

# Perspectives

Hebdomadaire – N°24/263 – 11 octobre 2024

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>L'inflation américaine oblige les marchés à revoir à la baisse leurs anticipations d'assouplissement monétaire de la Fed</i> .....	2
☞ <i>Portugal : l'inflation dépasse à nouveau les 2% en septembre</i> .....	3
☞ <i>La Chine face au protectionnisme</i> .....	4
☞ <i>Arabie saoudite : le défi de la planification économique et budgétaire face à l'aléa pétrolier</i> .....	6

## L'inflation américaine oblige les marchés à revoir à la baisse leurs anticipations d'assouplissement monétaire de la Fed

Après le très bon rapport sur l'emploi du mois de septembre, qui avait fait état de 254 000 créations nettes d'emplois non agricoles et d'une baisse du taux de chômage à 4,1%, les chiffres de l'inflation américaine du mois de septembre ont également surpris à la hausse. En conséquence, les marchés ont revu radicalement leurs anticipations d'assouplissement monétaire de la Réserve fédérale. Non seulement une baisse de taux de 50 points de base (pdb) en novembre est désormais jugée peu probable – en ligne avec les *minutes* du FOMC publiées cette semaine qui ont confirmé les intentions de la Fed de ralentir son processus d'assouplissement – mais les marchés ont également sensiblement revu à la baisse (à 80%) la probabilité d'une baisse de 25 pdb en novembre. La possibilité d'une pause dans le processus d'assouplissement monétaire de la Fed n'est donc plus exclue. Même si le *dot plot* de septembre indiquait déjà que deux membres du FOMC avaient opté pour un tel scénario, le président de la Fed d'Atlanta, Raphael Bostic, a été le premier à avoir explicitement mentionné cette possibilité, selon un article du WSJ de cette semaine.

Notre scénario central demeure celui d'une baisse des taux de la Fed de 25 points de base à chacune des deux prochaines réunions du FOMC, en novembre et en décembre, mais il prévoit effectivement des pauses au cours de 2025. Nous devons toutefois admettre que la probabilité d'une pause plus précoce dans l'assouplissement monétaire ne peut être exclue si les données économiques à venir réservent de nouvelles surprises à la hausse. Toutefois, ces données risquent d'être difficiles à interpréter en raison des distorsions que vont occasionner les ouragans Helene et Milton qui ont frappé la Floride. Leur impact exact sur l'activité et l'emploi sera difficile à quantifier, mais le choc sera vraisemblablement négatif sur l'activité et fera monter l'inflation du fait des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement et d'une baisse de l'offre. L'impact sur l'emploi devrait également être négatif. Toutefois, étant donné le caractère temporaire de ces chocs, il est peu probable que la Fed surréagisse à toute faiblesse temporaire dans les données à venir d'activité et d'emploi.

Mais revenons aux chiffres d'inflation américaine de septembre. Les indices des prix à la consommation, total et sous-jacent, ont tous les deux surpris à la hausse. Le taux d'inflation CPI a certes reculé à 2,4%, après 2,5% le mois précédent, atteignant un plus bas depuis février 2021, mais il est de 0,1 point de pourcentage supérieur aux anticipations du consensus, tiré à la hausse par les prix des produits alimentaires et l'inflation sous-jacente. En effet, la décélération des prix est entièrement due aux prix de l'énergie (-1,9% sur le mois, -4,1% pour l'essence), dont le taux de variation sur un an chute à -6,8% après -4% en août. En revanche, les prix alimentaires

progressent plus fortement que prévu, de 0,4% sur le mois, leur plus forte hausse depuis janvier, et de 2,3% sur un an.

En ce qui concerne le CPI sous-jacent, son taux de variation sur un an remonte à 3,3% contre 3,2% en août, soit 0,1 point au-dessus des anticipations du consensus. Les détails font ressortir une inflation des biens *core* en hausse pour la première fois depuis février (+0,2% sur le mois), même si sur un an elle demeure en territoire négatif à -1%, contre -1,9% en août. Le taux d'inflation des biens *core* a parcouru un long chemin depuis son pic de 12% en février 2022, contribuant fortement à la modération du taux d'inflation total, mais le processus semble effectivement s'épuiser. La poursuite de la désinflation ne pourra par conséquent compter que sur les prix des services, qui ont été bien plus « rigides ». En septembre, le CPI services a progressé de 0,4% sur le mois, pour le deuxième mois consécutif, soit un rythme plus élevé que lors des trois mois précédents mais plus faible qu'au début de l'année. Plus précisément, la composante dite « super *core* », soit celle relative aux prix des services *core* hors frais liés au logement, a été plus élevée que prévu en septembre, continuant de tirer le taux d'inflation sous-jacent vers le haut.

Bien que la mesure préférée de l'inflation ne soit pas le CPI mais le déflateur PCE des dépenses de consommation sous-jacentes, qui n'inclut pas certaines composantes *core* du CPI ayant les taux d'inflation les plus élevés (comme les tarifs aériens, les tarifs d'assurances automobile ou encore les services de soins médicaux), il est certain que ces mauvaises nouvelles sont de nature à préoccuper les membres de la Fed. Le rapport sur l'inflation du mois de septembre est probablement insuffisant à lui seul pour remettre en question les perspectives d'une poursuite graduelle de la désinflation dans les mois à venir, mais il met en évidence les risques d'un ralentissement de la dynamique désinflationniste et indique que le retour à la cible de 2% sera un processus mouvementé. Nous anticipons une inflation sous-jacente autour de 3,2%-3,3% d'ici la fin de l'année, avant une baisse à environ 2,7% et une stabilisation à ce niveau au cours du second semestre 2025. Le CPI devrait évoluer autour de 2,5% dans les prochains mois. Il devrait chuter temporairement à 2% au printemps, avant de rebondir vers 2,4% au cours de la seconde moitié de 2025.

Compte tenu de la réappréciation des perspectives de politique monétaire de la Fed en faveur d'un assouplissement plus graduel, les rendements des *Treasuries* ont bondi : +12 pdb à 4,09% pour le taux américain à dix ans et +5 pdb à 3,97% pour le taux américain à deux ans. Les indices actions ont néanmoins progressé légèrement sur la semaine : +0,5% pour le S&P 500, +0,3% pour l'Euro Stoxx 50.

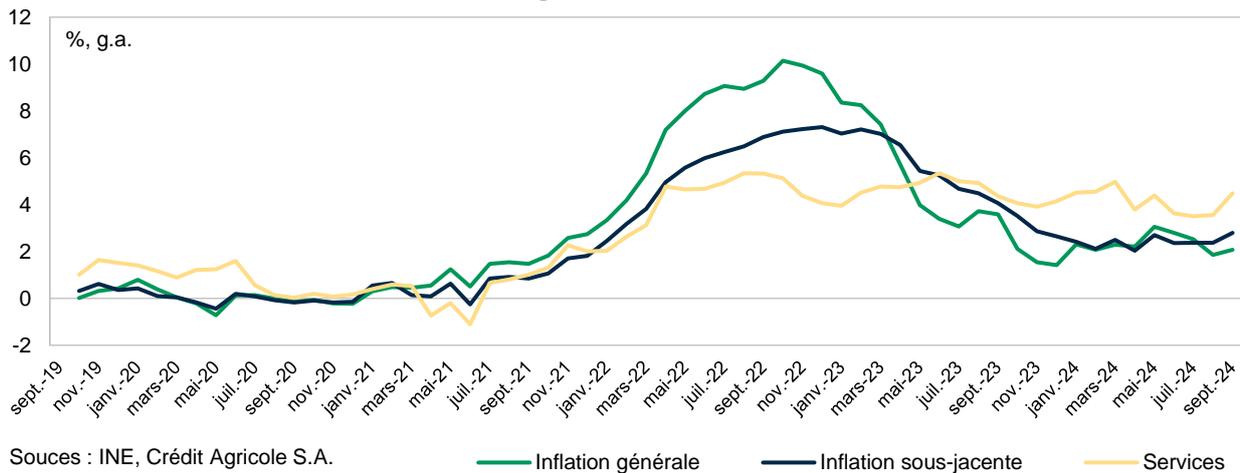
## Zone euro

### Portugal : l'inflation dépasse à nouveau les 2% en septembre

L'inflation générale a augmenté de 2 dixièmes et s'est établie à 2,1% en glissement annuel en septembre en raison du rebond des composantes sous-jacentes, tandis que l'inflation des produits alimentaires non transformés et de l'énergie a été plus faible (de respectivement 0,9% et -3,5% en glissement annuel).

Ainsi, l'inflation sous-jacente a surpris négativement, s'élevant à 2,8% (2,4% en août). Nous nous attendons à ce que l'inflation reste supérieure à 2% au cours du dernier trimestre de l'année, de sorte que l'inflation moyenne pour 2024 sera de 2,5%.

Portugal : évolution de l'inflation



Sources : INE, Crédit Agricole S.A.

— Inflation générale

— Inflation sous-jacente

— Services

**Notre opinion** – Le Portugal poursuit son processus désinflationniste et l'indice des prix à la consommation cumule onze mois de variations positives en glissement annuel en-dessous de 3%. D'après son dernier bulletin économique (octobre), la Banque du Portugal (BoP) prévoit une progression moyenne de 2,6% en 2024, ce qui reflète la moindre contribution de toutes les principales composantes à l'exception des biens énergétiques. Ces prévisions sont alignées avec les nôtres. Les prix se stabiliseraient à 2% en 2025-2026, dans un contexte de ralentissement des coûts salariaux et de pressions externes modérées. Bien que le marché du travail maintienne une certaine pression sur les prix, la BoP souligne que les risques entourant la projection d'inflation sont équilibrés : la possibilité des effets décalés plus marqués de la politique monétaire à court terme (qui pourraient accélérer la baisse de l'inflation) sont compensés par les risques à la hausse liés aux chocs sur les prix internationaux des matières premières et les chaînes d'approvisionnement mondiales dans un contexte de tensions géopolitiques, ainsi qu'au dynamisme des salaires et à leur transmission aux prix.

## Pays émergents

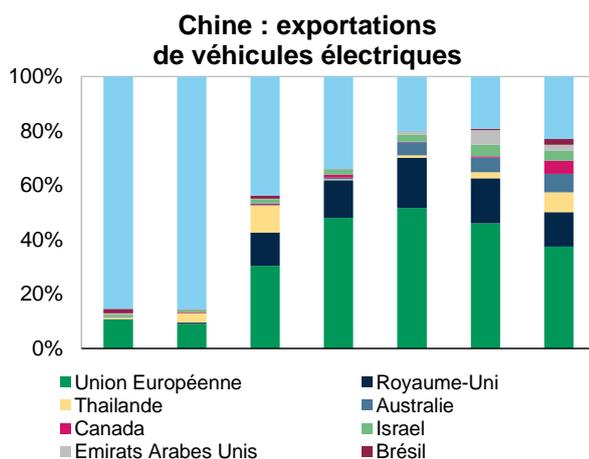
### Asie

#### La Chine face au protectionnisme

Au bout du suspense, l'Union européenne a donc maintenu sa décision et imposera des hausses de droits de douane sur les véhicules électriques chinois, allant jusqu'à 45,3% pour les constructeurs les moins collaboratifs. C'est un revers pour la Chine, qui espérait que la carotte (les promesses d'investissements en Europe) et le bâton (les mesures de représailles et de rétorsion) feraient renoncer l'Union européenne. Les nombreuses démarches et visites officielles effectuées ces derniers mois, notamment en Espagne où le Premier ministre, Pedro Sanchez, s'était ensuite déclaré opposé à la hausse des droits, n'ont pas porté leurs fruits.

#### **Une mauvaise nouvelle pour les constructeurs automobiles chinois**

Cinq pays seulement (Allemagne, Hongrie, Malte, Slovaquie, Slovénie) ont voté contre ; douze, dont l'Espagne et la Suède, se sont abstenus ; et dix, dont la France, l'Italie et la Pologne ont voté pour. Une Europe divisée, mais pas assez pour empêcher ces mesures que la Chine voulait absolument éviter. La Commission a pour l'instant rejeté toutes les propositions du gouvernement chinois, à commencer par celle d'un prix minimum, fixé à 30 000 euros et jugé trop bas, ainsi que l'introduction de quotas. Le précédent des panneaux solaires, qui avaient fait l'objet de mesures similaires entre 2013 et 2016, a certainement laissé des traces : les quotas n'avaient pas empêché la concurrence chinoise de détruire la filière européenne.



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

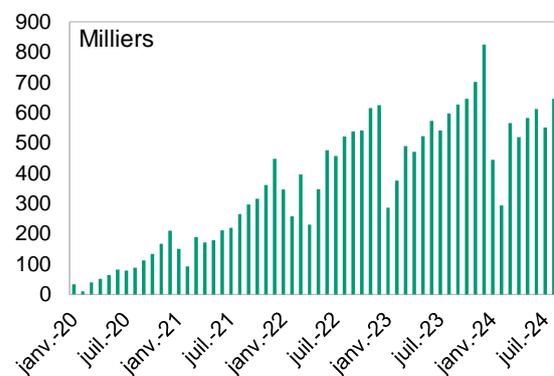
Certes, les États-Unis, puis le Canada, avaient déjà annoncé des hausses de tarifs encore plus conséquentes (100% pour les deux pays), mais leur part dans les exportations totales de véhicules électriques chinois reste marginale. L'Union européenne, en revanche, avait absorbé en 2023 un tiers des exportations chinoises totales de véhicules électri-

ques, pour un montant total de 12,8 milliards de dollars.

Cette nouvelle intervient alors que les constructeurs automobiles chinois font face à des pertes records s'élevant à 20 milliards de dollars entre janvier et août. Ces pertes sont dues à la faiblesse de la demande interne et à des exportations moins dynamiques que prévu, qui ont poussé les fabricants à se livrer à une intense guerre des prix afin d'écouler leurs stocks. Les prix des véhicules à l'exportation ont ainsi baissé d'environ 12% depuis le début de l'année.

La baisse atteint 17% pour les ventes sur le marché chinois. L'association des concessionnaires automobiles de Chine a ainsi précisé que seules 27% des concessions automobiles avaient dégagé du profit sur le premier semestre de l'année 2023, contre 50% en 2021. La faiblesse du marché et la guerre des prix alimentent les pressions déflationnistes connues par la Chine depuis maintenant plus d'un an, et donc les espoirs d'un plan de soutien budgétaire attendu avec impatience par les marchés et les acteurs économiques chinois.

#### **Chine : vente de véhicules électriques**



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

#### **Quelles marges de manœuvre pour la Chine ?**

La première réaction ne s'est pas fait attendre. La Chine a annoncé que les importateurs de brandy – et donc de cognac – devraient maintenant déposer une caution auprès des douanes chinoises. Une somme qui ne sera débitée que si le pays entérine des hausses de droits de douane sur ces produits, droits qui pourraient atteindre 35%.

La France est en réalité le seul pays européen concerné par cette mesure, avec des exportations de cognac s'élevant à 1,1 milliard de dollars en 2023. Contrairement aux accusations étayées de l'Union européenne, fondées sur un rapport complet afin d'évaluer le montant des subventions étatiques

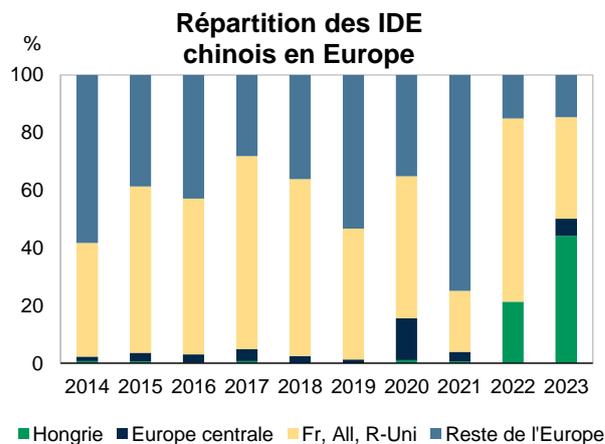
reçues par les constructeurs automobiles chinois, celles de la Chine, qui s'estime victime de « dumping » de la part des vigneron français, sont difficilement audibles. La France a déjà annoncé son intention de porter plainte devant l'OMC, une démarche longue et rarement couronnée de succès.

La Chine a également rappelé que les enquêtes sur le porc et ses sous-produits (notamment les abats) ainsi que les produits laitiers étaient toujours en cours, et n'exclut pas non plus des hausses de droits de douane sur les véhicules à moteur thermique de grosse cylindrée, qui viseraient cette fois-ci les fabricants allemands.

Autre piste, celle des investissements, que la Chine avait promis à de nombreux pays européens. Site de production de Dongfeng en Italie, ligne d'assemblage de voitures de la marque Chery à Barcelone, usines de batteries en Allemagne ou en France, les projets ne manquaient pas. Alors que la ligne d'assemblage de Barcelone a déjà vu sa mise en service repoussée d'un an, il ne serait pas étonnant que la Chine fasse machine arrière sur d'autres annonces. Un seul pays pourrait cependant échapper aux représailles chinoises, la Hongrie, identifiée de longue date par la Chine comme une source de tensions et de divisions au sein de l'UE.

C'est ce pays qui catalyse actuellement l'essentiel des investissements chinois en Europe, précisément autour de la chaîne de valeur du véhicule électrique. Si la Turquie, qui bénéficie d'un accord d'exportations sur les voitures avec l'Union européenne, avait aussi été un temps envisagée comme cheval de

Troie pour accéder au marché européen, la décision du pays d'imposer lui aussi des tarifs de 40% sur les véhicules électriques chinois pourrait conduire les fabricants chinois à revoir leurs plans.



Enfin, le Mexique, nouvelle porte d'entrée des produits chinois vers les États-Unis a aussi indiqué vouloir réduire ses dépendances vis-à-vis de la Chine. Alors que les élections américaines approchent, une nouvelle victoire de Donald Trump ouvrirait potentiellement la voie à un contrôle accru sur la provenance des importations en particulier des marchés tiers (Mexique et Vietnam) servant de plus en plus d'intermédiaires à la Chine pour contourner les barrières tarifaires et non-tarifaires imposées par les États-Unis.

**✓ Notre opinion** – L'âpre campagne de négociations menée par la Chine pour éviter les droits de douane supplémentaires sur les véhicules électriques est une preuve supplémentaire, s'il en fallait une, des enjeux soulevés par cette décision. Alors que le marché domestique chinois est à la peine, et retient son souffle avant l'annonce espérée d'un plan de relance budgétaire, qui pourrait intervenir en fin de semaine, la Chine comptait néanmoins fortement sur le secteur exportateur pour prendre le relais. Les constructeurs, qui se sont livrés à une guerre des prix et des technologies intense, considéraient que les pertes et la baisse des marges observées étaient transitoires, et que la conquête de parts de marché à l'extérieur leur permettrait d'équilibrer les comptes. Amputés du marché européen, la tâche s'annoncerait bien plus ardue.

La Chine n'a toutefois pas dit son dernier mot. Déjà, les négociations restent ouvertes. La Commission a rejeté une première proposition alliant quotas et prix minimum, considérant que cette dernière n'était pas un gage suffisant pour protéger le marché unique d'une concurrence qu'elle considère déloyale. Mais la Chine pourrait revenir avec une nouvelle offre, notamment en termes de prix. Ensuite, le montant des droits de douane supplémentaires va certes entamer la compétitivité-prix des véhicules chinois, mais pas l'annuler totalement : avec des entrées de gamme autour de 30 000 € avant la hausse des droits, certains modèles restent plus avantageux que ceux des constructeurs européens.

Dans les années 1980, les États-Unis, qui voyaient d'un très mauvais œil les voitures et camions japonais envahir leurs routes, avaient forcé les constructeurs japonais à s'installer sur place. Une stratégie qui pourrait également permettre à la Chine de se repositionner en Europe, avec un autre avantage : celui de créer une concurrence entre pays européens pour attirer ces investissements, et donc créer de nouvelles dissensions. On l'a vu, les pays européens se sont montrés extrêmement divisés sur le sujet : l'Allemagne, en particulier, a exprimé fortement son opposition. En ciblant directement et immédiatement un produit uniquement exporté par la France, identifiée comme un pays-clé dans la négociation en faveur des tarifs au sein de l'Union européenne, la Chine montre ainsi qu'elle n'hésitera pas à instrumentaliser les intérêts offensifs des différents pays. Si elle aboutit, l'enquête sur les produits laitiers pénalisera à son tour le Danemark, les Pays-Bas et l'Espagne : les deux premiers ont voté en faveur des droits de douane, tandis que l'Espagne s'est abstenue malgré de fortes pressions chinoises.

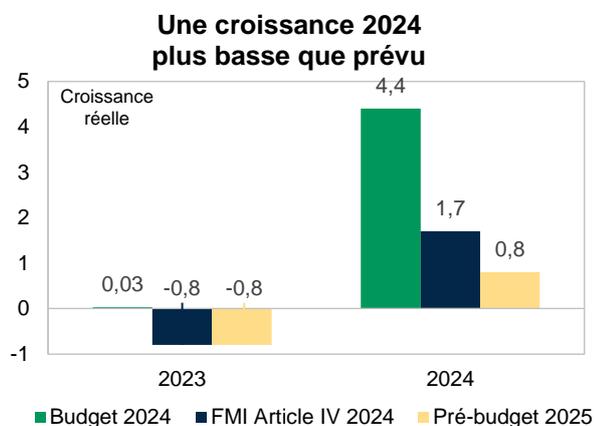
## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### 👉 Arabie saoudite : le défi de la planification économique et budgétaire face à l'aléa pétrolier

Le gouvernement saoudien a publié le pré-budget 2025, un document produit avant l'adoption du budget pour donner les grandes orientations fiscales à court et moyen termes. C'est un document qui vise à améliorer la transparence de l'exercice et du processus budgétaire. Le budget est, pour sa part, approuvé au cours du quatrième trimestre de l'année, et peut, évidemment, dévier du pré-budget, si les circonstances et les développements économiques le demandent. La publication du pré-budget est l'occasion de suivre la mise à jour des prévisions d'atterrissage de l'économie et du budget par le gouvernement, à trois mois de la clôture de l'année fiscale. Il est aussi riche en information, lorsque comparé au budget 2024, il met en avant les changements de projection de l'économie et de stratégie budgétaire à moyen terme. Que peut-on alors apprendre de l'analyse de ce document ?

#### Un atterrissage 2024 moins favorable

La prévision de croissance du gouvernement pour 2024 surprend à la baisse. À 0,8%, elle est certes bien en dessous de la prévision du budget 2024 (4,4%), mais elle est aussi plus basse que la prévision du FMI, dans sa très récente (septembre) revue annuelle de l'économie saoudienne au titre de l'Article IV 2024 (1,7%).

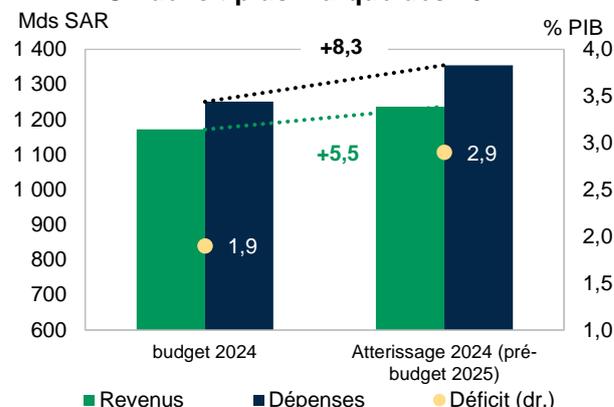


en 2024, contre 9,9 mbj en 2023. Au premier semestre 2024, cela s'est traduit par une récession du secteur pétrolier de l'ordre de 10%.

**La croissance hors pétrole reste en revanche dynamique.** Le pré-budget 2025 la prévoit même légèrement supérieure à la projection du FMI : 3,7% contre 3,5%. Celle-ci est principalement tirée par la consommation privée – notamment stimulée par les nouvelles offres de divertissement et de tourisme – et l'investissement – boosté par l'accélération de la mise en œuvre de la Vision 2030, par le gouvernement et le fonds souverain (le PIF).

**Quant à l'atterrissage budgétaire 2024, il est marqué par un dérapage du déficit de 1% du PIB par rapport au budget.** Cela reflète essentiellement des dépenses d'investissement supplémentaires, en lien avec l'accélération de la réalisation de la Vision 2030. Les revenus budgétaires augmentent de 2% en 2024 et se placent 5,5% au-dessus du niveau prévu dans le budget, malgré un recul des revenus pétroliers. Le FMI estime ce recul à 12%, du fait des coupes volontaires. Celles-ci ont néanmoins été partiellement compensées par un nouveau dividende sur la performance de la compagnie pétrolière Aramco, pour l'équivalent de 2% du PIB.

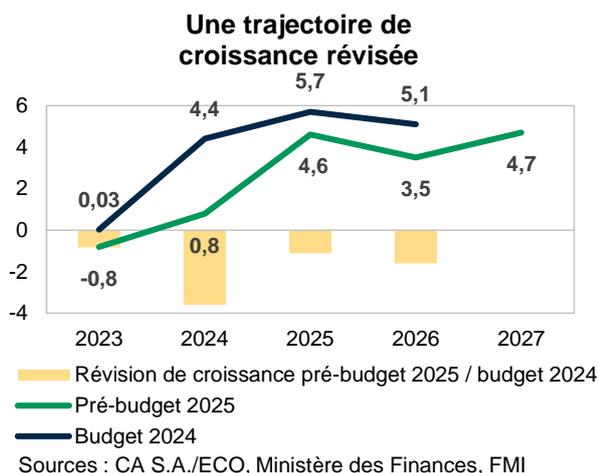
#### Un déficit plus marqué dès 2024



**C'est, cependant, principalement au secteur pétrolier que l'on doit cette révision.** En effet, le mois dernier, plusieurs membres de l'OPEP+, et l'Arabie saoudite au premier plan, ont annoncé l'extension de leurs coupes volontaires de production de pétrole jusqu'à fin novembre. Aux coupes annoncées en avril 2023 de 1,65 million de barils/jour (mbj) jusqu'à fin 2025, se sont ajoutées, en novembre 2023, des coupes volontaires additionnelles de 2,2 mbj. Ces dernières devaient être levées graduellement chaque mois à partir d'octobre 2024, une date désormais repoussée de deux mois, à décembre 2024. La production de l'Arabie saoudite restera donc à 9 mbj en moyenne

#### À moyen-terme, une croissance revue à la baisse et un budget plus expansif

**Le cadrage macro-économique à moyen terme dans l'exercice de pré-budget 2025 révèle une révision à la baisse de la trajectoire de croissance** par rapport à l'exercice budgétaire de 2024. Cela résulte, notamment, d'un changement marqué du point de départ (2024). Malgré un rattrapage beaucoup plus fort en 2025, porté par des effets de base positifs plus puissants sur la production de pétrole, la trajectoire de croissance est maintenant attendue durablement inférieure à ce qui était projeté l'année dernière.

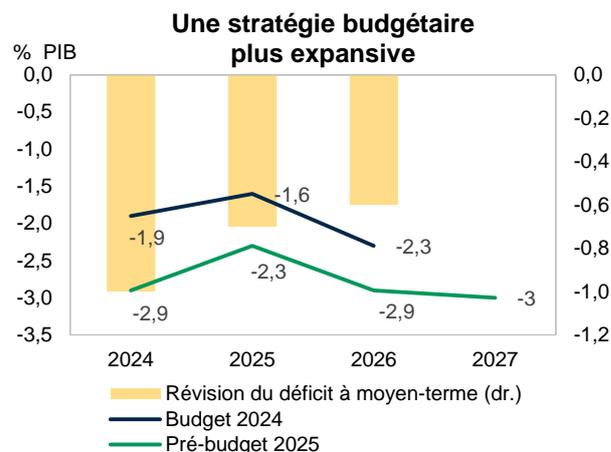


Cela reflète aussi une révision de la croissance non-pétrolière, qui avait été en moyenne de 5,7% sur 2021 et 2022. Elle s'est établie à 3,8% en 2023, et est attendue à un niveau stable en 2024. Ce ralentissement reflète une baisse de la contribution de l'investissement, qui avait atteint un niveau de croissance exceptionnel de 32% en 2022, lié à une utilisation encore très procyclique des revenus du pétrole dans la gestion budgétaire du royaume. **Malgré tout, l'élan du secteur non-pétrolier reste très dynamique.** Le FMI table sur une croissance non-pétrolière autour de 4-4,5% sur 2025-2029, qui repose sur un scénario de réalisation partielle du plan d'investissement associé à la Vision 2030. Le gouvernement, dans sa réponse au FMI, précise qu'il mise plutôt sur une croissance hors-pétrole autour de 4-5% sur la période, une projection somme toute assez proche, qui témoigne sûrement d'un degré de prudence dans la planification.

**Ces scénarios restent très incertains.** Avant tout, l'économie est toujours très dépendante du secteur pétrolier, dont les développements sont imprévisibles, dans un environnement régional et mondial particulièrement instable. Les scénarios de croissance actuels se construisent autour des annonces de production de l'OPEP+, qui sont sujettes à des révisions fréquentes. En effet, les facteurs de volatilité du marché pétrolier mondial se multiplient. D'abord, la perspective d'un affaiblissement structurel du potentiel de croissance chinois inquiète, car elle pourrait impacter fondamentalement la demande de pétrole. Ensuite, le contexte de conflit régional, dont le périmètre menace de s'étendre, augmente l'incertitude autour de l'offre et du prix du pétrole, et notamment de la prime de risque que lui impute les marchés. Enfin, la réalisation, ou non, de ces risques, pose la question de la réponse, à court et moyen termes, de l'OPEP+ et du maintien de sa capacité à se coordonner. Par ailleurs, la stratégie de l'organisation pourrait changer, indépendamment de ces développements, en se tournant vers un objectif de défense de parts de marché, plutôt que des prix. De tout cela dépendent également les

perspectives de croissance non-pétrolière, puisque la composante d'investissement public – et même privé, lorsque celui-ci compte les investissements du PIF ou des entreprises publiques – en est le principal moteur. **C'est le canal de l'investissement qui pose donc la limite du découplage de la croissance pétrolière et non-pétrolière, en période de transition.**

**Pour ce qui concerne la stratégie budgétaire, le ministère des Finances exprime une intention claire : utiliser l'espace budgétaire pour atteindre les objectifs de diversification.** Une partie de cet espace doit être gagnée grâce à des efforts de consolidation, le reste se traduira par des déficits plus élevés, financés par endettement.



Mais à ce stade, l'effort de consolidation ne s'appuie pas sur l'introduction d'un nouvel impôt ou sur l'augmentation de la pression fiscale. La baisse attendue des prix du pétrole<sup>1</sup> va donc contraindre les revenus, et les projections budgétaires à moyen terme prévoient en effet un recul des revenus à 27% du PIB à partir de 2025 et jusqu'à 2027, contre 30% en 2023-2024. L'effort budgétaire consiste alors en une réallocation des dépenses courantes vers des dépenses d'investissement. Cela passera par une maîtrise de l'efficacité des dépenses (notamment sur l'achat de biens et de services) et une réduction du poids des salaires publics sur le budget.

**En d'autres termes, l'intention est donc de privilégier l'investissement dans la diversification au détriment d'autres dépenses courantes et des objectifs de déficits.** Cette diversification devrait ensuite soutenir la croissance des revenus non-pétroliers, sans augmenter la pression fiscale et donc, combinée avec une maîtrise des dépenses courantes, entraîner une consolidation structurelle de la balance budgétaire hors-pétrole.

**Comme pour la trajectoire de croissance, cette stratégie et planification budgétaire est soumise à d'importants aléas.** Les revenus du pétrole, dont le budget dépend encore à hauteur de 60-65%,

<sup>1</sup> Le pré-budget ne donne pas les hypothèses prix du pétrole qui le sous-tendent. Mais, les prévisions (très proches) du FMI

s'appuient sur une baisse graduelle des prix du pétrole de 82,5 \$/baril en 2024 à 71,9 \$/baril en 2027.

devront être suffisants pour contenir les déficits tout en permettant la réalisation des objectifs d'investissement. Par ailleurs, si les investissements prévus ne se réalisent pas, cela contraindra la croissance hors pétrole. Celle-ci pourrait alors à son

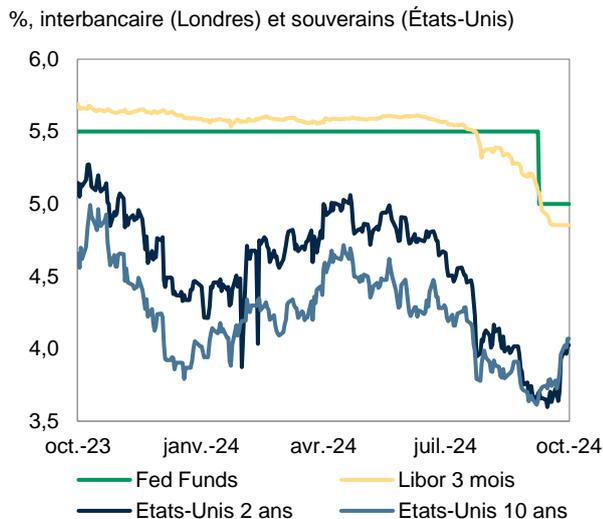
tour être insuffisante pour générer la croissance attendue des revenus non-pétroliers et pour créer l'emploi privé nécessaire pour libérer les pressions salariales portées par le gouvernement.

**✓ Notre opinion** – *L'Arabie saoudite, face à son plan de diversification d'ampleur, Vision 2030, est dans un moment de planification. Cet exercice est positif car il témoigne du développement de la profondeur stratégique des politiques économiques, qui intègrent de plus en plus les enjeux de la trajectoire à moyen terme du pays. C'est malgré tout un exercice périlleux, car il se heurte à l'aléa pétrolier et à une longue tradition de politiques publiques procycliques. Déjà, la trajectoire de croissance est révisée à la baisse. Cela ne reflète pas un échec des réformes. Au contraire, elles sont saluées par les agences de notation, notamment S&P, qui, en septembre, a placé un outlook positif sur sa notation, mettant en avant l'élan et la progression de l'économie non-pétrolière. C'est plutôt le constat que les mouvements économiques profonds sont lents, et que si une très forte stimulation de l'investissement public (et parapublic) peut booster la croissance, elle reste contrainte par son potentiel qui se construit sur le moyen terme. Dans l'intérim, le découplage entre l'économie pétrolière et non-pétrolière reste limitée.*

*Le pré-budget est au moins l'occasion de donner une orientation claire : le budget sera plus expansif. Et cela est clé pour gérer les anticipations. Car l'Arabie saoudite a un espace budgétaire confortable : la dette du gouvernement est faible – et sur la base du scénario actuel –, elle est projetée en dessous de 30% du PIB jusqu'en 2027. Le pays peut donc se permettre une phase d'expansion budgétaire, sans compromettre la santé de ses comptes publics, dans la mesure où celle-ci lui permet de construire sa capacité de résistance aux chocs. La difficulté sera néanmoins d'assurer une continuité de l'investissement et des réformes, malgré les risques de volatilité importants sur le marché du pétrole. Pour l'instant, le royaume ne donne pas de visibilité sur les mesures et stratégies alternatives, si ses revenus pétroliers se trouvent fortement contraints. Sera-t-il enclin à accepter des déficits beaucoup plus importants, et sinon, quelles concessions leur seront préférées ?*

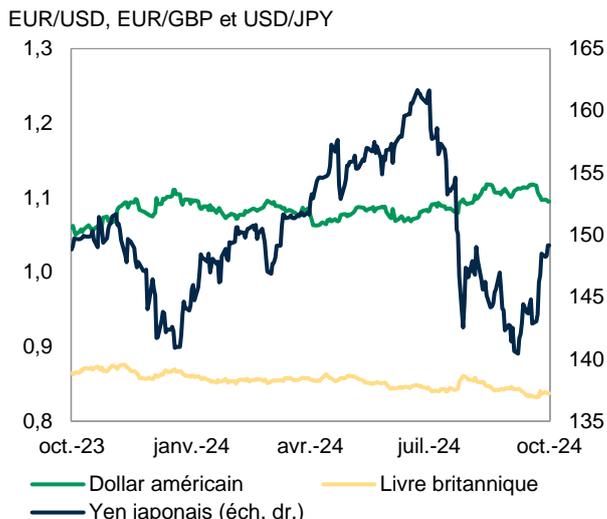
## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain



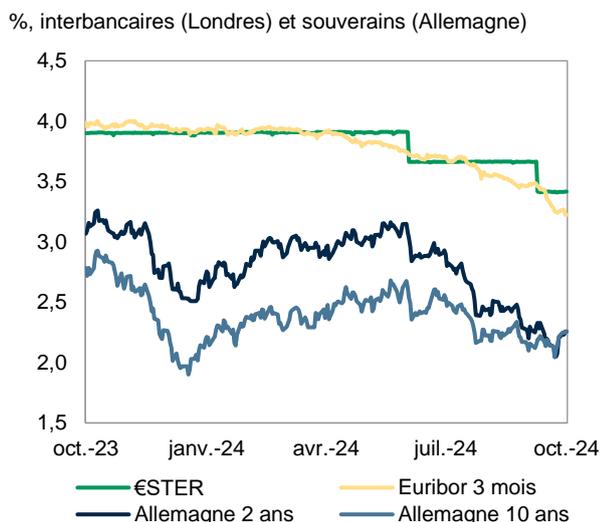
Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises



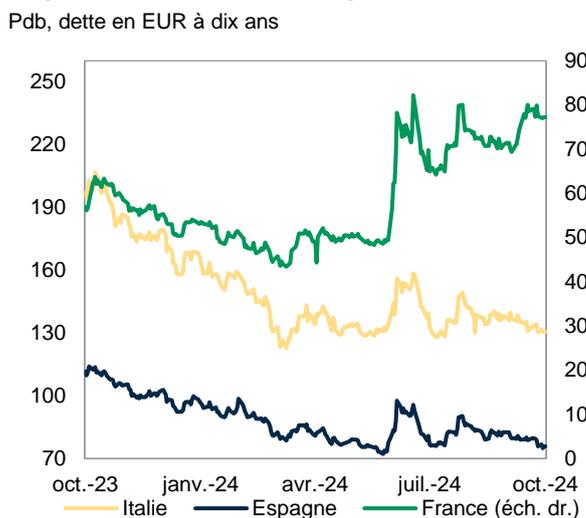
Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro



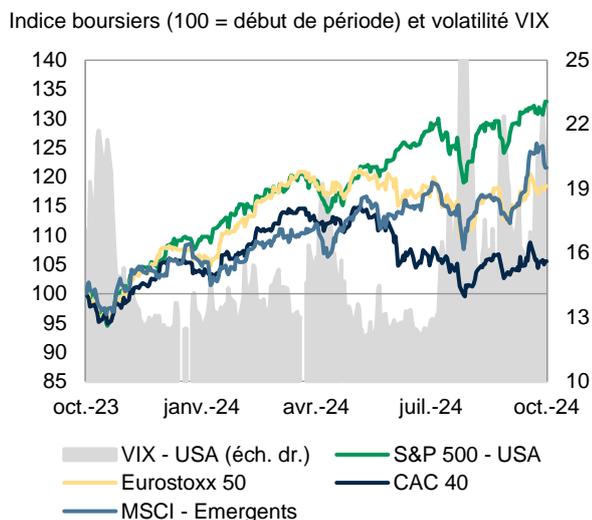
Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund



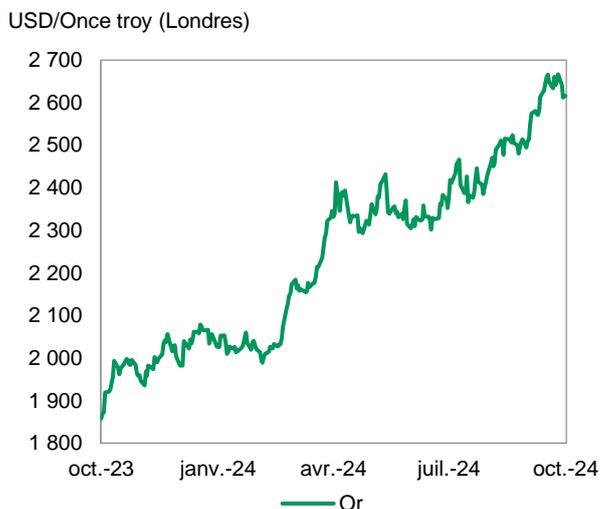
Source : Thomson Reuters

### Marché actions



Source : Thomson Reuters

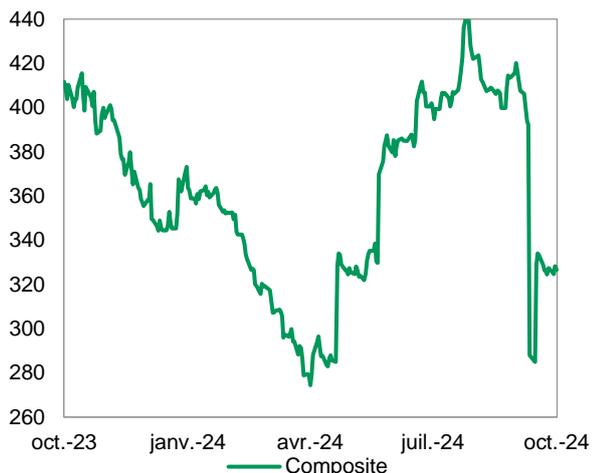
### Cours de l'once d'or



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

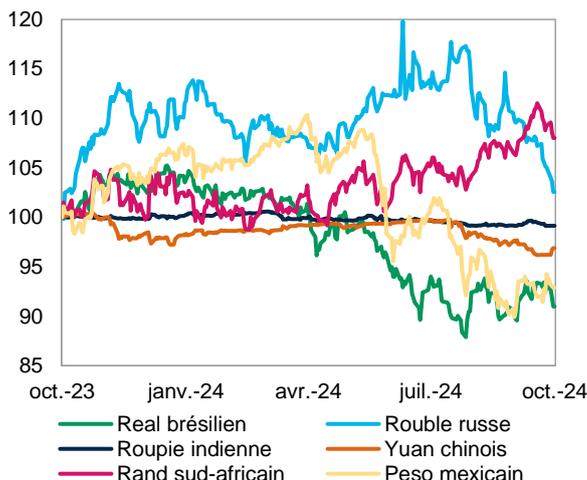
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

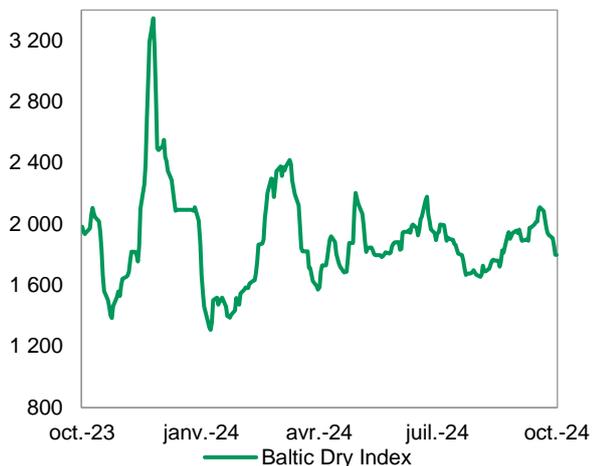
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

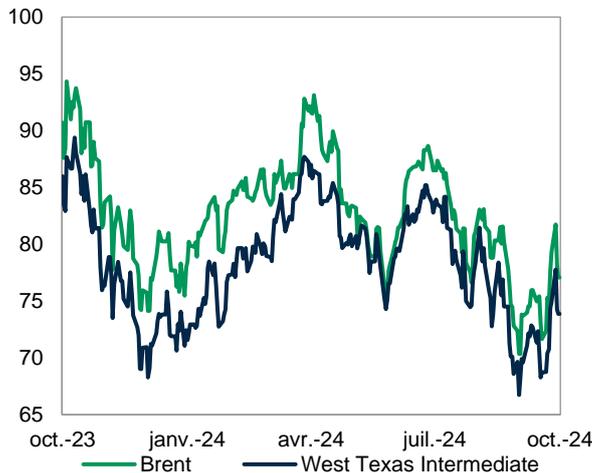
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

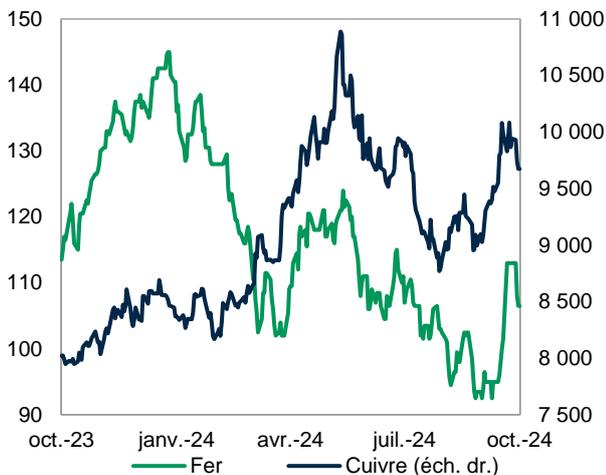
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

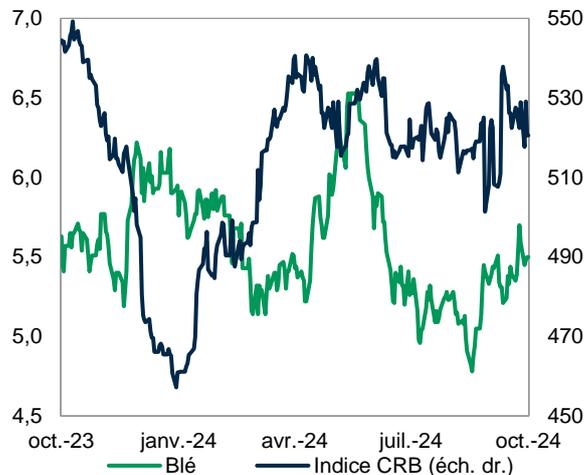
USD/tonne métrique



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
10/10/2024	<u>Oman – Laboratoire fiscal de l'après-pétrole ?</u>	Moyen-Orient
10/10/2024	<u>Serbie – Que nous révèle l'analyse des flux commerciaux et d'investissement de l'alignement du pays ?</u>	PECO
09/10/2024	<u>France – Ce que l'on sait du projet de loi de finances pour 2025</u>	France
07/10/2024	<u>Fintech Outlook   9 premiers mois de l'année 2024 – L'heure américaine</u>	Fintech
04/10/2024	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
04/10/2024	<u>Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 : des équilibres délicats</u>	Monde
03/10/2024	<u>La Banque centrale chinoise s'évertue à relancer une croissance en berne</u>	Asie
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

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

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

**Documentation :** Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Datalab ECO

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Fabienne PESTY

**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.*