

# Perspectives

Hebdomadaire – N°25/064 – 21 février 2025

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Incertitude et attentisme</i> .....	2
☞ <i>L'Union européenne responsable de 9% des émissions mondiales de GES en 2022</i> .....	3
☞ <i>France : l'inflation augmente finalement à 1,7% en glissement annuel en janvier</i> .....	4
☞ <i>Bahreïn : peut-on vivre la rente par procuration ?</i> .....	7

## Incertitude et attentisme

La semaine a été pauvre en indicateurs économiques de premier plan pour les marchés financiers mais, de nouveau, riche en menaces dont celles de tarifs douaniers de Donald Trump. Celles-ci ont davantage ciblé des secteurs, le président américain ayant mentionné à plusieurs reprises les secteurs de l'automobile (où il envisage la mise en place de droits de douane « d'environ 25% »), des semi-conducteurs et des produits pharmaceutiques (où le tarif douanier sera de « 25% et plus, et augmentera considérablement au cours de l'année »). Le président Trump semble généralement envisager une mise en œuvre en avril, éventuellement dès le 2 avril, mais le calendrier n'est pas encore très précis. Nous continuons d'anticiper des hausses de droits de douane substantielles mais le calendrier reste flou : flou au point de suggérer que des négociations peuvent être envisagées. La prévision des hausses tarifaires susceptibles de prendre réellement effet et l'estimation de leurs impacts sont actuellement impossibles.

Les menaces de tarifs douaniers ont fait réagir plusieurs partenaires commerciaux des États-Unis, à la grande satisfaction du président américain. Directement menacés, les constructeurs automobiles allemands ont vivement réagi et l'Union européenne s'est dit prête à « réduire ses droits de douane sur les voitures au niveau américain », soit de 10% actuellement à 2,5%. Par ailleurs, le président américain a jugé, le 20 février, qu'un accord commercial avec la Chine était "possible", rappelant que les États-Unis avaient déjà "conclu un excellent accord commercial avec la Chine" en 2020 et soulignant que sa relation avec le président Xi était « excellente ».

Le procès-verbal (*minutes*) de la réunion de politique monétaire de la Réserve fédérale (FOMC) des 28 et 29 janvier, publié le 19 février, n'a pas révélé de surprises majeures susceptibles de modifier les anticipations de taux des investisseurs. Ceux-ci continuent de tabler sur une pause de la Réserve fédérale (Fed) en mars et une ou deux baisses de taux plus tard cette année. La décision de maintenir inchangée la fourchette des taux des *fed funds* à 4,25%-4,5% a été prise à l'unanimité. La majorité des responsables ont fait état d'un « degré élevé d'incertitude » entourant les perspectives économiques et ont conditionné toute nouvelle baisse des taux d'intérêt à une reprise de la désinflation. Ils ont notamment souligné les pressions inflationnistes qui pourraient résulter des tarifs douaniers, d'une demande soutenue et des expulsions massives de migrants. Les premières mesures commerciales proposées par Donald Trump dès son retour à la présidence américaine

ont alimenté les préoccupations de la Fed à propos de l'inflation, les entreprises ayant exprimé leur intention de relever leurs prix pour compenser tout relèvement des droits de douane. Les *minutes* ont révélé des éléments intéressants relatifs à la politique de resserrement quantitatif (« *quantitative tightening* »). Divers responsables ont indiqué qu'il pourrait être approprié de faire une pause ou de ralentir la réduction du bilan de la Fed jusqu'à la résolution de l'impasse sur le plafond de la dette en anticipant des « fluctuations importantes » des réserves dans les mois à venir en lien avec la dynamique du plafond de la dette. Les participants ont également discuté de plans très préliminaires concernant la composition des achats de titres du Trésor sur le marché secondaire qui auraient lieu une fois le « *quantitative tightening* » terminé.

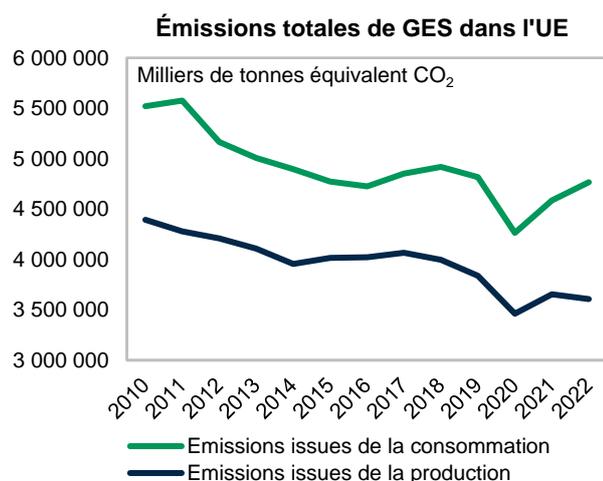
Dans un contexte d'incertitude persistante, les taux américains sont restés stables sur la semaine (à 4,26% ce vendredi pour le taux à deux ans, contre 4,49% pour le taux à dix ans). Les bourses ont fait du sur-place. En Europe, les primes de risques sont quasi inchangées, alors que le taux à dix ans allemand progresse légèrement (+6 points de base à 2,49%), en attente des élections fédérales de dimanche. Selon les sondages, la CDU/CSU de Friedrich Merz arriverait en tête, recueillant 30% des intentions de vote, suivie par l'AfD d'Alice Weidel avec 20,5% des voix (soit près de 6 points de plus que lors des élections fédérales précédentes pour chacun des deux partis). Le SPD du chancelier fédéral Scholz ne viendrait qu'en troisième position, crédité de 15% des voix, soit presque 11 points de moins que lors des élections de septembre 2021.

## Zone euro

### L'Union européenne responsable de 9% des émissions mondiales de GES en 2022

Eurostat a récemment publié les données concernant les émissions de gaz à effet de serre (GES) de l'Union européenne (UE) en 2022. Celles induites par la demande intérieure finale s'établissent à 4,8 milliards de tonnes équivalent CO<sub>2</sub> au total, soit 10,7 tonnes équivalent CO<sub>2</sub> par habitant (ce que l'on appelle communément l'« empreinte carbone »). L'UE a ainsi été responsable d'environ 9% des émissions mondiales en 2022 (51,4 Mds t CO<sub>2</sub> éq). Ces mesures englobent les émissions générées tout au long de la chaîne de production des biens et services consommés, ce qui est important car une bonne partie de ces derniers sont importés au sein de l'UE. Par ailleurs, l'approche au travers du prisme de la production nous renseigne sur les émissions directes sur le sol européen (activités de production, même pour les biens et services destinés à l'export, et ménages). Ces dernières sont de 24% plus faibles que celles générées par la consommation, à la fois par habitant (8,1 tonnes) et en valeur absolue (3,6 Mds t CO<sub>2</sub> éq).

Les émissions selon l'approche « consommation » et celles selon l'approche « production » ont suivi peu ou prou la même trajectoire depuis les années 2010 dans l'UE. En effet, elles ont décliné de 2010 à 2014, avant de se stabiliser globalement entre 2014 et 2018 et de se réduire de nouveau en 2019. Elles ont ensuite fortement diminué en 2020 sous l'effet de la crise sanitaire et sont reparties à la hausse depuis. Ainsi, au total, les émissions de GES générées par la consommation ont chuté de 14% entre 2010 et 2022, et celles générées par la production résidente de 18%. Elles ont toutefois crû de 12% et 4%, respectivement, entre 2020 et 2022.



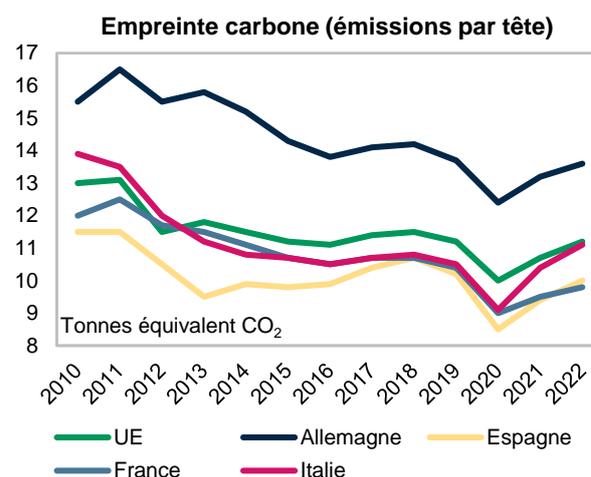
Derniers points : 2022

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

Sur les 4,8 milliards de tonnes équivalent CO<sub>2</sub> émises par la demande intérieure finale de l'UE,

l'Allemagne en représente 23%, la France et l'Italie 13% et l'Espagne un peu moins de 10% ; ces quatre pays (les plus grands) sont donc les plus gros émetteurs de l'UE. Pour la production (3,6 Mds t CO<sub>2</sub> éq), les parts relatives de ces grands pays sont similaires : l'Allemagne reste en tête avec 22% des émissions, toujours suivie de la France et l'Italie (12%), mais l'Espagne (8%) passe en quatrième position, derrière la Pologne (11%).

Afin d'établir une meilleure comparaison entre pays, il convient d'utiliser la mesure par tête, soit l'empreinte carbone (les émissions issues de la demande intérieure finale) par habitant. Parmi les grands pays, la France et l'Espagne se distinguent en apparaissant relativement vertueuses<sup>1</sup>, avec des émissions de respectivement 9,3 et 9,5 tonnes équivalent CO<sub>2</sub> par personne en 2022. Elles s'établissent ainsi respectivement en septième et neuvième position des pays les moins émetteurs de l'UE (28 pays), après des pays comme la Suède, le Portugal et la Roumanie, qui forment le podium de tête avec 8 tonnes/habitant. En revanche, l'Allemagne (13,1 tonnes/habitant) se positionne bien au-dessus de la moyenne de l'UE et l'Italie l'égale (10,7 tonnes/habitant). En bas du tableau, on retrouve des pays plus petits comme Chypre (16,6 tonnes/habitant) et le Luxembourg (15,5 tonnes/habitant). À noter aussi que seuls le Danemark et la Pologne affichent des émissions par tête générées par la consommation inférieures à celles générées par la production résidente.



Derniers points : 2022

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

Par ailleurs, on peut observer que certains secteurs d'activité participent plus que d'autres aux émissions selon l'approche consommation. C'est le cas de la production et distribution d'électricité, de gaz, de

<sup>1</sup> La France connaît d'ailleurs une hausse moins marquée que les autres grands pays entre 2020 et 2022.

vapeur et d'air conditionné (1,1 Md t CO<sub>2</sub> éq), responsable de près d'un quart des émissions totales de GES de l'UE. Viennent ensuite l'industrie manufacturière (984 Mt CO<sub>2</sub> éq) et l'agriculture, sylviculture et pêche (757 Mt CO<sub>2</sub> éq). Par ailleurs, sur les 4,8 milliards de tonnes équivalent CO<sub>2</sub> d'émissions générées par la consommation au sein de l'UE en 2022, 1,9 Md (39%) est émis à l'étranger (importations). Ainsi, au sein du G20, la Chine (22% des émissions de provenance extra-UE), la Russie

(11%) et les États-Unis (5%) en étaient les principales sources en 2022, reflétant les forts liens commerciaux de l'UE avec ces régions.

Enfin, sur les émissions de GES de 3,6 milliards de tonnes équivalent CO<sub>2</sub> générées par la production sur le sol européen, 2,9 Mds ont servi la demande intérieure finale et 0,7 Md la demande extérieure (exportations), à 19% les États-Unis (139 Mt CO<sub>2</sub> éq) et à 14% la Chine (103 Mt CO<sub>2</sub> éq).

**☑ Notre opinion** – *Au niveau mondial, l'Union européenne est responsable d'un excès d'émissions de gaz à effet de serre par rapport à sa population : 9% des émissions pour moins de 6% de la population mondiale, d'après les données de la Banque mondiale pour 2022. Par ailleurs, ces émissions ont augmenté chaque année depuis la crise du Covid, alors qu'elles avaient diminué au cours de la dernière décennie (de premiers indicateurs pour 2023 semblent toutefois indiquer qu'elles seraient de nouveau en baisse). L'UE doit faire davantage, notamment si elle souhaite atteindre son objectif de réduction des émissions de GES de 55% d'ici 2030 par rapport au niveau de 1990 (Pacte vert pour l'Europe). Et pour cause, selon un rapport récent de l'Agence européenne pour l'environnement, au rythme actuel, la baisse ne serait que de 43% en 2030. Insuffisant donc. Cet effort doit passer par des avancées en termes de décarbonation sur notre territoire, dans des secteurs tels que l'industrie manufacturière et l'énergie, mais aussi par des changements dans nos modes et habitudes de consommation. Il ne suffira pas de faire mieux que des géants comme les États-Unis, dont l'empreinte carbone est déjà beaucoup plus élevée que celle de l'UE (environ 18 tonnes équivalent CO<sub>2</sub> par habitant) et qui devraient malheureusement retarder la réduction de leurs émissions (compte tenu de l'arrivée au pouvoir de Donald Trump). On sait en effet que trop tarder sera très coûteux.*

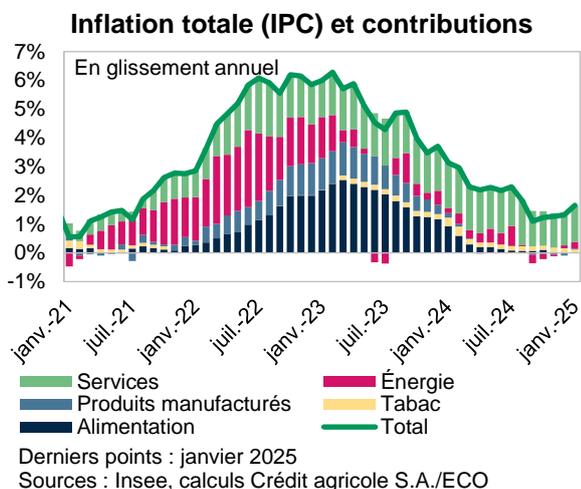
**👉 France : l'inflation augmente finalement à 1,7% en glissement annuel en janvier**

L'Insee a publié les résultats définitifs de l'indice des prix à la consommation (IPC) de janvier 2025. Celui-ci augmente finalement de 1,7% sur un an, soit 0,3 point de plus que ce qui avait été publié précédemment dans l'estimation provisoire. La révision est liée aux tarifs des médecins et des crèches. La publication s'accompagne, comme chaque année, d'une note méthodologique qui décrit les changements pour l'IPC en 2025. Les pondérations des composantes ont en particulier été mises à jour selon l'évolution du panier de consommation des ménages. Résultat, le poids des services augmente de nouveau, tandis que celui des autres composantes diminue.

En janvier, l'IPC augmente finalement de 1,7% en glissement annuel, contre 1,4% dans l'estimation provisoire qui avait été publiée fin janvier. La variation mensuelle est également révisée de +0,3 point, à +0,2%. Cette révision, d'une ampleur rarissime, provient d'après l'Insee « de l'intégration des prix moyens observés en janvier pour les médecins, plus dynamiques que pour l'estimation provisoire, et de la prise en compte des changements de tarifs des crèches en janvier ». L'inflation sur un an est ainsi en hausse de 0,4 point par rapport à décembre, où elle s'établissait à 1,3%.

L'accélération des prix sur un an en janvier s'explique pour un tiers par le rebond des prix des produits manufacturés (+0,2% en glissement annuel, après -0,4%), pour un tiers par l'accélération des prix de l'énergie (+2,7%, après +1,2%), et pour un tiers par celle des prix des services (+2,5%, après +2,2%). Les prix de l'alimentation restent, pour leur part, quasiment stables sur un an (+0,1% après +0,0%), et ceux du tabac ralentissent (+6,0% après +8,7%) en raison d'un effet de base (effet de sortie du glissement lié au mouvement de l'indice un an plus tôt).

En janvier, l'inflation sous-jacente (inflation hors prix volatils et administrés, corrigée des variations saisonnières), qui donne la tendance de fond de l'inflation, augmente légèrement, à 1,4% (+0,1 point par rapport à décembre). L'indice des prix à la

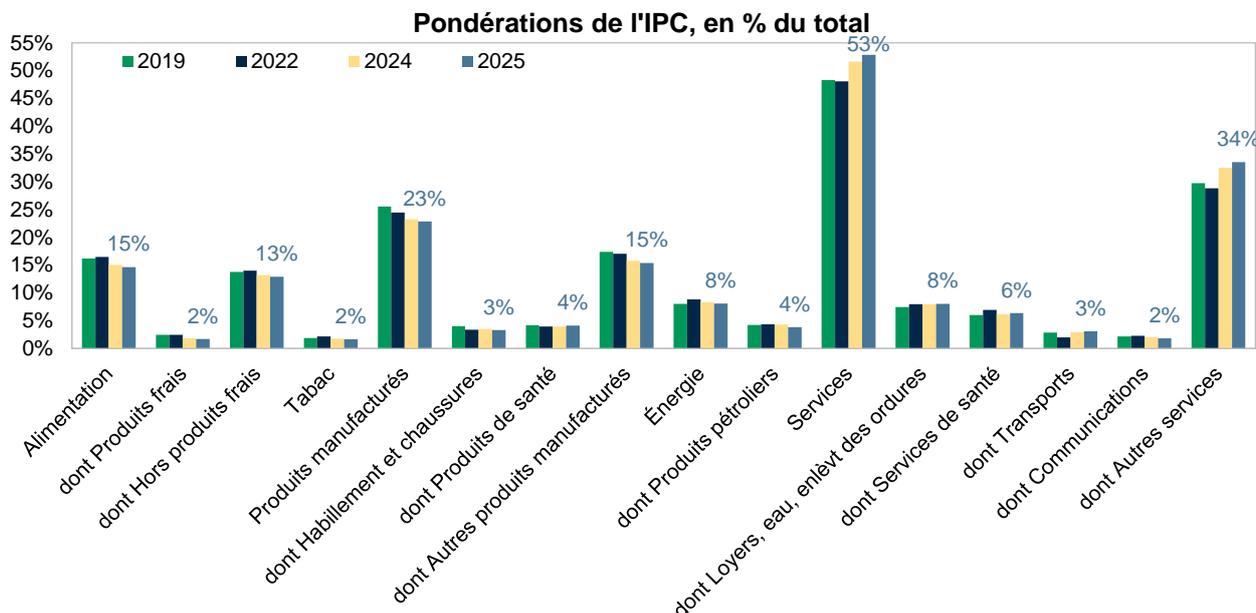


consommation harmonisé (IPCH)<sup>2</sup>, qui permet une comparaison des taux d'inflation entre pays au niveau européen du fait d'une méthodologie harmonisée, évolue sur un an au même rythme qu'en décembre, à +1,8%. L'inflation en France reste ainsi inférieure à la cible de 2% de la Banque centrale européenne.

La note méthodologique qui accompagne traditionnellement la publication des résultats définitifs de l'IPC de janvier décrit les principaux changements pour 2025. L'échantillon de produits suivis est mis à jour, avec la sortie de produits qui ne sont plus représentatifs de la consommation et, à l'inverse, l'entrée de nouveaux produits, comme cette année les tondeuses à barbe et cheveux ou la location de matériel de sonorisation ou d'enceintes, entre autres. Un des principaux changements, comme chaque année, est par ailleurs la mise à jour des pondérations des composantes dans l'IPC, en fonction de l'évolution de leur part dans la consommation des ménages sur le champ couvert par l'IPC, à partir des données de comptabilité nationale disponibles pour les années A-2 (ici 2023) et A-1 (ici 2024). Résultat, les services voient leur poids augmenter dans l'IPC en 2025, en particulier les assurances, les services récréatifs et culturels, les services de transport et ceux de santé. En

revanche, l'alimentation, les produits manufacturés, l'énergie et le tabac voient leur poids diminuer en contrepartie.

Les autres changements méthodologiques sont la mise à jour des coefficients de désaisonnalisation en tenant compte de la dernière année disponible, soit 2024, et donc la mise à jour des indices de la série d'IPC corrigée des variations saisonnières (qui n'est pas celle dont on parle plus haut dans cet article qui est brute) et de l'inflation sous-jacente. Pour la collecte de terrain, la note précise aussi certains éléments sur le calendrier annuel, les collectes représentant quatre semaines consécutives par mois, ce qui diffère des mois calendaires qui ne sont pas répartis sur un nombre entier de semaines. En particulier, l'Insee cherche à reproduire les effets calendaires, avec par exemple un calendrier de collecte adapté en fonction du décalage des soldes dans le calendrier civil. Cette année, pas de changement pour la collecte durant les soldes d'hiver malgré un léger décalage dans le calendrier civil, mais pour les soldes d'été, qui tomberont un jour de plus en juin et un jour de moins en juillet cette année, l'Insee comptera aussi un jour de soldes de moins dans la collecte en juillet par rapport à 2024.



Sources : Insee, calculs Crédit Agricole S.A./ECO

<sup>2</sup> La principale différence entre l'IPC et l'IPCH est que l'IPC est un indice de prix « brut » (intégralité du prix), tandis que l'IPCH est un indice de prix « net » qui tient compte du reste à charge pour les ménages (pour les produits et services de santé par exemple, il tient compte des prix après remboursement de la Sécurité

sociale). Cette différence a aussi pour conséquence des pondérations différentes des composantes entre les deux indices, avec en particulier dans l'IPCH un poids relatif plus faible pour la santé, et corollairement un poids relatif des autres composantes plus fort, notamment pour l'énergie dont les prix sont volatils.

☑ **Notre opinion** – L'inflation sur un an en janvier est un peu supérieure (0,1 point) à la prévision d'inflation de notre [dernier scénario pour la France](#), en lien avec des prix de l'énergie plus élevés que prévu, en particulier la hausse des prix des produits pétroliers (très volatils) observée en janvier sur un mois.

L'inflation devrait toutefois significativement diminuer en février, en lien avec la baisse des prix de l'électricité et des effets de base. Les tarifs réglementés de vente de l'électricité (TRVE) ont en effet diminué de 15% le 1<sup>er</sup> février. Certains consommateurs pourraient toutefois voir leur facture augmenter : ceux ayant choisi une offre à prix de marché, avec des tarifs qui ne sont pas indexés sur les TRVE, qui avaient déjà bénéficié de la baisse des prix de marché et qui supporteraient la hausse des tarifs de réseau et des taxes (retour de l'accise à son niveau d'avant la crise énergétique) en février. Ces derniers sont toutefois relativement peu nombreux, puisque 70% des clients résidentiels bénéficient d'une offre aux TRVE (20,4 millions au 30 septembre 2024) ou d'une offre de marché avec un contrat indexé sur les TRVE (3,9 millions) d'après la Commission de régulation de l'énergie (CRE) et devraient donc bénéficier de la baisse des TRVE. La baisse des TRVE à elle seule pourrait ainsi conduire à une diminution de l'ordre de 0,3 point de l'IPC en février par rapport à janvier (avec le même impact sur le glissement annuel). Des effets de base contribueraient également à une baisse du glissement annuel de l'IPC en février, et ce à hauteur d'environ -0,8 point (en neutralisant l'effet des soldes sur les prix des produits manufacturés). Soit un total de -1,1 point sur le glissement annuel de l'IPC en février par rapport à janvier. Une partie de ces effets serait toutefois compensée par des effets haussiers, avec en particulier une probable hausse mensuelle des prix des services en février (loyers, services de transport...) d'après notre stratéliste inflation, qui pourrait amoindrir la baisse du glissement annuel de l'IPC de l'ordre de 0,3 point (il y aurait aussi une hausse mensuelle des prix des produits manufacturés liée au contrecoup de l'effet des soldes d'hiver, mais dont l'impact a déjà été retranché de l'effet de base mentionné ci-dessus). En définitive, la baisse du glissement annuel de l'IPC devrait donc être d'environ 0,8 point entre janvier et février.

## Pays émergents

### Moyen-Orient et Afrique du Nord

#### Bahreïn : peut-on vivre la rente par procuration ?

Bahreïn, le plus petit État du Golfe, mais aussi le moins doté en hydrocarbures, a su, dès les années 70, trouver sa place. Face à la nécessité évidente de ne pas tout miser sur une rente insuffisante, le pays a été un laboratoire de la diversification avec des succès notables. Il s'est notamment positionné comme un hub financier pour le Moyen-Orient, coïncidant avec un besoin croissant de gérer la liquidité abondante des pétrodollars. C'est aussi le premier acteur de la région à s'être lancé dans l'aluminium, créant son champion industriel national. Des expériences dont les autres États du Golfe se sont très vite inspirés : l'aluminium et les services financiers se retrouvant au cœur des stratégies de diversification à travers la région. Pourtant, la petite île se place aujourd'hui en position de mauvais élève – avec une dette publique approchant les 130% du PIB, dont les autorités ne semblent pas maîtriser la trajectoire, malgré une accélération des réformes depuis 2018 et le sauvetage financier par les alliés du Golfe. Il apparaît ainsi que malgré la diversification économique, du point de vue du budget, l'État reste immobilisé dans un modèle rentier sans en avoir les moyens. La confiance des marchés dans le positionnement de l'Arabie (en particulier) en tant que prêteur en dernier ressort amène les investisseurs à considérer que cette situation est soutenable. Pourtant, l'histoire financière recommande aussi de ne jamais oublier qu'il s'agit, en fait, d'une anticipation de marché. Certes fondée sur une réalité géopolitique et un précédent historique, mais cela n'implique pas de passer sous silence la situation réelle de solvabilité de ce pays, et surtout, d'en comprendre la trajectoire. Car peut-on vraiment vivre en rentier par procuration ?

#### Une expérience de diversification économique réussie

Avec une production avoisinant les 200 000 barils/jour, la participation du Bahreïn à la production du Golfe est d'à peine plus de 1%. Malgré la petite taille du pays (avec une population d'environ 1,6 million d'habitants en 2023, dont 730 000 Bahreïnais), cette dotation en ressources naturelles ne permet pas de produire une base de PIB suffisante pour entretenir un niveau de revenus élevés, sans diversification. Et cette réalité n'est pas nouvelle. Cela explique pourquoi, alors que certains États du Golfe commencent juste à penser leur modèle de diversification, Bahreïn a fait face à cette nécessité il y a déjà plusieurs décennies. Il s'est alors agi de faire les bons paris de positionnement au sein de la

région, face à des économies plus grandes et mieux dotées.

#### *Un hub financier régional*

Dès les années 70, le Bahreïn s'est outillé pour prendre un positionnement de centre financier régional. Le pays avait alors organisé son secteur financier *offshore* qui a très rapidement connu un grand succès, attirant les plus grandes banques internationales, bien au-delà des espérances du petit royaume. Initialement, le développement des excédents extérieurs des pétromonarchies de la région a incité les institutions internationales à y trouver un point d'entrée, d'autant que le rôle de place financière jusqu'alors tenu par Beirut avait été contraint par l'irruption de la guerre civile<sup>3</sup>. Mais l'attractivité du Bahreïn tient aussi à d'autres facteurs qui le distinguent : un environnement des affaires favorable marqué par une faible fiscalité, une liberté d'entreprise (notamment vis-vis des investisseurs étrangers, qui ne restreint pas la propriété) et la liberté de circulation des capitaux, des infrastructures développées, l'accès à un personnel qualifié, et un solide cadre réglementaire aligné aux normes internationales (notamment en termes de transparence et lutte contre le blanchiment). Le pays a aussi su se positionner comme un des leaders de la finance islamique. **Aujourd'hui, la contribution du secteur financier au PIB, à 17,7% au T3 2024, a surpassé celle du pétrole à 14%.** Par ailleurs, 70% de l'emploi de ce secteur est rempli par des Bahreïnais.

#### *Un des leaders de l'aluminium*

Si le secteur de l'aluminium semble aujourd'hui s'imposer assez naturellement dans de nombreux pays du Golfe comme la voie privilégiée de diversification industrielle, le Bahreïn a été le premier pays à s'y être lancé. Et en effet, la région, riche en énergie, a un avantage concurrentiel naturel sur ce secteur. Créée au début des années 70, l'entreprise Aluminium Bahrain (Alba) a donc connu un succès rapide. Aujourd'hui, après la dernière expansion aboutie en 2019 qui avait dramatiquement augmenté les capacités de production (d'environ 50%), **Bahreïn se positionne comme le 6<sup>e</sup> producteur mondial et le 2<sup>e</sup> du Golfe, et l'aluminium contribue à 38% des exportations et 10% du PIB national**, selon une note récente de la Direction générale du Trésor<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> *Bahrain's Offshore Banking Center*, A.S. Gerakis and O. Roncesvalles, FMI, 1983

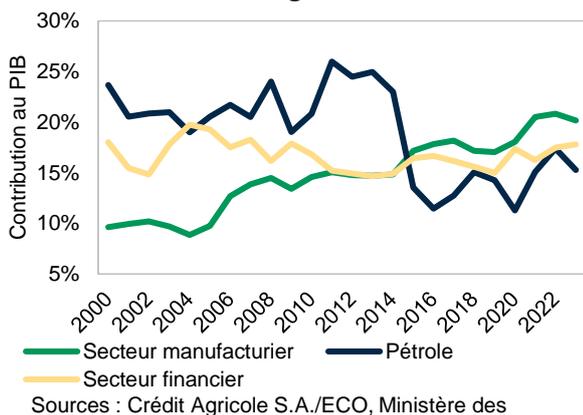
<sup>4</sup> *L'alu met le feu – Brèves Economiques de la Péninsule Arabique*, Direction générale du Trésor, janvier 2025.

*Une destination touristique pour la région*

Au sein du Golfe, ce n'est certes pas Bahreïn qui s'impose comme un hub touristique international. On pense évidemment d'avantage à Dubaï, Oman ou même au secteur touristique naissant de l'Arabie Saoudite. Pourtant, il est vite apparu qu'il y avait là aussi une carte à jouer dans la région pour le royaume : plus libéral que ses voisins, il se positionne comme une destination de loisirs, en particulier pour l'Arabie Saoudite – qui représente plus de 80% des entrées. D'ailleurs, un pont entre les deux pays, entièrement financé par l'Arabie Saoudite en 1986, permet un accès routier. Le secteur fait l'objet de stratégies nationales, lui étant entièrement dédiées. La plus récente, 2022-2026, ambitionne de faire augmenter la part du tourisme dans le PIB à 11% d'ici la fin de cet horizon. Au cours de la dernière stratégie, 2016-2019, la contribution de ce secteur au PIB aurait augmenté de 4% à 7% selon les autorités, soutenue par de grands projets immobiliers et culturels. Le tourisme est en tout cas un solide contributeur au surplus de la balance des services – à 7% du PIB en moyenne sur 2021-2023. Il restera à déterminer si la libéralisation sociétale de l'Arabie Saoudite et l'extension de son offre de loisirs viendra compromettre ce positionnement. L'autorisation potentielle de la consommation d'alcool serait probablement un facteur déterminant.

Ainsi, Bahreïn semble avoir fait les bons paris qui lui ont permis de se positionner stratégiquement en exploitant sa proximité avec les autres pétromonarchies mieux dotées, et le grand marché saoudien voisin. Cela s'est traduit par une diversification effective de son économie.

**Un succès de diversification dans la région**



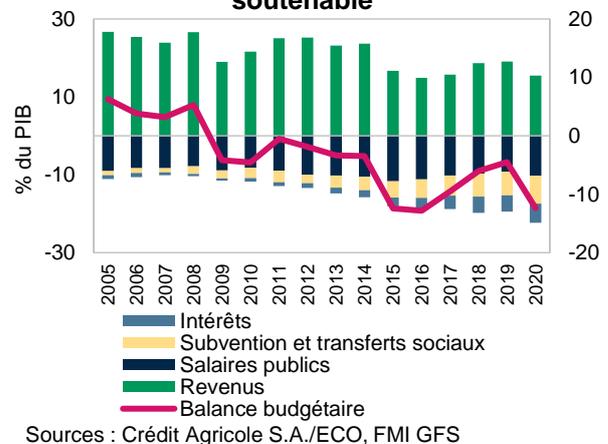
**Mais un modèle fiscal rentier non-soutenable**

Si l'activité économique s'est diversifiée, la structure fiscale reste, elle, fortement ancrée sur un modèle de rente, commun aux pays du Golfe, mais qui ne lui correspond plus. C'est-à-dire une structure fiscale par laquelle l'État (qui détient la rente pétrolière) assoit la légitimité de son autorité par un modèle redistributif, qui garantit un certain nombre de droits et de transferts sociaux, incluant implicitement un

droit à l'emploi dans le secteur public pour la population nationale. Mais à partir de 2014, en particulier, lorsque les prix du pétrole chutent, la quasi-absence d'impôts rend la base des revenus – presque exclusivement issue du pétrole – insuffisante pour couvrir le modèle de redistribution qui, parallèlement, s'alourdit. Et cela parce que l'équilibre du contrat social du Bahreïn s'est largement fragilisé.

De fait, le pays a connu la plus grande mobilisation des Printemps arabes, en 2012, avec près d'un cinquième de la population dans la rue, demandant plus de liberté politique et une meilleure représentation de la population chiite majoritaire. C'est une répression sévère, soutenue par l'envoi de forces saoudiennes et émiratis, qui met fin aux événements, mais déstabilise l'assise politique de la famille Al Khalifa. Or, cela coïncide avec une augmentation sensible des dépenses sociales sur le budget. Cette situation explique la rigidité fiscale et la lenteur des réformes lorsque les prix du baril s'effondrent. À partir de cette date, Bahreïn s'engage alors dans une impasse de modèle économique, dont la dette devient le symptôme, car il s'agit en grande partie d'un problème structurel : non seulement, les fragilités politiques rendent la réforme des dépenses sociales difficile, mais du côté des recettes, les revenus s'amoinrent.

**Le modèle fiscal de rente n'est plus soutenable**



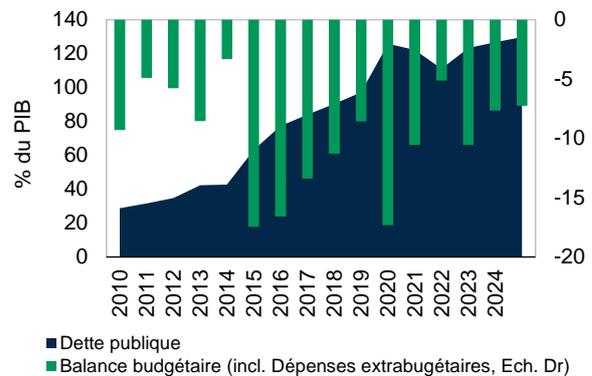
Depuis 2018, et l'intervention des partenaires du Golfe avec un package de 10 milliards de dollars, le pays s'est pourtant engagé dans un programme de réformes fiscales inédites : introduction d'une TVA, avec un taux par la suite doublé à 10%, plan de départ volontaire dans le secteur public, ou encore une nouvelle taxe sur les multinationales. Malgré tout, la structure fiscale continue de refléter un modèle rentier qui n'est plus soutenable (les revenus dépendent encore à 70% du pétrole), d'autant que chaque année, l'augmentation de la dette révèle des dépenses extrabudgétaires, qui alourdissent considérablement la balance budgétaire si on les y intègre. Par ailleurs, le poids des intérêts de la dette augmente sensiblement, ce qui réduit d'autant l'espace fiscal disponible pour la redistribution

sociale. Selon Fitch, le fameux « breakeven » fiscal, soit le prix du pétrole qui équilibre le budget, serait à plus de 120\$/baril en 2025, c'est-à-dire que la dépendance du budget au pétrole est bien trop élevée.

Aux vues du niveau de la dette, de sa trajectoire qui ne se stabilise pas, et de ce que son coût représente en proportion de la base encore très faible des revenus budgétaires, la soutenabilité des finances publiques ne tient, pour ainsi dire, qu'au soutien des alliés du Golfe, et en particulier de son voisin saoudien. Mais combien de temps cela peut-il durer ? En l'absence d'un changement profond de modèle fiscal – qui reflèterait la diversification économique et l'insuffisance de la dotation en hydrocarbure pour entretenir un modèle rentier, il reste à savoir si le pays peut se reposer entièrement sur ses voisins pour vivre de la rente par procuration. Certes, le pays est petit, et la charge de son budget est absorbable par les pays du Golfe, qui, *a priori*, ne préfèrent pas voir le modèle pétromonarchique remis en cause. Par ailleurs, la majorité chiite du pays fait flotter la menace d'une montée de

l'influence de l'Iran. Mais il est à craindre que le prix de l'équilibre, sur un fil, du contrat social bahreïni soit une délégation croissante de sa souveraineté.

**La trajectoire des finances publiques menace leur soutenabilité**



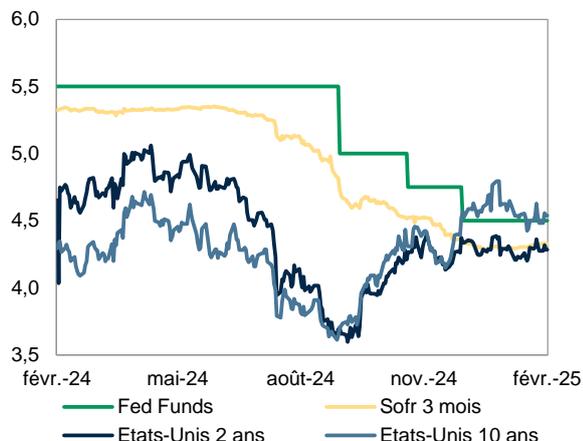
Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, IMF WEO

**Notre opinion** – Bien que l'économie du Bahreïn soit la plus diversifiée du Golfe, grâce à une certaine habileté du pays pour trouver sa place au sein des pétromonarchies plus grandes et mieux dotées, sa structure fiscale reflète toujours le maintien d'un modèle rentier, au-dessus de ses moyens. Par ailleurs, la fragilité de son contrat social contraint l'espace des réformes. Mais la dépendance du Bahreïn à l'Arabie Saoudite, en particulier, s'accroît : 75% de son pétrole est extrait d'un champs codétenu avec l'Arabie et opéré par Saudi Aramco, ses entrées touristiques sont à 80% saoudiennes, ses investissements sont largement soutenus par l'aide de ses voisins, et la soutenabilité de ses dépenses publiques tient désormais principalement sur la confiance que le marché accorde au positionnement de l'Arabie comme prêteur en dernier ressort. Une question se pose alors : jusqu'à quel point le pays peut-il accroître sa dépendance et son intégration à son voisin, surtout si la trajectoire de dette risque d'en faire un pays *de facto* sous-tutelle financière et économique ?

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

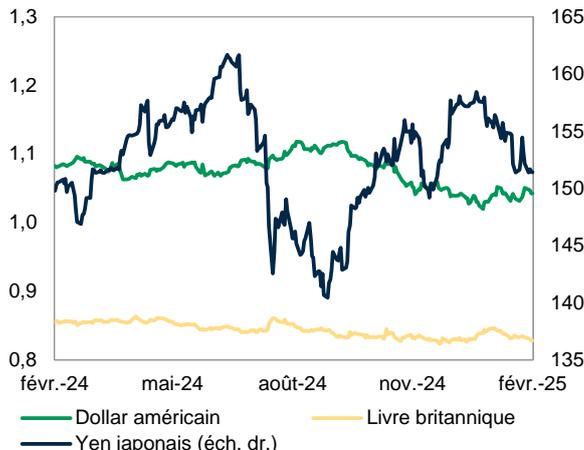
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

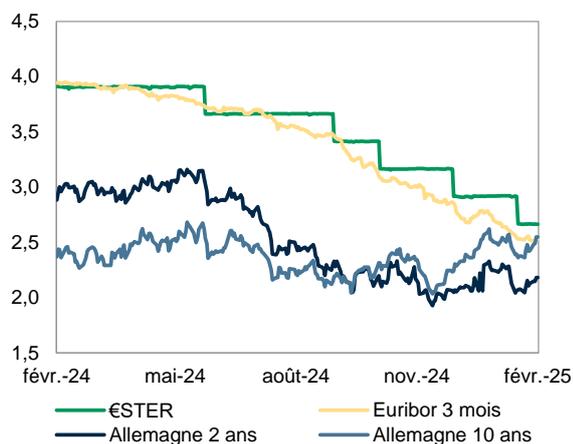
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

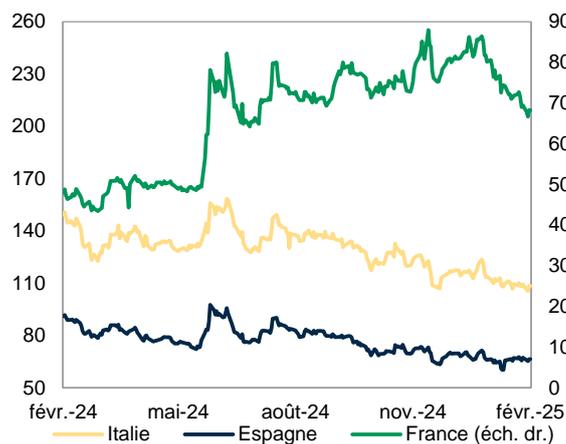
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

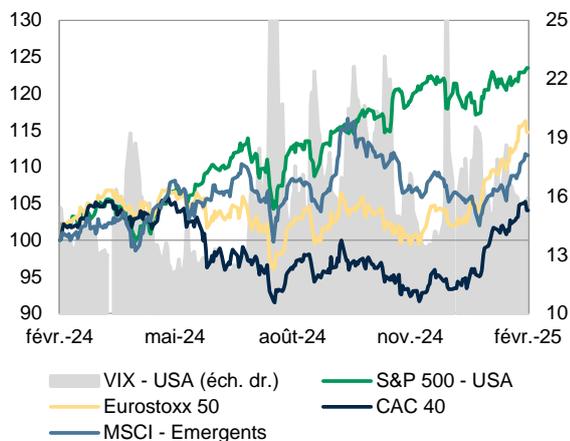
Pdb, dette en EUR à dix ans



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)



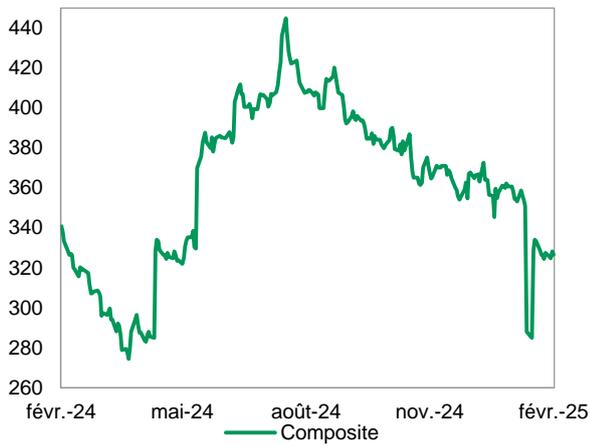
Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

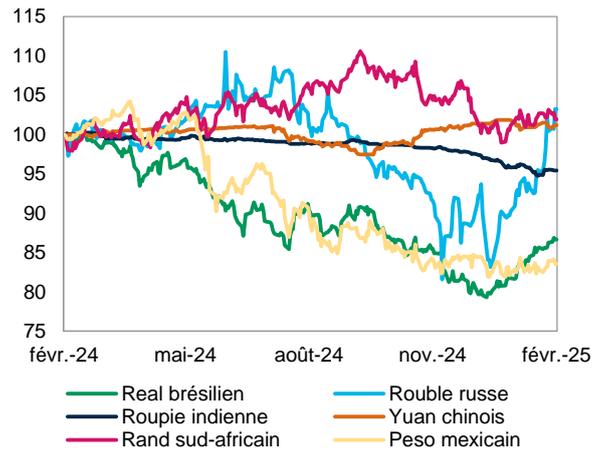
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)

### Devises émergentes

/USD (indice 100 = début de période)



Source : JP Morgan



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

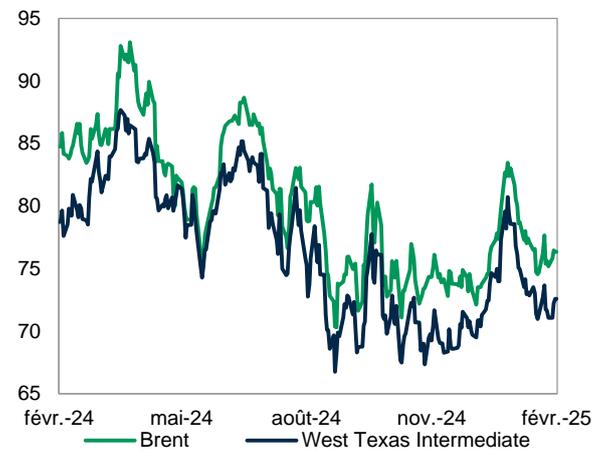
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

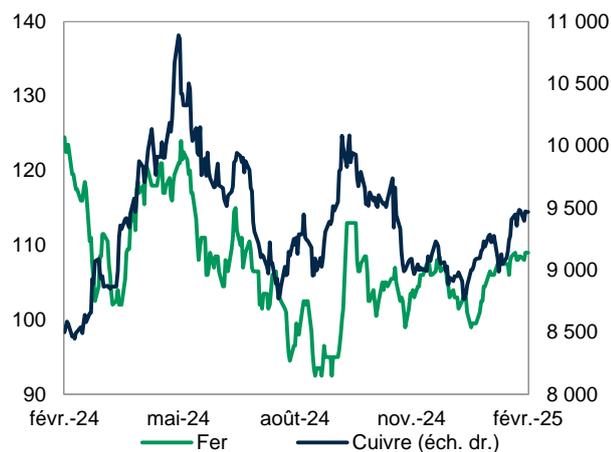
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

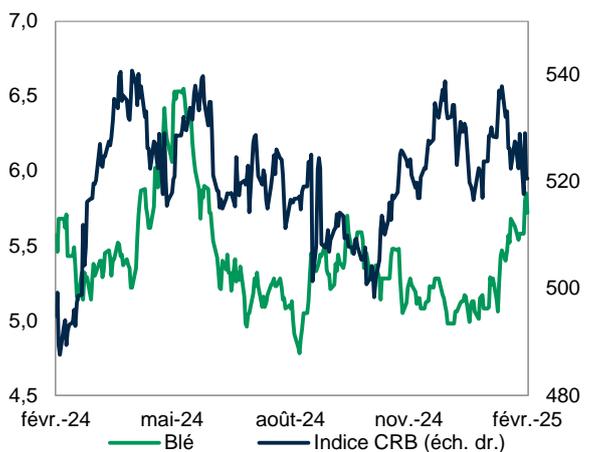
USD/tonne métrique



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
20/02/2025	<a href="#">Koweït – Le temps des arbitrages ?</a>	Moyen-Orient
19/02/2025	<a href="#">Chili – Réforme décisive du système de retraites</a>	Amérique latine
18/02/2025	<a href="#">Le PIB britannique échappe de justesse à la contraction au T4-2024</a>	Royaume-Uni
18/02/2025	<a href="#">Webconférence Avenir de l'Europe – Nouvelles règles budgétaires : quelles trajectoires pour les dettes publiques ?</a>	Union européenne
18/02/2025	<a href="#">France – Le taux de chômage diminue légèrement au quatrième trimestre 2024, à 7,3%</a>	France
17/02/2025	<a href="#">ECO Tour 2025 : état de l'économie française secteur par secteur</a>	Secteurs, France
17/02/2025	<a href="#">Zone euro – La production industrielle recule de nouveau en 2024</a>	Zone euro
17/02/2025	<a href="#">Chine – La croissance, une "surprise positive" qui n'enterre pas de profondes interrogations</a>	Asie
14/02/2025	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
13/02/2025	<a href="#">Désormais, tout est lié...</a>	Afrique, géopol., métaux
13/02/2025	<a href="#">Afrique sub-saharienne : délestages et infrastructures vieillissantes : le piège énergétique sud-africain</a>	Afrique
12/02/2025	<a href="#">Mexique : guerre commerciale, premières salves, cessez-le-feu fragile</a>	Amérique latine
11/02/2025	<a href="#">France – 2024, année record à la fois pour les défaillances et pour les créations d'entreprises</a>	France

### 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), Simon SEINCE, Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

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

**Europe centrale et orientale, Asie centrale, géo-économie :**

Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Nathan QUENTRIC

**Asie :** Sophie WIEVIORKA

**Amérique latine :** Catherine LBOUGRE (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](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.*