'est du pays, en raison du phénomène climatique El Niño. Cette année, l'Inde a au contraire bénéficié de l'influence de La Niña. La mousson d'été (juillet-septembre), qui compte pour 70% des précipitations totales dans le pays, a donc été plutôt satisfaisante, même si de grands écarts géographiques persistent, et fragilisent certains États, toujours en grave stress hydrique.

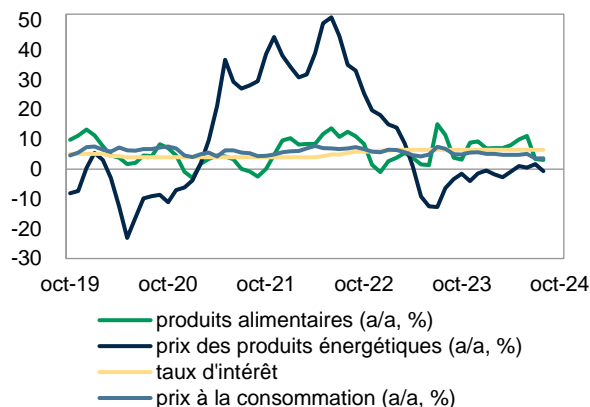
Il n'empêche qu'avec des pluies supérieures de 8% à la moyenne historique en 2024, les récoltes devraient être plutôt satisfaisantes.

Or, de bonnes récoltes sont capitales car elles assurent à plusieurs titres la stabilité économique du pays. **Premier canal de stabilité : l'inflation.** Les

produits alimentaires comptent pour 46% de l'indice des prix à la consommation indiens. Ils constituent donc généralement la première source explicative de la trajectoire de l'inflation. Dans le passé, des épisodes d'accélération des prix avaient d'abord été déclenchés par des pénuries sur les légumes TOP (tomates, oignons, pommes de terre), à la base de l'alimentation indienne, ou sur certaines céréales (riz et blé). Le poids politique des prix alimentaires est également capital. En 1998, la forte hausse des prix de l'oignon avait ainsi coûté au BJP les élections locales à New Delhi.

Une inflation stabilisée sous ou autour des 4%, comme c'est le cas actuellement donnerait de surcroît un peu d'air à la banque centrale indienne (RBI), qui pourrait profiter du premier assouplissement monétaire américain pour baisser à son tour son taux directeur – actuellement de 6,5% – de 25 ou 50 points de base lors d'un des prochains comités monétaires (octobre, décembre ou février).

Inde : inflation et taux d'intérêt

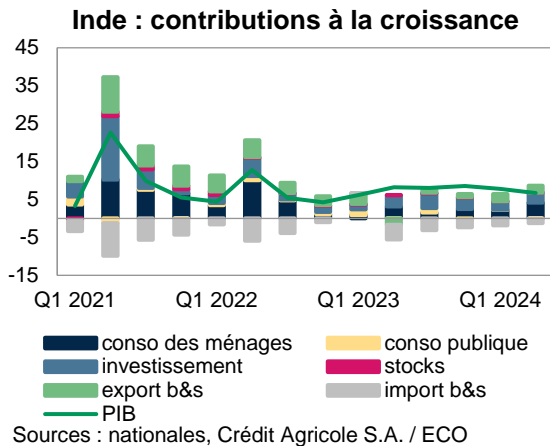


Sources : OEAGI, RBI, Crédit Agricole S.A. / ECO

**Deuxième canal de stabilité : la demande.** Le secteur agricole représente 14% du PIB mais fait vivre 50% de la population. Alors que la consommation privée reste le premier moteur de la croissance indienne, de mauvaises moussons auraient pesé sur les perspectives de fin d'année qui, tout en restant dynamiques, sont moins positives que celles du premier semestre.

Narendra Modi peut toujours se targuer d'afficher la croissance la plus élevée parmi les pays du G20 – elle devrait atteindre 7,3% en 2024 et 6,3% en 2025 – mais les promesses de faire de l'Inde une alternative crédible face à la Chine, et donc d'attirer de nouveaux investissements et entreprises dans le secteur manufacturier, peinent à se matérialiser. Les investissements continuent de se concentrer dans des secteurs proches du domaine public (défense,

routes, ciment, acier) mais restent rares dans le secteur manufacturier, où les perspectives d'emplois associées seraient pourtant les bienvenues. Le soutien de la consommation privée est donc toujours nécessaire.



**Troisième canal, celui des révoltes paysannes.** Ces dernières se sont multipliées depuis le Covid. En 2020-2021, les agriculteurs indiens avaient campé pendant des mois aux portes de Delhi pour dénoncer la libéralisation du marché des céréales et demander au contraire que le mécanisme de garantie des prix soit étendu à un plus grand nombre de cultures. Si la réforme avait finalement été abandonnée, le mécanisme de garantie des prix n'aurait pas été étendu, provoquant de nouvelles manifestations début 2024, alors que les élections générales approchaient. Le sujet n'est toujours pas

réglé, bien que les aides aux agriculteurs fassent partie de la liste des réformes prioritaires du gouvernement, mais la récolte 2024 devrait déjà assurer une relative stabilité financière au monde agricole.

**De la croissance, mais toujours pas assez pour créer de l'emploi**

La croissance, aussi élevée soit-elle, n'est toujours pas suffisante pour créer les emplois nécessaires à l'absorption des nouveaux entrants sur le marché du travail. Le budget adopté durant l'été se fixait comme priorité le soutien à l'emploi des jeunes, qui constituent l'écrasante majorité des chômeurs indiens (80% des chômeurs ont moins de 35 ans), mais les derniers échos du marché du travail – pour lequel il n'existe pas de réelles statistiques, tant le niveau d'informalité est élevé – font état de difficultés accrues, y compris pour les diplômés des institutions les plus prestigieuses, et d'une ruée sur les emplois gouvernementaux, même les moins qualifiés, leur permettant toutefois un salaire régulier.

Le marché du travail indien reste ainsi enfermé dans ses écueils structurels : informalité, faible taux de participation des femmes (qui supportent l'écrasante majorité d'un travail domestique non rémunéré) et chômage des jeunes. D'où la nécessité de créer des emplois plus formels, notamment dans le secteur manufacturier, traditionnellement plus intensif en travail. Et de ne plus faire porter un poids si grand à la mousson, de moins en moins contrôlable en raison du réchauffement climatique.

 **Sri Lanka : un renouveau politique très attendu dans un contexte économique toujours fragile**

Ce dimanche 22 septembre, Anura Kumara Disanayake, candidat à la tête de la coalition des partis de gauche, a remporté les élections présidentielles et est devenu le neuvième président du pays. Arrivé en tête avec 42,3% des voix au premier tour et près de 56% en comptant le vote préférentiel au second tour, il succède à Ranil Wickremesinghe, membre de la formation libérale-conservatrice Parti national uni (EJP).

Cette victoire du candidat marxiste est aussi celle des très nombreux Sri-lankais qui s'étaient mobilisés en 2022 lors de la grande révolution citoyenne. Les manifestants exigeaient alors le départ du président Gotabaya Rajapaksa et de son frère, le Premier ministre Mahinda Rajapaksa, tous deux tenus responsables de la débâcle économique dans laquelle était plongé le pays. Les citoyens aspiraient à un renouveau politique et à une véritable démocratisation du pays. En mai 2022, Mahinda Rajapaksa avait démissionné en espérant calmer le mouvement, en vain. Trois mois plus tard, en juillet 2022, Gotabaya Rajapaksa avait fui le Sri Lanka pour se réfugier à Singapour avant de démissionner,

mettant fin à 13 ans de gouvernance de la dynastie Rajapaksa.

Une maigre victoire toutefois pour les Sri-lankais désireux de changement. En effet, en désignant comme nouveau président Ranil Wickremesinghe, ancien Premier ministre, le Parlement n'avait pas tenu compte des revendications des manifestants, à commencer par un désir de renouveau de la classe politique. Le nouveau président avait d'ailleurs réprimé violemment le mouvement citoyen dès sa prise de fonction.

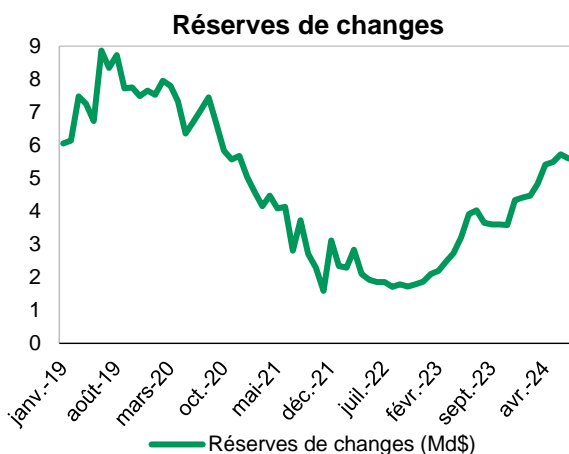
Durant la campagne présidentielle, Anura Kumara Disanayake a su capitaliser sur la colère étouffée des Sri-lankais. Il a notamment promis une politique de rupture et une lutte acharnée contre la corruption qui gangrène le pays. Très impopulaire, le président sortant Wickremesinghe n'a recueilli que 17,2% des suffrages, dans une élection marquée par un taux de participation de 77%. Un camouflet complété par celui imposé à la dynastie Rajapaksa, représentée par le fils de Mahinda, Namal, qui n'a récolté que 2,6% des suffrages.



### De la crise économique au défaut de paiement

Le nouveau président aura fort à faire pour redresser une économie fragilisée par une succession de crises. Les attentats d'avril 2019, revendiqués par l'État islamique (258 morts et plus de 500 blessés, parmi lesquels des ressortissants étrangers en vacances), avaient déjà pesé sur l'industrie touristique. La crise du Covid-19 est venue lui porter un coup fatal, alors même que ce secteur représentait environ 15% du PIB en 2018. Les transferts de la diaspora, une autre source de revenus importante pour le pays (9% du PIB), s'étaient également contractés en 2020, avant de reprendre.

En 2022, lourdement endetté à l'extérieur, l'État sri-lankais faisait face à des échéances importantes et ce, alors même que les réserves de change atteignaient 2,1 Md\$, soit à peine plus d'un mois d'importations. Des mesures prises pour calmer le mécontentement social, comme la suppression de la TVA, n'avaient fait qu'accentuer le risque de défaut en privant l'État de recettes, sans pour autant améliorer la situation économique et sociale.



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

Pour conserver ses réserves, le gouvernement avait alors entrepris une réduction drastique des importations, provoquant des pénuries alimentaires, de médicaments et surtout de gaz et de carburant. Cette économie de pénurie avait alimenté une inflation déjà élevée (14% en décembre 2021 en glissement annuel – g.a.), qui s'était ensuite envolée : 34,5% en avril 2022 en g.a. et jusqu'à 72,5% en septembre 2022.

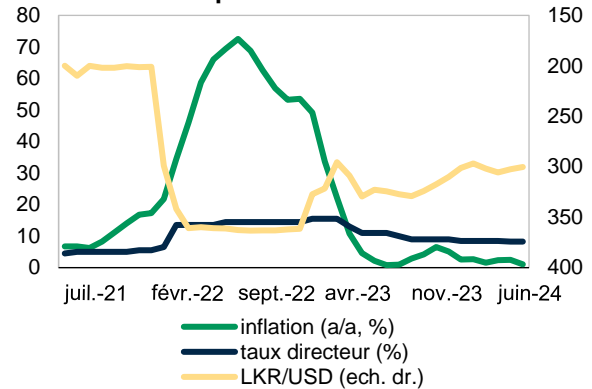
En réaction, la Banque centrale avait augmenté son principal taux directeur de 700 points de bases (pdb) en avril 2022 puis de 100 pdb en août 2022, pour le porter à 14,5%. Mais les effets de cette hausse de taux avaient été très limités dans ce pays très informel et faiblement bancarisé, où le canal de transmission de la politique monétaire par le crédit fonctionne assez peu.

À la chute drastique des réserves de change et à l'inflation galopante, s'était ajoutée une dépréciation brutale de la roupie sri-lankaise. La monnaie

nationale s'était effondrée, passant de 200 roupies pour 1 dollar américain en février 2022 à 350 roupies pour 1 dollar en avril de la même année, perdant 75% de sa valeur en seulement deux mois. Un choc supplémentaire qui avait alourdi encore un peu plus l'endettement externe en devises et pesé sur le solde commercial, toujours déficitaire malgré les restrictions.

Acculé, le pays annonce alors la **cessation de paiement** de sa dette le 12 avril 2022 pour la première fois de son histoire.

### Sri Lanka : l'inflation reflue et la roupie reste faible



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

Pour faire face à cette crise de la dette, le gouvernement sri-lankais est contraint de solliciter le FMI, mais aussi de trouver un accord avec son principal créancier chinois – fin 2023, la Chine possédait 43% de la dette bilatérale sri-lankaise, devant le Japon, à 22%, et l'Inde, à 15%. De fait, depuis la fin de la guerre civile en 2009, le Sri Lanka s'était tourné vers Pékin pour le financement des infrastructures dont manquait le pays, en particulier le fameux port de Hambantota – financé par des prêts de l'Eximbank chinoise, et construit par des entreprises chinoises. Fameux parce que Pékin a obtenu ensuite une concession de 99 ans, en 2017, en échange d'un effacement de dette. Or, ce fut l'un des exemples très débattus sur le thème du « piège de la dette » chinois. Plusieurs études (Chatham House et John Hopkins notamment) contestent néanmoins cette idée, arguant du fait que la Chine a été confrontée elle aussi, comme les autres créanciers, à la faillite sri-lankaise. Effectivement, fin 2023, l'Eximbank s'engage sur une extension de dette, avant la négociation FMI.

Celui-ci, après plusieurs mois de discussions, accorde un plan de sauvetage de 2,9 Md\$ qui est mis en place en mars 2023. Ce programme, étalé sur 48 mois, prévoit des décaissements conditionnés à l'atteinte d'objectifs chiffrés. Les principales mesures visent à réduire le déficit public par l'augmentation des recettes fiscales et la maîtrise des dépenses, stabiliser les prix, reconstituer les réserves de change et assurer la stabilité du secteur financier.

En juin 2024, le FMI a publié le rapport de la deuxième revue de son programme. Celle-ci a permis le déblocage d'une nouvelle tranche de 336 millions de dollars, qui s'ajoutent aux quelques 660 millions déjà versés depuis le lancement du plan en 2023.

#### La sortie de crise se dessine peu à peu

Plus de deux ans après son défaut de paiement, la situation macroéconomique du Sri Lanka montre des signes d'amélioration significatifs. Le PIB progresse pour le quatrième trimestre consécutif, la croissance s'établissant à 4,7% en g.a. au T2 2024. Dans le même temps, l'inflation poursuit sa décélération, se maintenant sous la barre des 5% depuis février 2024, conformément à l'objectif fixé par la Banque centrale. En août 2024, le taux d'inflation s'établit à 1,1%. Dans ce contexte favorable, la Banque centrale a procédé à des baisses successives de son taux directeur à partir de juin 2023, le fixant à 8,25% en juillet 2024. Par ailleurs, les réserves de changes sont remontées à leur plus haut niveau depuis décembre 2020. Au premier semestre 2024, elles ont augmenté de 1,2 Md\$ pour atteindre 5,7 Md\$ en juin. Ajoutons que la devise sri-lankaise s'est appréciée de 10,3% en g.a. en 2023 puis de 6% au premier semestre 2024.

Bien que le programme du FMI semble porter ses fruits, le pays demeure vulnérable. Les objectifs fixés par le FMI restent très ambitieux, notamment en matière de recettes fiscales. En effet, l'État pourrait rencontrer des difficultés à atteindre la cible de revenus d'impositions, fixée à 13,9% du PIB pour 2025, puisque le président Dissanayake a promis une baisse de la TVA et de l'impôt sur le revenu pour les plus précaires. Ainsi, pour atteindre l'objectif du FMI et débloquer une partie du prêt nécessaire au financement en devises dont il dépend, le gouvernement devra identifier d'autres sources de revenus jugés crédibles par le FMI. Cette démarche est cruciale pour maintenir l'accès au financement extérieur dont le Sri Lanka a besoin pour poursuivre son redressement économique.

#### Un territoire stratégique, ouvert sur l'Océan Indien, et objet de convoitise des grandes puissances

Mais ce financement ne sera pas dépourvu d'enjeux géopolitiques pour un pays dont la position stratégique sur l'Océan Indien intéresse la Chine, l'Inde et les États-Unis. Delhi a d'ailleurs tenté de profiter des alternances politiques en 2022, en proposant des facilités de prêts, des lignes de crédit, mais aussi des échanges de dette contre actifs, notamment contre un aéroport – pratiquant donc à peu près la même stratégie que la Chine. Par ailleurs, de gros contrats avaient été accordés au milliardaire indien Gautam Adani, proche de N. Modi, en particulier la construction d'un terminal de conteneur à Colombo, et un parc de réservoir pétrolier. Aujourd'hui, la percée indienne est remise en question par le scandale d'un contrat de parc d'éoliennes accordé à Adani par la présidence précédente sans appel d'offre (et appuyé par des financements américains). Ce contrat est dénoncé à la fois par la population locale et par le nouveau président.

L'alternance politique va-t-elle se traduire par une réorientation géopolitique du pays ? Pas nécessairement. La nouvelle direction a l'air surtout décidée, comme dans beaucoup de pays, à jouer une carte opportuniste. Nous travaillerons avec le monde, a déclaré le président. Il s'agit donc de profiter de la grande redistribution d'influence géopolitique pour jouer les uns contre les autres, et obtenir le maximum d'avantages des uns et des autres. Concrètement, la Chine construit une raffinerie essentielle pour limiter les pénuries d'énergie locales, mais cela ne fermera plus la porte à d'autres pays. Enfin, le Sri Lanka est certainement aussi un bon exemple des difficultés de l'Inde à déployer une influence dans son voisinage, paradoxe à l'heure où Delhi exerce de plus en plus d'influence géopolitique globale.

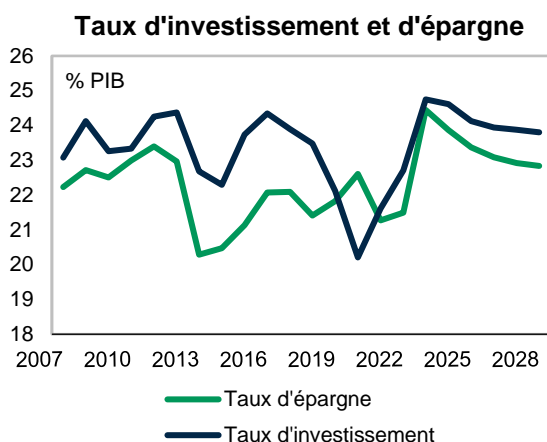
## Amérique latine

### Mexique : Claudia Sheinbaum face au défi de l'investissement, concilier héritage d'AMLO et attractivité économique

Première femme à présider le Mexique, Claudia Sheinbaum vient de prendre ses fonctions. Elle fait face à des défis économiques majeurs, notamment le rééquilibrage des finances publiques et l'opportunité de tirer parti du « nearshoring ». Pour ce faire, le Mexique a besoin d'importants investissements dans le secteur de l'énergie et les infrastructures de transport, nécessitant une coopération renforcée avec le secteur privé.

**En termes d'investissement, les performances mexicaines se sont récemment améliorées.** La Formation brute de capital fixe (FBCF) a, en effet, affiché une croissance de plus de 17,8% en 2023 par rapport à 2022. Cette croissance exceptionnelle ne préjuge pas des performances futures ; au premier semestre 2024, la croissance s'est établie à près de 3,9% (en glissement annuel). Ce ralentissement découle de l'achèvement de projets d'infrastructure mais aussi d'un certain attentisme.

À la faveur du bond récent, le taux d'investissement (investissement/PIB en volume) s'est redressé pour atteindre 24,75% du PIB en 2023, contre une moyenne de 23,3% entre 2005 et 2019, puis 24,5% au premier semestre de 2024.



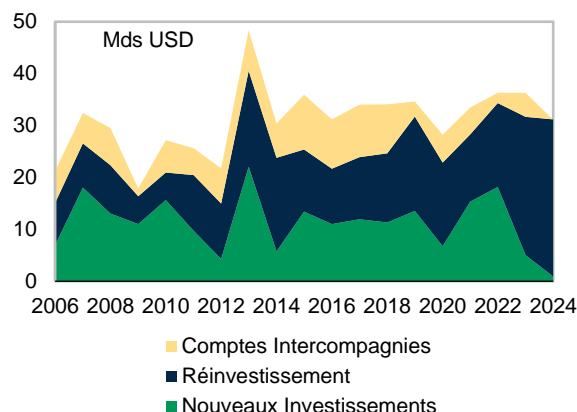
Source : FMI WEO, Crédit Agricole S.A./ECO

### Les investissements directs étrangers (IDE) ont également progressé ces dernières années

Les États-Unis restent le principal partenaire du Mexique, représentant 44% des IDE en 2024, loin devant l'Allemagne avec 13% ; les IDE en provenance de Chine restent marginaux (estimés à seulement 1%). Les IDE restent principalement concentrés sur les industries manufacturières (47% sur la période 2022-2024), suivies par le secteur financier et des assurances (17%), le secteur minier (8%) et les transports (8%). La majorité des investissements se dirigent vers Mexico D.F. (35%) et les États du nord du pays (30%) : ils n'irriguent donc toujours pas l'intégralité du territoire.

Cependant, tout comme pour le rythme de croissance de la FBCF, un léger ralentissement des IDE a récemment été observé. Alors que les nouveaux investissements diminuent, ce sont les réinvestissements qui dominent : un mouvement qui semble signaler la poursuite de la tendance au *nearshoring* mais aussi une certaine incertitude.

### IDE par type d'investissement



Source : Secr. de Economia, Crédit Agricole S.A./ECO

### Cette incertitude est principalement liée aux élections récentes au Mexique et à celles en cours aux États-Unis.

La super majorité du Parti Morena a permis à AMLO de passer la réforme judiciaire et ouvre la porte à d'autres réformes constitutionnelles. Si elles n'impactent pas directement les institutions et la gestion économique, elles suscitent des préoccupations quant à leur impact sur l'environnement d'investissement. Elles contribuent également au durcissement du ton des États-Unis : un raidissement à éviter en vue, notamment, de la renégociation de l'accord USMCA en 2026.

L'éventuelle réélection de Trump pourrait aussi refroidir les investisseurs, ce dernier ayant proposé des tarifs douaniers de 100% sur toute voiture importée du Mexique, ce qui pourrait pousser des fabricants européens à relocaliser leur production aux États-Unis.

En plus de ces facteurs externes, les investisseurs attendent de voir comment Claudia Sheinbaum abordera la politique commerciale, tant avec les États-Unis qu'avec la Chine, car cela influencera l'attitude de Washington. Pour l'instant, la présidente se montre rassurante, prônant une coopération bénéfique avec les partenaires nord-américains. Lors de son discours inaugural, elle a également mis l'accent sur la responsabilité budgétaire et la viabilité de la dette. Le budget prévu pour le 15 novembre sera crucial pour évaluer sa stratégie.

Réputée plus technocrate et pragmatique que son prédécesseur, Sheinbaum pourrait adopter une approche plus conciliante envers le secteur privé, ce qui sera particulièrement nécessaire dans le secteur énergétique, où l'accent mis sur les entreprises publiques a suscité des inquiétudes chez les investisseurs étrangers. Les nominations à la tête de

ces entreprises seront surveillées de près. Un équilibre entre intervention étatique et collaboration avec le secteur privé est possible ; il reste toutefois à confirmer.

**✓ Notre opinion** – *Une reprise des investissements reste attendue en 2025, à la faveur d'une diminution de l'incertitude. Les investisseurs devraient avoir eu le temps d'évaluer les réformes judiciaires et le recul anticipé des taux d'intérêt y serait également propice. Un scénario plutôt favorable sous réserve, bien sûr, que l'économie américaine « atterrisse en douceur » et qu'aucune modification brutale de la politique commerciale américaine ne survienne brutalement.*



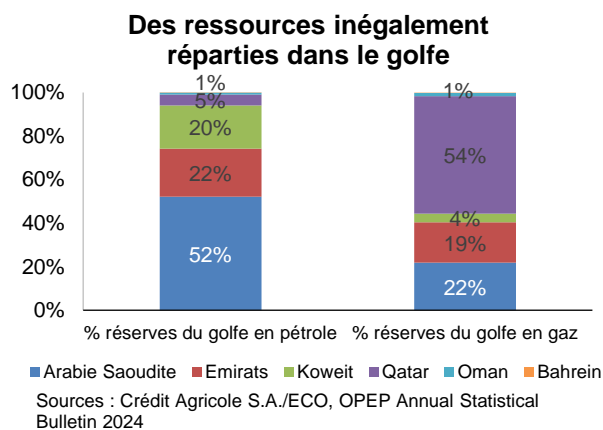
## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### Oman : laboratoire fiscal de l'après-pétrole ?

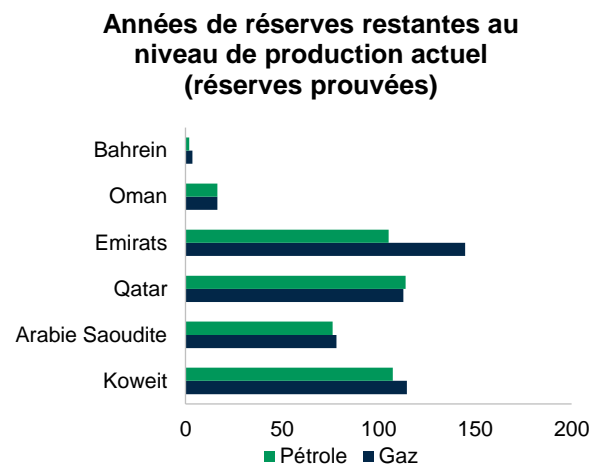
Oman est sur le point de devenir le premier pays du golfe à introduire un impôt sur le revenu pour les particuliers. Le projet de loi, déjà adopté par le Parlement, a été envoyé pour validation finale au conseil d'État fin juin. Le long processus, qui avait commencé en 2020 et apparaissait dans le projet fiscal à moyen-terme 2020-2024, semble s'approcher de son terme, et laisse entrevoir une introduction de l'impôt en 2025. Il semblerait que le texte prévoit un système d'imposition différencié entre nationaux et expatriés : un taux forfaitaire de 5% du revenu net global au-dessus du seuil d'un million de dollars pour les nationaux ; un taux entre 5 et 9% pour les expatriés s'appliquerait à un seuil, toujours élevé mais malgré tout beaucoup plus bas, de cent mille dollars.

Dans son dernier rapport de notation, Fitch estime que ce nouvel impôt pourrait rapporter l'équivalent de 0,2% du PIB de revenus supplémentaires à l'État en 2025. Un impact donc limité sur le budget omanais, mais une symbolique importante pour le Golfe. **C'est aussi, et surtout, un nouvel outil dans l'arsenal fiscal d'Oman pour diversifier les revenus de l'État, alors que le sultanat accélère les réformes pour diminuer sa dépendance à la rente pétrolière.** Sa mise en œuvre et ses effets seront certainement observés de près par les autres États du Golfe qui, pour la plupart, ont introduit la TVA mais n'ont pas encore abordé la question épineuse de l'impôt sur les revenus des riches particuliers qu'ils cherchent à attirer. **Alors, pourquoi et comment le sultanat se retrouve-t-il à l'avant-garde des mesures de transition du modèle fiscal de rente dans le golfe ?**

Un premier élément de réponse se trouve dans la répartition des ressources entre les États de la région. En effet, Oman dispose d'un des niveaux les plus bas des réserves prouvées en pétrole et gaz de la péninsule arabe.



**Cela a une double conséquence : d'abord, Oman atteint plus rapidement les limites de son modèle rentier lorsque les prix du pétrole baissent ; ensuite, la réalité d'une rente qui ne sera pas éternelle est bien plus imminente.** Sur la base des données 2023 publiées par l'OPEP, Oman épuiserait ses réserves prouvées en énergie fossile d'ici une quinzaine d'années, au rythme de production actuel.

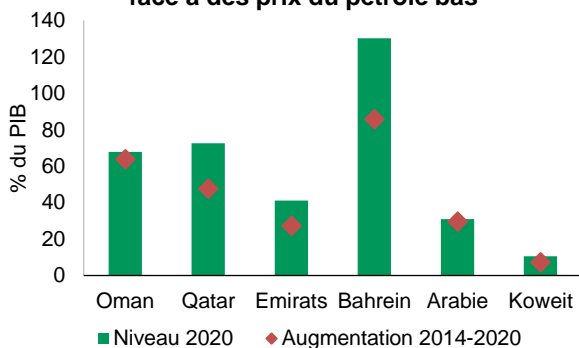


Bien sûr, ce calcul est très théorique et, par ailleurs, les investissements dans l'exploration pétrolière et dans l'optimisation des méthodes d'extraction ont permis à Oman de pratiquement compenser sa production sans altérer significativement ses réserves en pétrole sur les vingt-cinq dernières années. On peut donc supposer, sans trop de risques, que la production pourrait continuer à être tirée au-delà de la limite des réserves prouvées actuelles. Pourtant cette logique se heurte à la réalité d'un coût d'extraction marginal qui augmente. La situation est un peu différente pour le gaz, dont Oman a pu augmenter la production (de 0,6 million barils/j en 2014 à 0,89 en 2023). Mais le gaz rapporte à l'État moins de la moitié des revenus du pétrole.

**La soutenabilité des réserves du sous-sol d'Oman impose donc une production d'hydrocarbure relativement faible par rapport à la taille de ses besoins pour entretenir le modèle fiscal traditionnel de rente des États du Golfe.** Ce dernier implique une quasi-absence d'impôts, l'emploi de la population nationale dans le secteur public, la subventions des produits de base et une couverture sociale. Le niveau de production par habitant, qui, pour Oman, est un des plus faibles du

golfe<sup>3</sup>, donne l'intuition de la limite de l'adéquation entre le niveau de la rente et ce modèle. Mais celle-ci est surtout devenue évidente à partir de 2014, lorsque les prix du pétrole se sont effondrés. Cela avait alors révélé la rigidité de la structure budgétaire omanaise, fondamentalement liée à un modèle rentier établi. La dette publique a ainsi considérablement augmenté sur la période 2014-2020, s'accompagnant d'une forte dégradation de la notation souveraine par les agences (de A en 2014 à B+ en 2020, chez S&P). Celle-ci reflète d'ailleurs, en partie, une évaluation peu favorable de la capacité institutionnelle du pays. L'agence Moody's relève notamment la lenteur de la réponse des politiques publiques aux chocs et de la mise en place des réformes structurelles.

**2014-2020 : la dette reflète la rigidité et la vulnérabilité des budgets du Golfe face à des prix du pétrole bas**



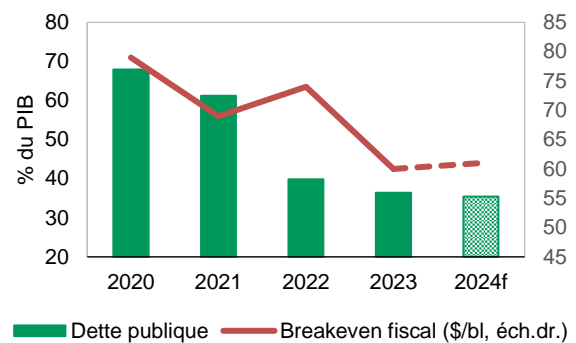
Source : Crédit Agricole S.A./ECO, FMI WEO

**Pourtant, 2020 a marqué un tournant important dans la dynamique de réformes du pays.** 2020 coïncide en effet avec l'arrivée au pouvoir du Sultan Haithman bin Tariq, qui a donné un nouvel élan au potentiel réformateur du pays. **Dépasser les nombreux problèmes structurels du pays (des déficits jumeaux élevés<sup>4</sup>, une croissance atone et un taux de chômage important, surtout chez les jeunes<sup>5</sup>) implique de courageusement déconstruire des acquis, face à un modèle qui atteint ses limites.** Plus précisément, cela inclut l'introduction de la TVA en 2021, la baisse graduelle des subventions sur l'électricité et l'eau, des réformes de l'emploi dans le secteur public, et un contrôle strict des dépenses et investissements publics. Et bientôt, le nouvel impôt sur le revenu viendra compléter l'arsenal.

Il est aussi notable que la forte augmentation des prix du pétrole depuis 2022 n'a pas freiné Oman dans ses réformes. Ceci à l'exception d'une adaptation du calendrier pour la levée totale des subventions d'électricité (étalée sur dix ans au lieu

de cinq), pour en diminuer l'impact sur la population. Il en résulte que le budget continue de se consolider : la balance primaire hors pétrole et gaz (mesure plus structurelle du budget, la volatilité des revenus des hydrocarbures en étant exclue) s'est consolidée, le déficit passant de 40% du PIB non-pétrolier en 2014 à 22% en 2023. Et, depuis la remontée des prix du pétrole, les excédents de la balance budgétaire totale qui en découlent ont largement permis de repayer la dette publique. Celle-ci est passée de 68% en 2020 à 36% en 2023, et la dette des entreprises publiques de 41% en 2021 à 30% en 2022. Quant à elle, la note des agences remonte, à juste un palier du très recherché statut *investment grade*.

**Les réformes structurelles d'ampleur portent leurs fruits**



Source : Crédit Agricole S.A./ECO, FMI WEO, IIF

Enfin, un autre pan des réformes marque un tournant institutionnel notable. Il concerne la délégation d'une partie du pouvoir exécutif du Sultan à des ministères ou autres institutions publiques (comme la banque centrale, ou le conseil des ministres). **C'est une tentative de découplage progressif de « l'identité » de l'État et du sultan, développement institutionnel important dans le cadre d'une monarchie du Golfe.** Ces mesures s'accompagnent de la création d'une structure, *Energy Development Oman* (EDO), sur laquelle ont été transférés les parts de l'État dans l'entreprise nationale de pétrole et gaz. Cela permet d'institutionnaliser plus clairement les transferts entre l'État et la compagnie pétrolière. Enfin, l'OIA (*Oman Investment Authority*) a été créée pour consolider et gérer l'ensemble des actifs souverains, ainsi que les entreprises publiques (à l'exception d'EDO). L'institution a désormais la charge de la restructuration des entreprises publiques, voire de leurs privatisations.

<sup>3</sup> La population omanaise a atteint 5,2 millions d'habitants en juin 2024, supérieure à celle du Bahreïn (1,5 Mo), du Qatar (3 Mo), ou du Koweït (4,3 Mo). La population est plus importante aux Émirats arabes unis (11 Mo), mais il est estimé que seulement 10% environ sont des nationaux (contre 58% à Oman). L'Arabie saoudite a la plus large population (37,5 millions) mais dispose d'une rente plus vaste.

<sup>4</sup> Un déficit budgétaire de 14% du PIB en moyenne sur 2014-2020, et un déficit courant de 9% du PIB en moyenne sur la même période.

<sup>5</sup> Le taux de jeunes inactifs en 2023 était de 15% selon la Banque mondiale.

**Bien sûr, ces réformes, largement plébiscitées par les agences de notation et les marchés, demandent une certaine habileté de la gestion de la transition.** Parce qu'Oman les a entreprises assez tardivement, il faut gérer un ajustement plus abrupt. D'abord, cela se ressent sur la croissance, qui a fortement décéléré – passant à 2,2% en moyenne sur 2014-2023 contre 4,9% sur les dix années précédentes. Et depuis 2021, point d'inflexion des réformes, la croissance hors pétrole, essentielle pour l'emploi, pâtit d'une transition brutale de la structure de la demande interne. En effet, les impératifs de consolidation budgétaire ont entraîné une chute de la demande publique, et notamment un

effondrement du secteur de la construction, qui s'en relève à peine. Ensuite, bien que le contrat social omanais – pensé comme le rapport de l'État avec sa population nationale – ne soit pas seulement fondé sur le modèle rentier (puisque'il préexistait le pétrole), il est évident que celui-ci a fortement influencé son évolution moderne. La fiscalité, notamment, pose donc la question de son acceptation politique, et doit être maniée avec précaution. C'est manifestement ce qui sous-tend la structure du nouvel impôt, dont on comprend qu'elle sera différenciée entre nationaux et expatriés.

**☑ Notre opinion** – Depuis 2020 et l'arrivée au pouvoir du Sultan Haithman bin Tariq, Oman fait figure de bon élève du Golfe en matière fiscale. C'est même un renforcement institutionnel global qui est à l'œuvre, c'est-à-dire une assise pour renforcer la confiance des marchés dans la capacité des politiques publiques à transformer l'économie et à répondre aux chocs.

La forte réduction de la dette publique observée récemment n'est pas juste un tournant conjoncturel associé à la hausse des prix du pétrole, elle correspond aussi à une consolidation budgétaire structurelle, qui nécessite de redessiner un modèle fiscal qui défait le schéma traditionnel rentier. C'est en cela que l'introduction d'un impôt sur le revenu des particuliers, une première dans le golfe, sans être une révolution institutionnelle, n'est pas anecdotique. C'est un symptôme de transition.

Oman pourrait donc devenir un laboratoire intéressant pour les pétromonarchies qui sont, pour la plupart, moins pressées par l'épuisement de la rente. Malgré tout, une période de prix du pétrole durablement plus bas, entre 2014 et 2020, et l'incertitude planant sur le rythme et le scénario de la transition mondiale vers l'après-pétrole renforce la nécessité de réfléchir, en amont, à la dépendance vis-à-vis de la rente.

## Géo-économie : les coulisses

### Conflit au Moyen-Orient : test de cohésion pour l'Opep+

Les risques d'un conflit généralisé au Moyen-Orient entre Israël et l'Iran soulèvent de nombreuses incertitudes sur l'équilibre des marchés pétroliers, l'un des canaux de transmission les plus évidents et les plus violents à l'économie internationale. L'entente entre la Russie et l'Arabie Saoudite pour le contrôle de la production de pétrole depuis la création de l'OPEP+, déjà mise à mal au moment du Covid, pourrait bien ne pas résister à une escalade de représailles entre les deux puissances régionales. L'Arabie Saoudite a assumé les plus importantes réductions de production au sein de l'OPEP+, tout en acceptant que l'Iran soumis à un embargo n'ait pas à respecter de quotas de production. Malgré les sanctions internationales, la République islamique est parvenue à augmenter sa production de 0,9 Mb/j, limitant ainsi l'efficacité des réductions de production des autres membres de l'OPEP+. Par le jeu des alliances, formelles ou informelles, en cas de conflit ouvert entre l'Iran et Israël, les intérêts de la Russie et de l'Arabie Saoudite pourraient-ils diverger ?

L'Arabie Saoudite pourrait voir d'un bon œil des frappes sur les capacités de production iraniennes de pétrole, cela permettrait aux prix de rebondir et au Royaume d'augmenter sa production. Cependant, la position de l'Arabie Saoudite va aussi être influencée par ses arbitrages géopolitiques. Jusqu'à très récemment, les pays du Golfe ont cherché à envoyer des messages rassurants sur leur neutralité en direction de l'Iran<sup>6</sup>, dont les frappes sur les infrastructures régionales sont évidemment redoutées. De plus, rappelons que le rapprochement Iran-Arabie piloté par la Chine signalait une évolution importante des priorités stratégiques du Royaume, pour lequel la stabilisation régionale a pris une importance majeure ces dernières années : elle seule peut lui permettre de mener à bien des réformes de structures, qui sont devenues la priorité absolue du gouvernement – en particulier de MBS. Par ailleurs, le coût de ces réformes commence à imprimer le budget de l'Arabie, dont il est déjà prévu qu'il soit en déficit jusqu'en 2030. Cela accroît la dépendance structurelle non seulement des comptes de l'État, mais aussi de la trajectoire de modernisation et de transition du pays, à un prix du pétrole élevé.

Malgré l'alliance avec les États-Unis, il est donc délicat de cerner quel sera le comportement géopolitique de l'Arabie saoudite en cas de guerre élargie. D'autant que tout cela s'inscrit dans une phase de grande recomposition globale, de rapprochement avec la Chine pour les pays du Golfe, d'affaiblissement des États-Unis, et de trauma politique latent dans les populations régionales, lié aux événements tragiques de Gaza. Et tout cela

pèsera évidemment sur les choix des uns et des autres, aussi bien au niveau géopolitique qu'au sein de l'OPEP+. Reste à savoir si les questions géopolitiques peuvent empêcher les comportements opportunistes de prise de rente en cas de hausse des prix...

La Russie, quant à elle, a la « spécificité », face à ses interlocuteurs de l'OPEP+, d'être déjà un pays en guerre, fragilisée économiquement, et qui plus est, agitée par des craintes existentielles, au seuil d'un conflit élargi avec l'OTAN. Rien que ça. Par ailleurs, Moscou lutte contre l'isolement diplomatique et économique que l'Occident essaie de créer pour étouffer son économie et déstabiliser la politique intérieure. La relation avec l'Arabie saoudite est donc très importante sur le plan de la survie politique et géopolitique de V. Poutine, et sa réception en grande pompe en décembre 2023 dans le Royaume en témoigne. L'entrée annoncée de l'Arabie dans les BRICS est aussi une victoire géostratégique majeure. Enfin, une guerre Israël-Iran n'est pas de l'intérêt immédiat de la Russie, qui n'a pas besoin d'un second front « par alliance ». Ce serait même une situation d'arroseur arrosé, car l'ouverture du second front pour les États-Unis à Gaza a évidemment arrangé Moscou. Comment tout cela va-t-il impacter l'attitude russe au sein de l'OPEP+ ? Certainement par une volonté de maintenir la relation avec l'Arabie mais sans perdre son allié iranien, fournisseur de drones. C'est tenable, mais jusqu'à un certain niveau de tension, et surtout, cela va dépendre du niveau d'alignement géopolitique, ou pas, de l'Arabie sur les États Unis. Tout cela encadré par un impératif économique : maintenir des prix du pétrole élevés pour une économie sous sanction, de plus en plus dépendante de sa rente énergétique.

Dans cette situation très complexe, dans quelle mesure les déplacements stratégiques et les alliances des uns, face aux intérêts de tous à maintenir un prix élevé, vont-ils traverser les négociations de l'OPEP+, incitant, ou non, Russie et Arabie à se coordonner ? Il est probable que cela dépende tout simplement du niveau de tensions car plus la guerre sera violente, plus les questions géopolitiques auront la main. Il est par exemple difficile d'imaginer que l'Arabie Saoudite devienne indirectement un allié de l'Iran en restant aligné avec la Russie sur le conflit actuel qui secoue le Moyen-Orient. Les fuites dans le *Financial Times* sur un changement de la politique pétrolière de l'Arabie Saoudite et une augmentation substantielle de sa production de pétrole, n'étaient peut-être pas fortuite, mais constituent un message subliminal du géant pétrolier à son partenaire russe.

<sup>6</sup> Lors d'une réunion



Il est actuellement difficile d'imaginer comment le marché pétrolier et les alliances régionales vont évoluer dans les prochaines semaines. Il est possible que le scénario de prix du pétrole du Crédit Agricole, qui se base sur le maintien des politiques de l'OPEP+, soit ajusté en fonction de l'évolution de la situation au Moyen-Orient.

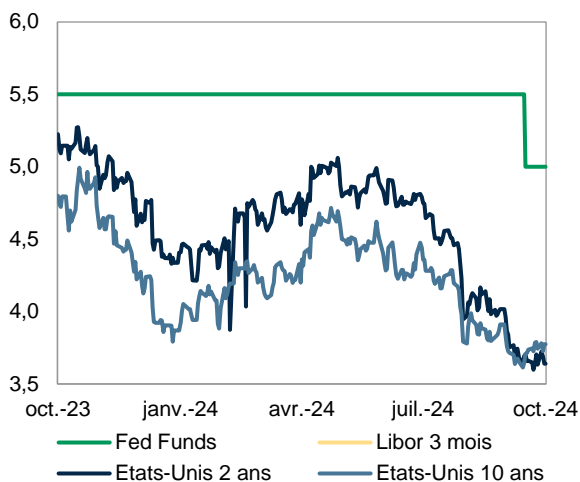
Si le marché pétrolier suscite de nombreuses inquiétudes, un conflit dur avec l'Iran pourrait aussi

avoir d'importantes conséquences sur le marché du gaz naturel. Avec la guerre entre l'Ukraine et la Russie, le Qatar est devenu un acteur clé du marché du gaz naturel. Les méthaniers qataris sont tous obligés de naviguer dans le golfe arabo-persique et de traverser le détroit d'Ormuz. En cas de conflit généralisé, l'Iran sera sans doute tenté de perturber la navigation dans le golfe, comme elle a pu le menacer à maintes reprises dans le passé.

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

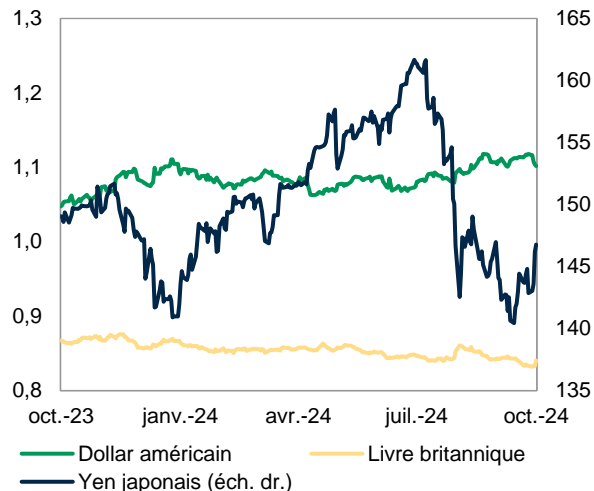
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

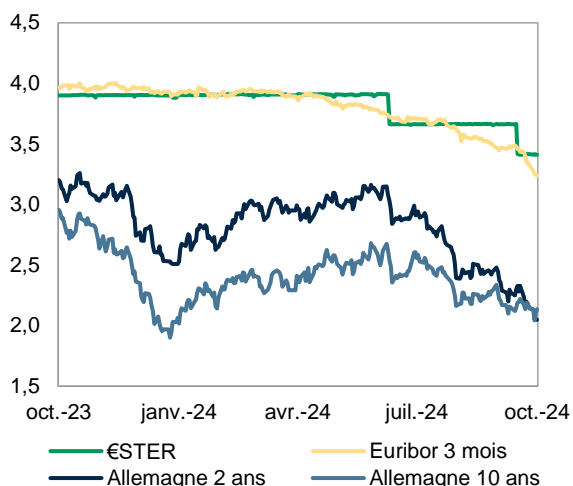
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

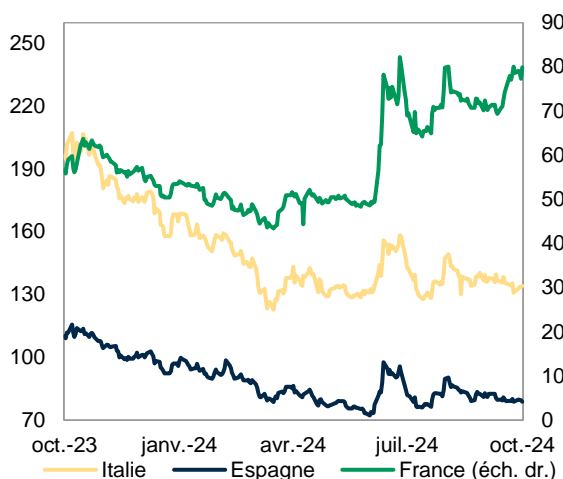
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

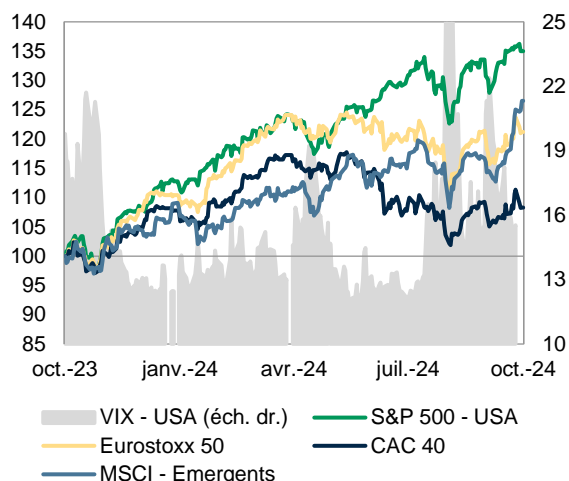
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

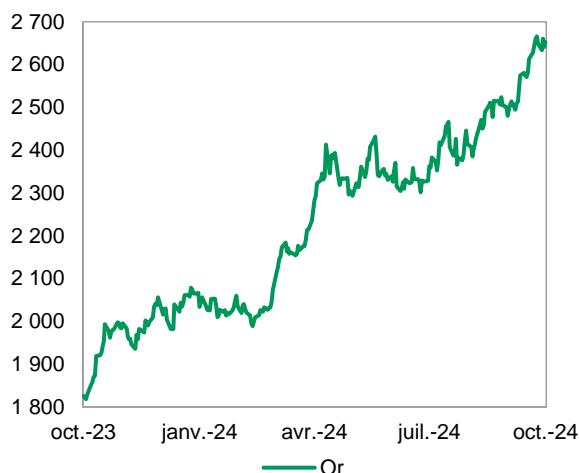
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

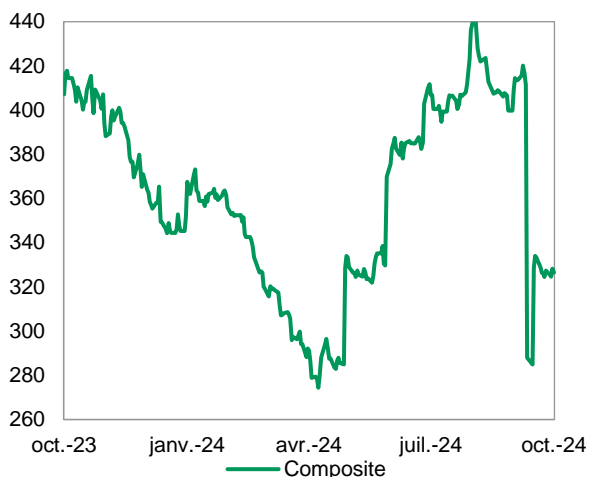
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

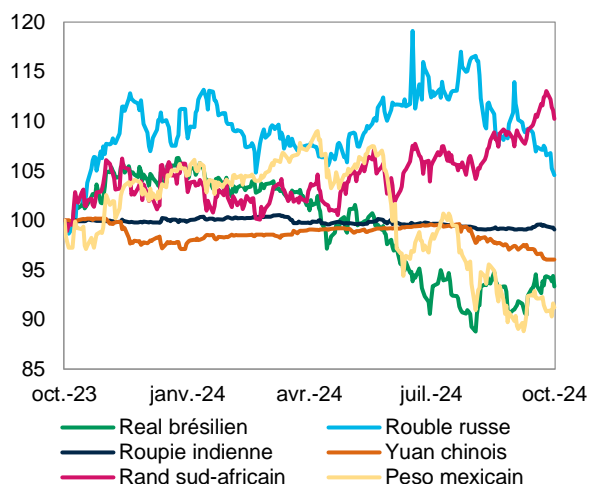
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

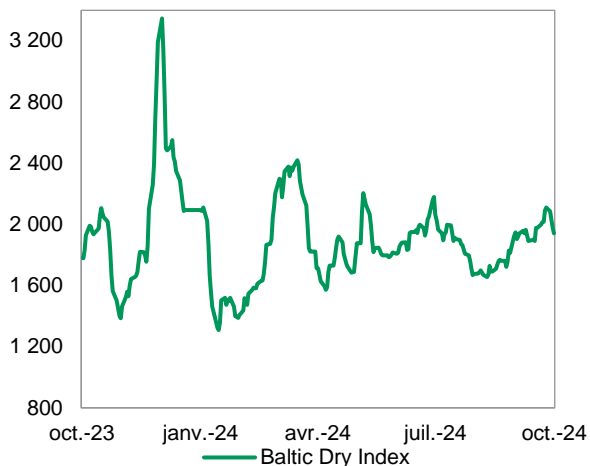
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

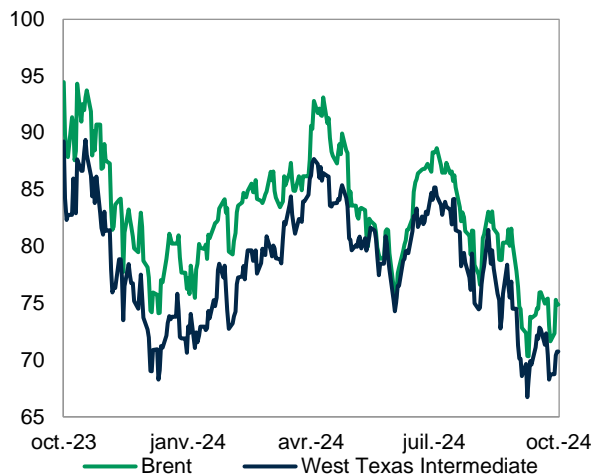
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

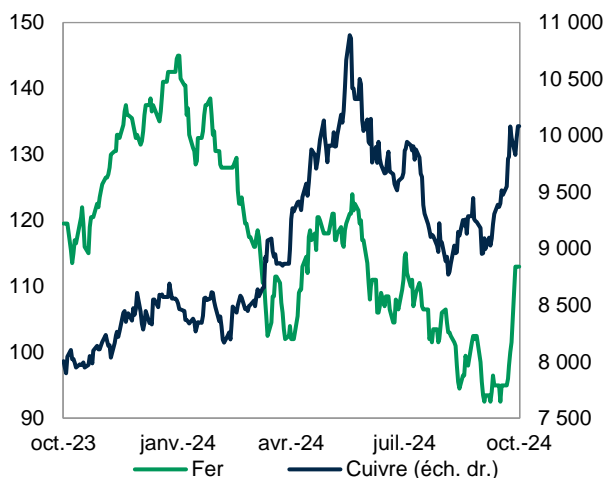
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

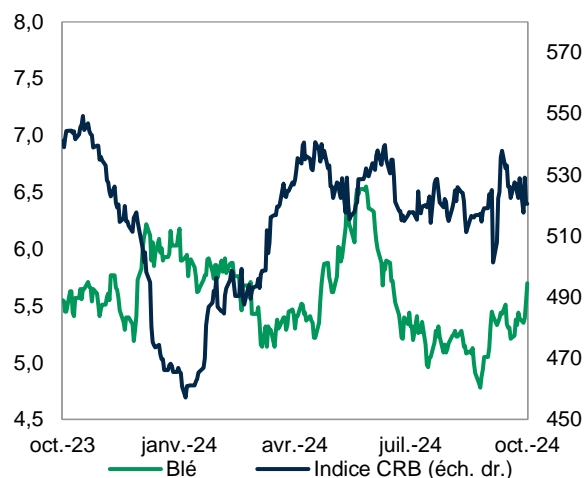
USD/tonne métrique



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 – Octobre 2024

### Des équilibres délicats

Date	Titre	Thème
03/10/2024	<u>La Banque centrale chinoise s'évertue à relancer une croissance en berne</u>	Chine
02/10/2024	<u>Émirats arabes unis – L'invention du « libéralisme stratégique » ?</u>	Moyen-Orient
01/10/2024	<u>France – Consommation en biens, confiance et inflation, amélioration en cours pour les ménages</u>	France
01/10/2024	<u>Avenir de l'Europe / Face à face Union européenne - Chine : quels choix respectifs ?</u>	Europe
27/09/2024	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
26/09/2024	<u>L'Arabie saoudite a-t-elle les moyens de ses ambitions ?</u>	Arabie saoudite
26/09/2024	<u>Corée du Sud – Entre les États-Unis et la Chine, la Corée du Sud cherche la troisième voie commerciale</u>	Corée du Sud
24/09/2024	<u>France – Croissance en hausse en 2025-2026 selon la BdF...</u>	France
23/09/2024	<u>Royaume-Uni – La BoE privilégie une approche graduelle dans son processus d'assouplissement monétaire</u>	Royaume-Uni
20/09/2024	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
20/09/2024	<u>Turquie – La lutte contre l'inflation a-t-elle pris le pas sur la croissance ?</u>	Turquie
20/09/2024	<u>Immobilier commercial en France – Situation et perspectives : les valeurs d'actifs ont arrêté de baisser au T2 2024</u>	Immobilier commercial

### 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 LEBOUGRE (coordination scénario), Jorge APARCIO LOPEZ

**Afrique du Nord, Moyen-Orient :** Laure DE NERVO

**Afrique sub-saharienne :** Thomas MORAND

**Documentation :** Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Datalab ECO

**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.*