

# Perspectives

Hebdomadaire – N°25/082 – 7 mars 2025

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Des marchés financiers inquiets de l'effet Trump.....	2
☞ La BCE et l'objectif du taux de change : de Triffin à Mar-a-lago en passant par les droits de douane.....	3
☞ Europe : quid de l'autonomie européenne des paiements par carte ?.....	4
☞ Zone euro : le PIB progresse au T4 2024 dans un contexte d'incertitude forte.....	5
☞ France : l'amélioration des conditions des femmes sur le marché du travail reste incomplète.....	6
☞ Italie : la croissance aura surpris à la hausse au quatrième trimestre.....	8
☞ Allemagne : réforme in extremis du frein à l'endettement ? .....	9
☞ Chine : 5%, rien de vraiment surprenant.....	10
☞ Mexique : l'économie en péril face aux tensions commerciales avec les États-Unis.....	12
☞ Le Golfe face à sa population immigrée : gérer la deuxième rente .....	14

## Des marchés financiers inquiets de l'effet Trump

Plusieurs événements majeurs sont venus chambouler les anticipations des marchés financiers cette semaine.

Le report d'un mois de l'entrée en vigueur de la hausse de 25% des droits de douane américains à l'égard du Mexique et du Canada n'est qu'un court répit dans cette guerre commerciale. Le Canada n'a d'ailleurs pas suspendu en retour les mesures de rétorsion actées précédemment. La hausse tarifaire additionnelle de 10% sur les produits importés de Chine (qui s'ajoute à la hausse de 10% de février) est toutefois entrée en vigueur cette semaine, tout comme les reprécipitations prévues par Pékin. Cet environnement instable fait craindre une dégradation plus prononcée des perspectives de croissance américaine et inquiète davantage les investisseurs. La politique des hausses tarifaires tous azimuts comporte elle aussi ses limites. Elle conduira inéluctablement à des chaînes d'approvisionnement plus complexes et plus coûteuses pour tous.

De surcroît, l'annonce du désengagement américain au soutien de l'Ukraine, même temporaire, a résonné comme un coup de semonce sur la scène politique européenne et internationale. Les vingt-sept dirigeants des pays de l'Union, réunis en sommet extraordinaire ce jeudi à Bruxelles, ont validé un plan de 800 milliards d'euros visant une montée en puissance des moyens de défense de l'Europe, une première étape vers l'autonomisation. Par ailleurs, outre-Rhin, les partis de la probable future coalition (la CDU/CSU et le SPD) se sont mis d'accord pour proposer au Parlement une exemption des dépenses de défense à la règle du frein à l'endettement, une première pour ce pays peu enclin à l'endettement public. Ils ouvrent ainsi la voie à des dépenses historiques en matière d'investissements de défense et d'infrastructures.

En marge de ces événements, les quelques données macro-économiques publiées cette semaine aux États-Unis se sont révélées plus secondaires pour les marchés. Les inscriptions hebdomadaires au chômage ont reculé de 21 000 personnes pour s'établir à 221 000 demandes. Par ailleurs, le déficit commercial américain s'est creusé à 131,4 milliards de dollars en janvier après 98,4 milliards en décembre. La valeur des importations a augmenté de 10% en un mois, tandis que les exportations n'ont progressé que de 1,2%. Un grand nombre d'entreprises ont anticipé leurs importations avant l'entrée en vigueur des droits de douane imposés par la nouvelle administration.

En zone euro, l'inflation harmonisée s'est réduite à 2,4% sur un an en février, contre 2,5% en janvier. L'indice sous-jacent, hors énergie et alimentation

s'est lui aussi tassé à 2,6%, après 2,7% précédemment. Une évolution certes timide mais néanmoins favorable. De son côté, la Banque centrale européenne a réduit ses taux directeurs de 25 points de base, conformément aux attentes, ramenant ainsi le taux de dépôt à 2,50% et le taux de refinancement à 2,65%. Cet assouplissement est guidé par le ralentissement de l'inflation et une croissance davantage soumise aux risques baissiers. Les responsables de la BCE estiment dorénavant que « la politique monétaire devient nettement moins restrictive ». Néanmoins, Christine Lagarde a plaidé pour davantage de prudence et d'agilité au regard des données. Une formulation pouvant suggérer que l'institution n'exclut pas la possibilité de marquer une pause dans sa politique d'assouplissement si cela était nécessaire. Par ailleurs, les nouvelles projections macro-économiques de la BCE font ressortir un affaiblissement de la croissance de la zone en 2025 à +0,9% (contre +1,1% en décembre) et une légère remontée de l'inflation à +2,3% (contre +2,1% auparavant).

En Asie, les autorités chinoises se sont dites prêtes à stimuler davantage la consommation des ménages et à soutenir le marché immobilier, notamment en incitant les institutions financières à émettre davantage de crédit à la consommation. Une politique guidée par le souci d'amortir l'impact des droits de douane américains sur la croissance du pays, toujours très dépendante des exportations.

Dans ce contexte, les marchés actions américains ont enregistré des baisses significatives, craignant un ralentissement sévère de l'économie lié à la guerre commerciale. Le S&P 500 a ainsi perdu 3,6% sur la semaine. Si pour l'instant, l'Europe n'est pas encore concernée par des mesures tarifaires, elle reste néanmoins dans la ligne de mire du président Trump. Toutefois, l'effet d'annonce d'un assouplissement majeur des contraintes budgétaires allemandes suggère un coup de pouce significatif à la croissance de la zone. L'Euro Stoxx 50 a ainsi gagné 0,5%. Sur les marchés obligataires, la principale surprise est venue de la forte hausse des rendements souverains allemands, le Bund de maturité dix ans a augmenté de plus de 40 points de base. Un pic qui reflète le changement de paradigme budgétaire opéré par l'Allemagne en réponse au désengagement américain vis-à-vis de l'Ukraine. La mobilisation de fonds massifs pour la protection du Vieux continent a favorisé une nette appréciation de la devise européenne face au dollar (+4,5%). Enfin, le prix du pétrole en mer du Nord a chuté de 3,8% pour atteindre son plus bas niveau depuis six mois. Une baisse qui reflète avant tout l'augmentation de la production décidée par les pays de l'OPEP+ (première hausse depuis 2022).

## Éditorial

### La BCE et l'objectif du taux de change : de Triffin à Mar-a-lago en passant par les droits de douane

La BCE a procédé cette semaine à une nouvelle baisse de 25 points de base de ses taux directeurs. C. Lagarde a affirmé que le processus désinflationniste était sur de bons rails, mais que la situation géopolitique crée des risques à la fois à la hausse et à la baisse pour l'inflation, même si la hausse des droits de douane américains serait porteuse d'un risque haussier sur l'inflation, *via* la dépréciation de l'euro.

Mais la BCE pourrait se retrouver à réfléchir beaucoup plus structurellement que jamais à la question du lien entre politique monétaire et taux de change.

Dans un blog récent, la BCE explore les canaux à travers lesquels la politique monétaire américaine se propage dans la zone euro et, en particulier, l'impact d'un découplage entre les deux politiques monétaires. Il en résulte qu'à moyen terme, la politique monétaire américaine pousse l'économie de la zone euro dans la même direction que le ferait une politique monétaire de la BCE alignée sur celle de la Fed, notamment une hausse des taux américains se répercute sur la zone euro *via* les marchés financiers mondiaux, entraînant un ralentissement de l'activité économique dans la zone euro. Dans le même temps, le resserrement de la Fed pèse également sur l'activité économique aux États-Unis, la baisse de la demande des ménages et des entreprises américains impliquant également une baisse des importations en provenance de la zone euro.

Aligner donc la politique monétaire de la zone euro sur celle de la Fed renforcerait l'impulsion de resserrement venue de l'étranger, ce qui, toutes choses égales par ailleurs, créerait le risque que la BCE, à son tour, ne s'écarte pas par le bas de son objectif d'inflation.

S'il est important de tenir compte de ces répercussions à moyen terme pour l'objectif d'inflation de la BCE, il est aussi important de comprendre les implications du maintien d'un découplage des politiques des deux côtés de l'Atlantique pour la devise. Et ces implications sont de plus en plus géopolitiques outre qu'économiques.

Pour les comprendre il faut analyser les objectifs de la politique américaine dans le mandat de Trump et pour ce faire il faut faire un pas plus loin en arrière et remonter aux années soixante et au dilemme de Triffin. Robert Triffin dans *Gold and the Dollar Crisis : The Future of Convertibility* (1960) soutenait que les banques centrales devaient accumuler des créances sur les États-Unis pour soutenir leur croissance monétaire, mais ces créances dépassant le stock d'or américain faisaient remonter les taux

d'intérêt américains. Une interprétation *post* Bretton-Woods de Triffin affirme que les pays dont la monnaie est une monnaie de réserve internationale doivent nécessairement être en déficit commercial car ils exportent des actifs de réserve pour que les agents économiques non-résidents détiennent sa monnaie à la fois en tant qu'instrument qui facilite les échanges, mais aussi en tant qu'instrument d'épargne. Et quand les pays-clés sont en position de monopole ou de quasi-monopole, ils ont tendance, avec le temps, à tirer parti de la forte dépendance des autres pays à l'égard de leur monnaie. Ce « privilège exorbitant », leur permet de mettre en place des politiques incitatives d'absorption des chocs (par exemple, le financement d'une guerre ou son évitement par une politique de sanction fondée sur le rôle de la devise dans les échanges) ou des modèles de croissance (fondés par exemple sur la surconsommation) qui ne sont viables à long terme que si leurs propres actifs liquides et sûrs font l'objet d'une demande inconditionnelle de la part du reste du monde. Mais cette demande a aussi des conséquences néfastes car elle apprécie la devise. Cela peut un jour ou l'autre devenir un réel dilemme, car si la part dans le PIB mondial du pays dominant se réduit, il devra maintenir un déficit de balance courante plus élevé pour continuer à financer le commerce mondial et à attirer l'épargne globale. Il y aurait donc un arbitrage clair entre compétitivité à l'exportation et avantages géopolitiques de la devise de réserve mondiale et de l'extraterritorialité financière.

Comment donc affaiblir le dollar pour soulager la balance commerciale tout en maintenant l'incitation des pays partenaires à détenir leurs réserves ? La réponse de l'administration Trump semble être la suivante : les obliger à accepter. Et tous les moyens sont bons : de la menace sur la garantie de défense américaine, à l'imposition de droits de douane, il n'y a pas de ségrégation des instruments, tous servent le dessein du maintien de la puissance. C'est bien là l'esprit des Accords de Mar-a-Lago portés par Stephen Miran, fraîchement nommé au Conseil des experts économiques : faire accepter une dépréciation du dollar et/ou obliger les partenaires à détenir des bons du Trésor de maturité à cent ans et à faible taux.

La question est donc de savoir si la BCE pourra s'affranchir de ces considérations dans la conduite de sa politique monétaire et maintenir un découplage de la politique de la Fed, justifié par les fondamentaux macro-économiques. Et si la réponse côté européen résidait dans un actif sûr européen, pour contribuer à réduire une exposition vis-à-vis du dollar sujette à une arsenalisation croissante ?

## Zone euro

### Europe : *quid de l'autonomie européenne des paiements par carte ?*

Le rapport « [Report on card schemes and processors](#) » récemment publié par la Banque centrale européenne offre une analyse de l'état actuel du marché des paiements par carte dans l'Union européenne (UE). Ce document permet de comprendre les dynamiques à l'œuvre dans ce secteur ainsi que les enjeux en matière de souveraineté financière.

En 2023, les paiements par carte ont consolidé leur position dominante dans le paysage des transactions dématérialisées au sein de l'Union européenne, représentant à présent 54% de celles-ci. Cette prédominance souligne leur rôle central dans l'infrastructure financière européenne et l'importance d'un suivi approprié de ce secteur.

#### **Prépondérance des schémas de cartes non-européens**

Le rapport met en évidence une érosion des schémas de cartes nationaux<sup>1</sup> : on n'en compte plus que neuf actifs dans l'ensemble de l'Union européenne. À côté de cela, treize pays de la zone euro dépendent désormais entièrement des schémas de cartes internationaux pour leurs transactions. Même là où des schémas nationaux subsistent, leur part de marché ne cesse de reculer face à la concurrence accrue des acteurs internationaux. Résultat, les schémas internationaux dominent aujourd'hui les paiements par carte dans l'UE. En 2022, les schémas nationaux ne représentaient plus que 39% des paiements par carte au sein de la zone euro. Ces évolutions accentuent la dépendance croissante de l'UE envers des acteurs non européens et soulève des préoccupations quant à l'autonomie stratégique de l'UE en matière de paiements.

#### **Des processeurs de paiement partiellement européens**

L'écosystème des processeurs de paiements<sup>2</sup>, un autre élément-clé de l'infrastructure des paiements par carte, est également en pleine évolution. Le rapport dénombre 80 processeurs actifs dans l'UE (sans compter leurs filiales), un chiffre qui témoigne d'une certaine diversité dans ce segment du marché. Parmi ces acteurs, quatre se distinguent par leur capacité à opérer à l'échelle transfrontalière, jouant ainsi un rôle prépondérant dans l'intégration du marché européen des paiements. Bien que la majorité des processeurs soit détenue par des entités européennes, on observe une présence

importante d'investisseurs étrangers, notamment américains, qui détiennent une part significative de ces acteurs. Cette influence est particulièrement marquée en Allemagne et en Suède, deux marchés majeurs des processeurs en Europe. Cette situation renforce la dépendance structurelle de l'Union européenne et pourrait, à terme, limiter sa capacité à réguler et sécuriser ses paiements en cas de crise ou de tensions géopolitiques.

#### **Perspectives du secteur des paiements et leviers d'action pour l'Europe**

L'analyse de la BCE met en évidence les implications stratégiques de ces tendances sur l'économie européenne et sa souveraineté, soulignant l'importance d'une action concertée pour préserver la souveraineté financière européenne. Face à ces défis, plusieurs leviers d'action peuvent être mobilisés. Le développement et l'adoption de solutions de paiement par carte paneuropéennes capables de rivaliser avec les schémas internationaux dominants pourrait être une priorité. Cette approche nécessite une collaboration renforcée entre institutions financières, régulateurs et entreprises technologiques européennes, afin de bâtir un écosystème de paiement plus robuste et innovant.

Au-delà des paiements par carte, l'Europe doit également renforcer sa position sur les autres segments du secteur des paiements. L'innovation est un levier-clé pour garantir la compétitivité des acteurs européens et diversifier les solutions de paiement. L'essor des paiements mobiles, de l'*open banking* et des cryptoactifs constitue à la fois un défi et une opportunité. L'Union européenne doit anticiper ces évolutions pour éviter une dépendance accrue à des infrastructures non européennes et s'assurer un rôle central dans le futur des paiements numériques.

L'émergence de solutions alternatives prouve que cette transformation est déjà en cours. Wero, le portefeuille électronique européen lancé récemment, en est un exemple concret. Développé par un consortium bancaire européen, Wero vise à proposer un système de paiement instantané paneuropéen, offrant une alternative crédible aux solutions dominantes actuelles. Son adoption à grande échelle représenterait une avancée stratégique pour réduire la dépendance aux acteurs non-européens et renforcer la souveraineté européenne sur le marché des paiements numériques.

<sup>1</sup> Le terme « schémas de carte » fait référence aux différents systèmes ou réseaux de paiement par carte bancaire. Les principaux schémas internationaux sont Visa et Mastercard. Cartes Bancaires (CB) est le schéma national français.

<sup>2</sup> Les processeurs de cartes sont des sociétés positionnées dans la chaîne de transaction par carte entre l'acquéreur du

commerçant et l'émetteur de la carte. Ils effectuent des tâches essentielles impliquées dans l'autorisation et le traitement d'un paiement par carte. Les principaux processeurs européens sont Nexi, Adyen, Global Payments ou encore Worldline.

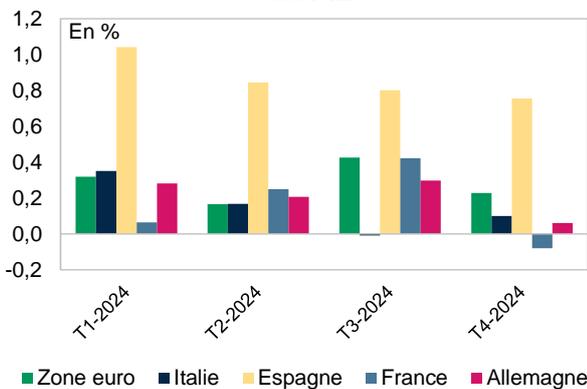
**Zone euro : le PIB progresse au T4 2024 dans un contexte d'incertitude forte**

Le PIB de la zone euro a crû de 0,2% au cours du quatrième trimestre de l'année 2024, plus qu'attendu par notre prévision (+0%). Cela marque un léger ralentissement par rapport au trimestre précédent où ce dernier avait augmenté de 0,4%. En glissement annuel, le PIB de la zone euro bondit de 1,2% par rapport à son niveau du T4 2023.

Après avoir connu un rythme de 0,3%, 0,2% et 0,4% durant les trois premiers trimestres de 2024, le PIB progresse de 0,9% sur l'année entière.

La hausse de la croissance du T4 est portée par l'Irlande (+3,6%), tandis que Malte (-0,7%) et l'Autriche (-0,4%) marquent le pas. Parmi les piliers de la zone, seule l'Espagne tire son épingle du jeu avec une croissance de son PIB convaincante (0,8%). À l'inverse, l'Italie (+0,1%), la France (-0,1%) et plus encore, l'Allemagne (-0,2%) font du surplace.

**Taux de croissance trimestriel du PIB**



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

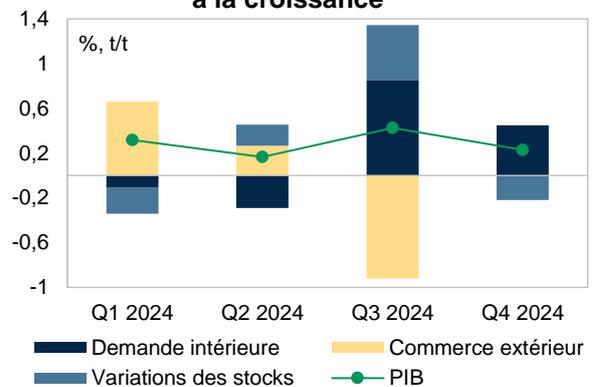
La demande intérieure contribue favorablement à la croissance au cours du T4 (+0,4 point, contre +0,2 dans notre prévision). Et ce grâce à la hausse de la consommation – privée comme publique – qui a crû de 0,4%, ce qui s'avère tout de même être un rythme moins soutenu qu'au T3. Il en est de même pour l'investissement qui continue de progresser (+0,6%) moins vite qu'au trimestre précédent (+1,8%). Le commerce extérieur enregistre une contribution nulle ce trimestre, les exportations et les importations ayant diminué de 0,1 point. Enfin, la variation des stocks pèse sur la croissance (-0,2 point).

La consommation privée augmente encore fortement dans la péninsule ibérique : Espagne (+0,95%) et Portugal (+2,5%). En revanche, cette hausse est timide dans le reste des économies importantes de la zone comme l'Allemagne (+0,1%), l'Italie (+0,2%) ou la France (0,38%). Par ailleurs, la consommation publique suit, peu ou prou, le même rythme haussier dans les places fortes de la zone. En France, en Espagne et en Allemagne, cette dernière progresse entre 0,4% à 0,5%, à l'image du trimestre précédent (sauf pour l'Espagne où elle avait crû de 2,5% au T3). C'est seulement en Italie que la consommation publique recule de 0,2 point pour le deuxième trimestre consécutif.

L'investissement cache une réalité bien plus complexe. En effet, s'il a augmenté de 0,6 point au cours du T4 sur l'ensemble de la zone euro, cette hausse est loin d'être homogène. Certains pays semblent porter cette tendance à l'image de l'Espagne, de l'Italie et dans une moindre mesure en Allemagne où l'investissement a augmenté, respectivement de 3,4%, de 1,6% et de 0,4% par rapport au T3. Au contraire, celui-ci recule en France (entre -0,34% et -0,2%).

Les exportations déclinent légèrement au T4 au sein de la zone euro (-0,1 point). Cela est principalement imputable à l'Allemagne qui voit ses exportations reculer de 2,2% points. Les importations affichent un repli mesuré au sein de la zone euro au T4 (-0,1%).

**Zone euro : contributions à la croissance**



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

**Notre opinion** – La croissance du PIB de la zone euro décélère à +0,2% au cours du dernier trimestre de l'année (contre +0,4% au T3), portant le gain de croissance à 0,9% sur 2024. La consommation des ménages poursuit sa reprise actée depuis l'été dernier et va continuer de soutenir la croissance. Toutefois, même si l'investissement enregistre une deuxième hausse trimestrielle consécutive, celle-ci est très hétérogène. La contribution du commerce extérieur à la croissance européenne devrait être freinée par les mesures tarifaires prévues par le président Trump qui devraient pénaliser des secteurs-clés du vieux continent comme l'automobile ou la chimie. L'économie américaine, dont le niveau se situe d'ailleurs toujours au-dessus de celui de la zone euro, a enregistré une hausse de son PIB de 0,6 point au T4 2024.

## France : l'amélioration des conditions des femmes sur le marché du travail reste incomplète

À l'occasion de la journée internationale des droits des femmes célébrée ce 8 mars, nous faisons le point sur des indicateurs qui montrent que des avancées sont à l'œuvre sur le marché du travail en termes d'égalité entre les femmes et les hommes, mais que celles-ci restent incomplètes.

**L'Insee a publié les écarts de revenu salarial entre hommes et femmes en 2023<sup>3</sup>.** Ainsi, parmi les salariés travaillant principalement dans le secteur privé, le salaire net des femmes est inférieur de 22,2% en moyenne à celui des hommes : 21 340 euros annuels pour les premières, contre 27 430 euros pour les seconds. Une grande partie de cet écart s'explique toutefois par un volume de travail inférieur de 9,3% pour les femmes (moins souvent en emploi, et davantage à temps partiel) : à temps de travail identique (en équivalent temps plein, EQTP), l'écart se réduit à 14,2%. L'écart salarial s'est fortement réduit depuis 1995, puisque les femmes touchaient alors un salaire net inférieur de 34% à celui des hommes, et que cet écart ne se réduisait qu'à 22% après prise en compte des différences de volume de travail (ces écarts étaient restés à peu près stables jusqu'en 2001 !). Les inégalités de revenu salarial se sont donc réduites d'un tiers sur la période. Les femmes sont en effet devenues plus nombreuses parmi les cadres (38% en 2023, contre 23% en 1995), mieux rémunérés que les autres salariés en moyenne. Leur volume de travail a également augmenté depuis 1999.

Fait peu étonnant, l'Insee montre qu'en 2023, les inégalités salariales entre femmes et hommes à temps de travail identique croissent fortement avec l'âge. En revanche, l'écart de temps de travail est plus important parmi les plus jeunes (moins de 25 ans), car les femmes sont en moyenne plus diplômées que les hommes et s'insèrent donc plus tardivement sur le marché du travail. Les inégalités salariales sont marquées pour les ouvriers (à la fois dans l'absolu et en EQTP), et moindres pour les employés. Les écarts de salaires en EQTP sont plus marqués en moyenne parmi les cadres (15%) que parmi les professions intermédiaires (11,6%), alors même que les différences de volume de travail y sont plus faibles (4,4% contre 10,4%). Les inégalités salariales en EQTP croissent par ailleurs avec la taille de l'entreprise (7,2% pour les entreprises de moins de dix salariés, contre 17,3% dans celles de 5 000 salariés ou plus). Cet écart salarial varie également selon le secteur d'activité : il est le plus élevé dans les services mixtes (information-communication, services financiers et immobiliers), activités en moyenne les plus rémunératrices. À l'inverse, les femmes ont un salaire un peu plus élevé que celui des hommes dans la construction

(de 1,6%), car elles y exercent plus fréquemment des activités mieux rémunérées (postes de cadres). C'est dans le commerce que les écarts de durée de travail sont les plus importants, inférieure de 12,8% en moyenne pour les femmes, qui y exercent plus fréquemment des postes d'employés.

En moyenne, les femmes exercent des métiers et travaillent dans des entreprises et des secteurs moins rémunérateurs que les hommes. L'écart salarial en EQTP est ainsi réduit à 3,8% pour le même emploi dans le même établissement (estimation sur un champ plus restreint, environ 40% des EQTP). Cet écart « à emploi comparable » ne peut pas directement s'interpréter comme une mesure des discriminations, car il n'est pas corrigé de caractéristiques non observées (expérience, ancienneté dans l'entreprise ou diplôme), qui pourraient avoir un impact à la baisse comme à la hausse sur cet écart.

La part des femmes diminue lorsque l'on s'élève dans l'échelle de distribution des salaires : elles représentent 42% des emplois dans le secteur privé en EQTP, mais 34% des effectifs au niveau du 9<sup>e</sup> décile (10% des salariés les mieux rémunérés), et seulement 1% au niveau du 99<sup>e</sup> centile (1% des salariés les mieux rémunérés). Les inégalités d'accès aux plus hauts salaires expliquent ainsi une part substantielle des écarts salariaux en EQTP (près de 4 points).

En outre, la maternité constitue encore un facteur significatif dans les écarts de rémunération, à la fois du fait de la baisse de salaire observée pour les mères après la naissance, mais aussi de carrières durablement ralenties ensuite. Le revenu salarial des mères est ainsi inférieur de 29,9% à celui des pères, et cet écart atteint 40,9% pour les parents d'au moins trois enfants. La différence de temps de travail est en effet plus importante pour les parents (11,9%, contre 9,9% dans l'ensemble pour les salariés du privé), et en particulier parmi les parents d'enfants de trois ans ou moins (23,1%), et les parents d'au moins trois enfants (17,7%). Même en EQTP, l'écart de salaire net entre femmes et hommes augmente avec le nombre d'enfants, atteignant 28,2% entre mères et pères d'au moins trois enfants. Même si la France fait toujours relativement bonne figure au sein de l'Union européenne<sup>4</sup>, il n'est donc pas très étonnant que le taux de fécondité soit au plus bas depuis la Seconde guerre mondiale (hors années 1993 et 1994)<sup>5</sup>.

**Au niveau européen, des données d'Eurostat<sup>6</sup> indiquent que la France ne fait pas mieux que la moyenne de la zone euro en termes d'inégalités salariales entre les femmes et les hommes.** Avec

<sup>3</sup> [Écart de salaire entre femmes et hommes en 2023 - Insee Focus - 349](#)

<sup>4</sup> La France arrive en deuxième position derrière la Bulgarie, voir l'article d'Eurostat : [Fertility statistics - Statistics Explained](#).

<sup>5</sup> Voir à ce titre le bilan démographique de l'Insee pour 2023 : [Bilan démographique 2023 - Insee Première - 1978](#).

<sup>6</sup> Voir notamment l'article : [Gender pay gap statistics - Statistics Explained](#).

un écart de salaire horaire brut de 12,2% en 2023 dans les entreprises d'au moins dix salariés, la France égalise en effet la moyenne en zone euro (12,3%), tandis que l'Espagne (9,2%) et surtout l'Italie font mieux (2,2%). L'écart atteint toutefois 17,6% en Allemagne, qui fait office de mauvais élève parmi les grands pays de la zone euro.

**La Banque de France<sup>7</sup> confirme par ailleurs que malgré une lente amélioration, les femmes restent sous-représentées parmi les dirigeants d'entreprises françaises.** En 2023, les femmes représentent ainsi 25% des dirigeants d'entreprises (définis comme les mandataires sociaux de l'entreprise, i.e. gérant d'une SARL ou directeur général d'une SA). Au sein des grandes structures (ETI et GE), elles sont encore moins représentées : à 17%, contre 26% pour les micro-entreprises et 19% pour les PME. Il faut souligner que la féminisation des postes de dirigeants a bien augmenté au cours des deux dernières décennies, puisque les femmes ne représentaient que 5% des dirigeants au sein des ETI-GE au début du siècle, mais la progression est lente et à ce rythme, la parité ne pourra être atteinte qu'à long terme.

La sous-représentation féminine est encore plus forte si l'on se concentre sur les grands groupes cotés en bourse, avec seulement 6,25% des postes de numéro un des entreprises du CAC 40 occupés par une femme en 2023. Cette part est toutefois en forte hausse depuis 2021, où elle était de 2,5%. La législation participe largement à la féminisation des organes de gouvernance des grandes entreprises ces dernières années. La France arrive ainsi en tête des pays de l'OCDE en matière de féminisation des conseils d'administration et de surveillances des groupes cotés, avec 46% en 2022, contre 43% en Italie, 35% en Allemagne et 32% aux États-Unis. Elle se classe par ailleurs dans le premier tiers des pays de l'OCDE pour ce qui est de la part des femmes parmi les managers, toutes entreprises confondues (y compris non cotées), à 38% en 2021, contre 41% aux États-Unis, mais seulement 29% en Allemagne et en Italie.

La Banque de France pour les dirigeants (comme l'Insee de manière plus générale pour les salariés), souligne que certains secteurs d'activité sont largement plus féminisés que d'autres. En particulier, à un niveau fin, les résultats sont très genrés, avec une proportion plus importante de femmes parmi les dirigeants dans les secteurs se rapportant à la bijouterie, aux enfants, à la coiffure, aux soins de beauté, à la parfumerie, aux vêtements et aux fleurs. En revanche, les femmes sont plus marginalement présentes parmi les dirigeants dans les secteurs relatifs à l'électronique, l'électricité, la plomberie, la construction et les machines.

Là aussi, la famille aurait un rôle crucial. Les inégalités sur le marché du travail (participation et salaires) entre femmes et hommes reflèteraient en effet celles au sein des ménages (répartition des efforts pour s'occuper des enfants et personnes fragiles), d'après les travaux de la prix Nobel d'économie 2023, Claudia Goldin. Les inégalités de genre ne se réduiraient d'ailleurs que lentement en France en termes de travail domestique (tâches ménagères, préparation des repas et courses alimentaires) d'après l'Insee, et les contraintes familiales seraient désignées comme principal frein à la création d'entreprise par les femmes d'après un rapport DGE-DGCS. La Banque de France montre ainsi une corrélation importante entre la proportion d'entreprises dirigées par les femmes et le nombre de femmes célibataires au niveau du département.

Au-delà de la question de l'équité, la sous-représentation des femmes parmi les dirigeants pose un problème d'efficacité économique. Cette mauvaise allocation des ressources, qu'elle soit d'ailleurs liée au genre ou à d'autres caractéristiques, aurait un impact économique potentiellement majeur d'après certains travaux. Un papier de 2019 (Hsieh *et al.*) montre ainsi que 30% de la croissance aux États-Unis entre 1960 et 2010 serait lié à une meilleure allocation des talents des femmes et des minorités.

**☑ Notre opinion** – *Qu'il s'agisse de salaire ou de représentation parmi les dirigeants, les femmes ont bénéficié de larges avancées ces dernières décennies en France, et en tant que femme, il vaut mieux entrer sur le marché du travail aujourd'hui qu'à la fin du XX<sup>e</sup> siècle. Les données, dont celles présentées ici, montrent toutefois que ces avancées restent incomplètes. De manière plus générale que sur le seul marché du travail, l'amélioration de la condition féminine reste insuffisante pour un pays comme la France, pour devenir non seulement le pays des droits de l'Homme, mais aussi celui des droits de la Femme. Au-delà de la question éthique, il s'agit aussi d'un levier de performance économique.*

<sup>7</sup> Voir notamment le billet de blog : [Accès des femmes à la direction d'entreprise : des avancées mais les freins persistent | Banque de France](#).

 **Italie : la croissance aura surpris à la hausse au quatrième trimestre**

Après une première estimation de la croissance du PIB à 0% au T4 2024, produite en janvier, l'Istat a révisé à la hausse la croissance du PIB à 0,1% lors de la publication du détail des comptes. Cette progression a été portée principalement par la demande domestique, qui a contribué à hauteur de 0,5% à l'activité. Malgré le recul des importations (-0,4%) et des exportations (-0,2%), la contribution du commerce extérieur est restée également positive. La croissance a cependant été amputée en raison d'une variation fortement négative des stocks, qui a retiré 0,4% au PIB. Au cours du trimestre, malgré une légère reprise de l'inflation, le déflateur du PIB n'a augmenté que de 0,8%, tandis que celui de la consommation des ménages progresse de 0,4%. Le PIB nominal augmente de 0,9%.

Pour ce qui est des composantes de la demande, tandis que la hausse de la consommation est restée contenue (+0,2% d'un trimestre sur l'autre), la surprise est venue de l'investissement, qui progresse de 1,6%, après un recul équivalent au trimestre précédent.

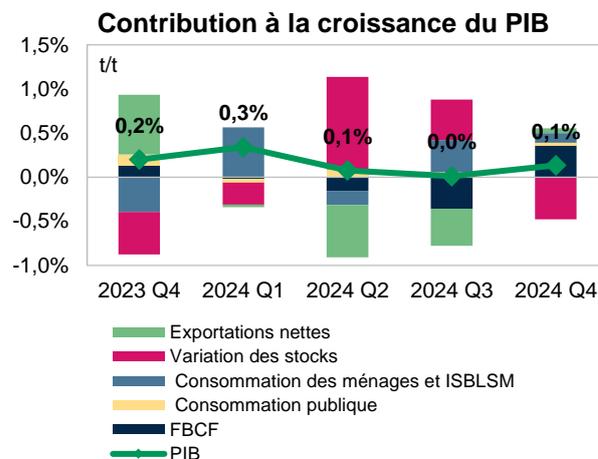
Dans le détail, la consommation des ménages a été soutenue par une hausse de 0,2% des biens durables et une légère accélération des services (+,4%). Toutefois, la consommation de biens dans son ensemble a reculé, pénalisée par la baisse des dépenses en biens semi-durables et non durables.

Quant à l'investissement, son rebond a été principalement tiré par une reprise des machines et équipements, en hausse de 3,2% sur le trimestre, contribuant ainsi à hauteur de 1% à la FBCF. Après plusieurs trimestres de recul, l'investissement en transport se stabilise à 0,1%. Concernant la construction, les effets délétères de la fin du « Superbonus » sur la composante logement se font toujours sentir, avec un repli de 1,4%, marquant un cinquième trimestre consécutif de baisse. En parallèle, les effets du Plan National de Relance et de Résilience (PNRR) restent bien présents, avec

une accélération de l'investissement en BTP (+4,1%), soit sa plus forte hausse depuis 2023.

Du côté de l'offre, l'industrie au sens large aura progressé de 0,9%, tirée aussi bien par l'industrie manufacturière (+0,8%) que par le secteur de la construction (+1,2%). Pour ce qui est des services, le recul de 0,1% est imputable aux performances négatives des activités d'assurance, mais également des télécommunications, qui cèdent moins de 0,7% d'un trimestre sur l'autre. Le repli de ces secteurs n'a pas été compensé par la progression enregistrée dans les activités immobilières ainsi que dans celles des professionnels en recherche et support. Enfin, les activités de commerce, de transport et d'hôtellerie-restauration, qui représentent une part importante de l'activité de services, sont restées stables sur la période.

En ce qui concerne les heures travaillées, elles ont augmenté de 0,2% par rapport au trimestre précédent, signalant une croissance toujours dynamique de l'emploi. Ce résultat s'explique par la hausse des heures travaillées dans l'agriculture (+4,5%), suivie par la construction (+2,8%) et, dans une moindre mesure, par l'industrie. En revanche, dans les services, elles ont reculé de 0,4%.



**Notre opinion** – Avec cette révision surprise du PIB en fin d'année, la croissance italienne pour 2024 s'établit à 0,7% en volume, dépassant à la fois le consensus et notre prévision de janvier, qui tablait sur 0,5%. Cette croissance a été en partie soutenue par les dépenses de consommation des ménages, qui ont augmenté de 0,4% en volume, après une hausse de 0,3% en 2023. En revanche, la formation brute de capital fixe a nettement ralenti en 2024, passant de 9% en 2023 à 0,5% en 2024. Deux tendances expliquent ce ralentissement. D'une part, un net essouffement des investissements dans la construction, qui n'augmente que de 2%, malgré le soutien partiel du PNRR. D'autre part, une forte contraction de l'investissement productif, pénalisé par le ralentissement dans l'industrie et des coûts de financement et les conditions d'octroi de crédit peu favorables.

Enfin, la deuxième bonne nouvelle nous vient de la révision des comptes publics, avec une estimation à la baisse du déficit public par rapport à ce qui était envisagé dans le programme budgétaire à moyen terme d'octobre, qui s'établit désormais à 3,2% (3,8%). Les objectifs budgétaires concernant le solde primaire ont également été réalisés en 2024, avec un retour à l'excédent légèrement supérieur à ce qui avait été anticipé, à hauteur de 0,4%. La dette publique a légèrement augmenté, atteignant 135,3%.

 **Allemagne : réforme *in extremis* du frein à l'endettement ?**

Depuis les élections fédérales du 23 février, le débat politique en Allemagne s'est intensifié. Mardi 4 mars, le CDU/CSU et le SPD, lors de négociations de coalition, ont annoncé un accord visant à réformer le frein à l'endettement et à augmenter considérablement les dépenses. Ce changement intervient en réponse à la faible performance économique du pays.

La réforme proposée exempterait les dépenses de défense supérieures à 1% du PIB du plafond du déficit structurel. Les dépenses de défense pourraient augmenter à 3,5% du PIB d'ici 2027, selon une étude réalisée par Bruegel et l'Institut Kiel, contre 2,1% en 2024. Ce changement s'aligne sur les initiatives de l'Union européenne, Ursula von der

Leyen ayant proposé le même jour un instrument de dette commun de 150 milliards d'euros et une exemption des dépenses de défense de quatre ans des règles budgétaires, débloquant potentiellement 650 milliards d'euros.

La proposition assouplirait également les restrictions imposées aux États allemands, qui n'étaient pas autorisés à ne pas subir de déficits structurels, les autorisant à emprunter jusqu'à 0,35% du PIB. En outre, un fonds de 500 milliards d'euros financé par la dette sur dix ans a été convenu pour des investissements dans les infrastructures, afin de contrer des décennies de sous-investissement. 100 milliards d'euros seraient transférés aux États et aux entités locales.

**✓ Notre opinion** – *Pour mettre en œuvre ces changements, il faudrait un amendement de la Constitution, pour lequel une majorité des deux tiers est requise à la fois à l'assemblée fédérale (Bundestag) et au Conseil fédéral des États (Bundesrat). Friedrich Merz ferait passer les réformes avec le soutien de l'assemblée fédérale en place, où le CDU/CSU, le SPD et les Verts disposent de la majorité nécessaire jusqu'au 25 mars, date à laquelle la nouvelle assemblée fédérale élue sera formée, et où l'AfD et la gauche ont une minorité de blocage qui empêcherait l'approbation des réformes. À cet égard, ces formations menacent de contester en justice la légitimité de l'assemblée fédérale en place, ce qui pourrait retarder la mise en œuvre des réformes. Par ailleurs, les Verts restent indécis, critiquant le manque de dépenses pour le changement climatique, tandis que le FDP soutient l'augmentation des dépenses de défense, mais s'oppose au fonds d'infrastructure.*

## Pays émergents

### Asie

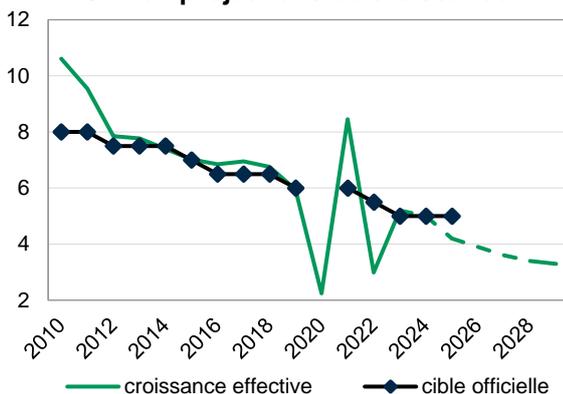
#### Chine : 5%, rien de vraiment surprenant

Les nouvelles déclarations de Donald Trump, qui a annoncé une nouvelle hausse de 10% des droits de douane sur les produits chinois n'auront pas eu d'impact de dernière minute sur le discours des autorités.

Dans un ballet immuable, le Premier ministre, Li Qiang, a prononcé son traditionnel discours sur l'état de l'économie, qui précède l'ouverture des deux sessions parlementaires, réunissant à Pékin 3 000 représentants du Parti communiste. Au cours de cette intervention, il a dévoilé la cible de croissance pour 2025, « autour de 5% » comme en 2023 et 2024, celle d'inflation, qui passe de 3% à 2%, mais aussi les objectifs en termes de chômage urbain, création d'emplois et déficit (cf. tableau [infra](#)).

Reconnaissant devoir faire face à « un environnement externe de plus en plus complexe et difficile » pouvant avoir « un impact croissant sur la Chine dans des secteurs tels que le commerce, la science ou la technologie », Li Qiang a toutefois assumé une ligne ambitieuse et une volonté de présenter l'économie chinoise comme forte, prévisible et stable. La cible de croissance a beau être présentée comme plus souple et moins contraignante par les autorités, qui martèlent depuis plusieurs années favoriser une croissance qualitative et non quantitative, il n'en reste pas moins que, années de Covid mises à part, la Chine n'a jamais manqué un objectif, quitte à alimenter les doutes sur la fiabilité de son appareil statistique.

**Chine : projections de croissance**



Cette cible, qui se situe au-dessus des projections du consensus (4,6% de croissance en 2025 pour le FMI, 4,5% pour le consensus) s'est accompagnée d'un engagement des autorités à soutenir la consommation domestique. La baisse de la cible d'inflation – qui, dans les faits, n'a presque jamais été atteinte ces quinze dernières années – indique

toutefois que le rééquilibrage de la croissance vers plus de demande interne va encore prendre du temps. Et ce d'autant plus que cette cible d'inflation prend théoriquement en compte un environnement extérieur plus dur, marqué par la hausse attendue des droits de douane, et donc un univers de prix plus élevés.

#### **Quelles priorités, quel soutien, quels instruments ?**

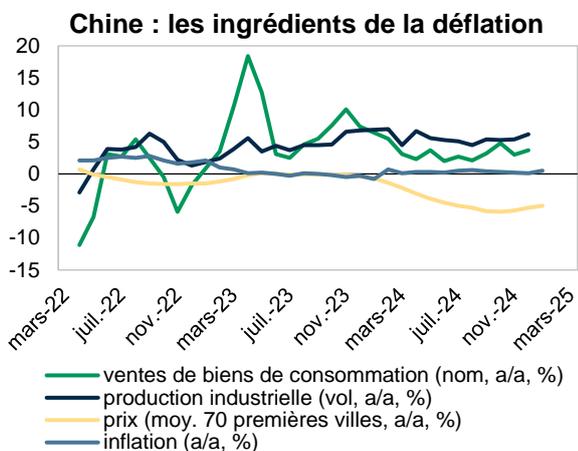
Priorité est donc donnée cette année à la reprise de la consommation et de la demande intérieure, en encourageant la hausse des revenus des ménages, mais aussi en poursuivant le programme de reprise des biens de consommation, pour lequel l'enveloppe allouée devrait doubler et atteindre environ 40 milliards de dollars.

Suivent ensuite :

- ✓ l'accélération de l'industrialisation, notamment dans les secteurs de pointe comme l'intelligence artificielle,
- ✓ la promotion de la technologie et de l'éducation,
- ✓ l'approfondissement des réformes, notamment fiscales et financières,
- ✓ la poursuite des politiques d'ouverture en matière de commerce et d'investissement,
- ✓ la maîtrise des risques systémiques, dont la stabilisation du marché immobilier et le contrôle de l'endettement des gouvernements locaux,
- ✓ le soutien à l'agriculture et aux zones rurales,
- ✓ la poursuite de l'urbanisation et de la coordination de la croissance régionale,
- ✓ la promotion d'une transition verte et l'avancée vers la neutralité carbone,
- ✓ l'amélioration du bien-être de la population, notamment *via* la santé et l'éducation.

Des objectifs plutôt généraux, qui traduisent cependant les principaux risques pesant sur l'économie chinoise. L'atonie de la demande interne bien sûr, liée à la crise du secteur immobilier, encore loin d'être réglée. Les questions industrielles ensuite, à la fois sur le plan de l'autonomie stratégique (intelligence artificielle, secteurs de pointe, économie numérique) mais aussi sur le commerce extérieur, alors que la Chine se veut le défenseur d'une mondialisation sans entrave. L'agenda des réformes à mener, enfin, pour maîtriser la trajectoire d'endettement de l'économie et limiter les risques d'une crise de la dette locale, mais aussi le

développement des services de santé et d'éducation, freins à la natalité et à la consommation car générateur d'une abondante épargne de précaution. Le tout sans abandonner l'objectif de neutralité carbone et celui d'une croissance plus qualitative et surtout plus équilibrée entre les différentes provinces, les villes et les campagnes.



Sources : NBS, Crédit Agricole

Pour faire face à ce programme ambitieux, la Chine entend certes s'appuyer sur des politiques budgétaire et monétaire plutôt accommodantes, ainsi que le laissent envisager le vocabulaire employé dans les derniers communiqués, sans cependant tomber dans une relance massive. Le déficit de l'État central devrait ainsi être porté à 4% du PIB, contre une cible de 3% en 2024, et la banque centrale entend poursuivre son assouplissement, avec une nouvelle baisse des taux directeurs et des taux de réserves obligatoires afin de soutenir la production de crédits. Elle a également réitéré sa volonté de maintenir un yuan stable, alors que Donald Trump a réitéré ses accusations dénonçant une sous-évaluation de la devise chinoise injuste pour les États-Unis.

**Cela sera-t-il suffisant pour atteindre la cible de croissance ?**

Les données d'activité de janvier ne sont jamais publiées en raison du Nouvel An lunaire. Des indicateurs partiels indiquaient un frémissement de la consommation liée au tourisme et aux festivités, qui devra donc être confirmé en février. Dans tous les cas, la crise de confiance qui traverse la société chinoise est profonde et ne se règlera pas avec des promesses de nouveaux *rice-cookers*.

Aux obstacles internes s'ajoute maintenant une forte incertitude sur le comportement américain. La Chine n'a jamais caché ses intentions : elle souhaite une négociation, un *super-deal* avec les États-Unis, elle qui a toujours su agir avec pragmatisme sur le terrain économique. Les autorités ont certes riposté aux 10% de droits de douane supplémentaires ajoutés en janvier, puis en mars, mais essaient de déployer une riposte graduée, plus nuancée, en ne ciblant que certaines catégories de biens, et en veillant à ne pas escalader dans l'échelle des tensions.

La Chine a aussi laissé se faire la vente par le conglomérat hongkongais CK Hutchison à l'américain BlackRock de toutes ses activités portuaires hors de Chine, dont deux à l'entrée et à la sortie du canal de Panama. Un gage de bonne foi en préambule à de futures négociations avec Donald Trump, qui a fait du canal de Panama un étendard. La volonté affichée par la banque centrale chinoise de ne pas trop laisser filer le yuan face au dollar en est un autre.

En 2024, le commerce extérieur avait contribué à la croissance chinoise à hauteur de 1,4 point de pourcentage, un record depuis 2006. La Chine sait qu'elle a face à elle un Donald Trump jusqu'au boutiste, qui n'hésitera pas à brandir la menace des droits de douane dans chaque négociation. Elle souhaite incarner au contraire l'image d'un pays ouvert, stable et prévisible, pourvoyeur de croissance pour le reste du monde. Un positionnement louable, qui ne fait oublier ni la nature profonde du régime chinois, ni les doutes légitimes sur l'état réel de son économie.

	Cible 2025	2024	2023	2022
<b>PIB (% a/a)</b>	Autour de 5%	5%	5,2%	3%
<b>IPC (% a/a)</b>	2%	0,2%	0,2%	2%
<b>Déficit gouvernement central (% du PIB)</b>	4%	4,8%	4,6%	4,7%
<b>Émissions obligataires (Mds RMB)</b>	4 400	4 020	3 960	4 150
<b>Émissions obligataires spéciales (Mds RMB)</b>	1 800	1 000	0	0
<b>Taux de chômage urbain (%)</b>	5,5	5,1	5,2	5,5
<b>Nouveaux emplois urbains (millions d'emplois)</b>	>12	12,6	12,4	12,1

Sources : Government Work Report, Crédit Agricole S.A/ECO

## Amérique latine

### Mexique : l'économie en péril face aux tensions commerciales avec les États-Unis

La « trêve commerciale » entre les États-Unis, le Canada et le Mexique a connu un nouveau rebondissement. Malgré l'expiration initiale le 4 mars et l'entrée en vigueur des droits de douane de 25%, une nouvelle pause d'un mois a été accordée jusqu'au 2 avril.

Les efforts mexicains ont été considérables : réduction de 66% du flux migratoire, déploiement de soldats à la frontière, remise de narcotrafiquants aux autorités américaines, volonté d'alignement sur les droits de douane des produits chinois, et envisagent même un retrait de l'accord de partenariat Transpacifique (TPP).

Les marchés mexicains sont restés stables, le peso s'appréciant même légèrement, effaçant une partie de la dépréciation enregistrée depuis l'élection américaine. Cette réaction reflète la perception que ces mesures seraient temporaires et transactionnelles. La nouvelle suspension d'un mois d'abord sur l'automobile puis sur l'ensemble des biens ont bien confirmé cette vision.

La présidente mexicaine Claudia Sheinbaum maintient une position prudente mais ferme, qui lui vaut d'un soutien populaire de 85%. Elle avait annoncé un rassemblement à la place du Zócalo pour l'annonce des mesures en représailles, mais en laissant assez de temps pour trouver un accord qui est finalement arrivé.

Les intentions de Trump restent difficiles à cerner, ses annonces étant souvent (et volontairement) contradictoires, le 26 février il a annoncé une nouvelle « trêve » d'un mois, puis le lendemain il confirmait l'entrée en vigueur des droits de douane. Les marchés supposent qu'il s'agit d'une tactique de pression pour renégocier l'ACEUM<sup>8</sup> (USMCA) en faveur des États-Unis. Les réactions et pressions de Wall Street et des constructeurs automobiles américains ont également influencé la décision.

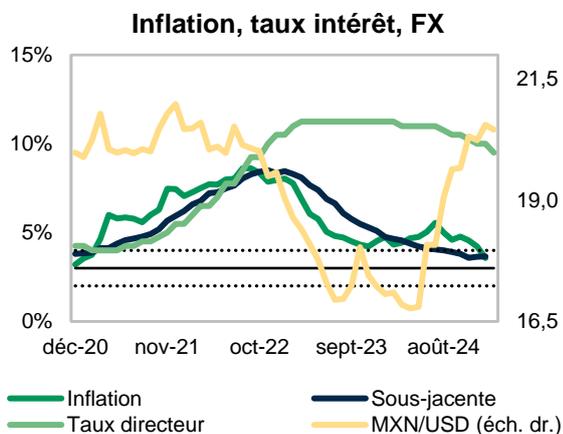
Bien que cette nouvelle trêve offre un répit, la menace persistante de droits de douane crée une incertitude coûteuse pour le Mexique. Les bonnes volontés mexicaines et la forte imbrication des chaînes de production entre les deux partenaires laissent espérer un accord définitif sous la forme d'un nouveau ACEUM. Entre temps, l'incertitude punit une économie mexicaine en nette décélération, on en profite pour faire un point sur celle-ci, et les éventuelles conséquences d'une mise en place des droits de douane.

### Croissance mexicaine en perte de vitesse

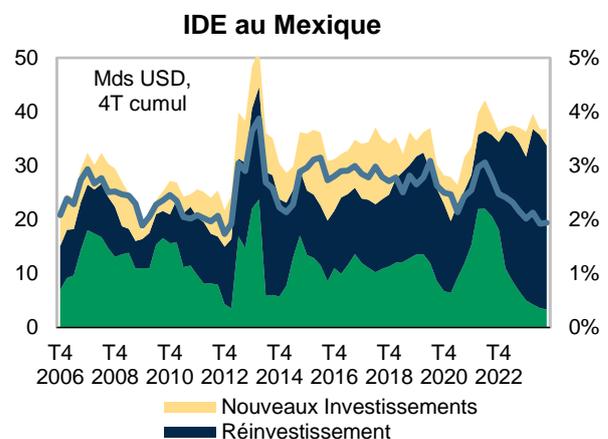
Le dernier trimestre de 2024 a vu l'économie mexicaine entrer en récession avec une contraction de 0,6%, réduisant la croissance annuelle à 1,5% pour 2024, bien en dessous des prévisions de 2,3%. La Banque du Mexique (Banxico) a révisé à la baisse sa prévision de croissance pour 2025, passant de 1,5% à 0,6%, l'imposition de droits de douane prolongerait la récession en 2025.

Le ralentissement des secteurs primaire et secondaire depuis l'été (-2.6% production industrielle au second semestre 2024) a été aggravé par la faible performance des activités tertiaires, qui soutenaient jusqu'alors la croissance. La consommation stagne et la confiance des entreprises, et surtout des ménages, auparavant solide, commence à décliner. La consommation n'augmente pas au rythme de la hausse des revenus, et la croissance dépend de plus en plus de la demande externe.

L'investissement est particulièrement touché par l'incertitude économique. Les doutes sur l'avenir du libre-échange avec les États-Unis, les réformes juridiques mexicaines et les taux réels élevés (supérieurs à 6%) pèsent lourdement. Les importations de biens d'équipement se sont contractées, tout comme les IDE, de surcroît de plus en plus dominés par les réinvestissements au détriment des



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



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

<sup>8</sup> Accord Canada États-Unis Mexique

nouveaux investissements. Ce qui montre une certaine prudence des investisseurs, qui n'abandonnent pas l'idée de *nearshoring*, mais sont conscients des risques. Sans un accord de libre-échange solide avec les États-Unis, les promesses d'investissement et de croissance du Plan Mexico<sup>9</sup> risquent de ne pas se concrétiser.

Sur le marché du travail, le chômage reste stable, mais la création d'emplois et la hausse des salaires réels s'enrayent, et ce malgré la désinflation. Les envois de fonds des migrants (*remesas*) montrent également des signes de ralentissement.

En ce qui concerne l'inflation, la décélération économique et les taux restrictifs ont contribué à sa baisse. Elle atteint 3,6% sur un an, revenant à la bande cible d'inflation pour la première fois depuis 2021, et ce malgré la dépréciation du peso. Banxico a assoupli sa politique monétaire de 50 points de base en février, et une nouvelle baisse de 50 points de base est envisagée lors de la réunion du 27 mars. La banque centrale se concentre davantage sur l'environnement économique que sur le soutien au peso, rendant peu probable une hausse des taux en réponse aux droits de douane. L'inflation diminue lentement, mais des pressions subsistent, notamment dans les services. Les anticipations d'inflation bien ancrées et les derniers chiffres offrent cependant une marge de manœuvre.

**Impact fiscal : marge de manœuvre davantage réduite**

Une récession pourrait avoir des impacts significatifs sur les finances publiques mexicaines, déjà très contraintes. Les prévisions de croissance du budget (2-3%), déjà optimistes en novembre, le sont encore plus maintenant (0,6% prévu par Banxico). Le déficit élevé de 5,7% en 2024 et le refus d'entreprendre des mesures substantielles pour augmenter les revenus fiscaux, afin de compenser les pressions sur les dépenses croissantes (notamment pour PEMEX et les dépenses sociales), imposent un budget austère. L'investissement public a été fortement réduit,

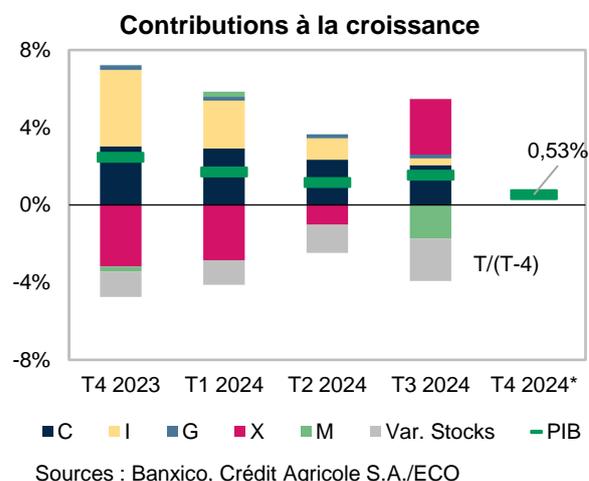
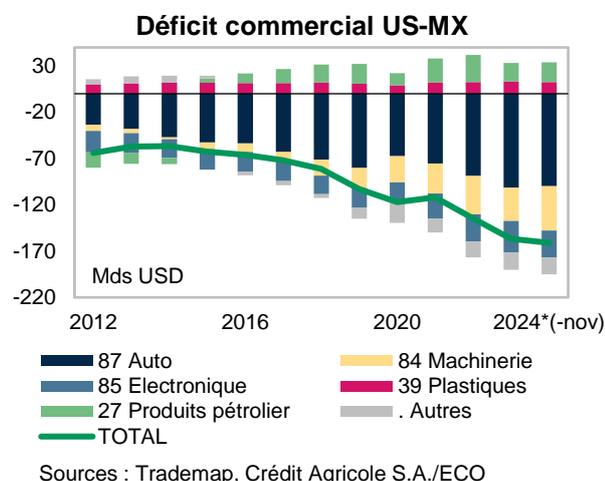
passant de 2,1% du PIB en 2023 à 0,8% en 2025, tout comme certaines dépenses, notamment en matière de santé<sup>10</sup>.

L'engagement de Claudia Sheinbaum en faveur d'une gestion prudente des finances publiques et son pragmatisme ont été salués par les marchés. Cependant, cette approche pourrait s'avérer insuffisante sans une réforme fiscale d'envergure. Les réticences restent fortes et le coût politique serait donc élevé. Sans une telle réforme, la pression croissante des dépenses pourrait mettre en péril la situation fiscale du Mexique et renforcer les craintes d'une dégradation de la notation du pays. En novembre, Moody's a ajusté ses perspectives de stables à négatives, tandis que S&P a maintenu des perspectives stables en décembre, valorisant la stabilité politique et la prudence budgétaire et monétaire.

**Comptes externes : résilience mexicaine ?**

Les comptes externes mexicains demeurent stables, avec un déficit du compte courant (0,3% du PIB) largement compensé par les IDE nets (1,7% du PIB) en 2024. Les exportations et importations ont connu une hausse significative au deuxième semestre, en partie due à un effet de « *frontloading* » en anticipation des tarifs douaniers. Un déficit courant similaire est prévu pour 2025, car la baisse des exportations, surtout en cas de droits de douane, devrait être amortie par une réduction des importations en raison d'une demande plus faible. Les *remesas* et les IDE entrants devraient également continuer à diminuer.

Appliqués sur l'ensemble des exportations (490 milliards de dollars, soit un quart du PIB mexicain, dont 130 milliards pour le seul secteur automobile), des droits de douane de 25% engendreraient un coût supplémentaire de plus de 100 milliards de dollars. Qui pourrait l'absorber ? Une dépréciation du peso mexicain serait un premier élément de réponse, mais sûrement insuffisant.



<sup>9</sup> Consulter notre publication : [Mexique : guerre commerciale, premières salves, cessez-le-feu fragile](#) – 12 février 2025

<sup>10</sup> Consulter notre publication : [Mexique – Budget 2025, « raisonnable » mais réaliste ?](#) – 8 janvier 2025

☑ **Notre opinion** – *L'économie mexicaine affronte des vents contraires importants. L'incertitude générée par les réformes internes et le contexte commercial et politique externe affecte la performance économique, déjà décevante en fin d'année 2024. L'investissement (public et privé) est fortement impacté et la consommation ralentit considérablement. Les risques persistent et ne seront que partiellement compensés par des conditions monétaires plus souples. L'importante imbrication des chaînes de valeur et la volonté politique mexicaine laissent espérer un accord possible, permettant au Mexique de se redresser et au Plan Mexico de se concrétiser. Cette nouvelle négociation sera probablement plus favorable aux États-Unis, avec des règles de contenu local plus strictes et des contrôles et droits de douane plus forts pour le Mexique (et le Canada) sur les biens en provenance de Chine.*

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### 👉 Le Golfe face à sa population immigrée : gérer la deuxième rente

Lorsqu'on évoque la rente dans les pays du Golfe, il ne semble pas nécessaire de préciser davantage : ce sont bien des hydrocarbures dont on parle. Pourtant, en y regardant de plus près, **la structure socio-économique des pays de la région repose en réalité sur la dépendance de leurs populations autochtones à deux rentes plutôt qu'une : celle du pétrole (et/ou gaz) et celle du travail de leurs importantes populations immigrées.** L'une est une rente naturelle et l'autre découle de l'organisation d'un modèle politique et économique autour de la première, caractéristique des sociétés du Golfe : c'est le passage de l'économie pétrolière à la « société pétrolière »<sup>11</sup>, qui s'est opéré en particulier pendant le *boom* pétrolier des années 2000. Tous les États de la péninsule arabique réfléchissent aujourd'hui à réduire leur dépendance aux hydrocarbures, mais que faire de la seconde rente ? Faut-il s'appuyer sur elle ou s'en sevrer également ?

#### **De l'économie pétrolière à la « société pétrolière » : la dépendance au travail importé**

Les pays du Golfe ont tous fait face à un afflux de richesse inédit au début de leur processus de développement et au moment de la construction des États modernes *post*-indépendance. Partout dans la péninsule, l'assise politique des familles régnautes s'est consolidée autour d'un contrat tacite avec leurs populations assurant la redistribution de la rente énergétique par des droits sociaux et l'accès à un travail dans le secteur public bien rémunéré. Il en résulte que le pouvoir d'achat des ménages s'est rapidement démultiplié, favorisant un *boom* de consommation interne et ainsi le développement d'un éventail de secteurs pour y répondre (commerce, services notamment domestiques et financiers, immobilier, construction – aussi soutenue par la dépense publique). **La rapide**

**expansion de ces derniers a fait exploser la demande de travail principalement peu qualifiée, menant les États à favoriser son importation massive, ce qui a considérablement modifié la démographie des pays.** Même si les statistiques démographiques ne sont pas toujours disponibles, on estime que les populations immigrées représentent aujourd'hui entre 80 et 90% de la population au Qatar et aux Émirats arabes unis, environ 70% au Koweït, la moitié au Bahreïn et plus d'un tiers à Oman et en Arabie saoudite.

Cette dépendance à la main d'œuvre étrangère s'est par la suite ancrée dans l'organisation des sociétés du golfe autour de la rente pétro-gazière, qui a transformé des économies pétrolières en « sociétés pétrolières ». **Les populations autochtones sont alors non seulement devenues rentières du pétrole, mais aussi du travail étranger.** Celui-ci a en effet été organisé pour assurer une véritable rente à la population locale par un système de segmentation forte du marché du travail, qui permet d'octroyer des droits civiques, sociaux et économiques différents aux populations locales et immigrées. Pour schématiser, les sociétés se sont structurées progressivement selon le modèle suivant : **le secteur public, quasi-exclusivement réservé aux locaux offre des salaires élevés (c'est une grande partie de la redistribution de la rente), alors que le secteur privé doit leur fournir de quoi entretenir un niveau de vie élevé à travers la provision, en abondance, de biens de consommation – largement importés – et de services.** Cette organisation permet également de consolider l'entente avec les grandes familles marchandes, qui trouvent dans le secteur privé de nouvelles opportunités d'affaires, en bénéficiant d'une main d'œuvre abondante, flexible et peu coûteuse. De leur côté, les populations immigrées trouvent une offre de travail qui leur permet de

<sup>11</sup> *Elusive Employment – Development Planning and Labour Market Trends in Oman, Crystal A. Ennis and Ra'id Z. al-Jamali, Chatham House, September 2014*

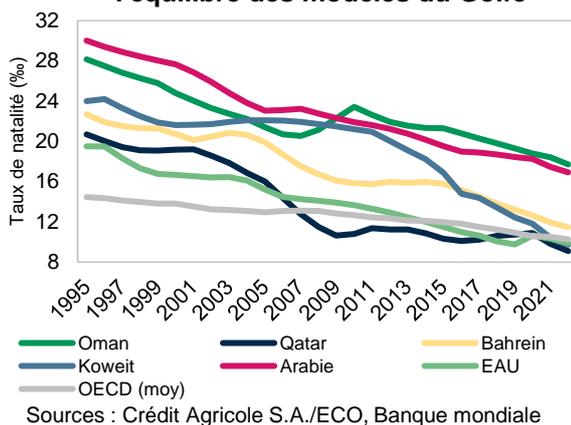
rapatrier des fonds vers leurs pays d'origine. Ces derniers enregistrent ainsi des flux importants de capitaux de plus en plus centraux à leur modèle de financement externe.

**Un modèle qui touche ses limites**

Bien sûr, toutes les situations dans le Golfe ne se valent pas et dépendent d'une notion relativement abstraite de dotation en ressource par tête. Celle-ci rend plus ou moins soutenable la couverture des droits sociaux acquis par les populations des « sociétés pétrolières » par les revenus des hydrocarbures. **Mais, quoi qu'il en soit, la pérennité de ce modèle est inévitablement limitée – car la rente pétro-gazière n'augmente pas indéfiniment, contrairement à la population.** De plus, les pays de la zone ont connu des taux de natalité très élevés dans les années 90-2000, période de forte expansion de la manne pétrolière, et ces générations sont aujourd'hui en âge d'entrer sur le marché du travail.

Le défi d'intégration sur le marché du travail de cette génération du « baby-boom pétrolier » met sous pression la capacité des États à offrir des emplois dans le secteur public à toute leur population, pour ne pas en exclure une partie du contrat social rentier. Ainsi des symptômes de la faillite des « société pétrolières » ont commencé à apparaître dans certains pays sous forme de chômage et de déséquilibres budgétaires, et ont largement alimenté les tensions sociales notamment à l'occasion des printemps arabes ou de la crise pétrolière de 2016-2020. Cela a été le cas au Bahreïn, à Oman et même en Arabie saoudite<sup>12</sup>.

**Le baby-boom pétrolier menace l'équilibre des modèles du Golfe**



**Le piège de la dépendance au travail étranger se referme**

<sup>12</sup> Début 2011, l'Arabie saoudite a fait face à des manifestations d'ampleur de ses communautés chiïtes, mais aussi des contestations des milieux sunnites. Le roi Abdallah avait alors réagi par un plan social de 130 milliards de dollars. Voir « L'Arabie saoudite au défi du Printemps Arabe », Stéphane Lacroix, CERI, Septembre 2011

Face à ces défis, il a rapidement été question de trouver dans le secteur privé un relais d'emploi pour la population locale que le secteur public ne pouvait plus absorber. Mais les États se sont vite heurtés à une réalité : **le marché du travail privé est paralysé par de fortes distorsions, qui initialement organisées sciemment en faveur des populations locales se retournent contre elles.** En effet, le secteur privé s'est majoritairement développé autour de secteurs peu productifs qui offrent des salaires faibles et bien inférieurs à ce que le secteur public avait initialement garanti à la population locale. Celle-ci s'adresse donc au secteur privé avec des salaires de réserves irréalistes, et d'autant plus face aux travailleurs immigrés, prêts à accepter des rémunérations faibles<sup>13</sup>.

**L'État reste donc l'employeur privilégié et le « garant social en dernier ressort »<sup>14</sup>, pour la population autochtone – un schéma qui prend au piège les États au sein du modèle qu'ils ont créé.** Quant aux populations locales, elles sont de fait de plus en plus exclues du jeu économique, et confinées au secteur public. Cette situation est à l'origine des politiques visant l'indigénisation du travail dans le secteur privé.

**Les politiques d'indigénisation du travail : le cas d'Oman**

Oman est un cas d'étude intéressant pour comprendre ces politiques. D'abord, le pays a une dotation en hydrocarbure relativement faible et une dynamique démographique forte. Les signes annonciateurs de la faillite de la « société pétrolière » sont donc apparus tôt. Ensuite, le pays a le plus long historique de planification de politiques à moyen terme. Son premier plan de développement a été lancé dès 1976. On peut y voir apparaître les politiques de nationalisation de la main d'œuvre dès 1995. Celles-ci s'intensifient, devenant progressivement centrales dans les plans qui se succèdent. **La dépendance au travail importé est de plus en plus perçue comme un problème, mais gagne pourtant en ampleur.** Il y a donc des mécanismes de résistance aux réformes, qui empêchent le modèle de se transformer.

Un premier ensemble de mesures tend à rendre l'emploi privé plus attractif aux nationaux (avec des salaires minimums plusieurs fois relevés, des systèmes de sécurité sociale publics), mais ces politiques finissent de rendre la main d'œuvre locale inattirative. Le pendant, du côté des employeurs, visent à les contraindre, par des quotas, à employer la population locale (ce qui s'accompagne de formations et de mesures pour développer leurs

<sup>13</sup> Selon le FMI, le différentiel de salaire entre Saoudien et non-Saoudien était toujours en moyenne de 100% fin 2023. Au Koweït, les salaires dans le secteur public seraient 40% plus élevés en moyenne que dans le secteur privé, selon l'institution.

<sup>14</sup> Voir note 1.

compétences). Les entreprises apprennent cependant rapidement à les contourner. **Finalement, les succès restent limités car des deux côtés de l'équation, la population locale et le secteur privé cherchent à protéger leurs privilèges. À cela s'ajoute un manque de volonté (et de marge de manœuvre) politique – qui rétropédale lorsque les pressions sociales augmentent.**

### **Et ailleurs ?**

Il y a bien d'autres exemples, au-delà d'Oman, des contraintes à réformer la dépendance au travail étranger. Au Koweït, les réserves fiscales et externes accumulées protègent la pérennité des finances publiques, et ce pour encore longtemps. Pourtant, des déficits budgétaires s'installent durablement et commenceront inévitablement à éroder le capital des générations de demain. Celles-ci ne bénéficieront pas du pétrole et pâtiront du retard de diversification du pays. **Cependant, l'émirat s'est enfermé dans une crise politique car au Parlement, qui représente la population locale, se cristallise la bataille de celle-ci pour préserver ses privilèges.** Ainsi toute tentative de réforme du gouvernement est contrée. Ce blocage a mené l'émir, Cheikh Mechaal, à suspendre, pour quatre ans, le Parlement – une atteinte à son exception politique de consultation parlementaire dans le Golfe<sup>15</sup>. Au Bahreïn, c'est au sein même de la famille régnante que s'opposent des factions – une réformatrice, qui souhaite faire participer les Bahreïnis à l'essor du secteur privé, et une conservatrice, qui, proche des grandes familles marchandes, souhaite consolider leurs acquis et voit l'indigénisation de la main d'œuvre comme une contrainte.

### **Comment gérer la deuxième rente ? Des paris différents dans le Golfe**

Les deux rentes sont en fait intrinsèquement liées, dans une organisation de société autour de la manne pétro-gazière. Mais la rente du travail étranger est en fait plus inégalement répartie et surtout le privilège d'une élite. Elle peut donc cristalliser des tensions si la première rente, issue des ressources naturelles, ne permet plus d'offrir à l'ensemble de la population locale sa part du contrat social. Mais lorsque les signes avant-coureurs de la faillite de la « société pétrolière » apparaissent, l'erreur semble être de vouloir réformer, de force, seulement une partie du système qui rentre alors en dissonance avec l'organisation de la société. **Ainsi, une inertie s'installe car les forces naturelles d'équilibre du modèle, soutenues par les jeux de négociations collectives – formels (par le Parlement) ou informels (par influences) – sont contraires aux réformes.**

C'est, en fait, une parfaite illustration des théories des institutions, qui étudient les interactions des agents au sein des économies, régies par des

règles du jeu formelles et informelles (coutumes, normes, contrats, droit...). Ces théories introduisent notamment la notion de « dépendance au sentier » (« *path dependency* ») selon laquelle l'organisation d'une société influe durablement sur sa trajectoire de développement, et crée des blocages aux réformes. Elles insistent aussi sur le risque de réformes partielles, qui prennent insuffisamment en compte les interactions institutionnelles, et compliquent ainsi toute tentative de réforme.

Le cas de l'Arabie saoudite est alors intéressant à observer, car c'est peut-être pour l'instant le seul pays de la zone qui, à travers sa Vision, propose un changement de logiciel multidimensionnel (et non seulement économique). Il semble prendre en compte l'interdépendance des sphères sociales, économiques et sociétales et propose de les réformer avec une grande cohérence, en respectant la dynamique de « système » de toute économie. La volonté politique pour soutenir la Vision est aussi claire, et s'impose non sans une verticalisation du pouvoir qui élimine certaines influences anciennes. Bien sûr, il y a des risques à changer l'entière configuration institutionnelle d'un pays – en particulier lorsqu'elle s'appuie sur le pari d'un nouveau modèle économique dont la réussite ne doit pas manquer, au risque de se transformer en un risque politique. Il faudra notamment que le pays remplisse sa promesse de construire les opportunités d'emplois et de carrière pour sa population.

Oman semble aussi, depuis 2020 et l'arrivée au pouvoir du sultan Haitham Ben Tarek Al Saïd, lancé dans un élan de réformes. Le choix des autorités de couper les dépenses publiques, même au détriment de la croissance, a poussé le secteur privé à trouver de nouveaux relais, en exploitant d'autres avantages naturels du pays – son potentiel touristique, sa position géographique avantageuse au bout de la péninsule arabique (lui donnant un accès privilégié aux mers), ou encore la taille de son territoire (un avantage relatif pour développer le renouvelable). Autant d'opportunités, qui, si elles se réalisent, offriront davantage de perspectives d'emploi pour la population.

**Enfin, le cas des Émirats et du Qatar est différent, car les deux pays ont une démographie plus faible. L'abondance du travail étranger n'est donc pas une contrainte mais plutôt une nécessité.** Alors que les deux pays tentent de trouver des relais à l'économie pétrolière, continuer d'attirer les expatriés pour y contribuer sera primordial, en particulier alors que des puissances démographiques se réveillent dans la région. Il paraît ainsi plus facile à ces pays de gérer la deuxième rente, puis qu'elle n'apparaît pas comme un problème. Pourtant, pour entretenir un modèle de croissance, beaucoup moins soutenu par le facteur démographique, il faudra créer une économie productive. Dès lors, attirer les talents et

<sup>15</sup> Consulter notre publication : « [Koweït – Le temps des arbitrages](#) », février 2025

une main d'œuvre à haute qualification demandera aussi de progressivement changer les paramètres du modèle. Car augmenter les droits et privilèges de cette population (mobilité professionnelle, *golden visas*, accès à la propriété...), ne risque-t-il pas à

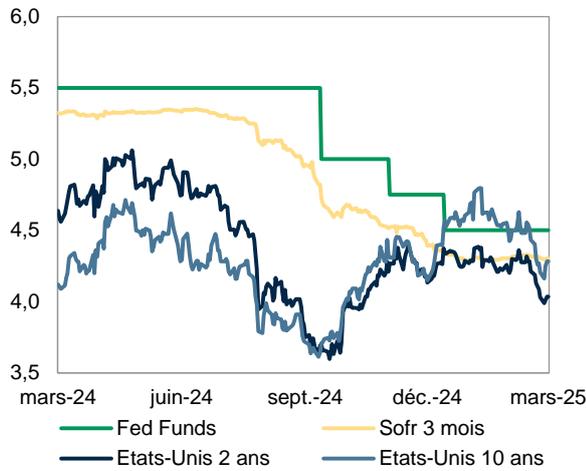
terme, de détériorer, en termes relatifs, ceux de la population locale ? C'est-à-dire les mécanismes originels de protection de la rente du travail étranger...

**✓ Notre opinion** – *Les pays du Golfe, en organisant leurs sociétés modernes autour d'une rente pétro-gazière abondante, se sont enfermés dans deux formes de dépendance : celle aux hydrocarbures et celle au travail de la population étrangère. Et l'une n'est pas indissociable de l'autre. Rapidement, ce modèle a attiré les États dans un piège qui crée des résistances à la réforme. Les situations diffèrent dans la région – certains États essayant de limiter progressivement la dépendance au travail étranger, et d'autres qui en ont besoin pour soutenir leur modèle de croissance. Mais quoi qu'il en soit, l'organisation originelle en « sociétés pétrolières » atteint ses limites et doit être repensée. Face au succès limité d'un certain nombre de politiques ciblées, il semble que cela demande de défaire plus profondément des schémas de rente. Les pays du golfe font aujourd'hui des paris différents pour réformer ce système, pourtant chacun – du changement institutionnel radical à l'immobilisme – comporte leur risque.*

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

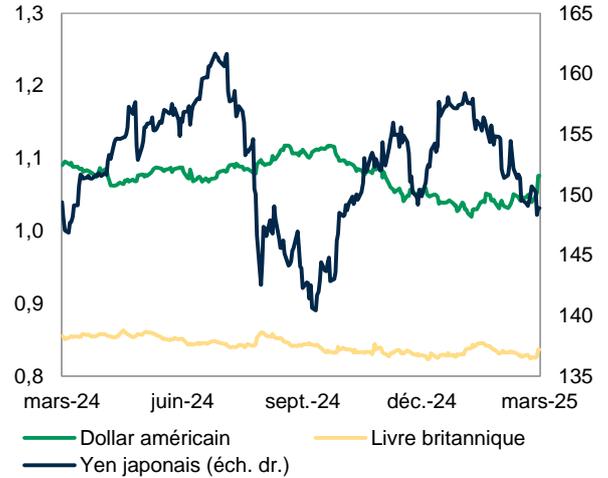
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

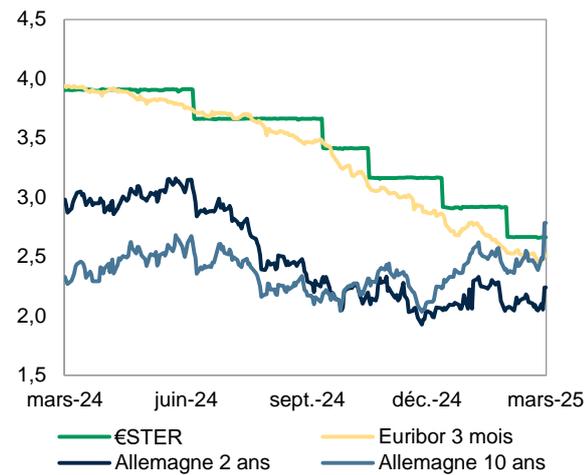
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

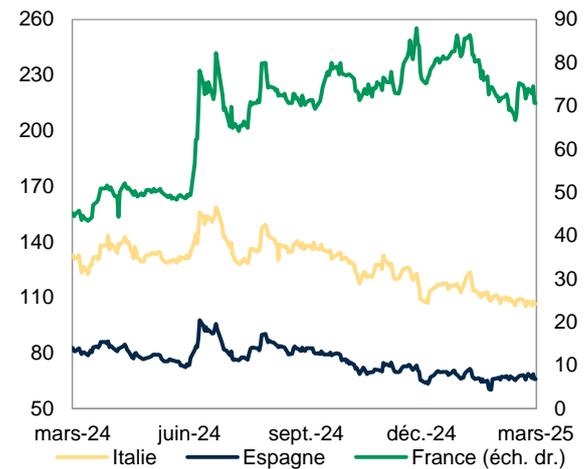
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

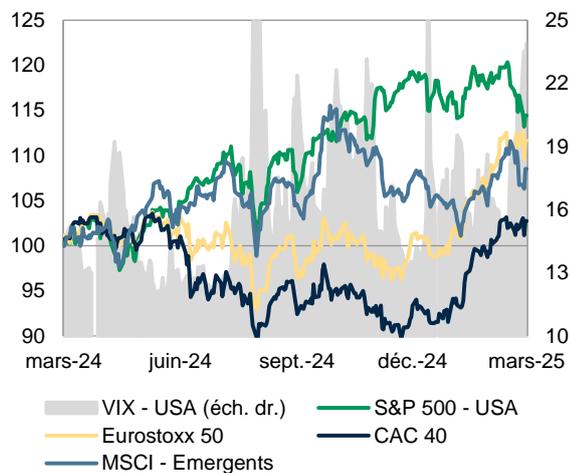
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

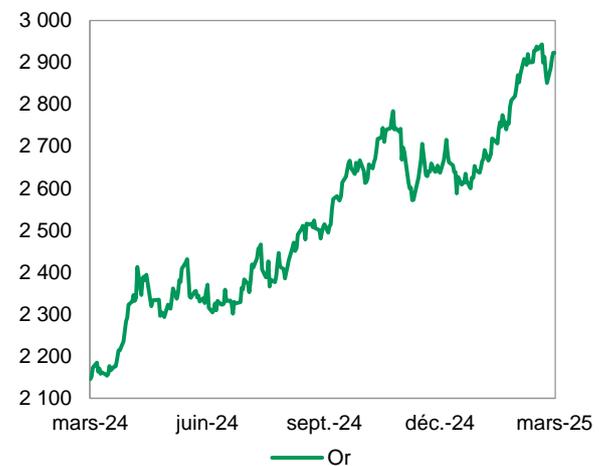
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

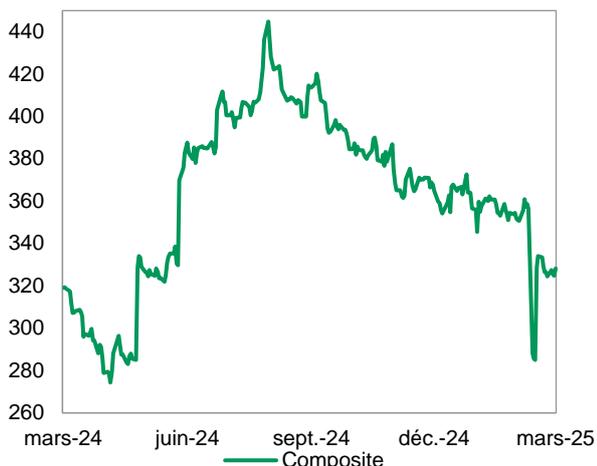
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

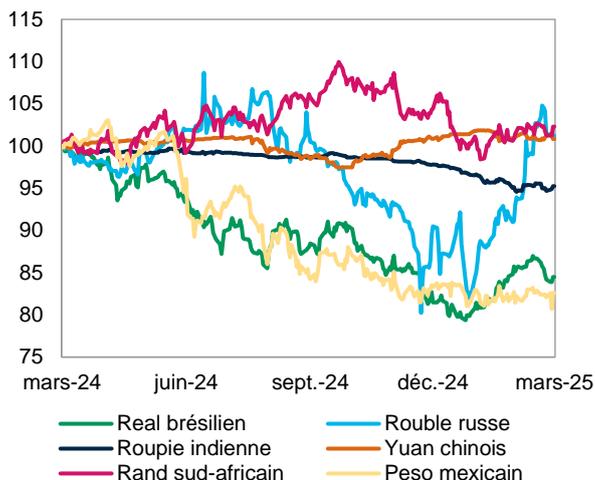
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

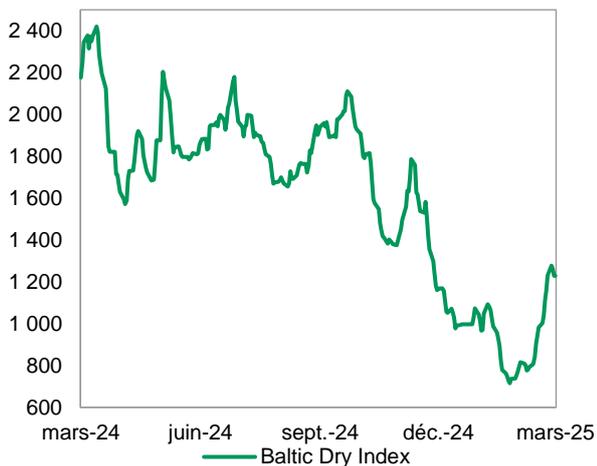
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

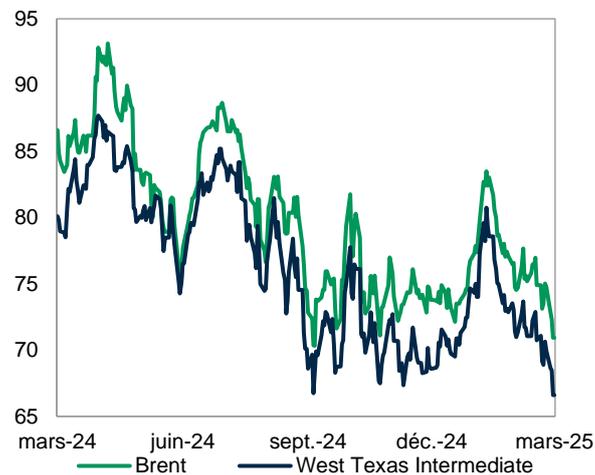
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

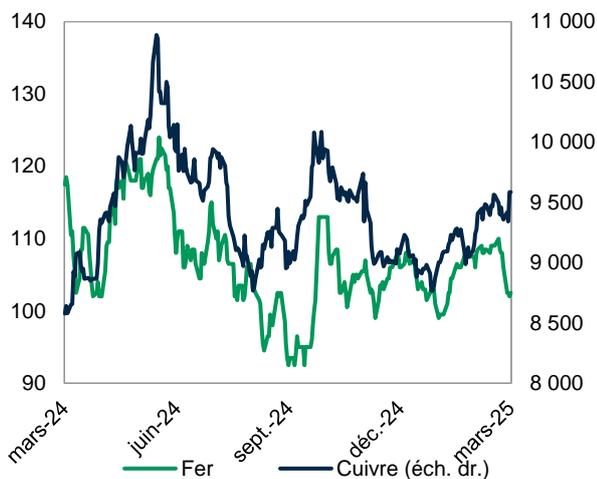
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

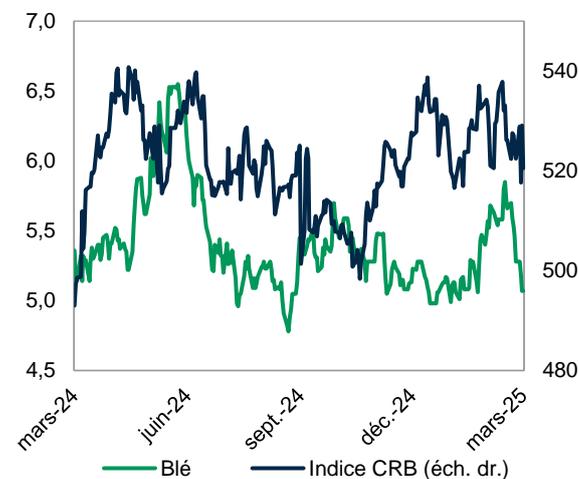
USD/tonne métrique



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
05/03/2025	<u>Pays émergents et en développement – Dette : résilience et vulnérabilités</u>	Monde
04/03/2025	<u>France – De nombreux indicateurs sans véritable surprise, l'emploi en prend pour son grade</u>	France
04/03/2025	<u>Allemagne – Changement de chancelier</u>	Zone euro
03/03/2025	<u>Low-code et IA, la révolution du développement logiciel</u>	Informatique
28/02/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
27/02/2025	<u>Mexique – Survol de trois décennies de libre-échange</u>	Amérique latine
26/02/2025	<u>Bahreïn – Peut-on vivre la rente par procuration ?</u>	Moyen-Orient
26/02/2025	<u>Immobilier commercial en France – Situation et perspectives : taux de vacance en hausse et amélioration fragile des valeurs vénales prime en 2024</u>	Immobilier, France
25/02/2025	<u>France – L'inflation augmente finalement à 1,7% en glissement annuel en janvier</u>	France
24/02/2025	<u>Zone euro – L'UE responsable de 9% des émissions mondiales de GES en 2022</u>	Zone euro
21/02/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
21/02/2025	<u>Allemagne – Élections fédérales : état des lieux pré-électoral</u>	Zone euro
20/02/2025	<u>Koweït – Le temps des arbitrages ?</u>	Moyen-Orient

### 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, 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 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 :** 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.*