

Perspectives

Hebdomadaire – N°25/107 – 28 mars 2025

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Les marchés financiers aux prises avec les droits de douane.....</i>	2
☞ <i>Union européenne : la productivité horaire en hausse de 0,4% en 2024</i>	3
☞ <i>France : un déficit public un peu inférieur à ce qui était prévu en 2024, mais toujours trop élevé.....</i>	4
☞ <i>Espagne : le plan de relance toujours en retard</i>	6
☞ <i>Royaume-Uni : une déclaration du printemps douloureuse pour les souffrants</i>	7
☞ <i>Indonésie : le décrochage des marchés, signal d'une économie en plein doute</i>	9
☞ <i>Viens à la maison ! La course aux IDE dans le Golfe.....</i>	11

Les marchés financiers aux prises avec les droits de douane

Les marchés financiers ont été secoués par l'offensive commerciale américaine. Donald Trump a annoncé mercredi la taxation des importations automobiles à hauteur de 25% à partir du 3 avril, soit au lendemain d'une éventuelle entrée en vigueur des « tarifs réciproques » c'est-à-dire de l'alignement des tarifs douaniers américains sur ceux pratiqués par ses partenaires. Ces bouleversements sont susceptibles de faire grimper les prix américains et de nuire à la production tandis que les revenus générés par ces taxes pourraient ne pas compenser le coût des réductions d'impôts promis durant la campagne présidentielle.

Le déficit commercial du secteur automobile américain représente un quart du déficit commercial total, ce qui explique qu'il soit dans le viseur. Sur les 474 milliards de dollars d'importations automobiles réalisées en 2024, les principaux fournisseurs ciblés sont le Mexique, le Japon, le Canada, la Corée du Sud et l'Allemagne. Certains pays envisagent des mesures de représailles et l'Europe cherche à trouver une réponse forte mais adaptée, pour éviter de précipiter le secteur, déjà en crise, dans une situation plus délicate encore.

D'autres secteurs comme les semi-conducteurs et les produits pharmaceutiques pourraient eux aussi voir leurs droits de douane augmenter, ajoutant de nouvelles tensions sur les prix et perturbant les chaînes d'approvisionnement mondiales. De surcroît, la récente proposition d'une taxation des navires chinois ou construits en Chine faisant escale dans les ports américains pourrait se révéler extrêmement coûteuse pour l'économie américaine elle-même. Les exportateurs de pétrole, mais aussi de maïs et de soja, seraient particulièrement impactés. Dans cette éventualité, la plus grande compagnie de transport maritime de conteneurs au monde, MSC, a averti qu'elle réduirait probablement les escales aux États-Unis pour contenir ses coûts.

Du côté des données macroéconomiques, l'indice de confiance des consommateurs américains a chuté à 92,9 points en mars contre 98,3 points en février. L'enquête a surtout fait ressortir les effets de la plus forte incertitude économique et politique, tant sur l'évaluation de la situation actuelle que dans les anticipations à six mois, suggérant davantage de prudence dans les dépenses de consommation. Les commandes de biens durables ont augmenté de 0,9% sur un mois en février, les entreprises s'empressant d'acheter des métaux primaires et produits métalliques manufacturés avant l'entrée en vigueur des nouveaux tarifs douaniers sur l'acier et l'aluminium à la mi-mars. Du côté de l'emploi, le nombre de demandes hebdomadaires d'inscription

au chômage est resté quasi stable à 224 000, mais il n'intègre pas encore les réductions massives d'emplois opérées par le département de l'efficacité gouvernementale (DOGE).

La « guerre commerciale » s'intensifie au risque de pénaliser plus fortement la croissance américaine. Plusieurs responsables de la Fed, notamment les présidents de la Réserve fédérale de Saint-Louis et de Minneapolis ont pris la parole cette semaine pour alerter sur les risques croissants que fait porter la politique du président Trump sur l'inflation et l'emploi américain, mettant également en garde contre une réduction prématurée et trop rapide des taux d'intérêt.

En zone euro, l'indice composite d'activité des directeurs d'achat (PMI) a faiblement augmenté à 50,4 points en mars (+0,2 point par rapport à février) mais demeure proche du seuil de stabilité de l'activité. L'indice du secteur manufacturier s'est légèrement amélioré (à 48,7 pts) tandis que l'indice sur les services s'est légèrement affaibli (à 50,4 pts). Sur l'ensemble du premier trimestre, le constat est donc celui d'une activité stable au regard du PMI composite.

Dans ce contexte, les marchés actions mondiaux ont été agités notamment du côté des constructeurs automobiles comme General Motors (-10% depuis mardi soir) ou Ford (-3%). Certaines actions européennes comme Stellantis ont également décroché (-5,5%). L'indice S&P 500 s'est néanmoins stabilisé sur l'ensemble de la semaine tandis que l'Euro Stoxx 50 et le CAC 40 enregistrent des pertes de 1%.

Sur les marchés obligataires, les rendements des titres souverains américains à 2 et 10 ans ont augmenté respectivement de 4 et 9 points de base, portés par l'idée que la Fed n'était pas pressée de baisser ses taux directeurs face au risque inflationniste latent. Les rendements du Bund allemand sur les mêmes maturités ont en revanche reculé de respectivement 9 et 3 points de base avec la perspective d'une dégradation du secteur automobile européen à court terme. En parallèle, les primes de risque italienne et espagnole se sont resserrées de quelques points de base.

La devise européenne s'est légèrement dépréciée de 0,4% face au dollar. Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord s'est raffermi de 2,8%, guidé par une baisse des stocks de pétrole brut américain et le risque d'une offre plus limitée après la menace de Donald Trump de fixer des droits de douane de 25% aux pays achetant du pétrole ou du gaz vénézuélien.

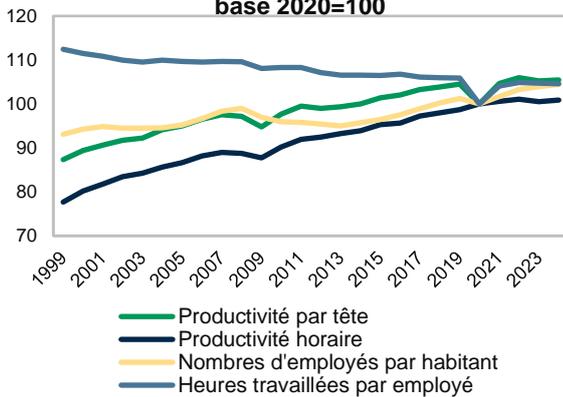
Zone euro

Union européenne : la productivité horaire en hausse de 0,4% en 2024

La productivité par heure travaillée (ou horaire) a augmenté de 0,4% en 2024 au sein de l'Union européenne après une baisse de 0,6% l'année précédente. En parallèle, le nombre d'heures travaillées par employé décline légèrement (-0,1%) poursuivant ainsi sa tendance baissière.

Depuis 1999, les indicateurs de productivité du travail affichent une trajectoire à la hausse même s'ils ont été freinés par les crises des *subprimes* puis de la Covid. C'est notamment le cas de la productivité par tête (VA/nombre d'employés) et de la productivité horaire (VA/nombre d'heures travaillées). Fait marquant de la pandémie, la baisse de l'emploi ayant été moins prononcée que celle du nombre d'heures travaillées, la productivité horaire a continué de croître. Par ailleurs, depuis la fin de la crise de la Covid, tous les indicateurs de la productivité du travail ont retrouvé leur niveau pré-pandémique dans le sillage d'un fort rebond en 2021. Ainsi, la productivité par tête a crû de 4,7% en 2021 et le PIB par habitant de 6,4%.

Evolution des indicateurs de productivité du travail, UE, base 2020=100

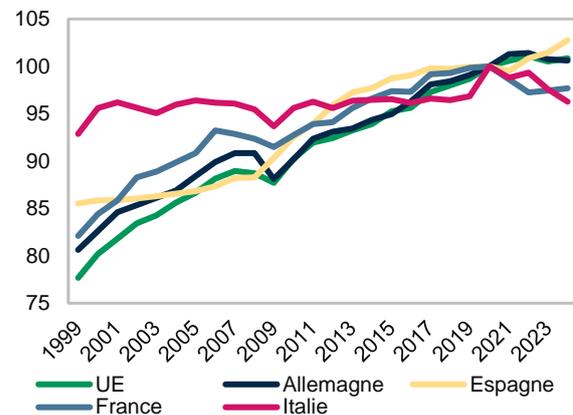


Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

Même si la productivité horaire a enregistré une accélération de 0,4% en 2024 dans l'UE, ce chiffre cache des disparités importantes entre les pays. En effet, en Pologne (+4,8%) et en Bulgarie (+3,9%) celle-ci a fortement crû tandis qu'elle a reculé en Italie (-1,4%) et en Croatie (-1,2%). La France (+0,2%) et l'Allemagne (-0,1%) affichent des performances bien ternes ce qui n'est pas le cas de

l'Espagne (+1,3%). À noter que le nombre d'heures travaillées a augmenté en France et en Italie (+0,3-4%) en 2024, ce qui a pu peser sur la productivité horaire. C'est le contraire qui a eu lieu en Allemagne et en Espagne (-0,2%).

Productivité horaire, UE, base 2020=100



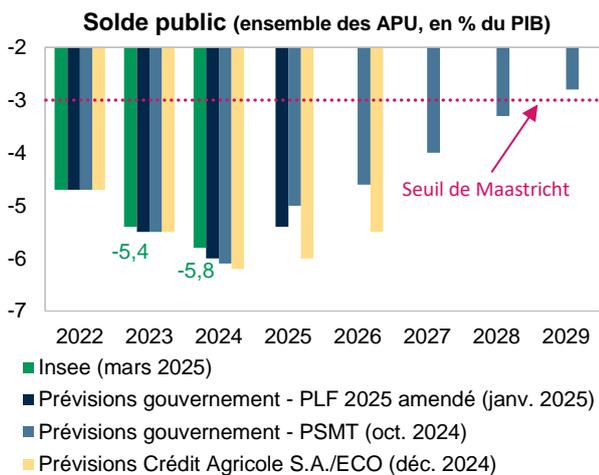
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

En 2024, des industries ont été plus performantes que d'autres, en particulier l'agriculture et les TIC dont la productivité horaire a affiché une hausse de 2,9% et 1,4%, respectivement. À l'inverse, la construction et l'industrie manufacturière subissent une chute de cette dernière (-2% et -0,8%). Depuis les années 2000, l'ensemble des industries ont connu une hausse de leur productivité horaire à l'exception de la construction et des activités professionnelles, scientifiques et techniques.

Eurostat a également publié des données sur la productivité du capital bien que datant de 2022. La valeur ajoutée brute réelle par actifs fixes nets illustre la relation entre le nombre d'unités produites et le stock de capital. La majeure partie des pays de l'UE, dont les quatre principales économies, ont vu cette variable croître en 2022 indiquant donc une productivité croissante du capital. En outre, le ratio « actifs fixes par travailleur » permet de mesurer l'intensité capitaliste de l'industrie d'un pays. En 2022, ce ratio a chuté pour la plupart des pays, tout particulièrement en Espagne et au Portugal, indiquant une baisse de l'utilisation de capital au cours du processus de production.

France : un déficit public un peu inférieur à ce qui était prévu en 2024, mais toujours trop élevé

L'Insee a publié ce jeudi 27 mars les premiers résultats des comptes nationaux des administrations publiques pour l'année 2024. Les rumeurs d'un déficit public finalement un peu inférieur aux 6% du PIB prévus sont donc confirmées : le déficit s'établit à 5,8% du PIB pour l'ensemble des administrations publiques (APU). Celui-ci est toutefois très élevé, se dégradant de 0,4 point de PIB par rapport à 2023¹, du fait à la fois de dépenses plus dynamiques que le PIB en valeur, et de recettes à l'inverse moins dynamiques. La dette des APU augmente, et atteint 113% du PIB fin 2024 (après 109,8% en 2023), à 3 305,3 Mds€.



Dans l'ensemble, les dépenses des APU augmentent de 3,9% en 2024, après +3,7% l'année précédente. Cette progression est plus forte que celle du PIB en valeur, qui augmente de 3,5% en 2024 (+1,1% pour le PIB en volume, et +2,3% pour le prix de PIB), ce qui explique pour moitié la dégradation du ratio de déficit public. Dans le détail, si les dépenses de fonctionnement restent dynamiques (+3,8% après +6,5%), c'est moins le fait des consommations intermédiaires (+2,2% après +11%) que des rémunérations versées (+4,6%, comme en 2023, compte tenu des revalorisations, primes et effectifs en hausse). Ce sont les prestations sociales, en hausse de 5,5% (après +3,3% en 2023), qui expliquent l'essentiel de l'augmentation des dépenses publiques (à 60%). Ce dynamisme reflète notamment les revalorisations des prestations indexées sur l'inflation (avec retard, soit celle de 2023 particulièrement élevée). Les dépenses de retraites, plus gros poste des prestations sociales, progressent ainsi de 6,9% en 2024 (après +5% en 2023). Par ailleurs, les prestations de santé sont en forte hausse. Les dépenses de subventions et autres transferts sont pour leur part en baisse, et ce pour la deuxième année consécutive (-5,8% après -1,3%), en lien avec le recul des dépenses pour amortir la hausse des prix de l'énergie pour les ménages et les entreprises,

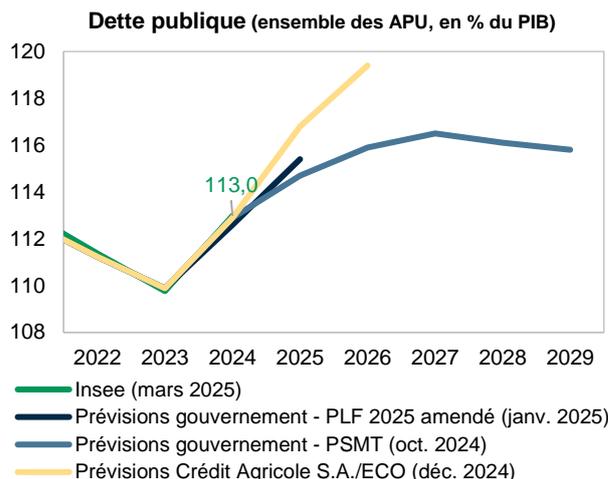
seulement partiellement compensé par l'augmentation des subventions pour les producteurs d'énergie renouvelable. La charge d'intérêts de la dette rebondit très fortement en 2024 (+14,6% après -4%), atteignant 2% du PIB. L'investissement des APU ralentit nettement (+5,3% après +8,6%), et ce plus fortement pour les administrations de sécurité sociale (ASSO, +1,7% après +19,2%) que pour les administrations publiques locales (APUL, +7,6% après +11,1%).

Les recettes des APU accélèrent en 2024, à +3,1%, après +2,2% en 2023, mais leur progression reste inférieure à celle du PIB en valeur (+3,5%), ce qui contribue aussi pour moitié à la dégradation du ratio de déficit public. Les impôts (avant déduction des crédits d'impôt) augmentent de seulement 2% (après +0,6%), et les recettes de TVA sont même quasi stables (+0,1% après +3,4%) compte tenu de l'atonie des emplois taxables (la croissance en 2024 ayant été largement soutenue par le commerce extérieur et la consommation publique). Les autres impôts sur les produits rebondissent sensiblement (+5,2% après -6,1%), portés par les accises sur l'électricité et le gaz, et les impôts sur la main-d'œuvre restent dynamiques (+5,1% après +5,8%). Les autres impôts sur la production sont en repli de 2,5% (après +3%), la baisse des prélèvements sur les gains des producteurs d'électricité n'étant que partiellement compensée par la hausse des recettes de taxe foncière. Les impôts courants sur le revenu et le patrimoine accélèrent (+2,5% après +0,2%) : l'impôt sur les sociétés est peu dynamique (+0,8% après -13,6%), l'impôt sur le revenu des personnes physiques se replie (-0,7% après +0,9%), mais la progression de la CSG et de la CRDS reste en revanche soutenue (+3,9% après +4,5%), et ce davantage que la masse salariale. Bien que les recettes de cotisations sociales effectives soient en légère décélération (+4,3% après +4,5%), elles restent plus dynamiques que la masse salariale, sous l'effet de la baisse des allègements généraux, compte tenu de la relative décompression de l'échelle des salaires (après les fortes hausses du SMIC des années précédentes qui avaient conduit à un resserrement vers le bas de la distribution). Enfin, les revenus de la propriété ralentissent nettement mais leur progression reste forte (+9,6% après +21,3%), et les recettes de ventes et de production poursuivent leur hausse (+4,5% après +5,2%).

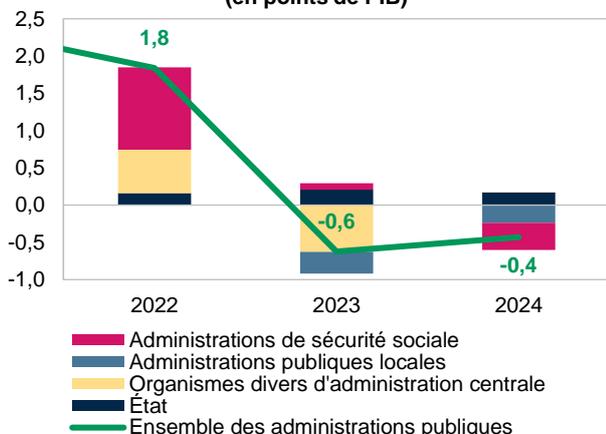
Le déficit de l'ensemble des APU s'accroît de près de 18 Mds€ en 2024 (0,4 point de PIB), à 169,6 milliards€. Dans le détail, le déficit de l'administration publique centrale (État central et organismes divers d'administration centrale ou ODAC) se stabilise en valeur (+0,4 Md€), et diminue de 0,2 point de PIB par rapport à 2023 (à 5,3% du PIB). Si le déficit des APUL reste relativement contenu en proportion du PIB

¹ Le ratio de déficit public a par ailleurs été révisé en légère baisse pour 2023, à 5,4% du PIB (contre 5,5% précédemment estimé), et la dette également, à 109,8% du PIB (contre 109,9%).

(0,6%), il contribue à la dégradation du déficit public à hauteur de 0,2 point de PIB en 2024 (7,2 Mds€), sous l'effet notamment de recettes de droits de mutation à titre onéreux en baisse en lien avec le recul du nombre de transactions immobilières, et d'une progression toujours marquée de leurs dépenses (+4,4% après +7%), en particulier celles d'investissement. Les ASSO, bien qu'encore en excédent cette année (1,3 Md€), contribuent également à la dégradation du ratio de déficit public, et ce à hauteur de 0,4 point de PIB. La réduction de leur excédent par rapport à 2023 (-10,3 Mds€) s'explique par des recettes (+4% après +4,6%) – en particulier celles de CSG et CRDS – moins dynamiques que leurs dépenses (+5,5% après +4,2%) en lien notamment avec les revalorisations des prestations sociales.



Contributions à l'évolution du solde public (en points de PIB)



La dette brute consolidée de l'ensemble des APU au sens de Maastricht augmente de 202,7 Mds€ en valeur en 2024, à 3 305,3 Mds€ (113% du PIB). La légère hausse de la trésorerie conduit à une moindre progression de la dette nette (+190,5 Mds€), à 104,7% du PIB. L'État concentre la plus grande partie de la hausse de l'endettement public (+170,5 Mds€), bien que la contribution des APUL et des ASSO à la dette publique augmente également (de respectivement 13,8 Mds€ et 21,7 Mds€), tandis que celle des ODAC diminue légèrement (-3,2 milliards€). À fin 2024, l'État est ainsi responsable de plus de 81% de la dette publique, les ASSO 9%, les APUL 8% et les ODAC 2%, des parts relativement stables d'une année sur l'autre.

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

✓ Notre opinion – Le ratio de déficit public pour 2024 ressort certes un peu moins dégradé que ce qui était craint, inférieur de 0,2 point de PIB à la dernière prévision du gouvernement (PLF 2025 amendé, janvier 2025), mais à 5,8% du PIB, son niveau reste très élevé, et cette petite correction ne change en rien la problématique de trajectoire de la dette publique. Par ailleurs, après l'année 2023 où le déficit avait surpris à la hausse, cela constitue un nouveau dérapage, puisque le ratio de déficit public pour 2024 était prévu à 4,4% dans la loi de finances initiale pour 2024 (octobre 2023), et à 5,1% encore au printemps 2024 (programme de stabilité, après prise en compte du dérapage observé en 2023).

Avec un déficit public qui reste proche de 6% du PIB en 2024, la France fait figure de mauvaise élève en Europe, alors que ses grands voisins les plus endettés ont déjà entamé leur consolidation budgétaire (le déficit public italien a diminué à 3,4% du PIB, le déficit public espagnol est passé sous la barre des 3% du PIB, à 2,8%, sans même parler des excédents budgétaires portugais...). Malgré une appréciation de la dette tricolore qui reste plus favorable de la part des agences de notation, la France paie ses dérapages répétés, avec une nouvelle hiérarchie perçue par les marchés : le rendement des obligations françaises à 10 ans est supérieur à celui des obligations espagnoles depuis octobre dernier. Le rendement de l'ensemble des obligations souveraines de la zone euro a par ailleurs nettement augmenté depuis les annonces de plan de relance allemand. À l'heure où de grands enjeux tels que la défense ou la transition écologique génèrent de nouveaux besoins, il devient urgent de dégager des marges budgétaires suffisantes, or la charge d'intérêts va progressivement en grignoter davantage.

Cette relative bonne nouvelle sur le ratio 2024 est toutefois une veine pour le gouvernement, rendant moins difficile la marche à franchir pour atteindre la cible de déficit de 5,4% du PIB en 2025. Cet objectif demeure ambitieux, et le plus dur sera peut-être la maîtrise des dépenses des collectivités locales (et de Sécurité sociale), comme l'illustre le dérapage de l'année 2024. Nous tablons pour notre part sur un déficit public qui pourrait s'établir à 5,6% cette année (notre scénario paraîtra prochainement), compte tenu notamment de prévisions de croissance et d'inflation inférieures à celles retenues par le gouvernement.

Espagne : le plan de relance toujours en retard

La mise en œuvre du NGEU n'a plus que deux années devant elle. Le programme a débuté en 2021 et l'Espagne doit respecter toutes les étapes et engager tous les investissements avant août 2026, y compris ceux financés par des prêts. Pour rappel, le plan NGEU pour l'Espagne consiste en 80 milliard€ de transferts non remboursables et jusqu'à 83 Mds€ de prêts supplémentaires pour relancer l'économie en termes verts (40% des investissements) et numériques (26%). Ces investissements et réformes sont canalisés par le plan de relance et son addendum, qui intègre les prêts. À ce jour, l'Espagne a déjà réalisé 70% des réformes prévues par le plan, mais seulement 15% des investissements, en partie en raison de la nature même du plan qui, dans les premières années, mettait davantage l'accent sur les réformes, et en partie en raison de certains retards initiaux dans la mise en œuvre.

Parmi les réformes les plus importantes, la réforme du travail a contribué à réduire le caractère temporaire de l'emploi de 27% en 2021 à 12% aujourd'hui et a renforcé l'ERTE en tant que mécanisme de chômage partiel. La réforme de la formation professionnelle a généralisé la formation en alternance, en promouvant les stages en entreprise et en élargissant le catalogue des études et les financements.

Jusqu'à décembre 2024, 47,6 milliards € ont été exécutés, dont la mise en œuvre se réfère à des appels d'offres déjà résolus, ce qui représente 60% de l'allocation totale de subventions du Plan. En 2024, 14,4 Mds€ ont été exécutés, soit un peu moins qu'en 2023 (16,45 Mds€) et un peu plus qu'en 2022 (12,4 Mds€). Les PERTE, programmes de partenariat public-privé, ont progressé avec 16 Mds€ exécutés sur un budget total de 43,6 Mds€.

Une analyse du plan NGEU par composantes montre que plus de 65% des fonds ont été exécutés dans les infrastructures de mobilité durable à longue distance, la mobilité urbaine, la modernisation des administrations publiques, la connectivité numérique et la science, la technologie et l'innovation. Cependant, la majeure partie du budget reste à exécuter dans la réhabilitation des logements, la politique industrielle, les énergies renouvelables, les ressources en eau et l'hydrogène vert. En 2025, l'exécution de subventions devrait arriver à 20 Mds€ et le déploiement des investissements financés par des prêts de l'addendum, tels que la ligne verte ICO, devrait commencer. Il sera essentiel de déployer les PERTE qui en sont encore à leurs débuts, notamment des semiconducteurs (12,2 Mds€), du cycle de l'eau (3 Mds€) et de la décarbonisation (3 Mds€).

✓ Notre opinion – *Le plan de relance de l'Espagne s'est concentré sur les réformes au cours des trois premières années, puis sur les étapes liées aux investissements en 2024-2026. Les étapes en attente les plus importantes comprennent : la mise en œuvre de zones municipales à faibles émissions, l'augmentation de l'utilisation des technologies numériques dans 171 000 PME, la modernisation de l'irrigation de 160 000 hectares, la rénovation de 285 000 logements avec une économie d'énergie minimale de 30%, la construction de 20 000 logements sociaux, le déploiement de 238 000 véhicules électriques et de bornes de recharge, la couverture de 75% de la population avec la 5G et la restauration de 145 kilomètres de zones côtières dégradées. D'autres investissements importants devraient être envisagés pour l'avenir, s'il est possible de réorienter les fonds, notamment la rénovation des infrastructures hydrauliques pour atténuer les risques climatiques, l'augmentation de l'offre de logements et l'investissement dans l'intelligence artificielle en coordination avec l'Europe (dans le plan espagnol actuel, seuls 538 millions d'euros sont consacrés à l'IA).*

Un rapport récent de la Banque d'Espagne² montre que 45% des entreprises ayant des projets financés par le NGEU n'auraient pas réalisé ces investissements sans le programme, et que 31% n'en auraient réalisé qu'une partie, ce qui suggère une additionnalité relativement élevée. Par composantes, ce sont les investissements liés à la transition énergétique qui montrent le moins d'additionnalité : 39% des entreprises les auraient réalisés sans le NGEU, ce chiffre tombant à environ 20% des entreprises pour les investissements numériques et de R&D.

²<https://www.bde.es/f/webbe/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/25/T1/Fich/be2501-art02.pdf>

Royaume-Uni

Royaume-Uni : une déclaration du printemps douloureuse pour les souffrants

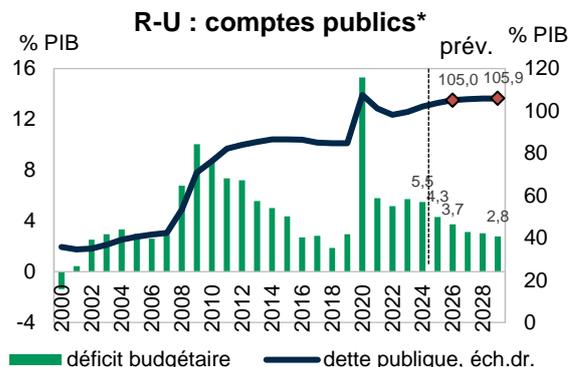
Rachel Reeves, chancelière de l'Échiquier, a présenté sa déclaration de printemps³ à la Chambre des communes mercredi 26 mars dernier. Face à la hausse inédite des incertitudes liées au contexte mondial et à la stagnation de l'économie britannique, les taux d'emprunt d'État à dix ans avaient fortement augmenté au cours des derniers mois pour atteindre 4,89% courant janvier, soit un plus haut depuis seize ans. Des recettes fiscales plus faibles que prévu et l'envolée des coûts de l'emprunt ont plus qu'effacé la maigre marge de manœuvre dont le gouvernement disposait en octobre (0,3% du PIB ou 9,9 milliards de livres sterling) par rapport à sa règle budgétaire⁴.

L'OBR (*Office for Budget Responsibility*) a acté la détérioration des perspectives économiques à court terme : la prévision de croissance de 2025 a été réduite de moitié, à 1% en moyenne annuelle, les prévisions d'inflation ont été révisées à la hausse (de +0,6% à 3,2% pour le CPI) ainsi que celles du taux de chômage (+0,4% à 4,5%). Les ménages connaîtront une progression moins forte que prévu précédemment de leurs revenus réels en dépit d'une croissance des salaires revue à la hausse. L'OBR estime qu'un tiers de la faiblesse de la croissance est dû à des facteurs structurels, notamment la faiblesse de la productivité, dont la trajectoire est revue à la baisse de 1,3% par rapport aux prévisions d'automne.

En annonçant des coupes budgétaires dans les prestations sociales et dans les dépenses courantes ainsi que quelques hausses d'impôts et de taxes supplémentaires, **Madame Reeves parvient à restaurer exactement la même marge de manœuvre qu'en octobre** (avec une probabilité estimée à seulement 54%). Les marchés financiers ont réagi positivement : les rendements des titres d'État longs se sont légèrement repliés après la déclaration.

Un déficit budgétaire et une dette publique toujours plus élevés

Le déficit budgétaire (mesuré par l'emprunt net du secteur public) est revu à la hausse pour chacune des cinq années à venir (+0,4% à 3,9% en 2025-26, +0,3% à 3,1% en 2026-27) de même que le ratio de dette publique sur PIB (dette nette du secteur public hors BoE) qui atteint désormais 95% en 2029-30 contre 92% en 2025-26.

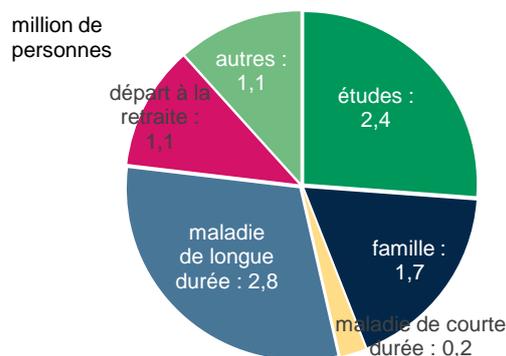


* Mesures au sens de Maastricht, permettant la comparaison internationale
Sources : OBR, Crédit Agricole S.A./ECO

Baisse des prestations d'invalidité

La mesure phare de ce budget consiste à trouver des économies dans les prestations sociales à hauteur de 4,8 milliards de livres sterling à horizon 2029-30, comprenant notamment des coupes records dans les prestations d'invalidité. L'objectif de la réforme est de créer des incitations à l'emploi pour ceux qui peuvent travailler tout en protégeant ceux qui ne sont pas capables de retourner sur le marché du travail. Les mesures prévoient des changements des critères d'éligibilité aux prestations de santé et d'invalidité tout en réhaussant l'allocation standard de 775 £ par an en termes réels et en prévoyant un plan pour l'emploi d'un milliard de livres sterling pour aider les personnes malades ou handicapées, dont l'état de santé le permet, de trouver un emploi.⁵

R-U : répartition de la population inactives selon la raison d'inactivité



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

³ [Spring statement 2025](#)

⁴ La règle budgétaire principale vise un solde budgétaire courant à l'équilibre à horizon 2029-30.

⁵ La population inactives a fortement augmenté depuis la Covid, notamment pour cause de maladie de longue durée. Il y a aujourd'hui 2,8 millions de personnes économiquement inactives en raison d'une maladie de longue durée – l'un des taux les plus élevés du G7. Il est difficile d'estimer combien de personnes

pourraient retourner sur le marché du travail à la suite des réformes de l'État (probablement pas beaucoup si leur état de santé ne leur permet pas), mais ces mesures augmentent la probabilité d'une hausse du taux de participation, bien que minime, dans les prochains mois. L'OBR pour sa part, n'a pas encore évalué si les modifications apportées aux prestations et aux aides à la recherche d'emploi permettront à davantage de personnes malades et handicapées de trouver un emploi.

Les réformes augmentent les dépenses de soutien de base (non liées à la santé) dans le crédit universel (*standard allowance in universal credit* ou UC) de 1,9 milliard de livres sterling par an, bénéficiant à environ 6,8 millions de familles à hauteur de 280 livres sterling par an chacune en moyenne. En revanche, un durcissement des critères d'éligibilité au paiement de l'indépendance personnelle (*personal independence payment* ou PIP)⁶, qui est la principale prestation d'invalidité pour les personnes en âge de travailler, devrait permettre d'économiser 3,9 milliards de livres sterling par an sur les 800 000 personnes concernées. Le gouvernement a également annoncé des réductions de la composante santé du crédit universel, économisant 3 milliards de livres sterling par an sur 3 millions de personnes, et annulé les réformes du gouvernement précédent sur l'éligibilité des futurs demandeurs pour un coût de 1,6 milliard de livres sterling par an.

Hausse des dépenses dans la défense

À ces coupes s'ajoute une réduction de l'enveloppe globale des dépenses courantes ministérielles (de 3,6 milliards de livres sterling en 2029-30). En revanche, **les dépenses en capital sont augmentées** (+4,4 milliards de livres sterling), en raison notamment d'augmentations des dépenses dans la défense. Plus spécifiquement, le gouvernement va augmenter les dépenses du ministère de la Défense de 2,2 milliards de livres cette année et de 3,1 milliards l'année prochaine, pour les porter à 2,5% du PIB en 2027⁷ (contre 2,3% en 2024/25 et un engagement de 2% au sein de l'OTAN), soit trois ans

plus tôt que prévu par le gouvernement conservateur. Ces dépenses seront financées en partie par des coupes dans les aides à l'étranger. Le gouvernement réaffirme son ambition de porter les dépenses de la défense à 3% du PIB au cours des cinq prochaines années si « les conditions économiques et budgétaires le permettent ». Il serait toutefois difficile sans d'autres hausses de la pression fiscale ou des économies supplémentaires : l'OBR estime le coût lié à un tel effort de réarmement à 17,3 milliards en 2029-30.

Côté taxes et impôts, le gouvernement a annoncé quelques mesures de faible ampleur parmi lesquelles une hausse des taxes sur les visas et les passeports, qui devraient rapporter 2,2 milliards de livres sterling à l'État en 2029-30.

Impact sur le PIB

Malgré la hausse de l'investissement en capital de 100 milliards de livres sterling annoncée dans le budget d'octobre 2024, l'impact sur le PIB de l'ensemble des mesures d'offre annoncées jusqu'à présent par le gouvernement devrait être légèrement négatif jusqu'en 2027-28 inclus du fait de la hausse des contributions patronales effective le 1^{er} avril et de l'effet d'éviction sur l'investissement privé (*via* la hausse des taux d'intérêt). En revanche, **l'impact des politiques serait non négligeable sur la croissance potentielle, estimé à 0,2% d'ici 2029-30**. C'est notamment grâce à la réforme du système de planification annoncée en décembre 2024⁸.

✓ Notre opinion – *La déclaration du printemps est neutre à légèrement négative pour nos prévisions (dont l'horizon est fin 2026). La politique budgétaire demeure restrictive et le gouvernement a opéré un léger resserrement avec ses dernières mesures de baisses des dépenses. Les prévisions de déficit structurel primaire ont été revues à la baisse (de 0,2% en moyenne par an au cours des deux prochaines années), soit une impulsion budgétaire légèrement plus négative que prévu précédemment. Le déficit structurel primaire serait ramené à l'équilibre en 2026-27 après 0,6% en 2025-26 et 1,8% du PIB en 2024-25. Les risques d'un nouveau tour de vis sont significatifs compte tenu de la faible marge de manœuvre laissée par les règles budgétaires. Les comptes publics demeurent vulnérables à la moindre déception côté croissance, à une hausse des taux ou à une nouvelle révision à la baisse de la productivité. Si ces risques venaient à se matérialiser, cela obligerait la Chancelière à annoncer de nouvelles coupes dans les dépenses et/ou des hausses des impôts et des taxes plus tard cette année (le prochain événement budgétaire est la revue des dépenses multi annuelle qui sera publiée le 11 juin prochain).*

⁶ En janvier 2025, 3,7 millions de personnes ont reçu le PIP. Selon le gouvernement, ce nombre est devenu « insoutenable ». Depuis la pandémie, le nombre de personnes en âge de travailler recevant le PIP a plus que doublé, passant de 15 300 à 35 100 par mois. Le nombre de jeunes (16-24 ans) recevant des PIP par mois a également grimpé en flèche, passant de 2 967 à 7 857 par mois. Au cours des cinq prochaines années, si aucune mesure n'est prise, le nombre de personnes en âge de travailler demandant le PIP devrait atteindre 4,3 millions, soit un coût annuel de 34,1 milliards de livres sterling, selon les estimations du gouvernement. La facture totale des prestations de santé et d'invalidité devrait atteindre 70 milliards de livres sterling par an d'ici la fin de la décennie, soit plus d'un tiers du budget du NHS.

⁷ Voir [UK to spend 2.5% of gross domestic product on defence by 2027](#)

⁸ Le [National Planning Policy Framework révisé de décembre 2024](#) consiste en un ensemble de réformes ambitieuses dans le système de planification qui résulterait en une accélération significative du rythme de construction annuel (à plus de 305 000 ajouts nets de logements par an, soit un plus haut depuis 40 ans). Le gouvernement envisage en outre un plan de formation de 60 000 travailleurs qualifiés supplémentaires dans la construction et un investissement supplémentaire de 2 milliards de livres sterling dans les secteurs du logement social pour 2026-27.

Pays émergents

Asie

Indonésie : le décrochage des marchés, signal d'une économie en plein doute

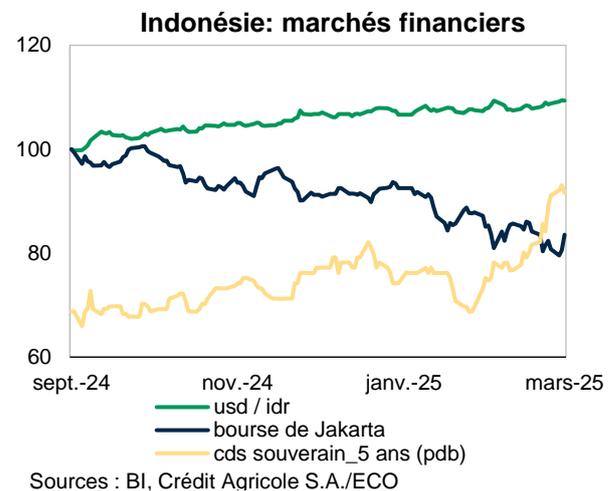
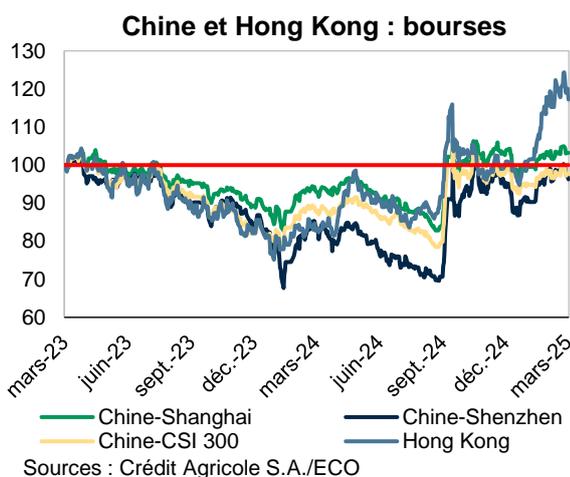
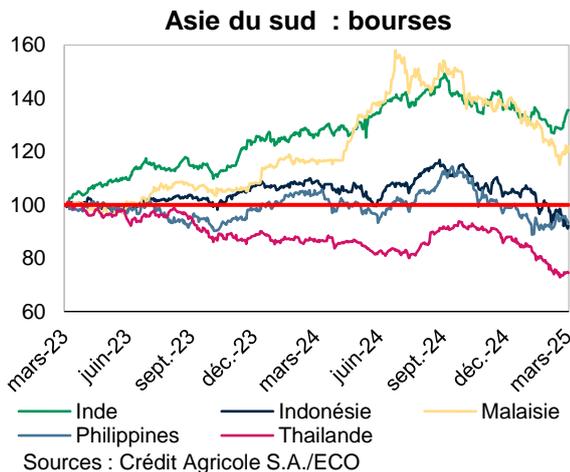
Les marchés du sud-est asiatique tangent fortement depuis le début de l'année, alors que l'incertitude amenée par le retour au pouvoir de Donald Trump conduit les investisseurs à de nouveaux arbitrages qui ne leur sont pas favorables. Ces derniers craignent notamment que l'annonce de nouveaux tarifs douaniers perturbent les chaînes de valeur dans lesquelles ces pays se sont intégrés, et mettent donc à mal leur secteur industriel exportateur, parfois au cœur de leur modèle de développement. Les pays d'Asie du Sud avaient été parmi les grands gagnants de la recomposition du commerce mondial sous le premier mandat de Trump, mais ont vu leur excédent commercial vis-à-vis des États-Unis s'envoler, d'où la crainte de se voir cibler par de nouvelles mesures.

valeurs des entreprises de la tech. Alors que les bourses chinoises et hongkongaise reprennent des couleurs, les places du reste de l'Asie chutent donc lourdement, entraînant parfois dans leur sillage leur devise.

L'Indonésie sous surveillance

Si tous les pays de l'Asean ainsi que l'Inde sont concernés par ce phénomène, l'Indonésie apparaît particulièrement ciblée. Depuis le début de l'année, environ 1,5 milliard de dollars sont sortis du pays et les indices boursiers ont cédé plus de 15%. La roupie est également tombée à son plus bas depuis les crises asiatiques de 1998, ravivant des souvenirs douloureux du temps où le pays était considéré par les marchés comme un « *usual suspect* », c'est-à-dire une économie prompte à dévisser en cas de soubresauts au niveau mondial.

La banque centrale indonésienne est rapidement intervenue pour stabiliser sa devise, sur les marchés des changes et obligataires. Invoquant des facteurs externes et l'incertitude générale actuelle, la BI a toutefois omis de préciser que l'Indonésie est aussi attaquée pour des raisons internes, liée à des inquiétudes croissantes autour de la politique budgétaire menée par le président Prabowo.



S'ajoute à cette incertitude un effet DeepSeek qui a réorienté certains flux vers les marchés chinois, largement boudés depuis des mois. Les entrées nettes de capitaux sur les marchés actions chinois s'élèvent déjà à 13 milliards de dollars depuis le début de l'année, et soutiennent notamment les

Son programme visant à offrir des repas à 85 millions d'écoliers et de femmes enceintes, et chiffré à 28 milliards de dollars sur cinq ans risque de mettre les finances publiques sous pression. La gestion d'un nouveau fonds souverain, Danantara, destiné à piloter de grands projets dans le domaine des énergies renouvelables, de la sécurité alimentaire et des technologies du futur, est aussi questionnée.

De nombreux oligarques, très proches du pouvoir – notamment le propre frère du président – font ainsi

partie du comité de direction, renforçant les risques de collusion, de corruption et de conflit d'intérêts. Ce manque de transparence et les interférences politiques potentielles inquiètent les investisseurs, déjà refroidis par le projet de nouvelle capitale sur l'île de Borneo, qui peine à attirer les investissements privés nécessaires à son développement.

À côté de ça, les arbitrages consentis pour contrôler le niveau du déficit paraissent arbitraires et abruptes : le budget de l'éducation a été drastiquement revu à la baisse, déclenchant la mobilisation des étudiants, tout comme celui de certaines agences gouvernementales.

Les leçons des crises passées seront-elles suffisantes ?

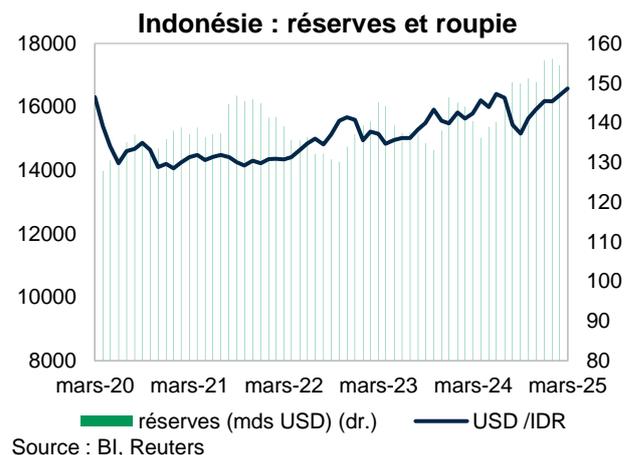
Les leçons ont été apprises depuis les crises asiatiques, qui avaient mis à genou les économies de la région. L'Indonésie avait alors connu une année de récession sans précédent et une phase d'hyperinflation, alors que sa devise plongeait. Elle avait dû faire appel au FMI pour reconstituer des réserves au plus bas. Elle a depuis mis en place nombre de politiques macroprudentielles et largement reconstitué ses réserves, qui s'élèvent à 150 milliards de dollars, soit environ sept mois d'importations.

L'Indonésie a aussi introduit une règle d'or budgétaire, limitant le déficit à 3% du PIB, et veillé à limiter son endettement. La dette du gouvernement se situe sous les 40% du PIB, une des meilleures performances de la région. À court terme donc, les risques d'une crise de la balance de la dette ou de la balance des paiements paraissent limités, même si les agences de notation soulignent la persistance des questionnements sur la capacité de l'État à lever de l'impôt pour financer ses dépenses d'investissement.

Ces questions en appellent d'autres, liées à la répartition des gains de la croissance, remarquablement stable autour de 5-6% depuis quinze ans (année du Covid exceptée bien sûr). Car au-delà des marchés, c'est aussi l'économie réelle qui semble ralentir : la classe moyenne (qui rassemble la population dépensant entre 120 et 580 euros par mois) décroche en raison de la montée de l'informalité de l'emploi. Elle a perdu près de dix millions de membres entre 2019 et 2024, alors que la population continue d'augmenter, de 272 à 282 millions sur la même période.

En conséquence, la consommation domestique patine : les ventes au détail n'ont augmenté que de 0,5% en janvier, grevant la collecte de TVA. Les revenus de l'État ont chuté de près de 20% sur les deux premiers mois de l'année par rapport à 2024, alimentant un peu plus les inquiétudes autour de la gestion des finances publiques.

En janvier, la banque centrale avait déjà abaissé ses prévisions de croissance, de 5,5% à 4,7%. Loin des objectifs de 8% annoncés lors de l'arrivée au pouvoir de Prabowo.



Moyen-Orient et Afrique du Nord

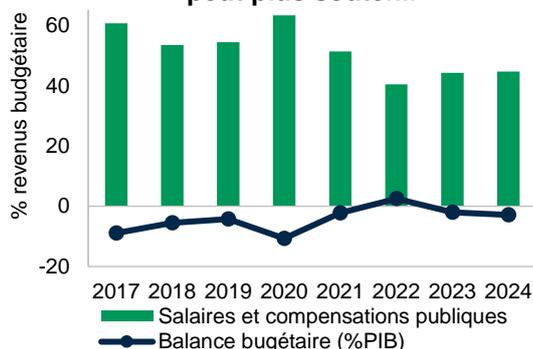
Viens à la maison ! La course aux IDE dans le Golfe

Alors que les Émirats et l'Arabie rivalisent en visions et plans de développement – au cœur desquels se pose la question de la transition de modèle de croissance et la construction de la « puissance » économique hors-pétrole – une nouvelle compétition s'ouvre : celle de l'attractivité des IDE. Attirer les investissements étrangers devient un nouvel enjeu central, au cœur des stratégies de transformation. Cela semble presque contre-intuitif pour les royaumes du pétrodollar, qui, depuis des décennies, semblent acheter le monde avec leurs excédents de richesses. Qu'y a-t-il donc derrière cette nouvelle ambition ? Pourquoi les deux meilleurs ennemis, ou plutôt partenaires rivaux, du Golfe cherchent-ils désormais à inviter les capitaux internationaux dans leurs économies ?

L'Arabie à la recherche de capitaux...

Pour l'Arabie Saoudite, un retard dans la diversification économique impose une thérapie de choc. Du moins, **c'est l'ambition du prince héritier à travers sa Vision 2030, qui, lancée en 2016, cherche à impulser un rythme de réforme inédit.** Cela reflète un sentiment d'urgence face à la réalité d'un modèle économique et social de rente peu soutenable, s'il devait continuer sur la trajectoire d'avant la Vision. Car le budget peine à absorber le coût croissant de l'emploi d'une population active saoudienne de plus en plus nombreuse dans le secteur public. En cela, la diversification économique devient essentielle, car c'est le secteur privé (et non-pétrolier) qui doit lui fournir de nouvelles opportunités d'emploi.

Le secteur privé doit offrir un relais à l'emploi public, que le budget ne peut plus soutenir

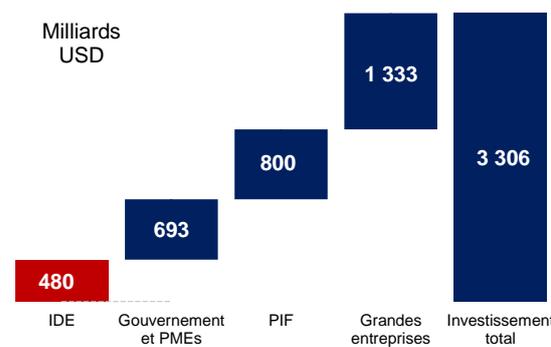


Source : Crédit Agricole S.A./ECO, Ministère des finances

Mais construire ce potentiel économique privé demande de lourds investissements, pour fournir les infrastructures nécessaires et les incitations à des secteurs parfois parfaitement inexistantes. À cela s'ajoute des « méga » et « giga projets » qui

servent, dans l'entre-deux, à ancrer les anticipations autour de la Vision en offrant une nouvelle image à l'Arabie – une Arabie du divertissement, une Arabie du bien-vivre, une Arabie fière et ambitieuse tournée vers le futur et l'innovation⁹. **À partir de 2021, un coût a été donné à ces ambitions : 3,3 mille milliards de dollars !** Une stratégie d'investissement (*National Investment Strategy* - NIS) est alors construite, car ce montant doit être mobilisé sur un horizon relativement court, **et cela nécessite le concours de fonds étrangers** – alors estimés à hauteur de 480 milliards. **C'est cela qui marque le tournant de l'Arabie Saoudite vers les IDE** – car s'ils viennent à manquer cela demandera de solliciter les ressources internes ou de ralentir le rythme des réformes.

Les sources de l'investissement pour la réalisation de la vision 2030



Sources : CA S.A./ECO, National Investment Strategy

... et encore plus de capitaux

C'est en fait une approche en *cash-flow* qu'il faut avoir. Car, oui l'Arabie est riche : elle a encore de très larges réserves en pétrole (encore plus de 70 ans de production au niveau actuel), une forte capacité d'endettement (la dette du gouvernement est inférieure à 30% du PIB), et d'exceptionnels coussins de liquidité extérieure (des actifs extérieurs nets souverains à hauteur de 64% du PIB¹⁰). **Mais ce qui impose le rythme de réforme ce sont les cash-flows disponibles dans l'économie que le gouvernement peut solliciter pour financer les investissements, ou à défaut il faut s'endetter.** La stratégie consiste donc à solliciter le budget, mais aussi les entreprises publiques – dont Aramco, le géant pétrolier – et le PIF, le fonds souverain. Cependant, ce qui a peut-être manqué dans la planification, c'est la prise de conscience que ces poches de financement sont interconnectées dans leurs structures actionnariales. Les investissements des uns réduisent donc les dividendes des autres¹¹.

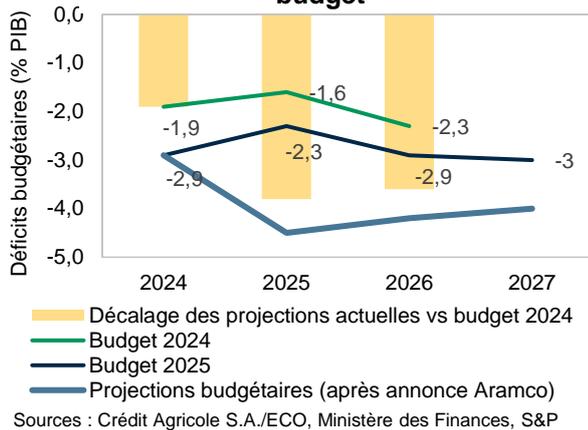
⁹ Les Giga projects comprennent des projets de villes futuristes (*The Line*) et de tourisme de luxe (*Sindalah*), mais aussi des sites de divertissement (*Qiddiya*) ou encore culturels (*Diriyah*)...

¹⁰ Selon l'agence de notation Fitch Ratings

¹¹ Voir « [L'Arabie a-t-elle les moyens de ses ambitions ?](#) », Crédit Agricole ECO, Sept. 24

Aramco a récemment annoncé qu'il réduirait ses dividendes d'un tiers en 2025 par rapport à 2024 – ce qui bien sûr va contraindre les revenus budgétaires et entraîner un dérapage – encore largement absorbable – par rapport au budget annoncé. Mais cela ne devrait pas surprendre, car **cela fait deux ans que l'entreprises pétrolière verse des dividendes à hauteur ou au-delà de ses cash-flows disponibles pour soutenir le PIF et le budget, malgré ses investissements propres dans la Vision.**

La vision pèse de plus en plus sur le budget



Le gouvernement a annoncé une recalibration des projets de la Vision, pour mieux prendre en compte l'espace fiscal. **Celle-ci est donc à un tournant où le concours d'investissements étrangers est d'autant plus crucial pour réduire les pressions budgétaires.** Par ailleurs, la décision de confier au PIF la réalisation de grands chantiers est précisément motivée par son potentiel à catalyser des financements privés. À défaut, son rôle est dévié – car il ne peut plus protéger la richesse à long-terme du pays pour les générations futures, ni jouer son rôle de stabilisateur fiscal.

Les Émirats à la recherche de productivité, de nouvelles rentes et de population

Pour les Émirats arabes unis, la situation n'est pas la même. Les excédents budgétaires d'Abu Dhabi continuent d'être redirigés vers ses fonds souverains qui déploient ces liquidités vers des investissements internes, mais continuent aussi d'accumuler des actifs extérieurs. **Ce n'est donc pas un besoin de liquidité qui pousse les émiratis à s'intéresser aux IDE.** Cependant, face à son voisin saoudien, qui peut jouer sur son atout de puissance démographique de la région¹², le pays doit trouver

d'autres ressources de croissances hors pétrole. Cela se concrétise par différentes stratégies :

- Le développement d'un modèle de croissance tiré par des gains de productivité poussant ainsi le pays à développer des secteurs de pointe.
- La recherche d'autres rentes – en cultivant le modèle de Dubaï de hub financier, logistique, du tourisme, immobilier...
- Une croissance démographique, tirée par l'attractivité du « life-style » émirati pour une population immigrée, hautement qualifiée ou riche, que le pays cherche à stabiliser.

Et en effet, la baisse de la contribution des gains de productivité a été un facteur limitant le potentiel de croissance du pays depuis la crise financière de 2009 jusqu'à la crise du covid¹³. **C'est avant tout là ce que les Émirats cherchent à résoudre en attirant les IDE.** La stratégie consiste à mener de concert des politiques visant à améliorer l'environnement des affaires pour attirer les IDE et des politiques d'ouverture commerciale. Selon le FMI, l'idée est la suivante : **si le pays réussit à attirer davantage d'IDE, la réduction des droits de douane, en particulier sur les intrants intermédiaires, peut stimuler la croissance à long terme grâce à une concurrence accrue, un accès à une plus grande variété et qualité d'intrants, et un transfert de technologie.** Bien sûr, cela reflète les thèses de la littérature économique sur les conditions favorisant les gains économiques des IDEs pour le pays d'accueil¹⁴. **À travers la multiplication d'accords de libre-échange bilatéraux CEPA (Comprehensive Economic Partnership Agreements), le pays cherche à s'inscrire dans des routes de commerce international mais aussi à former des partenariats avec des pays dont il veut attirer les technologies et compétences¹⁵.** Cela sert, par ailleurs, à renforcer la deuxième stratégie, celle du hub.

Enfin, pour attirer les IDE dans les secteurs à haute valeur ajoutée que le pays cible, il cherche à se positionner comme un hub de connaissance – attirant les milieux académiques et de recherche d'excellence, à travers l'implantation de campus universitaires internationaux mais aussi en attirant les meilleurs talents. Cela sert, par ailleurs, à renforcer la troisième stratégie, celle d'une croissance démographique choisie. D'ailleurs, au-delà des avantages déjà existants (une position géographique stratégique, des infrastructures de première qualité – notamment les aéroports et ports, des procédures entourant les affaires simplifiées,

towards imports can stimulate the capture of foreign technology spillovers in at least two ways. One is by facilitating the importation of technology embodied in capital goods and intermediate inputs. A second is by stimulating increased competition in domestic industries].

¹⁵ Voir « [Émirats arabes unis – L'invention du « libéralisme stratégique » ?](#) », Crédit Agricole ECO, Oct.2024

¹² L'Arabie Saoudite a une population d'environ 35 millions dont 1/3 est immigrée, alors que les Émirats ont une population d'environ 11 millions dont près de 90% est immigrée.

¹³ "United Arab Emirates – Selected Issues", FMI, Fev.2022

¹⁴ Voir par exemple "The determinants of host country spillovers from foreign direct investments: review and synthesis of the literature." Magnus Blomström, Steven Globerman & Ari Kokko, 1999 – ["In particular, it has been found that an "open" regime

des politiques d'incitations en particulier dans des zones spéciales...), et une grande attention portée à l'amélioration des conditions d'affaires (notamment à travers les politiques d'actionnariat étranger à

100%), les mesures sur lesquelles les autorités misent le plus sont celles qui améliorent les conditions de résidence.

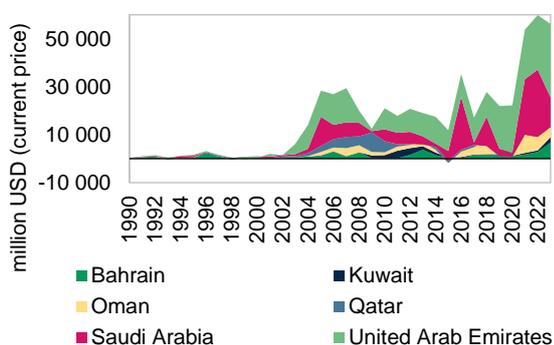
	Dubai	Abu Dhabi
Golden Visa investisseurs (non-immobilier)	- Critères: 2m AED (>500k USD) d'investissements dans un projet ou une entreprise locale - Preuve de paiement d'impôts annuels de 250kAED (~70kUSD) pendant 2 ans. - Couverture: inclut l'investisseur, le conjoint et les enfants, un conseiller et un directeur exécutif	- Critères: 10m AED (>2,7m USD) dans des investissements publics, des dépôts, la création d'entreprise ou des partenariats ses enfants, un conseiller et un directeur exécutif - Couverture: inclut l'investisseur, le conjoint et les enfants, un conseiller et un directeur exécutif - Durée: 10 ans
Golden Visa investisseurs (immobilier)	- Critères: 2m AED (>500k USD) d'investissements dans l'immobilier - Preuve de paiement d'impôts annuels de 250kAED (~70kUSD) pendant 2 ans. - Couverture: inclut l'investisseur, le conjoint et les enfants, un conseiller et un directeur exécutif - Durée: 10 ans	
Golden Visa entrepreneur	- Critères : Propriété ou partenariat dans une PME startup enregistrée aux EAU avec des revenus annuels d'au moins 1 million AED (environ 275k USD) - Couverture : Inclut l'entrepreneur, le conjoint et les enfants - Durée: 5 ans	
Golden Visa professionnel qualifié	- Critères : Compétences spécialisées dans des domaines tels que la science, la médecine, l'ingénierie, l'informatique. Contrat de travail valide dans un domaine prioritaire aux EAU - Couverture: Inclut le professionnel qualifié, le conjoint et les enfants - Durée: 10 ans	
Golden Visa chercheurs et scientifiques	- Critères: Contributions reconnues à la recherche scientifique. Doctorat ou Master en ingénierie, technologie, sciences de la vie ou sciences naturelles. Recommandation d'une autorité compétente. - Couverture: Inclut le chercheur, le conjoint, et les enfants - Durée: 10 ans	
Golden Visa étudiants exceptionnels	- Critères: Performance académique exceptionnelle (95% ou plus à l'école secondaire). Diplômés des universités des EAU avec une moyenne générale de 3,8 - Couverture: Inclut l'étudiant et sa famille - Durée: 5 ans	

Pour quels résultats ?

Les Émirats continuent d'attirer le plus d'IDE dans le Golfe. Selon le « World Investment report » 2024 de l'UNCTAD, le pays était en 2023 la 11^e destination mondiale en termes de montant d'IDE reçus et se classait deuxième après les États-Unis en termes d'annonces de projets d'IDE greenfield. Les flux sont aussi plus réguliers par rapport à ceux de l'Arabie Saoudite, davantage marqués par des pics exceptionnels (les pics de 2021 et 2022 correspondent à une opération de vente d'actifs d'Aramco).

ministère de l'investissement, nouveau code de l'investissement, réforme des conditions de propriété...) et la Vision offre également plus d'opportunités d'investissements. **Cependant, pour l'instant ces politiques doivent encore faire leurs preuves.** Il est à noter qu'une nouvelle méthode de comptabilisation des IDE (validée par le FMI) a permis de considérablement améliorer le chiffre des IDE pour 2023, à hauteur de l'objectif de la NIS¹⁶. Comme la balance des paiements trimestrielle utilise l'ancienne méthode, les données de T1 à T3 indiquent pour l'instant un déclin, mais elles devraient vraisemblablement être révisées. **Quoi qu'il en soit, la marche reste encore très haute pour atteindre l'objectif de plus de 100 milliards annuels de la NIS d'ici 2030.**

Les Émirats continuent d'attirer le plus d'IDE dans le Golfe



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

Malgré tout, cela reflète certainement, en partie, une plus longue tradition de politiques favorables aux investissements étrangers. L'Arabie a récemment accéléré les réformes en ce sens (création d'un

Des investissements étrangers encore loin des objectifs



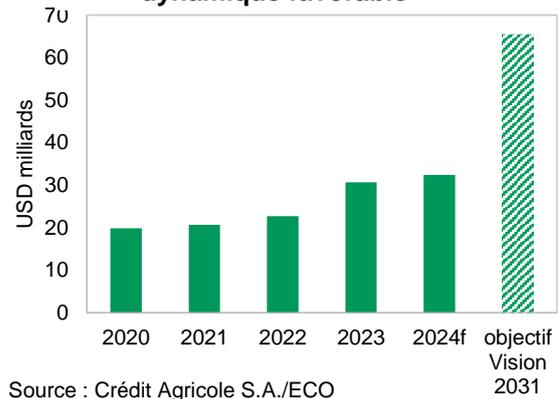
Source : Crédit Agricole S.A./ECO, Banque centrale, NIS

¹⁶ Avant la révision, le chiffre d'IDE rapporté par la banque centrale était de 12,3 milliards USD, contre un objectif à 22 milliards. Le chiffre révisé est beaucoup plus favorable à 22,8

milliards. Voir l'encadré « understanding FDI data » du « Macroeconomic report, Saudi Economy 2025 », Jadwa Investment, février 2025.

Les Émirats ont enregistré une forte augmentation des flux d'IDE entrants en 2023. Mais ces flux ont été en partie boostés par des investissements immobiliers importants, notamment à Dubaï et en provenance de l'Inde en particulier. Les nouvelles conditions de résidence liées aux investisseurs immobiliers et l'accord CEPA qui facilite les investissements indiens pourraient avoir joué un rôle. Il n'en reste pas moins que malgré des objectifs ambitieux l'attractivité des émirats progresse et semble soutenir une tendance positive. **Cependant ce n'est pas tant le chiffre qui compte qu'une bonne allocation du capital vers les secteurs qui permettront en effet une montée en gamme de l'économie.**

Des objectifs ambitieux mais une dynamique favorable

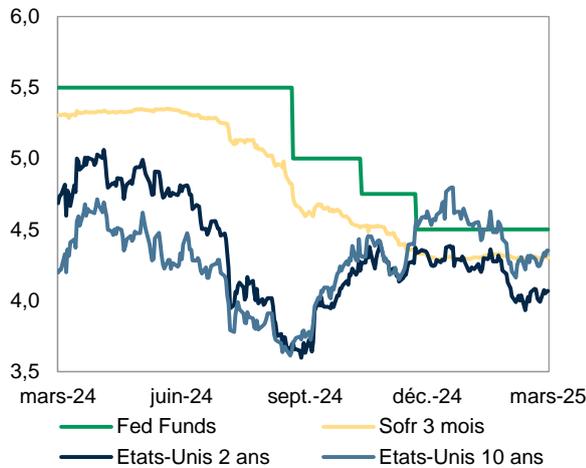


☑ Notre opinion – L'Arabie Saoudite et les Émirats ont accéléré leurs politiques visant à attirer les investissements étrangers. Alors que les deux pays semblent lancés dans la même course, ces investissements ne sont qu'un outil des paris différents faits par les deux pays pour développer leur potentiel économique hors pétrole. Alors que l'Arabie a besoin de capitaux étrangers pour maintenir le rythme de réformes de sa Vision, les Émirats misent plutôt sur le transfert de technologie de ces investissements. Il n'en reste pas moins que le Golfe devient un nouveau théâtre d'opportunités pour les investisseurs. Une tendance dont il faudra continuer à mesurer les résultats, car les chiffres disponibles aujourd'hui ne disent que peu de choses sur le succès de ces stratégies.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

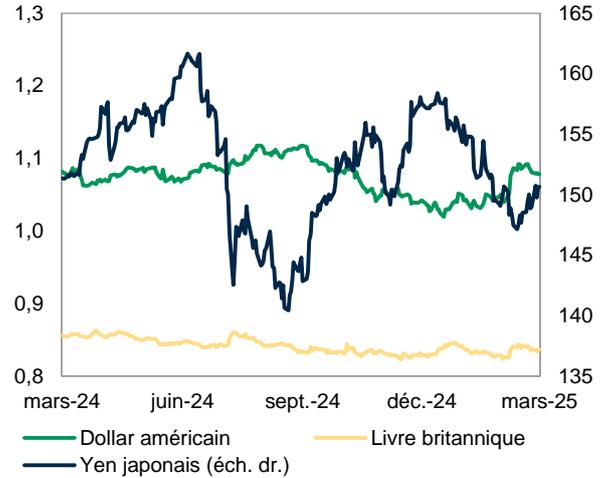
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

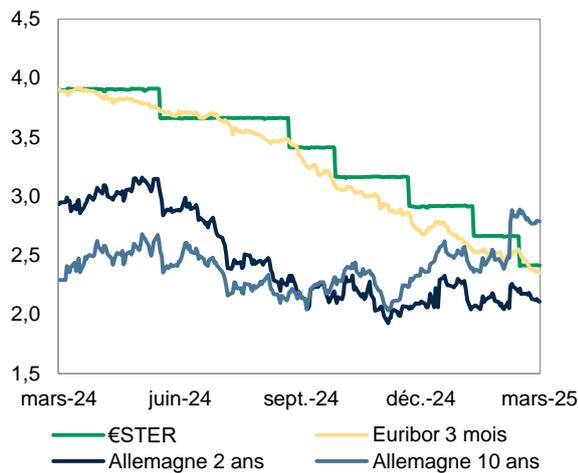
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

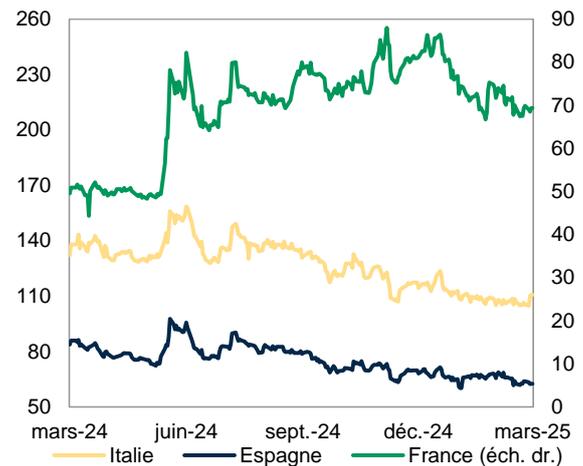
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

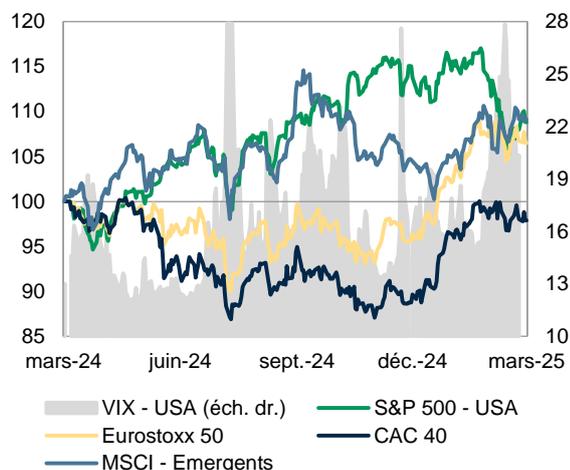
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

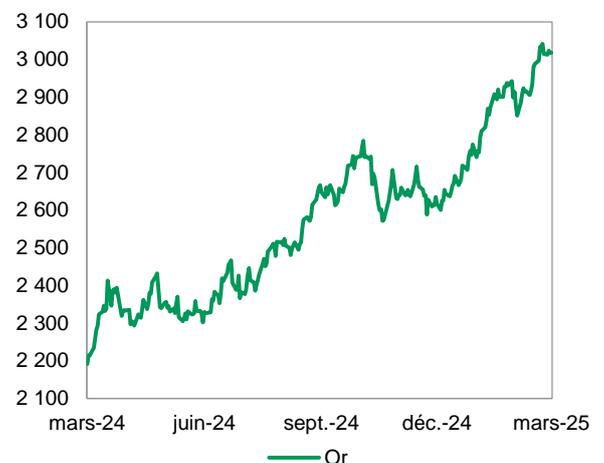
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

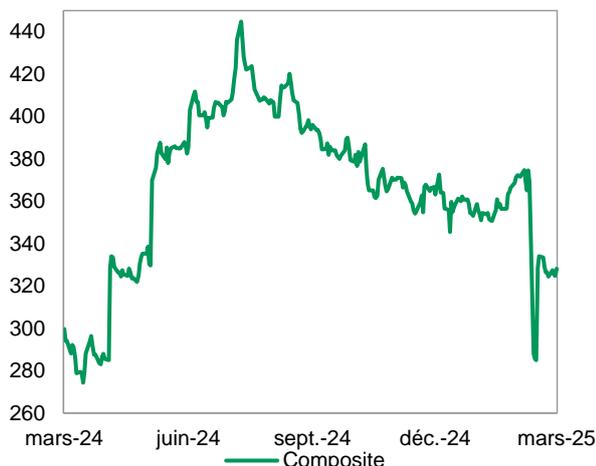
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

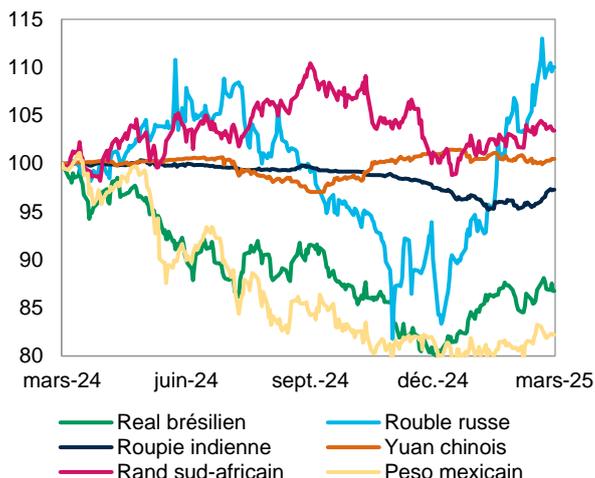
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

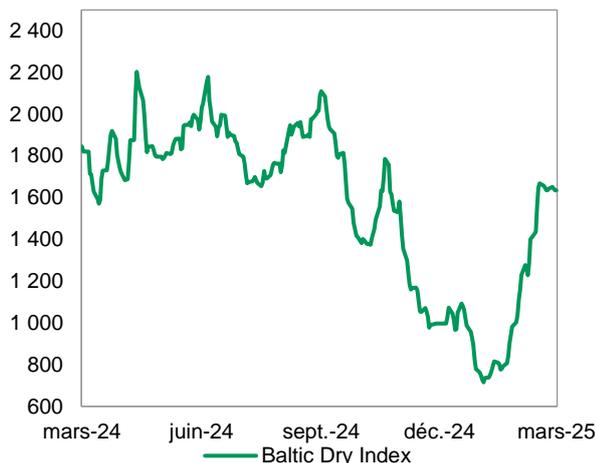
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

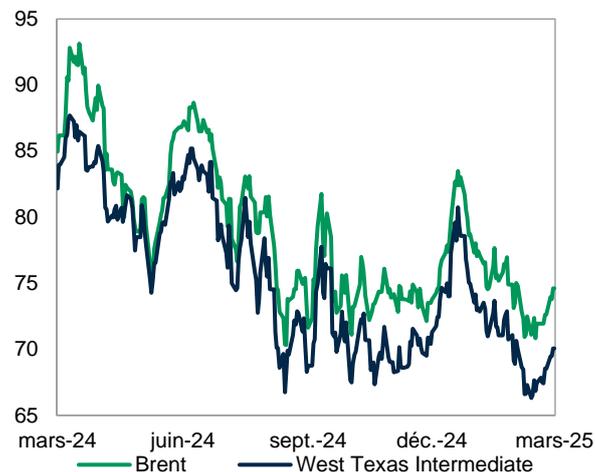
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

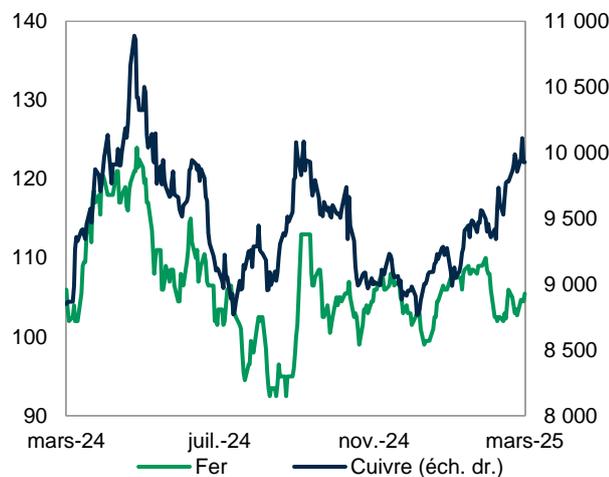
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

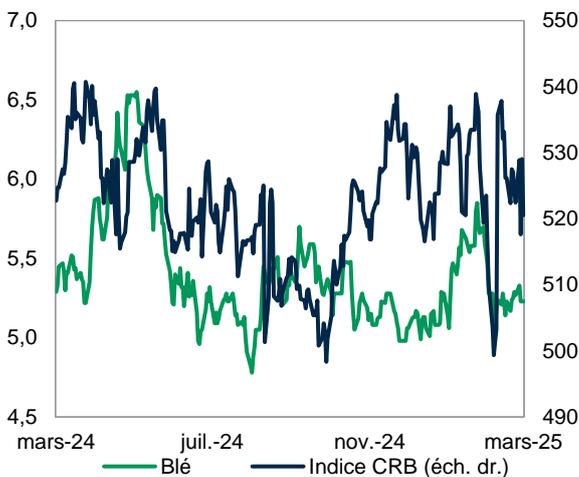
USD/tonne métrique



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
27/03/2025	<u>Chine : le changement de discours des autorités sera-t-il suffisant pour raviver la confiance ?</u>	Asie
25/03/2025	<u>Énergies renouvelables – 2024, une année marquée par le ralentissement de l'éolien terrestre contrairement à l'éolien flottant qui retrouve espoir</u>	France - Énergies
24/03/2025	<u>Parole de banques centrales – La BOE a gardé ses taux inchangés en mars, face à l'intensification des incertitudes</u>	Royaume-Uni
21/03/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
20/03/2025	<u>France : un peu moins de croissance et d'inflation en 2025 et 2026, selon la Banque de France</u>	France
19/03/2025	<u>Bésil – Inflation en hausse, croissance prête à décélérer</u>	Amérique latine
18/03/2025	<u>Union européenne – L'excédent commercial en biens vis-à-vis des États-Unis s'accroît en 2024</u>	Union européenne
14/03/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
13/03/2025	<u>Chine – 5%, rien de vraiment surprenant</u>	Asie
13/03/2025	<u>France – L'amélioration des conditions des femmes sur le marché du travail reste incomplète</u>	France
13/03/2025	<u>Mexique : l'économie en péril face aux tensions commerciales avec les États-Unis</u>	Amérique latine
12/03/2025	<u>La BCE et l'objectif du taux de change : de Triffin à Mar-a-lago en passant par les droits de douane</u>	Zone euro
11/03/2025	<u>Europe – Quid de l'autonomie européenne des paiements par carte ?</u>	Europe

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

Zone euro : Alberto ALEDO, Ticiano BRUNELLO, Marianne PICARD, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), 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 LÉBOUGRE (coordination scénario)

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

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION

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

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

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

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

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