

Perspectives

Hebdomadaire – N°25/005 – 10 janvier 2025

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Déclarations, intentions et réalité : les marchés se préparent à toute éventualité !</i>	2
☞ <i>France : nouvel effritement de la confiance des ménages</i>	3
☞ <i>Allemagne : la production des branches intensives en énergie pourrait enregistrer une hausse en 2024</i>	4
☞ <i>Portugal : l'activité toujours dynamique au T4</i>	4
☞ <i>Argentine : des progrès mais il semble raisonnable d'attendre</i>	6
☞ <i>L'Arabie Saoudite face à sa démographie : défi ou aubaine ?</i>	9

👉 Déclarations, intentions et réalité : les marchés se préparent à toute éventualité !

La semaine a été rythmée par la communication encore plus incisive du nouveau président américain. Au-delà de la menace tarifaire, y compris vis-à-vis de ses partenaires commerciaux traditionnels comme le Canada, il a inopinément exprimé ses velléités expansionnistes. Au Nord, pressions sur le Danemark pour négocier la territorialité du Groenland, une île riche en hydrocarbures et terres rares, au positionnement stratégique indéniable et sous la responsabilité danoise depuis plus de deux siècles. Au Sud, le souhait de « reprendre le contrôle du canal de Panama » alors que ce dernier est sous l'autorité panaméenne depuis maintenant vingt-cinq ans. Ces déclarations intempestives, expression de la volonté d'instaurer un rapport de force dont on mesure encore mal toutes les implications, complexifient encore la lecture d'un environnement international déjà difficilement lisible.

Du côté des données macroéconomiques, aux États-Unis, l'indice ISM des services s'est redressé à 54,1 points en décembre. Une amélioration soutenue par une hausse des nouvelles commandes (à 54,2 points), les entreprises anticipant une éventuelle hausse des tarifs douaniers impactant leurs activités ont préféré prendre les devants. L'indice sur les prix payés a, par ailleurs, augmenté à 64,4 points soit son plus haut niveau depuis 2023. Loin des anticipations du marché qui tablait sur un ralentissement, le rapport sur l'emploi non agricole a livré une nouvelle hausse des créations d'emplois en décembre à 256 000 après 227 000 en novembre. Les *minutes* de la dernière réunion de la *Fed* de décembre n'ont pas manqué de souligner les difficultés rencontrées par le *board* pour évaluer les effets des changements à venir des politiques commerciales, fiscales, réglementaires et migratoires sur l'économie américaine. Les membres de la *Fed* ont ainsi analysé un certain nombre de scénarios. La prise en compte de ces derniers combinée à l'évolution économique effectivement constatée conduit à anticiper une croissance du PIB légèrement plus favorable que dans les prévisions de septembre (médiane à 2,1% pour 2025 contre 2% en septembre) et un taux d'inflation un peu plus élevé (2,5% en 2025 contre 2,1%). Ce procès-verbal plaide pour une approche très prudente des décideurs de la *Fed* dans leur politique de baisse des taux d'intérêt.

Enfin, toujours aux États-Unis, six des plus grandes banques américaines (*Goldman Sachs*, *Wells Fargo*, *Citigroup*, *Bank of America*, *Morgan Stanley*, *JPMorgan Chase*) se sont retirées de la « *Net-Zero Banking Alliance* » (NZBA), dont l'objectif est d'aligner les financements bancaires avec la lutte contre le réchauffement climatique. Un retrait jugé délicat par les défenseurs de la neutralité carbone et qui s'explique en grande partie par la crainte de

poursuites judiciaires au motif de contrevenir à la législation antitrust, le financement des industries vertes pouvant se faire au détriment des énergies fossiles. Des assauts menés notamment par plusieurs États conservateurs américains ont en effet poussé ces banques à sortir de l'alliance. En zone euro, l'inflation a légèrement augmenté à 2,4% sur un an au mois de décembre après 2,2%. Une accélération qui résulte essentiellement d'une hausse du prix de l'énergie à +0,1% contre -2% le mois précédent (effet de base défavorable). L'indice sous-jacent (hors énergie et alimentation) est stable à 2,7%. Toutefois, ces évolutions étaient largement anticipées par les marchés et ne semblent pas remettre en cause les baisses de taux de la BCE prévues dans le courant de l'année. L'indice d'activité PMI en zone euro est ressorti en légère contraction pour le deuxième mois consécutif au mois de décembre à 49,6 points. L'amélioration des services reste trop modeste pour compenser le recul plus prononcé de l'activité manufacturière. L'activité semble minée par l'instabilité des politiques intérieures et la menace d'une guerre commerciale avec les États-Unis.

En Chine, l'indice d'activité PMI Caxin dans les services s'est raffermi à 52,2 points au mois de décembre après 51,5 points sous l'impulsion d'une demande intérieure en hausse. Cependant, l'activité globale demeure en ralentissement notamment en raison du secteur industriel dont la demande étrangère diminue significativement sous l'effet des risques commerciaux.

Les marchés financiers ont concentré leur attention sur la valorisation des sociétés de hautes technologies et plus particulièrement celle des semi-conducteurs, éléments décisifs dans le déploiement à grande échelle de l'intelligence artificielle, promesse d'un nouvel *Eldorado* fondé sur des supercalculateurs toujours plus sophistiqués. Le *S&P500* a progressé de 0,6% depuis le début de l'année et l'*Eurostoxx 50* de 2,4%.

Sur les marchés obligataires, les rendements des titres souverains à dix ans ont augmenté de 9 points de base aux États-Unis et de 16 points en zone euro cette semaine. Les primes de risque française, italienne et espagnole face au Bund allemand se sont faiblement réduites. Au Royaume-Uni, les rendements ont en revanche enregistré une envolée de plus de 20 points de base sur fond d'inquiétudes sur la dette et de persistance de l'inflation. La devise européenne s'est stabilisée face au dollar. Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord a augmenté de 2,8% soutenu par une demande sensiblement plus élevée durant la période hivernale.

Zone euro

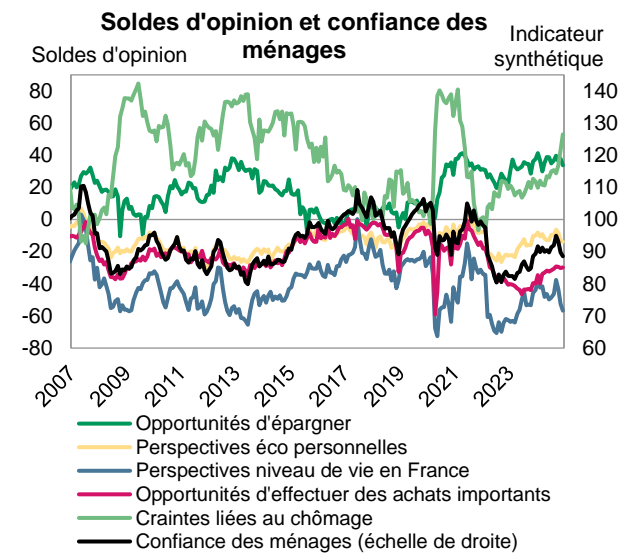
France : nouvel effritement de la confiance des ménages

D'après les résultats de la dernière enquête mensuelle de conjoncture auprès des ménages publiés par l'INSEE, l'indicateur de confiance des ménages a baissé d'un point en décembre 2024 pour atteindre 89. Il reste ainsi bien en dessous de la tendance longue de 100 (1987-2024), et s'inscrit dans un affaiblissement continu depuis le mois de septembre 2024, après avoir augmenté durant l'été.

Plusieurs facteurs expliquent ce léger recul. Tout d'abord, les craintes liées au chômage sont en nette hausse (le solde d'opinion¹ associé gagne 10 points par rapport à novembre). Ces dernières atteignent leur pic depuis mai 2021, frappant de plein fouet l'indicateur synthétique de confiance des ménages. Par ailleurs, selon l'institut, la part des ménages tablant sur une accélération future des prix augmente : le solde d'opinion relatif gagne 5 points. On ne peut toutefois pas parler d'un resurgissement des craintes liées à l'inflation, car ce solde reste inférieur à sa moyenne de long terme. Enfin, un dernier facteur participe à la dégradation de la confiance des ménages en ce mois de décembre. Il s'agit de la perception du niveau de vie en France. En effet, le solde relatif au niveau de vie futur chute de 4 points, tandis que celui lié au niveau de vie passé en perd 3.

Au contraire, d'autres facteurs contrebalancent ces effets négatifs pesant sur la confiance des ménages, et peuvent expliquer que le recul ne soit que minime. D'un côté, l'opinion des ménages sur leur capacité à épargner, actuelle et future, s'améliore (les soldes associés augmentent de 1 point). Cette embellie pourrait participer à la baisse des appréhensions liées à la capacité à faire face aux aléas qui se multiplient ces dernières années (Covid-19, guerre

en Ukraine, par exemple). De l'autre, la proportion de ménages estimant qu'il est judicieux d'épargner baisse, et le solde relatif perd 4 points. En outre, la part des ménages jugeant qu'il serait bienvenu d'effectuer prochainement des achats importants est stable. Ces deux dernières données laissent à penser que la consommation des ménages pourrait légèrement augmenter au cours des prochains mois. Quant à la perception de leur situation financière, le solde d'opinion des ménages se stabilise après avoir chuté de 5 points le mois précédent. Ainsi, l'ensemble des évolutions de ces soldes atténue *de facto* la détérioration de l'indicateur global de confiance, qui passe donc de 90 à 89 en décembre 2024.



☑ Notre opinion – L'indicateur de confiance des ménages poursuit son recul depuis le mois de septembre 2024 (-6 points), avec des anticipations négatives qui pourraient peser sur l'augmentation de la consommation des ménages et, in fine, sur la croissance. Ce constat va de pair avec l'abaissement de notre prévision de croissance pour la France de 1% à 0,8% pour 2025. Néanmoins, le repli de l'indicateur de confiance des ménages en décembre reste minime (1 point), et celui-ci se situe au même niveau qu'un an auparavant (89). Or au quatrième trimestre 2023, le PIB avait crû de 0,4%, et la consommation des ménages de 0,3%.

¹ Le solde d'opinion correspond à la différence entre le pourcentage de réponses positives et celui de réponses négatives.

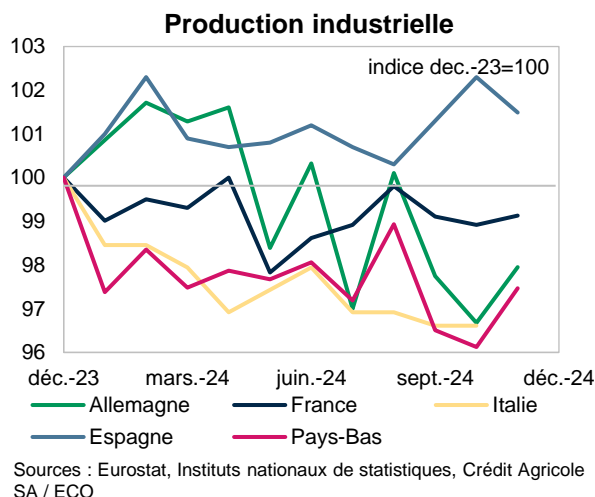
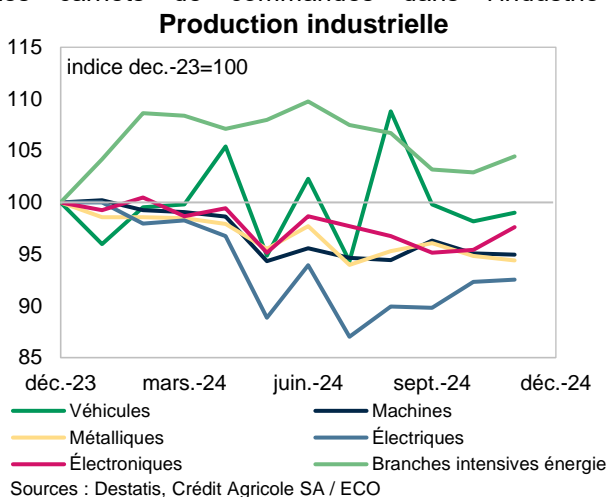
Allemagne : la production des branches intensives en énergie pourrait enregistrer une hausse en 2024

La production industrielle a progressé de 1,3% en novembre, récupérant ainsi une partie du terrain perdu ces derniers mois. Toutefois, en l'absence de données de décembre, la production industrielle a reculé de 1,4% sur les onze premiers mois de 2024. En revanche, les branches intensives en énergie poursuivent graduellement leur reprise, enregistrant une hausse de 1,5% en novembre et de 4,4% au cours des onze premiers mois de 2024.

En analysant en détail l'évolution des industries manufacturières, on peut identifier les industries qui se démarquent le plus. Parmi celles à plus forte croissance, on trouve les producteurs de produits non-ferreux (en hausse de 9,6% depuis janvier) et de matériel de transport (en hausse de 7,7%). Parmi celles à plus faible performance, on retrouve les producteurs de produits métalliques (en baisse de 5,6%) et de produits électriques (en baisse de 7,5%). Les carnets de commandes dans l'industrie

manufacturière enregistrent aussi un recul de 1,5% depuis janvier, lestés par les commandes de produits métalliques en provenance de l'étranger, et par les commandes domestiques de produits électriques.

En perspective, la performance de la production industrielle allemande se situe parmi les plus faibles des grandes économies européennes. C'est le cas aussi de l'Italie (en baisse de 3,4% depuis janvier dernier) et des Pays-Bas (en baisse de 2,5%). La contraction en France a été plus contenue (0,9%). En revanche, la production industrielle espagnole semble bénéficier d'une certaine résilience par rapport à ses voisins (en hausse de 1,5%). En l'absence des données de décembre, tout indique que la production industrielle espagnole enregistrera un solde positif en 2024.



Notre opinion – L'évolution erratique de la production industrielle allemande et les signaux contradictoires montrés par les enquêtes sur la confiance dans l'industrie manufacturière dégradent les perspectives d'une reprise durable du secteur. En ce sens, les données reflètent la faiblesse de la demande intérieure et de la demande extérieure.

Le remplacement du gaz russe par des importations de gaz naturel liquéfié a entraîné l'industrie allemande vers un nouveau scénario de prix du gaz plus élevés. Cela place le secteur industriel dans une situation de perte de compétitivité, ainsi que d'une probable et significative perte structurelle de demande dans les branches intensives en énergie.

Portugal : l'activité toujours dynamique au T4

La dynamique de croissance du PIB au Portugal reste robuste, portée par une consommation soutenue et un climat économique favorable. Les indicateurs avancés de la Banque du Portugal, au mois de novembre, suggèrent une accélération du rythme de croissance de l'activité à 1,3% en glissement annuel au quatrième trimestre (après 1,2% au troisième trimestre) et de la consommation privée à 2,8% (après 2,4%). Cette évolution est

également confirmée par d'autres indicateurs, tels que les ventes au détail, les dépenses par carte bancaire et les immatriculations de véhicules neufs, qui ont augmenté de 11,9% sur un an au T4. Par ailleurs, l'indicateur de climat économique s'est renforcé au 4^e trimestre, avec des améliorations dans tous les secteurs, notamment dans les services.

En décembre, l'inflation globale a rebondi à 3,0% (après 2,5% en novembre) et l'inflation sous-jacente à 2,8% (après 2,6%), ce qui a porté l'inflation moyenne de 2024 à 2,4%, après 4,3% en 2023. Pour

2025, nous prévoyons une inflation de 1,8% en moyenne annuelle, un niveau qui marquerait définitivement la fin du cycle inflationniste des dernières années.

☑ Notre opinion – *Les perspectives pour 2025 de croissance de l'économie portugaise restent positives, soutenues par la résilience de la consommation, grâce à la solidité du marché du travail et à la reprise du revenu disponible réel, tant par des augmentations salariales que par la maîtrise de l'inflation. Une accélération de l'investissement est également probable, à la fois grâce à la baisse des coûts de financement et à l'accélération de la mise en œuvre des fonds du NGEU. En résumé, les facteurs internes pointent vers la solidité de l'économie, bien qu'ils puissent être contrecarrés par des facteurs externes liés, par exemple, à l'augmentation du protectionnisme ou à l'impact d'une éventuelle aggravation des tensions géopolitiques sur les prix des principales matières premières. Notre prévision de croissance du PIB pour 2025 s'affiche à 2,1% en moyenne, soutenue par la consommation privée (2,2%) et l'investissement (5,3%).*

Pays émergents

Amérique latine

👉 Argentine : des progrès mais il semble raisonnable d'attendre

L'élection de Javier Milei à la présidence et son entrée en fonction en décembre 2023 ont fait de 2024 une année de changement radical. Les résultats de son austérité budgétaire, visant à mettre fin au financement monétaire, et de sa gestion du peso sont à la fois impressionnants (excédent budgétaire, baisse de l'inflation) et mécaniques (les progrès sur les fronts de l'inflation et des comptes extérieurs s'expliquent aussi par la récession). La réduction des déséquilibres s'accompagne en outre d'un coût social élevé.

Les deux piliers de la stratégie de J. Milei

L'obtention d'un excédent primaire a constitué la pierre angulaire de la stratégie présidentielle (coupes violentes dans les dépenses, concentrées sur les dépenses sociales, baisse des dépenses primaires de 20% à moins de 16% du PIB, baisse des dépenses totales de plus de 20% en termes réels). L'excédent primaire pourrait atteindre 1% du PIB en 2024 pour un déficit budgétaire total de 0,5%. Le gouvernement vise un excédent primaire de 1% pour 2025, soit un déficit budgétaire de 0,3% malgré la suppression de l'« Impuesto País » (une taxe de 30% sur les transactions et les importations en dollars), une perte de revenus que le gouvernement prévoit de compenser par l'augmentation d'autres taxes (taxes sur les carburants, droits d'exportation et impôts sur le revenu). Les prévisions de croissance (5%) et d'inflation (18%) du gouvernement semblent optimistes par rapport aux prévisions du consensus (4,4% et 30%).

Second élément clé de la stratégie économique de Milei : une dévaluation significative du peso en décembre 2023 et la mise en place d'un *crawling peg* (dépréciation mensuelle de 2% par rapport au dollar). Ces mesures ont permis de réduire considérablement l'écart entre les taux de change officiel et parallèle : une réduction également favorisée par les interventions de la BCRA.

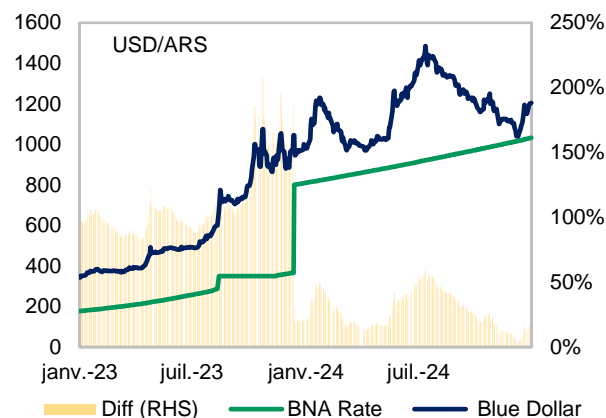
Le régime de change reste, cependant, en débat. La dollarisation, initialement envisagée par Milei comme la solution à la désaffection à l'égard du peso, semble avoir été temporairement écartée au profit de la « concurrence monétaire » qui vise à renforcer le rôle du dollar (une dollarisation implicite ?). En outre, des discussions ont émergé sur la possibilité de réduire le glissement mensuel à 1,0-1,5% à mesure que des progrès sont réalisés en matière d'inflation et d'accumulation de réserves de change (nostalgie de l'ancrage ?). Cependant, cette stratégie risque d'exercer des pressions sur le peso car le taux de change effectif réel s'est fortement apprécié. L'objectif ultime (y compris celui du FMI) est un peso flottant

mais les inquiétudes légitimes concernant l'absence d'ancrage nominal, l'impact de l'inflation et la faiblesse des réserves persistent. Enfin, plus généralement, des problèmes structurels (désaffection des résidents à l'égard du peso, dollarisation *de facto*, base étroite d'exportations, réactivité limitée des exportations à la dépréciation) demeurent.

Recul de l'inflation : des progrès louables et partiellement mécaniques

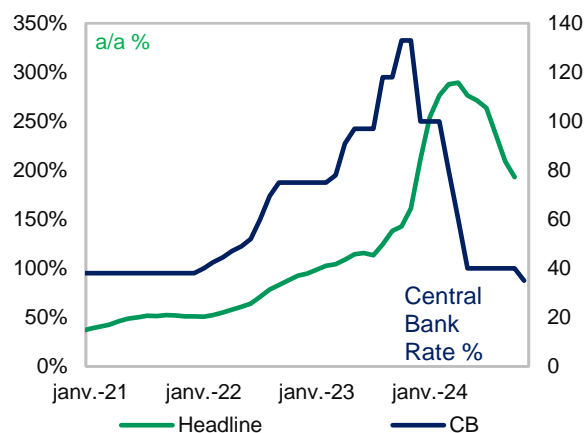
L'administration Milei a fait des progrès notables dans la lutte contre l'inflation. L'inflation annuelle est passée d'un pic proche de 290% (avril 2024) à 193% (octobre 2024). Les taux d'inflation mensuels sont passés sous 2,5% et les projections pour la fin d'année 2025 s'étagent de 18,3% (estimation du gouvernement) à 45% (prévisions du FMI).

Cours officiel et « Blue Dollar »



Sources : BCRA, Crédit Agricole SA/ECO

Inflation et taux directeur



Sources : BCRA, Crédit Agricole SA/ECO

Cette amélioration est le résultat d'un ajustement budgétaire drastique, de la fin du financement monétaire, d'une politique de change plus claire et,

in fine, de la baisse de la demande intérieure. Cela a permis à la banque centrale de baisser les taux et de réduire son bilan. Les taux d'intérêt réels restent négatifs.

Après une sévère récession, l'économie montre quelques signes de reprise, principalement grâce au secteur primaire (exportations minières) ainsi qu'à une forte baisse des importations. Le secteur primaire a rebondi après une année 2023 marquée par la sécheresse. La production industrielle se redresse lentement. Les services tardent à se reprendre. La demande intérieure reste faible, en raison d'une baisse de la consommation (perte de pouvoir d'achat des salaires et des retraites) et de l'investissement (absence de visibilité, manque de demande, restrictions de capitaux). Les effets de la baisse des taux d'intérêt et de la reprise du crédit (en raison de l'augmentation de la liquidité bancaire en dollars après l'amnistie) ne sont pas concluants (impact limité en raison de la faible pénétration du crédit en Argentine).

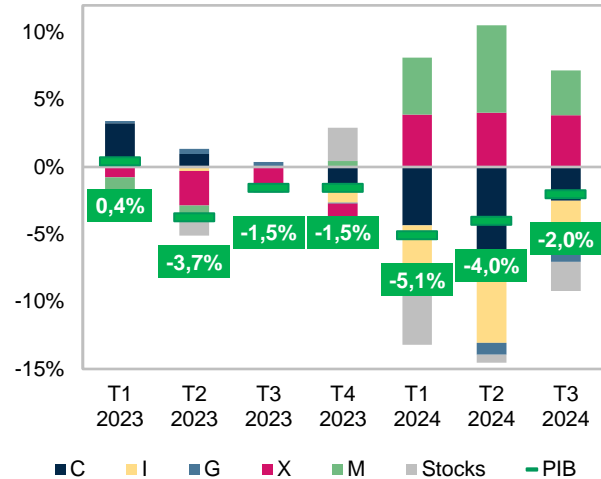
La situation est encore précaire mais l'économie devrait se redresser en 2025. La croissance pourrait excéder légèrement à 4% grâce, principalement, à une reprise mécanique de la consommation privée. Les ventes de biens durables et celles des supermarchés se sont stabilisées ; après leur chute, les salaires réels se redressent lentement, ce qui suggère que le pire est peut-être passé. Une augmentation des importations, à mesure que la demande se redresse, constitue l'un des risques majeurs : un risque d'autant plus élevé que le peso s'est apprécié en termes réels. Tout en stimulant les importations, un peso surévalué pourrait porter préjudice à la compétitivité des entreprises, en particulier des services échangeables, et des petites entreprises manufacturières. La suppression de la taxe à l'importation PAIS en 2025 ajoutera une pression supplémentaire sur leur compétitivité. Enfin, les contrôles de capitaux devraient continuer de limiter les investissements.

Comptes extérieurs : un redressement naturel

La dépréciation nominale du peso, l'ajustement des finances publiques et la récession se sont traduits par une amélioration des comptes extérieurs. Le compte courant affiche un excédent de 0,4%, en raison principalement de la vigueur des exportations (agriculture et énergie) et de la forte baisse des importations. Aidés par le programme d'amnistie, les financements extérieurs se sont améliorés mais les réserves restent insuffisantes au regard, notamment, des paiements extérieurs de 2025.

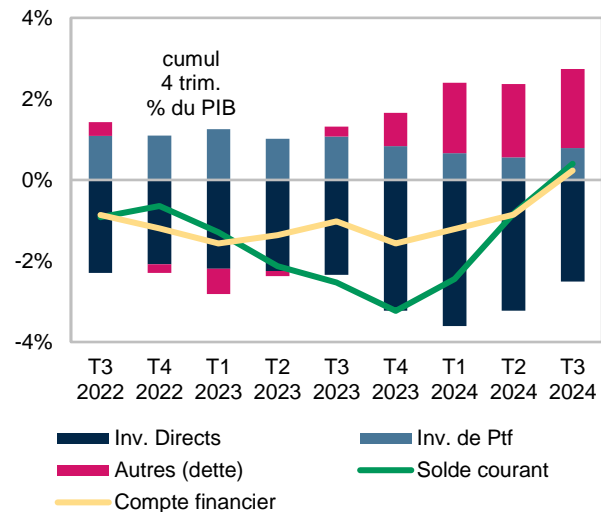
En 2025, le compte courant devrait afficher un léger déficit car les importations devraient se redresser. Les investissements directs étrangers devraient rester modérés tant que les contrôles de capitaux ne sont pas levés et que le régime des changes n'est pas définitivement stabilisé.

Croissance et contributions



Sources : FMI, BCRA, Crédito Agricole SA/ECO

Financements extérieurs

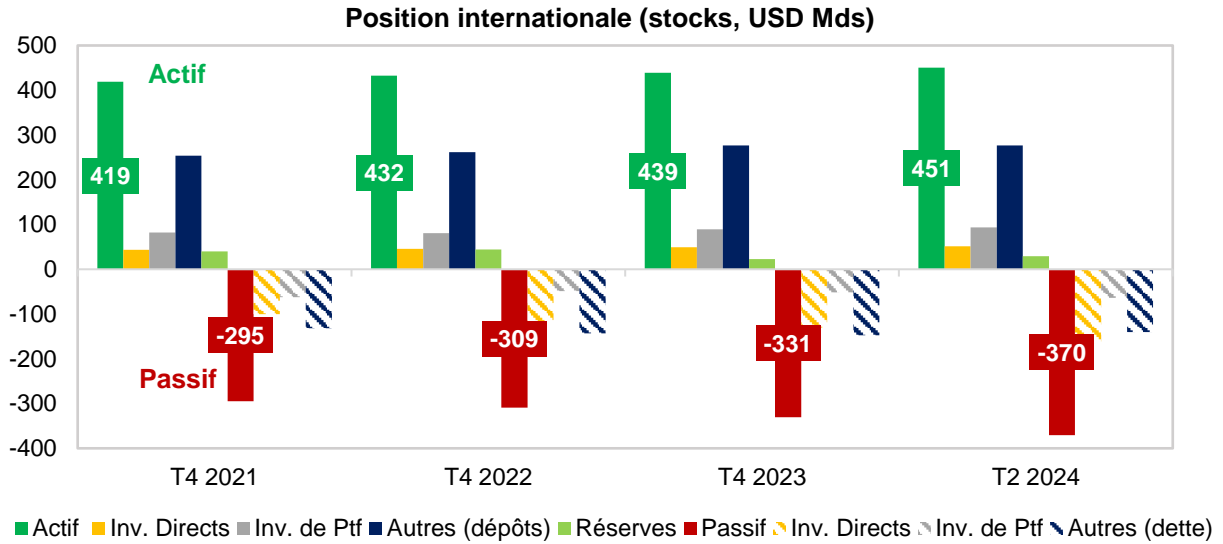


Sources : FMI, BCRA, Crédito Agricole SA/ECO

Les difficultés de financements extérieurs persistent. Si les perspectives d'un nouvel accord avec le FMI sont encourageantes, il ne faut pas en surestimer les implications. Le FMI doit revoir très prochainement le programme actuel (44 milliards de dollars) ; ce programme a été largement critiqué par les propres organes de contrôle interne du FMI (manque de cohérence, de conditionnalité, etc.). En termes d'austérité, l'Argentine, plus grand débiteur du FMI, est allée bien au-delà de ce que le FMI pouvait solliciter mais n'a pas atteint l'objectif en termes de réserves. Le FMI devrait continuer d'insister sur le régime de change (flottant) et l'accumulation de réserves nettes de change (hors des lignes de swap de la Chine). Il pourrait limiter son aide à la reconduction de son engagement avec peu voire pas d'argent frais.

En dépit des hypothèques non levées, les marchés ont réagi positivement ; un retour sur les marchés pourrait toutefois être prématuré et se révéler dangereux (cf. l'augmentation de la dette extérieure sous la présidence de Macri, très apprécié des marchés). Enfin, la question de la désaffectation des

Argentins à l'égard du peso (cf. accumulation d'actifs à l'étranger et position extérieure nette positive) reste clé.



Sources : FMI (*Statistiques Financières Internationales*), Crédit Agricole SA/ECO

Moyen-Orient et Afrique du Nord

L'Arabie Saoudite face à sa démographie : défi ou aubaine ?

Ce début 2025 marque l'entrée de l'Arabie Saoudite dans sa 9^e année de transformation, depuis le lancement de la Vision 2030. Au-delà de toutes les mesures du changement que les autorités ou les économistes pourraient proposer, une chose est déjà certaine : il y a un avant et un après 2016. Et c'est peut-être avant tout la rapidité des changements sociétaux qui en témoigne : parmi eux, on observe facilement que les Saoudiens travaillent désormais dans des emplois du secteur privé (de banquier d'affaires à chauffeur Uber). La progression du taux de participation des femmes, qui passe de 19% en 2016 à 36% en 2024², est évidemment l'un des symptômes les plus visibles de ces changements – également l'un des plus observés et commentés.

En effet, bien plus qu'un projet de diversification économique, la Vision est aussi, et peut-être surtout, un changement du pacte social. Et en réalité, l'un ne va pas sans l'autre ! **En engageant une transition accélérée d'un modèle économique de rente, dont l'acteur principal est l'État, vers un modèle diversifié dont le moteur doit être le secteur privé, le Royaume cherche à prendre appui sur son avantage comparatif évident au sein des États du Golfe : sa démographie.** La population saoudienne (non-émigrée) est de l'ordre de 20 millions – soit un ordre de grandeur environ 20 fois supérieur à celui de la population nationale des Émirats ou plus de 60 fois supérieur à celle du Qatar.

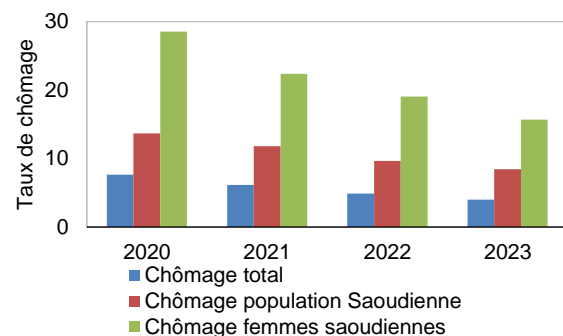
Cette démographie est à la fois un défi et une aubaine car elle dessine deux réalités. D'un côté, l'organisation traditionnelle du travail comme un pilier du contrat social entre la population et l'État rentier³ – qui suppose une garantie implicite d'emploi dans le secteur public pour la population nationale – n'est pas soutenable. Cela se matérialise en effet par un niveau de chômage important. Mais par ailleurs, le stock démographique et sa dynamique représentent un fort potentiel de croissance sous-exploité. **Il en découle alors une des priorités de l'agenda de réformes en cours : la ressource humaine saoudienne (notamment féminine) doit jouer un rôle clé dans le décollage du secteur privé.** Cela tombe bien car si ce dernier l'absorbe, il résout, par la même, la problématique du chômage, symptôme de cassure du contrat social.

Mais comment construire les réformes pour que la population saoudienne devienne une ressource clé du secteur privé ?

Les limites de la « saoudisation » du travail

Si on peut facilement comprendre le diagnostic et le matérialiser en un objectif simple – l'emploi de la population saoudienne dans le secteur privé – sa mise en œuvre est plus complexe. Le marché du travail a deux composantes : l'offre et la demande. Il faut donc, d'une part, une demande de travail dans le secteur privé. **Or le pays bénéficie d'un stock de demande d'emploi qui pourrait être disponible pour les Saoudiens, et qui a par ailleurs l'avantage de ne pas dépendre des niveaux d'activité : c'est le stock couvert par la forte population émigrée** (près de 40% de la population, et une écrasante majorité des emplois dans le secteur privé). **Il est ainsi relativement facile à court terme d'absorber une partie de la main d'œuvre saoudienne (et donc de réduire le chômage) par un système de remplacement contraint.** C'est l'objet des politiques de « saoudisation » du travail⁴, un système de quotas qui incite les entreprises à l'embauche des saoudiens et des femmes. Le récent durcissement de ce dispositif a en effet largement contribué à la réduction du chômage, qui a atteint en 2024 des plus bas historiques (3,7% au 3^e trimestre).

Le durcissement du dispositif de saoudisation produit des effets à court terme



Source : GASTAT, Crédit Agricole S.A./ECO

Cependant, l'objectif de départ n'est pas seulement de réduire le chômage, mais aussi de faire de la main-d'œuvre saoudienne le moteur du développement du secteur privé. **Or si la**

secteur privé. Voir : « [L'Arabie Saoudite – Au travail !](#) » Crédit Agricole, Novembre 2024.

⁴ Le programme Nitaqat est un système qui prévoit des sanctions et des privilèges pour les entreprises en fonction de la proportion de Saoudiens et femmes employées.

² Labour Market Bulletin – GASTAT, Dec. 2024

³ Les États rentiers du Golfe ont traditionnellement organisé une segmentation forte du marché du travail qui vise à garantir l'emploi de la population nationale dans le secteur public, tout en permettant l'importation d'une main-d'œuvre (bon marché) pour le

« saoudisation » produit des effets importants à court terme sur le chômage, elle pourrait, en fait, s'avérer un frein au développement du secteur privé sur le moyen terme. En effet, pour que la main-d'œuvre saoudienne participe aux gains productifs du secteur privé, il faut que l'emploi de cette population soit un choix optimal fait par l'entreprise sans contrainte. On en arrive ainsi à la problématique de l'offre de travail saoudienne, qui ne semble pas aujourd'hui pleinement présenter au secteur privé la ressource qu'il recherche.

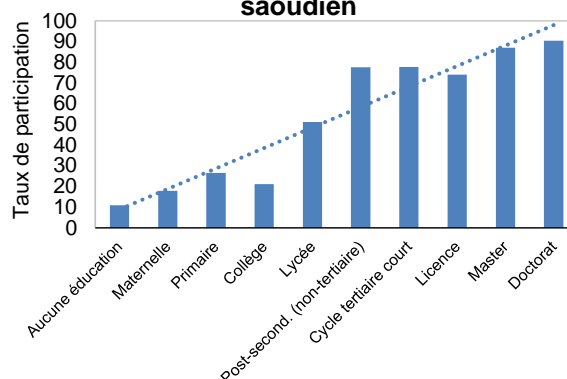
Les contraintes à l'emploi des Saoudiens dans le secteur privé

Pour aborder la question de l'offre de travail saoudien, il faut prendre en compte les deux sources de déficit d'emploi local pour le secteur privé : le faible taux historique de participation au marché du travail⁵, et le chômage – soit l'inactivité volontaire ou involontaire. Dans les deux cas, les causes sont souvent communes : des salaires de réserve élevés (c'est-à-dire au-dessous desquels un inactif n'accepte pas la proposition d'emploi) et une préférence pour l'emploi public.

Cette rigidité est issue de l'héritage de la forte segmentation du travail autour du système de la « kafala »⁶ organisée par les pétromonarchies du Golfe : celle-ci réserve les emplois publics hautement rémunérés à la population nationale et organise l'importation d'une main-d'œuvre peu chère et flexible pour le secteur privé. Ce système s'intègre parfaitement dans un modèle de rente, qui traditionnellement, se concentre sur le secteur pétrolier, l'administration publique et les services.

Ainsi, le marché du travail privé est dominé par une offre de main-d'œuvre importée à faible qualification, contre laquelle l'offre saoudienne n'est pas compétitive. Selon le FMI⁷, le différentiel de salaire entre un Saoudien et un non-Saoudien, bien qu'en baisse, serait toujours en moyenne de plus de 100% fin 2023. Il diminue cependant drastiquement avec la qualification – il était même négatif au niveau master fin 2023. **On comprend alors l'enjeu de l'éducation, qui permet de construire un stock de compétences aligné aux besoins d'un marché du travail privé en rapide transformation, et sur des segments compétitifs – c'est-à-dire à un niveau de compétence moins disponible à l'importation à moindre coûts.**

Le niveau d'éducation accroît la participation au marché du travail saoudien



Source : GASTAT, Crédit Agricole S.A./ECO

La disponibilité de cette ressource localement deviendrait alors un accélérateur du développement du secteur privé, auto-entretenant la demande d'emploi. D'ailleurs, c'est ce que révèlent les enquêtes PME⁸, dont près d'une sur cinq présente la difficulté d'accéder à une main-d'œuvre qualifiée, comme le principal obstacle à leur développement. **C'est ce cycle vertueux qui sera certainement clé pour l'Arabie Saoudite dans sa sortie du modèle de rente, qui ne peut plus se projeter sur l'exemple de petits émirats.** La variable démographique du modèle à venir impose probablement le développement d'un maillage de secteurs intermédiaires (hors rente), vecteur d'emploi pour la classe moyenne. Et cela suppose de construire, presque de zéro, les compétences associées.

Le défi du système éducatif saoudien

Selon une étude récente de la Banque mondiale⁹, malgré la progression du niveau d'étude moyen par rapport à la génération précédente (qui se reflète dans la qualification de la main-d'œuvre), la qualité de l'offre éducative continue de produire des résultats d'apprentissage en deçà du niveau des pays à hauts revenus. Ce résultat se retrouve dans l'indicateur de « pauvreté de l'apprentissage » de l'institution (qui mesure la proportion d'enfants en âge de fin de cycle primaire en dessous du niveau de lecture minimum), mais aussi dans les scores PISA (2022) pour la lecture, les mathématiques ou la science. **La Banque mondiale en conclut que la main-d'œuvre saoudienne entre sur le marché du travail avec un déficit de compétences.**

⁵ Le taux de participation de la population saoudienne au marché du travail a gravité autour de 40% historiquement, mais a même atteint un point bas de 17% pour les femmes en 2016.

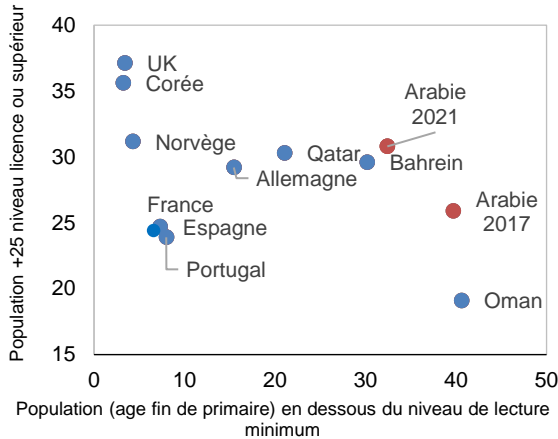
⁶ Système de parrainage ou de tutelle qui régit la situation des travailleurs étrangers dans le pays. Généralement, le travailleur ne peut pas changer d'employeur, quitter le pays ou obtenir un visa sans le consentement de son sponsor.

⁷ 5 Saudi Arabia 2024 Article IV Consultation – Press release and Staff report, September 2024. Annex V. Saudi Arabia's Labor Market

⁸ GASTAT SME survey 2018.

⁹ Tracing Labor Market Outcomes of Technical and Vocational Training Graduates in Saudi Arabia, Banque mondiale, Jan. 2022

La qualité de l'éducation reste en dessous des pays à hauts revenus



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, Banque mondiale

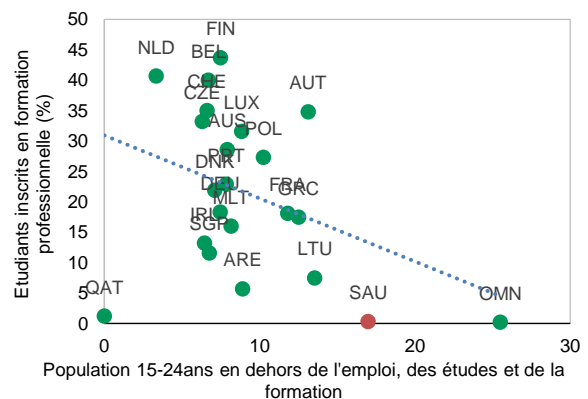
Cette problématique est cependant largement ciblée par les réformes de la Vision, qui priorisent l'amélioration du recrutement et de la formation des enseignants, ou encore l'augmentation de l'offre d'éducation privée. Cependant, dans la même étude, la Banque mondiale souligne les spécificités de la main-d'œuvre saoudienne appelant à des mesures plus ciblées.

Cibler les spécificités de la main-d'œuvre saoudienne

Malgré un lien évident entre niveau d'étude et participation au marché du travail, le Royaume a un des taux de chômage le plus important, au niveau d'étude tertiaire, parmi les pays à hauts revenus. Si la qualité de l'éducation offre une clé de lecture, ce n'est pas la seule. **Selon l'institution, l'employabilité limitée de la main-d'œuvre saoudienne est un des facteurs les plus importants de l'exclusion du marché du travail en Arabie Saoudite, et ce en particulier dans les groupes défavorisés comme les jeunes et les femmes.** 92% de la population au chômage n'a soit

aucune expérience professionnelle préalable ou n'a jamais bénéficié d'une formation professionnelle. Et cela est hérité de l'historique de faible participation de la population saoudienne au marché du travail. Ainsi, pour cibler la problématique du chômage, il faut que l'offre éducative puisse répondre directement à la problématique d'employabilité des segments les plus vulnérables de la population, pour prendre le relais des politiques de quotas. La Banque mondiale souligne le très faible développement de l'enseignement professionnel et technique en Arabie Saoudite. Or, il existe une forte corrélation entre la participation à des formations professionnelles ou techniques et la réduction de l'exclusion du marché du travail.

La formation professionnelle réduit l'exclusion du marché du travail



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, UNESCO, Banque mondiale

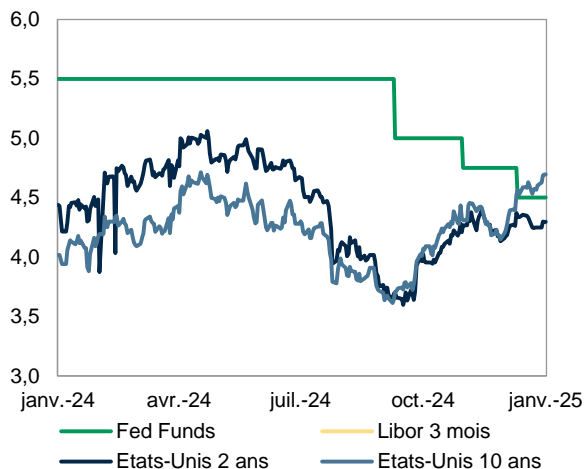
Le développement de ce type de formations ciblées semble d'autant plus pertinent en Arabie Saoudite étant donné la problématique d'employabilité de la population au chômage, mais aussi la nature du marché du travail dans le secteur privé, qui, en période de transformation, demande une grande adaptabilité de la main-d'œuvre de nouvelles compétences.

Notre opinion – L'Arabie Saoudite s'est lancée il y a maintenant 8 ans dans un projet de transformation d'ampleur. La rapidité des changements et les moyens déployés reflètent aussi le besoin de rattrapage par rapport à d'autres économies du Golfe qui ont entamé leur diversification il y a parfois plusieurs décennies. Mais le royaume bénéficie d'un avantage évident, une autre richesse que le pétrole : sa démographie, de loin la plus importante du Golfe. Celle-ci peut néanmoins apparaître comme une contrainte, car malgré l'abondance des ressources pétrolières du pays, la dynamique démographique ne permet pas à la rente d'absorber pleinement le coût de l'emploi de sa population dans le secteur public, jusqu'ici un des piliers du modèle de redistribution des pétromonarchies du Golfe. Cela se matérialise par un chômage élevé et persistant, symptôme de la cassure du contrat social, qui crée une urgence de réforme. Mais cette population est aussi une réserve à potentiel de croissance encore sous-exploitée, et une ressource majeure pour le développement du secteur privé. C'est-à-dire que là où d'autres économies doivent rivaliser en innovation et en gains de productivité pour soutenir la croissance, l'Arabie Saoudite a encore une ressource majeure en réserve. Mais si la Vision 2030 a bien créé une aspiration au travail, l'employabilité et la compétitivité de la main-d'œuvre restent un obstacle. Cela dessine l'enjeu de la réforme de l'éducation, déjà lancée, mais demande aussi à penser des politiques adaptées aux spécificités d'une main-d'œuvre parfois exclue ou volontairement à distance du marché du travail. Le besoin d'offre de formation évolutive et continue est un des piliers indispensables pour accompagner la rapide transformation de l'économie du pays.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

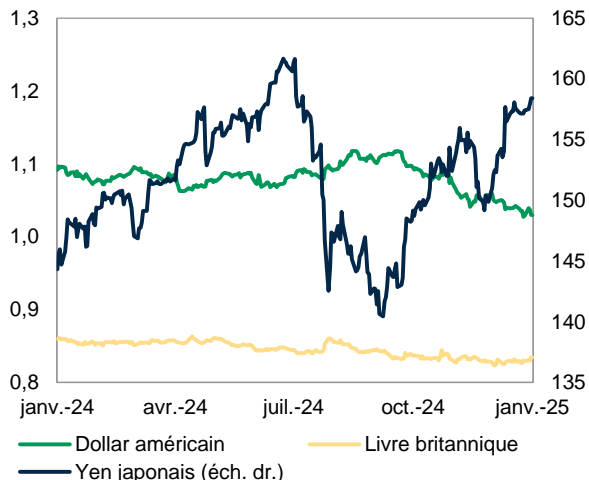
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

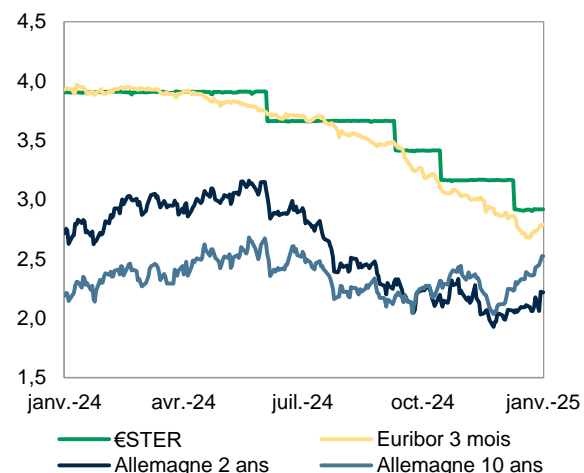
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

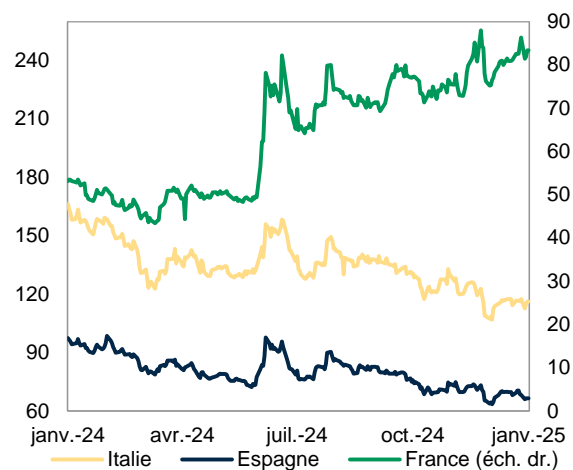
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

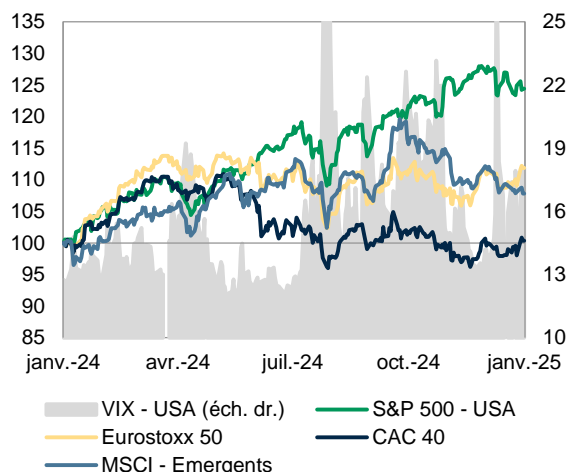
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

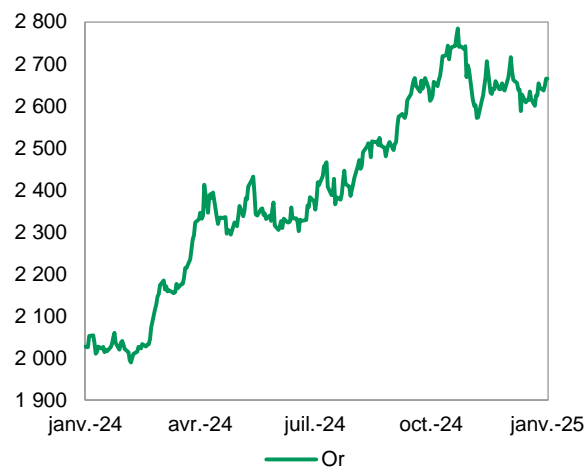
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

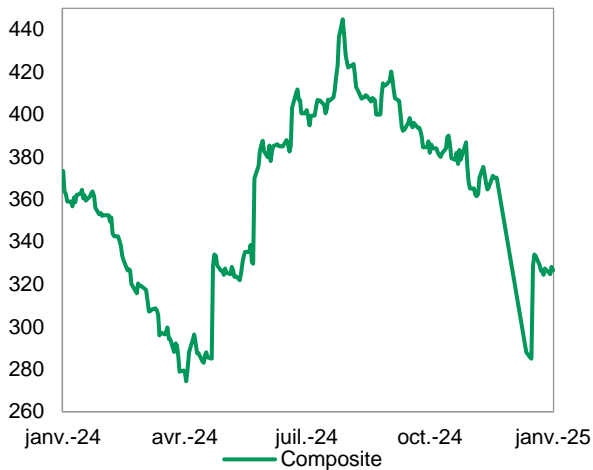
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

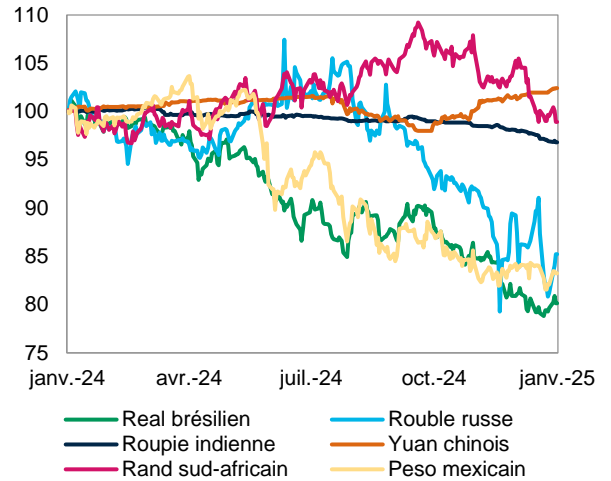
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

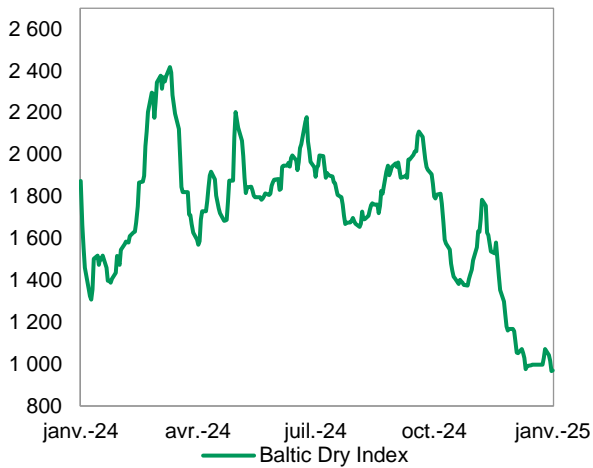
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

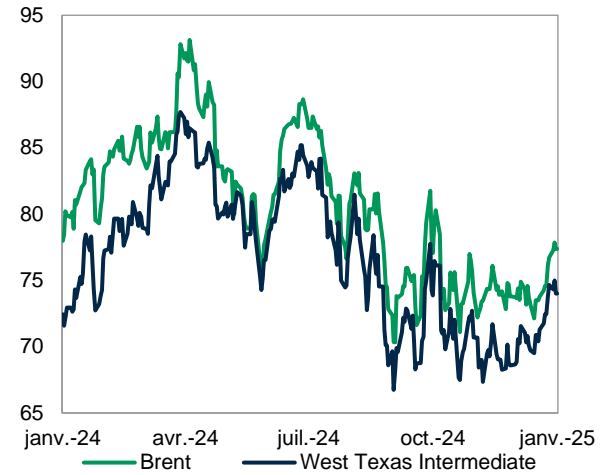
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

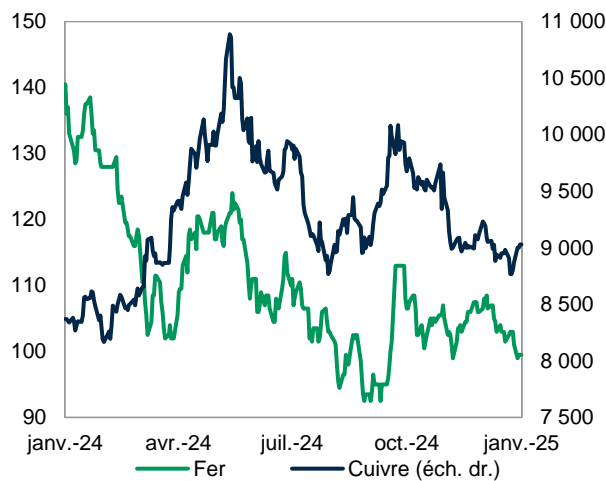
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

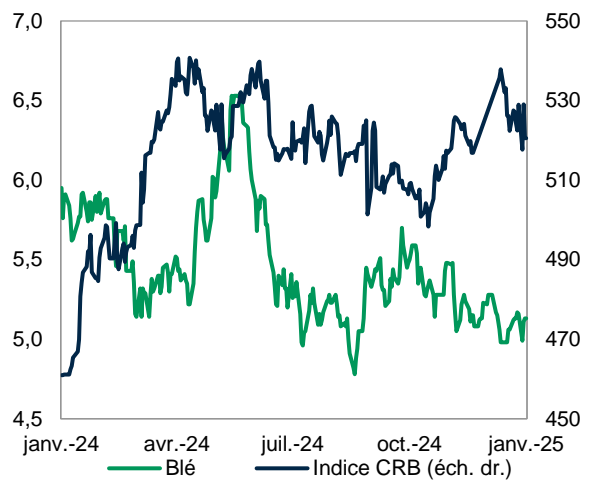
USD/tonne métrique



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 – Décembre 2024

[Un scénario conditionnel, plus que jamais](#)

Date	Titre	Thème
08/01/2025	Mexique – Budget 2025, « raisonnable » mais réaliste ?	Mexique
02/01/2025	Royaume-Uni – L'inflation remonte et les perspectives à court terme restent entourées de risques haussiers	Royaume-Uni
22/12/2024	France – Que doit-on retenir des dernières prévisions de la Banque de France et de l'Insee ?	France
20/12/2024	Monde – Scénario 2025-2026 : un scénario conditionnel, plus que jamais	Monde
20/12/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
19/12/2024	Indonésie – Prabowo Subianto débute son mandat dans un contexte économique favorable	Asie
17/12/2024	Roumanie – L'annulation de l'élection présidentielle laisse poindre la crise politique	PECO
17/12/2024	France – Quand l'incertitude politique pèse sur la croissance	France
13/12/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
13/12/2024	Thaïlande – Un rebond timide de la croissance	Asie
12/12/2024	Immobilier résidentiel – Des signes de stabilisation du marché au troisième trimestre 2024	Immobilier

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

Rédacteurs en chef : Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDA

Zone euro : Alberto ALEDO, Ticiano BRUNELLO, Marianne PICARD
Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

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

Europe centrale et orientale, Asie centrale, géo-économie :
Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Nathan QUENTRIC

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario), Jorge APARICIO LOPEZ

Afrique du Nord, Moyen-Orient, Afrique sub-saharienne : Laure DE NERVO

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

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

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

Application Etudes ECO disponible sur l'[App store](#) & sur [Google Play](#)

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