

Perspectives

Hebdomadaire – N°25/144 – 25 avril 2025

Nous vous donnons rendez-vous pour le prochain hebdomadaire le 16 mai 2025.

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Accalmie sur les marchés malgré un environnement toujours fortement incertain.....</i>	2
☞ <i>Italie : trajectoire des comptes publics, ou comment capitaliser sur les acquis</i>	4
☞ <i>Espagne : coup de pouce à la construction industrialisée.....</i>	5
☞ <i>Golfe : sous la houle pétrolière, cap sur les fondamentaux.....</i>	6

👉 Accalmie sur les marchés malgré un environnement toujours fortement incertain

À la faveur de la trêve de 90 jours sur les tarifs douaniers américains dits « réciproques » et de l'absence de nouvelles annonces inquiétantes en termes de politique commerciale de la part du président américain au cours des derniers jours, les marchés ont profité d'une relative accalmie. Donald Trump a même mentionné une possible réduction des droits de douane à l'égard de la Chine et s'est félicité des progrès dans les négociations en cours avec différents pays (tels que le Japon, l'Inde ou la Corée du Sud). Les indices actions se sont nettement redressés sur la semaine (+3,8% pour le S&P 500, +4,2% pour l'Euro Stoxx 50) ; les rendements des obligations d'État américaines ont légèrement reculé (-5 points de base à 4,27% pour le dix ans) ; le dollar s'est stabilisé (à 1,14 pour le cours euro/dollar) ; enfin, dans la zone euro, les primes de risque contre Bund se sont repliées (-6 points de base pour celle de l'Italie, -5 pour celle de la France).

Pourtant, la semaine avait débuté par un nouveau stress sur les marchés, causé cette fois-ci par les attaques de Donald Trump à l'encontre du président de la Réserve fédérale, Jerome Powell. Les inquiétudes avaient commencé dès vendredi : le conseiller économique à la Maison Blanche, Kevin Hassett, avait alors indiqué que le président et ses équipes étudiaient toujours la possibilité de démettre Jerome Powell de ses fonctions, alors que son mandat n'arrive à échéance qu'en mai 2026. Après l'avoir traité de « grand perdant » et l'avoir critiqué pour avoir toujours été « trop lent » dans les baisses de taux, le président américain est revenu sur ses propos, en précisant qu'il n'avait jamais eu l'intention de limoger Powell.

Mais, à l'instar des droits de douane, le mal est fait. Cette pression sur la banque centrale, explicite et publique, illustre les risques qui pèsent sur l'indépendance de la Fed : une « maladresse » (au mieux) de nature à saper encore davantage la confiance des investisseurs dans les institutions américaines, la dette américaine et le dollar. S'il est peu probable que Trump aille jusqu'à limoger Powell, étant donné les difficultés judiciaires et l'impact sur les marchés financiers qu'une telle démarche pourrait engendrer, la nature imprévisible de Trump ne permet pas d'exclure une nouvelle tentative. Les anticipations en termes de taux des *Fed funds* n'ont pas été impactées par les propos présidentiels : les marchés jugent toujours qu'une baisse de taux lors de la prochaine réunion du FOMC en mai est peu probable, mais continuent d'anticiper trois à quatre baisses de taux d'ici la fin de l'année. L'or a profité des nouvelles annonces de D. Trump pour inscrire un nouveau record, à plus de 3 500 dollars l'once mardi matin avant de rebaisser.

Le FMI a publié son dernier *World Economic Outlook* le 22 avril. Il a revu à la baisse ses

projections pour 2025 et 2026 pour l'ensemble des grandes économies. La prévision de croissance mondiale est abaissée à 2,8% en 2025 (contre 3,3% en janvier). Le croissance américaine est prévue à 1,8% cette année (contre 2,7% précédemment). Pour les autres grandes économies, les projections ont été révisées de manière variable : -0,6 point de pourcentage (pp) pour la Chine (à 4%) et le Canada (à 1,4%), -0,5 pp pour le Royaume-Uni (à 1,1%) et le Japon (à 0,6%). Quant à la zone euro, le FMI prévoit une croissance de 0,8% en 2025 (contre 1% précédemment) après 0,9% en 2024. La croissance serait nulle en Allemagne, de 0,6% en France et de 0,4% en Italie (contre, respectivement, 0,3%, 0,8% et 0,7% lors des projections de janvier).

Si l'incertitude pèse sur les perspectives et la confiance des entreprises et des consommateurs, les données « dures » américaines publiées cette semaine ont surpris positivement. Les commandes de biens durables ont enregistré une hausse impressionnante (9,2% en variation mensuelle au mois de mars), augmentant pour le troisième mois consécutif. Certes, une grande partie de cette progression est attribuable à la composante volatile des commandes d'avions civils (en hausse de 139% sur le mois). Hors équipements de transport, les nouvelles commandes ont été pratiquement inchangées sur le mois. S'il y a pu y avoir un certain effet de « *front-running* tarifaire », l'ampleur est tout de même notable. Les données sur l'immobilier résidentiel sont mitigées. Les ventes de logements neufs ont été beaucoup plus fortes que prévu au mois de mars, bondissant de plus de 7% en variation mensuelle en mars. Les ventes de logements anciens, en revanche, ont encore baissé en mars et le niveau reste très bas par rapport à la période pré-Covid. Les données sur les demandes d'allocations chômage sont restées solides. Les demandes initiales ont augmenté à 222 000 contre 216 000 la semaine précédente, mais restent à un niveau très bas. Quant aux demandes d'indemnisation, elles se sont repliées vers leur niveau le plus bas depuis fin janvier (à 1 841 000). Ces chiffres continuent de dépendre un marché du travail en relativement bonne santé, l'incertitude liée aux tarifs douaniers n'ayant pas encore exercé d'impact significatif sur l'emploi.

Les indices PMI de S&P Global pour le mois d'avril ont révélé une embellie surprise dans l'industrie, mais une détérioration dans les services, une tendance observée des deux côtés de l'Atlantique. La composante « production » de l'indice flash américain PMI manufacturier est repassée en « territoire expansionniste » en avril, à 50,2, contre 48,8 en mars, et les nouvelles commandes se sont redressées (à 51,5 contre 50,5 en mars). En revanche, l'indice flash américain services PMI a baissé plus que prévu (à 51,4 contre 54,4 en mars). Cela a entraîné une baisse de l'indice PMI composite à un plus bas depuis seize mois (51,2

contre 53,5 en mars). S'ils demeurent dans la zone indiquant une expansion de l'activité, les indices PMI américains suggèrent néanmoins une économie américaine ralentissement.

En zone euro, les indices flash PMI ont suivi la même direction que leurs homologues américains : hausse surprise dans l'industrie (à 48,7 contre 48,6 en mars) malgré les annonces sur les droits de douane du 2 avril, baisse de l'indice PMI services à 49,7 contre 51 en mars, accompagnée d'un recul de près de 5 points des anticipations d'activité, qui atteignent leur plus bas niveau depuis mai 2020. Les effets des droits de douane américains semblent s'être manifestés sous la forme d'une accélération des exportations de produits manufacturés vers les États-Unis où les clients

anticipent leurs achats avant la mise en place des nouveaux droits de douane, tandis que les inquiétudes impactent déjà le climat des affaires dans les services. Au total, le PMI composite a reculé de 50,9 à 50,1 suggérant une stagnation de l'activité en zone euro au deuxième trimestre. S'il est difficile d'interpréter les signaux envoyés par les enquêtes, une chose est claire : les indices de prix sont en général sur une trajectoire descendante, probablement en raison de la forte baisse des prix de l'énergie et de l'appréciation récente de l'euro. Cela nous conforte dans notre scénario d'un impact globalement désinflationniste des tarifs douaniers en zone euro et d'une nouvelle baisse de taux de la part de la BCE en juin amenant le taux de dépôt à 2,00%.

Zone euro

Italie : trajectoire des comptes publics, ou comment capitaliser sur les acquis

Avec la confirmation des données des comptes publics de 2024 par l'Istat, transmises cette semaine aux autorités européennes, le mois d'avril clôt le processus de révision du document économique et financier, qui met à jour la trajectoire des finances publiques établie par le gouvernement.

Malgré un environnement marqué par l'incertitude et une croissance nettement inférieure aux prévisions initiales, le document confirme la bonne tenue des comptes publics italiens, avec un point de départ en 2024 meilleur qu'attendu.

En effet, le déficit public a été révisé à la baisse de près de 7 milliards d'euros, soit une amélioration de 0,4 point de PIB pour l'année, portant le ratio à -3,4%. Le niveau plus élevé du PIB nominal – principalement imputable aux révisions à la hausse pour l'année 2022 – a également contribué à la réduction du déficit. Cette dynamique favorable s'est traduite par un retour anticipé à un solde primaire positif, qui est passé d'un déficit de 3,6% du PIB en 2023 à un excédent de 0,4% en 2024.

Parallèlement, l'impact des hausses passées des taux directeurs de la BCE se fait sentir de manière différée sur le service de la dette, qui augmente de 3,7% à 3,9% du PIB en 2024.

Ces résultats s'expliquent à la fois par une normalisation des dépenses – après les pics *post-Covid* – et par une hausse de la collecte fiscale. Les recettes publiques sont passées de 46,7% du PIB en 2023 à 47,1% en 2024, soit une amélioration de 0,5 point. Les recettes fiscales *stricto sensu* ont progressé d'un point de PIB, soutenues par la hausse des impôts tant directs qu'indirects. Outre la contribution significative des revenus issus du secteur financier, la bonne tenue du marché du travail a favorisé une progression de l'impôt sur le revenu. La pression fiscale a ainsi augmenté, passant de 41,4% du PIB en 2023 à 42,6% en 2024.

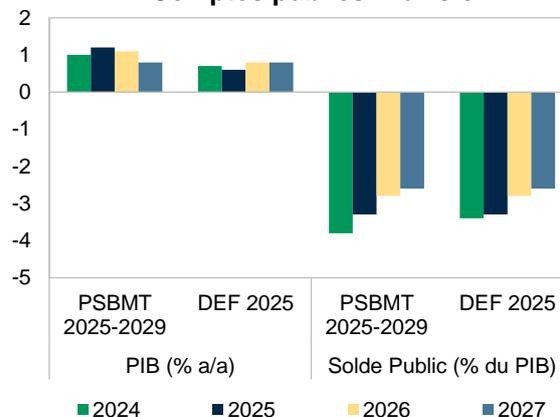
L'année 2024 est également marquée par une réduction significative des dépenses publiques

rapportées au PIB, qui passent de 54% à 50%. Cette évolution tient principalement à la baisse des dépenses d'investissement, incluant les dispositifs de soutien aux entreprises et les crédits d'impôt à la construction. Ces derniers, qui avaient fortement augmenté entre 2021 et 2023, reculent de 9,2% à 5,4% du PIB, notamment en raison de la diminution des contributions à l'investissement (de 5,6% à 1,5% du PIB). En revanche, l'investissement public poursuit sa progression sous l'effet du PNRR (plan national de reprise et de résilience), passant de 3,2% à 3,5% du PIB.

La dette publique, quant à elle, augmente légèrement, de 134,6% à 135,3% du PIB, en raison d'un besoin de financement accru pour couvrir les dépenses passées liées au *Superbonus*. Cette hausse demeure toutefois inférieure aux projections du précédent programme de stabilité, grâce à une meilleure gestion de la liquidité.

Pour 2025, les objectifs des finances publiques restent inchangés, avec un déficit cible de 3,3%, puis une réduction à 2,8% en 2026 et 2,6% en 2027. Le profil d'endettement est lui aussi confirmé, avec une dette publique attendue à 137,4% du PIB en 2027.

Comptes publics : révision



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

✓ Notre opinion – En somme, malgré un environnement macro-économique moins porteur que prévu à l'automne dernier, le gouvernement a choisi de maintenir ses objectifs de finances publiques inchangés, s'appuyant sur une meilleure exécution budgétaire en 2024. La croissance pour 2025 a ainsi été revue à la baisse, de 1,2% à 0,6%, en ligne avec le consensus des principales institutions économiques. Cette révision tient compte du ralentissement du commerce mondial, amplifié par les incertitudes liées au contexte politique américain, mais reste prudente tant que les effets du plan allemand n'ont pas été pleinement évalués.

Espagne : coup de pouce à la construction industrialisée

Le président du gouvernement espagnol, Pedro Sánchez, a annoncé le 24 avril un nouveau PERTE (Projet stratégique pour la relance et la transformation économique) consacré à la construction industrialisée de logements, doté de 1,3 milliard d'euros de financement public sur dix ans. Ce plan vise à accélérer la production de logements sociaux et abordables dans un contexte de tensions croissantes sur le marché immobilier. L'objectif est de construire entre 15 000 et 20 000 logements « industrialisés » par an, en combinant des fonds publics et des investissements privés. Le projet s'inscrit dans le cadre du Plan de relance européen (*Next Generation EU*).

Actuellement, moins de 5% des logements en Espagne sont construits par des méthodes modernes de construction (MMC), contre environ 20% en Allemagne et aux Pays-Bas, et 10% au Royaume-Uni. Ces méthodes incluent la préfabrication modulaire, la construction hors site et d'autres techniques visant à réduire les délais, les coûts et les émissions.

L'Espagne fait face à un déficit structurel de logements estimé à 600 000 unités, tandis que les prix ont augmenté de plus de 44% depuis 2020, selon Eurostat. Le plan prévoit aussi une Cité de la construction industrialisée à Valence, région fortement touchée par les inondations de l'automne dernier, qui concentrera l'écosystème de production.

✓ Notre opinion – *Ce PERTE est une tentative bienvenue de moderniser un secteur du bâtiment espagnol historiquement fragmenté et à faible productivité. La construction industrialisée pourrait devenir un levier-clé pour réduire les délais de livraison, améliorer l'efficacité énergétique et favoriser une modération des prix, mais son succès dépendra de deux éléments : la capacité à structurer une filière industrielle locale et la mise en place d'incitations réglementaires claires (permis accélérés, commandes publiques, garanties de volume). Enfin, dans un pays où la promotion immobilière est largement dominée par des acteurs privés dont le modèle repose sur des cycles rapides d'achat, de construction et de revente, l'État devra opérer une coordination efficace pour ne pas voir cette initiative absorbée par les logiques spéculatives du marché.*

Pays émergents

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Golfe : sous la houle pétrolière, cap sur les fondamentaux

Le jour de la « libération », les pays du Golfe ont été relativement épargnés par la menace de droits de douane « réciproques ». Mais, il y a d'autres canaux de transmission du risque Trump. En particulier, ces dernières semaines, les prix du pétrole reflètent l'agitation globale, déclenchée par un bout de carton brandi début avril à la télévision américaine, couplée aux incertitudes plus profondes d'équilibre d'offre et de demande mondiale. Parmi les innombrables calculs pour quantifier et prévoir, qui se périment en 24 heures, sans cesse à revoir à l'aune d'un nouvel événement, a-t-on évalué le coût de l'intelligence collective mobilisée à courir après le train de l'actualité ?

Il est certain que, pour les États du Golfe, largement traversés par diverses trajectoires de transition de modèle économique, une grande volatilité du prix du pétrole complique l'exercice de planification. Mais c'est aussi un véritable casse-tête pour les analystes qui doivent projeter leurs performances économiques et budgétaires à court terme, surtout avec l'arrivée des ponts de mai ! Mais en réalité, le propre de la dépendance d'une économie aux matières premières est que l'ensemble de ses variables sont exposées aux variations de leurs cours. Alors, **fondamentalement, l'évaluation du risque pays ne devrait pas changer en fonction des cycles, et encore moins des remous du marché, mais plutôt refléter la capacité des pays à leur résister.** Cela aiderait à réduire l'agitation. Bien sûr, le pétrole a tout de même connu quelques moments de volatilité avant la politique en carton. Il existe donc un outil bien pratique, un remède, pour évaluer à quels prix du pétrole les États du Golfe peuvent résister : le *break-even* fiscal. Pourtant, c'est une analyse qui ne rentre pas nécessairement dans la boîte d'un indicateur uniforme. Car parfois, ce sont différentes formes de rigidités qui peuvent rendre plus vulnérables qu'il n'y paraît les riches pays du Golfe à la tempête – parfait clin d'œil à la fable du chêne et du roseau. Alors quand on ne peut pas réduire l'incertitude, peut-on dégager quelques tendances lourdes pour ancrer les analyses, et les rendre un peu plus résistantes à l'actualité ?

Le pétrole s'agit avec l'actualité, mais reflète aussi une géopolitique de l'OPEP+ en transformation

La première semaine d'avril aura été mémorable pour le pétrole. Bien qu'attendue, l'annonce de droits de douane plus sévères que prévu a amplifié les doutes sur la croissance mondiale, et par ricochet, sur la demande de pétrole. Alors, le communiqué de l'OPEP+, moins de 24 heures plus tard, annonçant

une accélération de la remise sur le marché des coupes de pétrole volontaires à un rythme trois fois plus élevé que prévu pour le mois de mai a pris le marché de court. Le consensus attendait plutôt que l'organisation reste sur la ligne de réduction des coupes annoncées plus tôt en mars, au regard de l'incertitude croissante sur la demande. Avant ces événements, l'IEA avait déjà prévu que le marché serait en surcapacité en 2025, avec une croissance de la demande de 1,1 million de barils par jour (mb/j), dont la Chine devait rester la première source, contre une croissance de l'offre de 1,6 mb/j (dont 1,4 mb/j hors OPEP+). Dans son rapport du mois d'avril, l'agence a revu sa prévision de croissance de la demande à la baisse (300 kb/j plus basse), seulement partiellement compensée par une baisse de l'offre de schiste américain de 150 kb/j.

Les fondamentaux semblent ainsi fragilisés, mais surtout l'incertitude reste importante du côté de l'offre comme de la demande. Du côté de la demande, la menace constante de nouveaux tarifs, leur application différée, annulée, ou amplifiée (notamment pour la Chine) créent une grande incertitude, qui à elle seule, est néfaste pour la demande. Du côté de l'offre, les zones d'ombre sont nombreuses. Déjà, il faut suivre les anticipations changeantes en matière de sanctions américaines – entre allègement et durcissement, qui reflètent le cours des négociations avec la Russie et l'Iran, notamment. Mais surtout, il faut tenter de lire entre les lignes des décisions, à contrecourant de l'OPEP+. Que veut dire cette augmentation soudaine de l'offre du groupe et son *timing* ?

La première inquiétude est que cela reflète une difficulté croissante pour le groupe à s'entendre pour jouer son rôle de régulateur de prix du pétrole. Cela pourrait vouloir dire que les États du Golfe perdent leur pouvoir de « *price maker* » et risquent de subir de plus en plus le prix du marché. Et en effet, les larges coupes consenties par les États, dont l'Arabie saoudite retient à elle seule plus de 3 mb/j, ont permis à d'autres producteurs, pourtant moins compétitifs de produire davantage. Mais surtout, au sein du groupe, un certain nombre de membres (notamment l'Irak, le Kazakhstan et les Émirats) ont produit largement au-dessus de leurs quotas, indiquant une coopération difficile. **L'augmentation surprise de mai serait alors une tentative pour le groupe de se réaligner**, en offrant suffisamment d'espace à ces pays pour compenser leur surproduction, selon un plan révisé et publié le 16 avril. Si cela réussit, la production de mai pourrait atterrir en dessous de ce qui était prévu initialement – un test, donc, à l'unité du groupe.

Malgré tout, le *timing* du communiqué de l'OPEP+, le lendemain de l'annonce des tarifs réciproques, questionne **l'influence que le président américain pourrait jouer sur l'organisation, et sur son leader de facto, l'Arabie saoudite**. La volonté de maintenir des prix du pétrole relativement bas, pour soutenir le consommateur américain, a été l'une des constantes de son discours. Mais si une telle influence avait en effet expliqué les récentes décisions, il n'est pas évident d'en déduire quels sont les leviers et ce qui tire, alors, les ficelles du pétrole. Il existe bien sûr des pistes, mais elles restent, toutes, spéculatives : Le véritable « coup de maître » réalisé par l'Arabie en se positionnant comme pays d'accueil pour les négociations sur la guerre en Ukraine a-t-il été monnayé par une réduction des coupes ? Est-ce la part que le Golfe a accepté de jouer pour éviter une intervention militaire israélienne ou américaine sur le programme nucléaire Iranien – une remise sur le marché de leur capacité pour compenser le programme de « pression maximale » américain ? Car le Golfe, en grande transformation économique, a besoin de stabilité pour réaliser ses objectifs économiques et ne veut surtout pas se retrouver un dommage collatéral d'une escalade régionale. Est-ce encore une avancée sur un accord de coopération nucléaire avec les États-Unis qui est sur la balance pour l'Arabie Saoudite – qui pourrait préférer des concessions sur le pétrole plutôt que sur une normalisation avec Israël devenue difficile ?

Quels qu'en soient les ressorts, si l'influence américaine venait à primer dans les décisions de l'OPEP+, cela ne ferait que fragiliser la cohésion du groupe et accroître la volatilité du marché, qui tente de digérer ses décisions à contrecourant.

Militantisme doux contre le break-even comme outil d'analyse

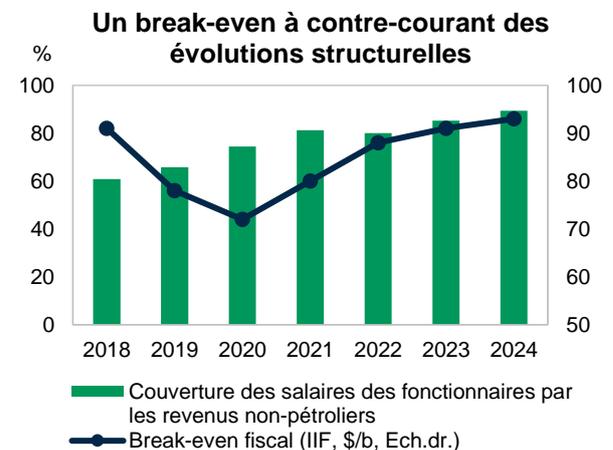
Dans cette agitation, les calculs de *break-even* – qui donnent le prix du pétrole permettant d'équilibrer un budget ou un compte courant – sont utiles. Ils permettent d'offrir un point d'entrée simple, comparable et rapide à l'analyse de la résistance des économies à un choc sur les prix du pétrole. Évidemment, on ne peut nier que sur le plan fiscal, plus un *break-even* est éloigné du cours actuel, et plus un État a d'espace pour maintenir sa politique budgétaire inchangée, sans arbitrage supplémentaire, face à des chocs du pétrole. Pourtant son pouvoir analytique est parfois surexploité, jusqu'à conduire à des contre-sens.

D'abord, **le *break-even* est une analyse qui ne différencie pas le type de dépenses budgétaires couvertes par des revenus pétroliers**. Donc, elle ne tient pas compte de la flexibilité des budgets à s'adapter à un potentiel choc. Pour comprendre cela, le cas de l'Arabie saoudite est parlant. Le calcul du *break-even* fiscal entre 2018 et 2024 indique une dégradation de la sensibilité du budget à un choc pétrolier. Pourtant, il semble plus intéressant de

constater qu'en réalité, sur cette même période, la part des coûts de l'emploi public – difficilement ajustables en cas de choc – couverts par les revenus non-pétroliers a largement augmenté. En regardant plus loin que le chiffre du *break-even*, on peut donc conclure à l'opposé de ce que suggère l'indicateur : c'est-à-dire que :

- 1 – Le pays construit de la flexibilité, en réduisant la part des dépenses rigides couvertes par les revenus les plus volatils.
- 2 – Il se ménage de l'espace fiscal pour investir dans la diversification, qui, à terme, doit lui permettre de se rendre moins dépendant du pétrole.

Ce constat est d'autant plus intéressant qu'il est à contre-courant de nombreux pays (États-Unis en tête) où la principale question fiscale est celle de la rigidité créée par des dépenses budgétaires structurelles de plus en plus importantes, dont le financement pose problème.



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, MoF, IIF

Ensuite, le *break-even* est une mesure statique, qui reflète la procyclicité des politiques fiscales. C'est-à-dire que lorsqu'un gouvernement réduit ses dépenses discrétionnaires lors d'un choc, où qu'il les augmente lorsque les prix sont élevés, cela se traduit par une variation du *break-even*. D'ailleurs, le FMI qui publie des *break-even* dans ses rapports régionaux sur le CCG deux fois par an, présente souvent pour l'Arabie des estimations éloignées entre les deux revues d'une même année – car l'exécution des dépenses a tendance à s'adapter aux prix effectifs du pétrole en cours d'année. Pourtant, sans réforme budgétaire cela ne traduit pas une plus ou moins grande capacité à résister à des chocs.

En somme, le *break-even* est une mesure utile mais à elle seule très insuffisante, voire trompeuse. En tout cas, elle ne peut se passer d'une analyse en termes évolutifs et structurels. Et encore, cela ne suffit pas, car **la rigidité effective d'un même type de dépenses varie aussi d'un pays à l'autre – selon l'équilibre du système politique permettant plus ou moins de compromis, et selon**

l'attachement de la population à telle ou telle dépense, c'est-à-dire selon le contrat social. Tenter de comprendre ces rigidités est donc clé pour évaluer, au-delà de la richesse relative, les vulnérabilités ou forces des pays face à un choc sur le pétrole.

Éléments de diagnostic pour réduire l'agitation

Le Bahreïn à l'ombre du chêne saoudien ?

Pour le Bahreïn, il y a peu d'ambiguïté. Le pays n'a pas d'espace pour passer à travers un nouveau choc prolongé sur le pétrole. Sa dette a atteint 123% du PIB en 2024, et son coût de plus en plus élevé (maintenant autour de 30% des revenus budgétaires) ajoute à la rigidité du budget face aux chocs. **Cela reflète l'organisation d'un contrat social aligné sur les pays rentiers du Golfe¹, sans en avoir les moyens, car le pays produit en réalité peu de pétrole.** Et cela malgré une plus grande diversification économique. La structure politique rend les réformes particulièrement difficiles. Le pays est le seul du Golfe à avoir connu un épisode caractérisé de printemps arabe en 2011, principalement résolu par la répression et l'intervention de l'Arabie saoudite et des Émirats – sans pour autant restaurer pleinement la légitimité du régime, qui a alors rétréci l'espace d'expression politique. Cet équilibre politique précaire, et des divisions internes à la famille régnante entre modernité et *statu quo*, explique la particulière lenteur des réformes face à la chute des prix du pétrole entre 2014 et 2020 et la détérioration rapide des finances publiques. Les dissensions chiites/sunnites, souvent exploitées politiquement, sont aussi incandescentes. L'équilibre tient sur les attentes d'un nouveau *bail-out* des voisins du Golfe – et de l'Arabie, en particulier, en cas de nouveau choc. **Mais sans transition de modèle – ce qui est politiquement difficile – la trajectoire ne semble pas pérenne**, et pourrait encore se détériorer plus rapidement en cas de choc prolongé sur les prix du pétrole.

Le Koweït, quand la tradition politique se déracine

Le Koweït est, lui, solidement enraciné dans des stocks de richesses exceptionnels accumulés depuis des décennies². Alors, certes, d'un point de vue de risque souverain, le pays peut passer à travers de nombreuses tempêtes. Mais si on regarde la dynamique en flux, plutôt qu'en stocks, on aperçoit que **le pays approche un tournant qui le met face à un choix : celui de perpétuer, ou réformer, son modèle économique et fiscal rentier, qui érode les réserves pour les générations futures, plutôt que d'y contribuer.** Car, si on ne prend pas en compte les revenus financiers de son fonds souverain, le budget a enregistré des déficits sur huit

des dix dernières années. La rente ne couvre plus le coût fiscal croissant de son modèle d'État providence, devenu le plus généreux du Golfe. Et la rigidité du budget n'a pas permis de laisser de place pour l'investissement dans la diversification, le plus faible des pays du Golfe. **Mais ce qui a rendu le système rigide aux réformes, c'est ici paradoxalement, l'exception de consultation politique du Koweït, à travers un Parlement élu.** Si celui-ci soutient la légitimité du régime, il cristallise régulièrement des intérêts individuels, ou de classe, qui s'opposent aux réformes proposées par le gouvernement. Le pays a ainsi connu un cycle de quatre élections parlementaires et dix démissions de cabinets ministériels entre 2020 et 2024. En mai 2024, l'émir Mechaal s'est résolu à suspendre le Parlement, pour une période pouvant aller jusqu'à quatre ans. Certes, cela résout le blocage, mais aux dépens de la tradition politique koweïtienne, déracinée en un coup. Face à un choc du pétrole, la fragilité du pays tient donc plus à la légitimité du gouvernement à imposer des réformes difficiles sans son Parlement.

Oman, le chêne qui s'inspire du roseau

Le profil souverain d'Oman s'est récemment beaucoup amélioré, au point de retrouver sa notation « *investment grade* ». Bien sûr, les prix favorables du pétrole depuis 2022 ont aidé. Mais ce qui compte c'est que depuis 2020, le pays s'est lancé dans un programme de réformes institutionnelles ambitieux, et il a intelligemment utilisé les revenus excédentaires pendant la période de prix hauts pour réduire son endettement. Pourtant, au début du cycle de prix bas de 2014-2020, le pays avait aussi fait preuve de rigidité entraînant la détérioration de ses finances publiques. Et, historiquement, il avait eu tendance à rétro-pédaler facilement sur les réformes lorsque les tensions sociales s'étaient exprimées dans la rue (en 2011, 2018). **Mais dans les réformes récentes, une plus grande volonté politique semble se concentrer sur la déconstruction de schémas de rente.** Le périmètre de l'État semble plus clair – défaisant des cadres patrimonialistes, le budget a réduit le financement de travaux pour nourrir la croissance poussant le secteur privé à trouver d'autres ressorts, et l'introduction du premier impôt sur le revenu des ménages du Golfe – encore symbolique – marque tout de même un tournant. **Il reste, malgré tout, des rigidités, notamment sur le marché du travail, dont le symptôme est un chômage encore important** qui pourrait tester la tenue des réformes en cas de choc durable sur le pétrole, et ainsi la flexibilité du budget à s'y adapter.

¹ C'est à dire l'absence d'impôts directs sur la population, des services publics gratuits, des subventions sur les produits de base et des emplois publics pour la population.

² Des actifs publics nets autour de 500% du PIB et des actifs extérieurs nets à hauteur de 650% du PIB

L'Arabie, le chène qui s'est méfié de la tempête

L'Arabie a fait un pari différent. La chute des prix du pétrole à partir de 2014 a joué le rôle de réveil. **La trajectoire de sa démographie par rapport à la rente pétrolière menait forcément vers un équilibre de contrat social insoutenable.** Mais sous la contrainte de prix bas, cette évidence est apparue plus brutalement, sous forme de déficits budgétaires et de chômage. Plutôt que de défaire progressivement les canaux de redistribution (subventions, réduction de l'emploi public), affectant en premier lieu la classe moyenne (réalité proprement saoudienne), le royaume s'est lancé sur la métamorphose complète de son modèle social, sociétal et économique : une transition de contrat social à l'origine d'un élan nouveau. Et comme on l'a vu, d'un point de vue budgétaire, cela a déjà permis de restructurer un budget qui laisse plus d'espace à l'investissement dans la diversification. Pourtant, **c'est peut-être le cas précis, où des dépenses d'investissement, normalement jugées moins rigides (ajustables en cas de choc), le deviennent.** Car le changement de contrat social peut être instable pendant la période de transition. En effet, si l'État ne peut plus délivrer l'ensemble de ses promesses et doit faire des choix, l'élan de la Vision 2030 pourrait s'en trouver freiné, devant alors se stabiliser autour d'un équilibre intermédiaire plus

précaire. D'autant que certains projets, associés à de grands événements (les jeux asiatiques d'hiver, ou la coupe du monde) sont en fait rigides. Alors que la liquidité du pétrole se trouve déjà plus limitée que prévue pour financer la Vision, des prix plus bas plus longtemps, signifieraient que les arbitrages devraient alors être trouvés ailleurs, avec un pilotage politique délicat.

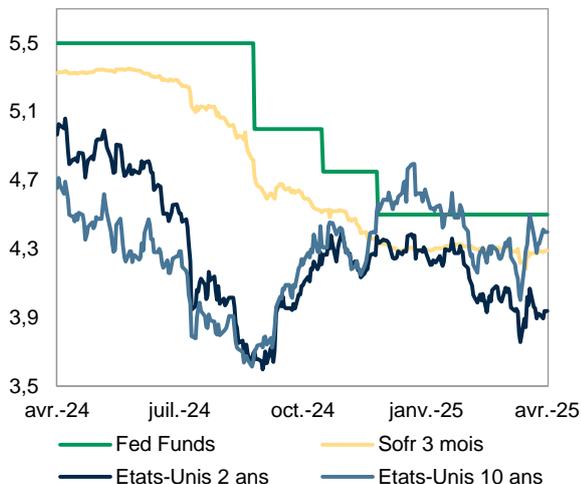
Le Qatar et les Émirats : des racines encore solides

Pour les deux pays, les marges sont encore larges. Suffisantes pour ne pas remettre en cause le contrat social de rente. Les équilibres politiques sont donc solides pour se projeter dans des transitions économiques. Aux Émirats, pour dépasser le modèle de diversification « de *hub* » de Dubaï, la stratégie de se projeter sur des secteurs de pointe (stratégie « *moonshot* ») comporte des risques, mais les moyens pour la financer, notamment à travers une myriade de fonds souverains aux ressources très larges, sont encore loin d'être menacés. Pour le Qatar, l'expansion du champ *North Field* va amplifier sa rente, surtout sur la période 2026-2029, ce qui le met à l'abri pour un temps. Mais le risque est de prendre du retard sur la diversification, ce qui, à terme, pourrait forcer le pays dans une thérapie de choc plus risquée.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

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



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

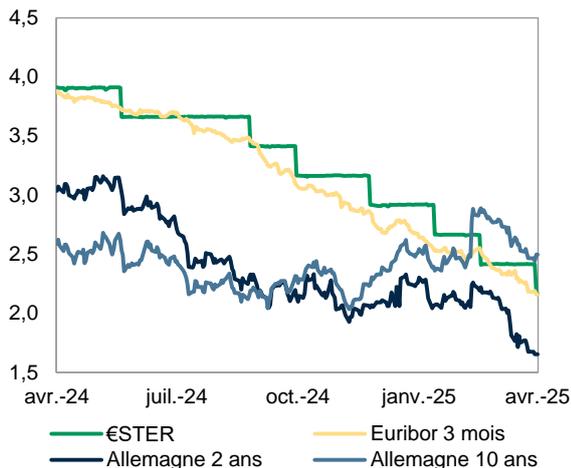
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

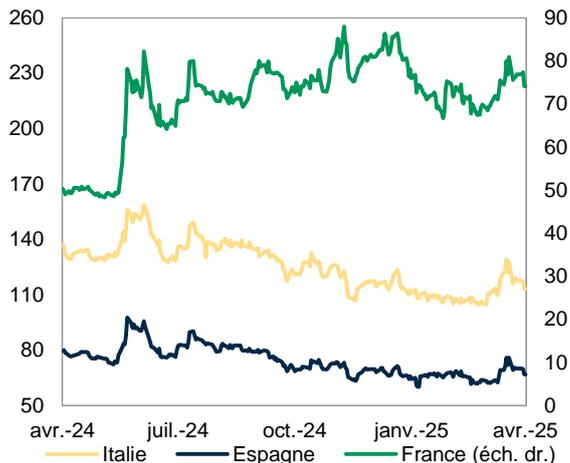
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

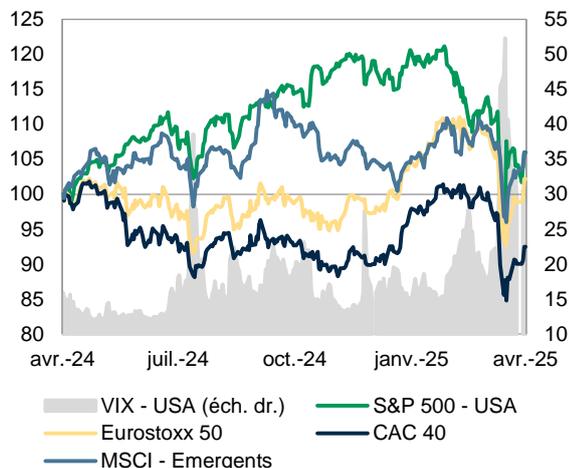
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

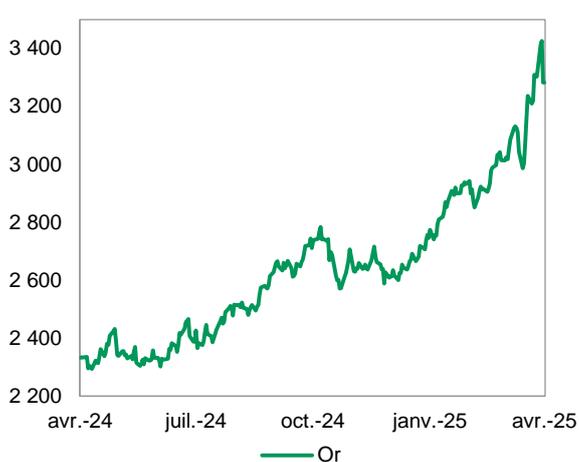
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

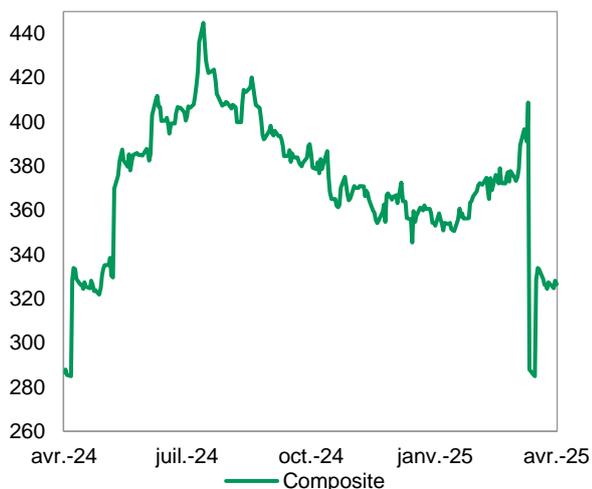
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

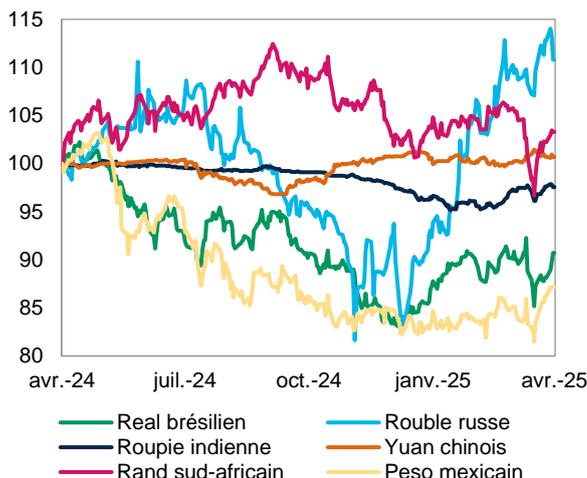
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

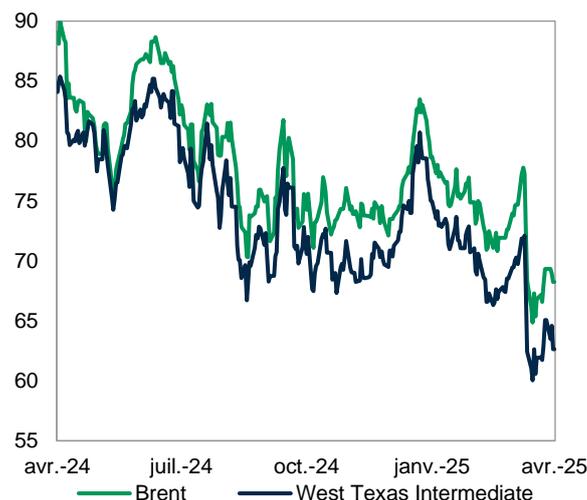
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

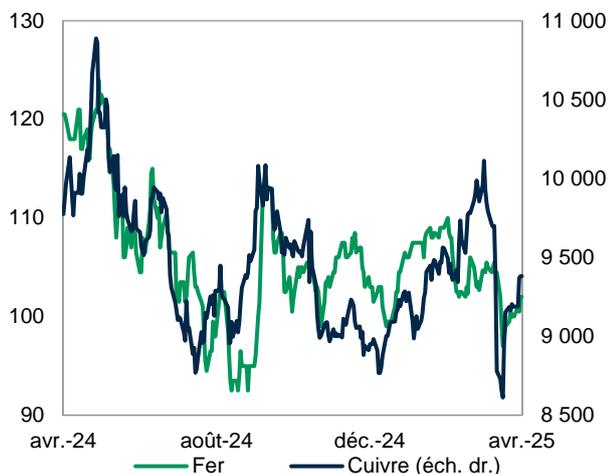
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

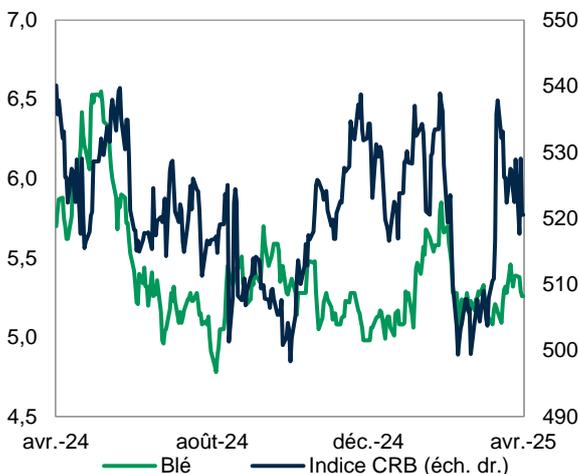
USD/tonne métrique



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 2025-2026 – Avril 2025

[Le temps des paris](#)

Date	Titre	Thème
24/04/2025	Chine : le calme avant la tempête ?	Asie
24/04/2025	Royaume-Uni – Scénario 2025-2026 : droits de douane et incertitude assombrissent les perspectives	Royaume-Uni
23/04/2025	Royaume-Uni – L'inflation a baissé à 2,6% en mars mais un fort rebond est attendu en avril	Royaume-Uni
23/04/2025	Zone euro : les créations comme les défaillances d'entreprises en forte baisse début 2025	Zone euro
23/04/2025	Italie – Scénario 2025-2026 : entre le marteau et l'enclume	Italie
18/04/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
17/04/2025	Fintech Outlook T1 2025 – La tempête au printemps	Banque, fintech
17/04/2025	Corée du Sud : incendies, loi martiale et droits de douane, l'année du Serpent bleu n'a pas démarré sous les meilleurs auspices	Asie
16/04/2025	Espagne – Scénario 2025-2026 : croissance dynamique sous ciel incertain	Europe
16/04/2025	Égypte – De nouveau face à sa pyramide de dette	Afrique et Moyen-Orient
15/04/2025	Bitcoin, les fermes de la discorde	Fintech, IT
14/04/2025	France – Hausse certes, mais légère, de la détention de titres de dette américaine par les Français	France
14/04/2025	Zone euro – Scénario 2025-2026 : entre nouvelles fractures et nouvelles convergences	Zone euro

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 LEBOUGRE (coordination scénario)

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

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.