

Perspectives

Hebdomadaire – N°25/264 – 26 septembre 2025

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Les divisions au sein de la Fed ternissent l'optimisme des marchés	2
☞ France : augmentation de la dette publique au deuxième trimestre, à près de 116% du PIB	4
☞ Espagne : le marché de l'immobilier résidentiel dynamique au T2	5
☞ Chine : derrière « l'involution », des déséquilibres économiques profonds	6
☞ Arabie saoudite : le conte des mille et un indicateurs de la diversification	10

👉 Les divisions au sein de la Fed ternissent l'optimisme des marchés

Après la baisse de ses taux directeurs de 25 points de base (pb) par la Fed la semaine passée, une série de déclarations d'intervenants de la Fed a mis en lumière les divisions au sein du Comité.

L'attention s'est d'abord portée sur le premier discours de Stephen Miran, nommé récemment par D. Trump au conseil des gouverneurs de la Fed, qui a confirmé qu'il était à l'origine du vote favorable à une baisse de taux de 50 points de base lors du FOMC du 16-17 septembre. Lors de son intervention, il a affirmé que les niveaux actuels des taux de la Fed étaient « très restrictifs », et qu'ils devraient se situer autour de 2 à 2,5% contre [4,0-4,25%] aujourd'hui. Sa position repose sur l'idée selon laquelle le taux « neutre » (taux d'intérêt qui n'est ni expansionniste, ni restrictif pour l'économie, et ne génère ni pressions inflationnistes, ni pressions déflationnistes) est actuellement surestimé par la Fed. Selon S. Miran, le taux neutre réel est proche de 0%, très en dessous des estimations des modèles (vers 1,3% pour la Fed). Les politiques économiques de D. Trump semblent au cœur de cette baisse supposée du taux neutre : la politique restrictive en matière d'immigration par exemple serait, selon Stephen Miran, déflationniste, notamment en raison d'un effet supposé négatif sur les prix des loyers (composante affectée d'un poids élevé dans l'indice des prix à la consommation) ; la réforme fiscale (« *One Big Beautiful Bill Act* ») aurait un impact positif sur l'épargne nationale et contribuerait ainsi également à abaisser le taux neutre.

L'analyse de S. Miran est « orthogonale » à celle des économistes, selon laquelle les mesures prises par D. Trump seraient globalement inflationnistes : les droits de douane, car les entreprises importatrices répercuteront ces taxes supplémentaires sur leurs prix de vente, les baisses d'impôts et de taxes, en supposant qu'elles alimentent la demande, la réduction de l'immigration qui, par ses effets de contraction de la main-d'œuvre disponible, est de nature à soutenir les tensions sur le marché du travail et donc les pressions sur les salaires.

Parmi les autres partisans d'une position accommodante, la vice-présidente chargée de la supervision, Michelle Bowman, s'est également clairement exprimée en faveur de baisses de taux plus marquées à court terme. Avertissant d'un « risque sérieux » pour l'emploi, M. Bowman regrette que la Fed n'ait pas réduit ses taux plus tôt. Elle a exprimé son inquiétude quant au risque de prendre du retard et la nécessité d'avoir une approche prospective pour éviter de rester « derrière la courbe ».

A *contrario*, un certain nombre de présidents régionaux de la Fed n'ont pas semblé convaincus par la nécessité pour la Fed de procéder à de

nouvelles baisses, notamment Jeffrey Schmid de Kansas City, Alberto Musalem de St. Louis et Raphael Bostic d'Atlanta.

Quant au président Jerome Powell, il a réitéré les commentaires faits lors de la conférence de presse de la semaine dernière. Il a déclaré qu'il laissait la porte ouverte à une nouvelle baisse des taux le mois prochain, tout en reconnaissant que les droits de douane devraient entraîner des hausses de prix au cours des un à deux ans à venir. Il a insisté sur la nécessité de conserver une approche équilibrée entre les deux volets du mandat de la Fed : soutenir l'emploi et ramener l'inflation durablement à la cible de 2%.

Ces divergences claires d'opinions au sein du FOMC rendent plus incertaine l'ampleur des baisses ultérieures de taux et soulignent l'importance décisive des données économiques à venir pour éclairer les décisions de la Fed. Bien qu'une baisse de taux au mois d'octobre soit toujours considérée comme très probable, les marchés ont légèrement réduit leurs anticipations d'assouplissement, à un peu moins de 40 points de base d'ici la fin de l'année.

Les actions américaines se sont repliées après les gains de la semaine précédente (-0,9% pour le S&P 500, -0,6% pour le Nasdaq 100). Les rendements des titres du Trésor américain ont très légèrement augmenté : le taux à 2 ans a crû de 7 pb au cours de la semaine, à 3,65% ce vendredi, tandis que le rendement à 10 ans a augmenté de 3 pb à 4,16%. Le dollar s'est apprécié contre l'euro. Les perspectives d'assouplissement monétaire ont continué à pousser le cours de l'or vers de nouveaux sommets. Il s'inscrit en hausse de 10% au cours du dernier mois et de plus de 40% depuis le 1^{er} janvier. Le prix du pétrole progresse également, de 4% sur la semaine, à plus de 69 dollars le baril de Brent.

Outre les anticipations de moindre assouplissement monétaire, les tensions sur les taux d'intérêt reflètent également le risque d'arrêt des activités gouvernementales (*shutdown*) le 30 septembre à minuit, date à laquelle l'année budgétaire 2025 se termine. En l'absence d'accord bipartisan sur le budget provisoire 2026, les Républicains proposent de prolonger le budget 2025 jusqu'au 21 novembre. En revanche, aucun progrès en matière de négociations avec le parti démocrate n'a été réalisé cette semaine : à ce stade, les deux parties ne semblent même pas dialoguer, le président Trump ayant annulé une réunion avec le Parti démocrate du Congrès prévue pour cette semaine. Dans ce contexte, un *shutdown* semble de plus en plus probable (Polymarket estime maintenant les chances à environ deux sur trois).

Du côté des données économiques, cette semaine ont été publiés les indices PMI flash de septembre. Aux États-Unis, en ligne avec les anticipations, les indices se sont repliés légèrement, tout en se maintenant à des niveaux relativement élevés et toujours en territoire d'expansion de l'activité. Cela est cohérent avec notre analyse selon laquelle l'économie américaine a bel et bien ralenti, sans connaître d'effondrement brutal.

En zone euro, le PMI composite flash du mois de septembre s'est raffermi, contrairement aux anticipations, à 51,2 points, son niveau le plus élevé depuis mai 2024. Il indique toutefois une croissance modeste de l'activité, les détails faisant état d'une évolution très hétérogène entre secteur manufacturier et secteur des services, ainsi qu'entre la France et l'Allemagne. L'amélioration de l'indice composite de la zone euro est largement portée par une forte activité dans les services, notamment en Allemagne. Les anticipations y sont toutefois pessimistes en raison de nouvelles commandes toujours en repli et également de l'emploi qui s'enfonce davantage en territoire de contraction. En Allemagne, à la différence des services, l'industrie continue de se replier et les perspectives se dégradent, avec un indice PMI en territoire de contraction depuis juin 2022. Les

nouvelles commandes chutent, la baisse de l'emploi s'accélère, les prix continuent de baisser. Le secteur manufacturier semble subir les vents contraires conjugués des tarifs douaniers et des effets différés de l'appréciation de l'euro. L'indice PMI composite français a baissé de 1,4 point à 48,4 points, le niveau le plus bas depuis avril. Néanmoins, l'indicateur de climat des affaires de l'Insee, plus fiable et plus suivi, est resté stable en septembre, légèrement sous sa moyenne de long terme et à un niveau compatible avec une croissance modérée. Dans la dernière enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France (plus fiable également), les anticipations des chefs d'entreprises pour septembre sont, en outre, plus alignées avec le diagnostic de l'Insee que celui des PMI.

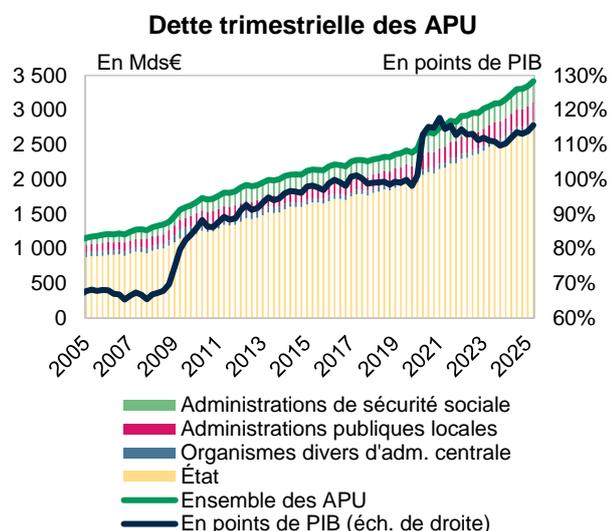
À noter que Morningstar DBRS (agence de notation canadienne) a dégradé vendredi dernier la note de la France de « AA (high) » à « AA », un niveau supérieur à celui des autres agences de *rating*. Également vendredi, Fitch a relevé la note de l'Italie de BBB à BBB+. Les primes de risques des deux pays ont augmenté très modestement sur la semaine. Sans tendance ces derniers jours, le CAC 40 termine la semaine globalement stable.

Zone euro

France : augmentation de la dette publique au deuxième trimestre, à près de 116% du PIB

L'Insee a publié ce jeudi 25 septembre la dette trimestrielle au sens du traité de Maastricht des administrations publiques (APU) à la fin du deuxième trimestre 2025. Celle-ci augmente ainsi de 70,9 Mds€ par rapport au premier trimestre, à 3 416,3 Mds€, soit 115,6%¹ du PIB (après 113,9%).

Au sein des APU, c'est l'État qui explique l'essentiel de cette hausse, avec une contribution à l'évolution de la dette publique de 64,3 Mds€ ce trimestre. Viennent ensuite les administrations de sécurité sociale (Asso), qui y contribuent à hauteur de 7,8 Mds€. À l'inverse, la dette des organismes divers d'administration centrale (Odac) diminue de 1 Md€, et celle des administrations publiques locales (APUL) est quasi stable (-0,1 Md€).



Derniers points : T2 2025

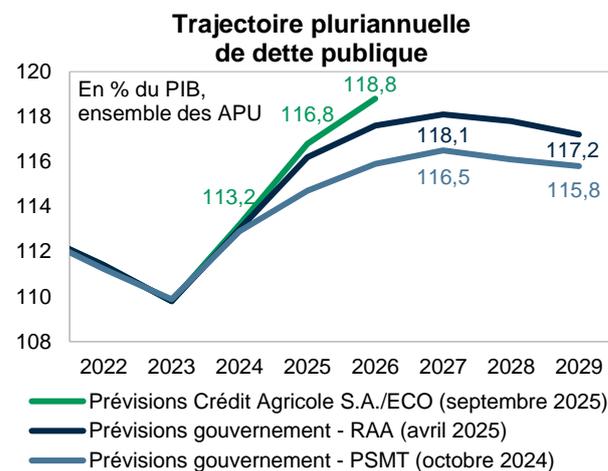
Sources : Insee, Crédit Agricole S.A./ECO

Il est toutefois judicieux de mettre en balance la dette publique (brute), qui représente certains passifs, avec les actifs financiers correspondants détenus par les APU. En effet, la trésorerie des APU augmente ce trimestre (+16,2 Mds€, surtout l'État et les Asso), si bien que leur dette nette² augmente moins que leur dette brute (+55,5 Mds€). Elle s'établit ainsi à 3 171,5 Mds€, soit 107,3% du PIB (après 106,1% du PIB à la fin du premier trimestre).

Les APU détiennent également d'autres types d'actifs financiers liquides qui n'entrent pas dans le

périmètre de la dette publique nette, dont la valeur est plus volatile (très dépendante de l'évolution des marchés boursiers). Il s'agit d'actions d'entreprises cotées et de titres d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). Ces placements augmentent de 4,9 Mds€ en valeur au deuxième trimestre 2025 (du fait de l'État et des Odac), à 298,4 Mds€.

Pour rappel, le gouvernement Barnier s'était engagé sur une trajectoire de réduction du déficit public sous les 3% du PIB à horizon 2029 dans le plan budgétaire et structurel à moyen terme (PSMT) envoyé à la Commission européenne l'an dernier. Cette trajectoire a depuis (déjà) été révisée par le gouvernement Bayrou, avec une prévision de déficit public prévu pour 2025 plus élevée dans le rapport d'avancement annuel (RAA) d'avril dernier, mais l'objectif du passage du déficit public sous les 3% du PIB en 2029 a été conservé. Cette trajectoire, qui paraît aujourd'hui très optimiste, aboutissait à un ratio de dette publique en hausse jusqu'en 2027, à plus de 118% du PIB, avant de décroître légèrement. Les derniers développements politiques, avec la nécessaire révision à la hausse du déficit public prévu pour 2026, se traduiront par un allongement du délai de réduction du déficit public sous les 3% du PIB. La stabilisation du ratio de dette sera ainsi plus lointaine, et celui-ci atteindra un niveau sensiblement plus élevé que prévu dans le RAA.



Derniers points observés : 2024

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

¹ Il s'agit d'une approximation. En effet, pour calculer la dette publique en points de PIB en fin d'année, c'est le PIB annuel en données brutes (non corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables) qui est utilisé. Or, cette mesure n'existe pas en cours d'année, c'est donc le cumul du PIB

trimestriel CVS-CJO sur les quatre derniers trimestres connus qui est utilisé.

² La dette nette est obtenue en retranchant les dépôts (trésorerie), les crédits, et les titres de créances négociables que les APU détiennent sur les autres acteurs.

☑ Notre opinion – La publication de la dette publique du deuxième trimestre ramène à la réalité de la dégradation de nos finances publiques, dans un contexte de calendrier très serré pour le nouveau Premier ministre Sébastien Lecornu pour présenter un projet de loi de finances qui pourrait être promulgué avant la fin de l'année. Il reste à savoir si les décideurs politiques l'entendront, alors que le débat semble s'être cristallisé sur certaines mesures, comme la taxation du patrimoine des plus riches ou l'âge de départ à la retraite, et qu'un compromis politique avec le parti socialiste semble difficile à trouver. Le texte doit en effet être transmis à l'Assemblée au plus tard le 13 octobre.

Nul doute que la promesse faite à la Commission européenne de ramener le déficit public à 4,6% du PIB l'an prochain ne sera pas tenue, mais il s'agirait à minima d'échapper à un nouveau dérapage incontrôlé du déficit public. Les dépenses publiques ont en effet tendance à augmenter plus vite que les recettes, en lien notamment avec la hausse des dépenses de retraite et de santé, ainsi que de la charge de la dette ; la nécessité d'augmenter nos dépenses en défense est, en outre, désormais consensuelle. En somme, rien ne sert de reculer pour mieux sauter, comme nous avons collectivement pu le faire, déjà, depuis trop longtemps (le dernier excédent budgétaire remonte à 1974...).

Espagne : le marché de l'immobilier résidentiel dynamique au T2

Au deuxième trimestre 2025, le marché immobilier espagnol a poursuivi sa trajectoire de forte expansion, confirmant le déséquilibre persistant entre offre et demande. Le prix moyen du logement a progressé de 3,1% en rythme trimestriel, après +3,0% au T4 2024 et +3,1% au T1 2025, portant la hausse sur un an à 10,4% (après 9,0% au trimestre précédent). La bonne performance est géographiquement étendue : 60% des municipalités de plus de 25 000 habitants enregistrent des hausses supérieures à 10% sur un an, contre 52% au trimestre précédent, et seule 1,3% affiche des baisses de prix.

La dynamique régionale met néanmoins en lumière des disparités significatives. Les tensions sur les prix sont les plus marquées à Madrid, en Cantabrie, dans la Communauté valencienne, aux Baléares et dans les Asturies, avec des progressions comprises entre 12,7% et 13,8%. À l'inverse, les hausses sont beaucoup plus contenues en Estrémadure (+2,4%), en Navarre (+6,3%) et au Pays basque (+6,6%). Le phénomène touche aussi bien les zones touristiques (+13,7% a/a) que les non touristiques (+11,7%), ce qui traduit une diffusion de la hausse au-delà des marchés traditionnellement les plus

tendus. Cette homogénéisation de la croissance des prix suggère que la demande excède l'offre, quel que soit le segment géographique ou fonctionnel.

Côté demande, l'activité reste particulièrement robuste. Les transactions ont bondi de 19,7% sur un an au premier semestre, dépassant les 700 000 opérations sur douze mois. La vigueur des achats est alimentée par la progression du revenu brut disponible des ménages, soutenue par la création d'emplois et la hausse des salaires réels, mais aussi par la demande étrangère (14,4% des transactions, soit 99 500 opérations, +18% sur un an) et les flux migratoires. Les ventes de logements neufs affichent une croissance particulièrement marquée (+31%), augmentant leur part à 22% du total après 21% en 2024. Le financement suit la même tendance : 473 800 nouvelles hypothèques ont été enregistrées sur douze mois (+22,7% a/a), portant le ratio hypothèques/transactions à 68% (contre 66,3% en 2024). Ces indicateurs confirment que la pression sur les prix résulte moins d'une bulle spéculative que d'une demande structurellement vigoureuse face à une offre rigide.

☑ Notre opinion – Du côté de l'offre, quelques signaux de reprise commencent à apparaître, mais ils restent largement insuffisants pour contenir les tensions du marché. Entre janvier et mai 2025, les permis de construire ont progressé de 13,3 % par rapport à la même période de l'année dernière, atteignant 132 .000 unités en cumul annuel, un niveau encore très éloigné des besoins structurels. Dans le même temps, la démographie continue d'exercer une pression soutenue : 206 000 nouveaux ménages ont été créés sur les douze derniers mois selon l'INE, tandis que la population espagnole croît à un rythme de 1,0 % par an, dépassant 49,3 millions d'habitants au T2 2025 (+508 000 personnes, essentiellement liées aux flux migratoires). En d'autres termes, l'écart entre une offre qui peine à accélérer et une demande alimentée par la croissance démographique, la solidité du revenu et l'attrait des acheteurs étrangers demeure le facteur central expliquant l'essor des prix. Dans ce contexte, et malgré un certain rééquilibrage attendu à moyen terme, les tensions haussières devraient rester une caractéristique clé du marché immobilier espagnol au cours des prochains trimestres.

Pays émergents

Asie

Chine : derrière « l'involution », des déséquilibres économiques profonds

Un nouveau terme s'est imposé dans le lexique économique chinois, celui d'*involution*. Ce mot désigne un contexte économique de croissance sans évolution.

Pour reprendre la métaphore proposée par la Deutsche Bank³, imaginez un théâtre rempli dans lequel tout le monde est assis, jusqu'à ce qu'une personne se lève pour mieux voir, forçant rapidement l'intégralité de la salle à en faire de même. À la fin, tous les spectateurs sont de nouveau égaux, mais debout.

Dans le cas chinois, cela prend la forme d'une concurrence intense entraînant des rendements décroissants pour tous les participants. En théorie des jeux, cela signifierait que les acteurs d'un secteur choisissent d'augmenter leurs efforts sans apport de gains supplémentaires. En revanche, s'ils ne le font pas, ils sont exclus de la compétition. Une sorte de sous-optimum de Pareto⁴ dans lequel l'équilibre est atteint, mais à l'aide de moyens disproportionnés.

En Chine, la manifestation la plus visible de l'involution est le climat de guerre des prix dans laquelle se sont lancées les entreprises, provoquant un épisode déflationniste inédit par sa longueur. Le président chinois Xi Jinping a appelé à freiner cette compétition « désordonnée » qui pèse sur l'économie. Mais ses racines sont profondes, et révélatrices de problèmes structurels auxquels l'économie chinoise ne trouve pas de solution.

De la concurrence exacerbée entre les entreprises d'un secteur, à l'œuvre depuis 2020. Alors que le Covid perturbe fortement l'économie chinoise, les autorités choisissent – comme souvent – une relance par l'offre. Or, le secteur de la construction est déjà sous pression : au printemps 2020, les autorités ont publié les fameuses « lignes rouges » qui empêchent une grande partie des promoteurs de lever de la dette pour financer de nouveaux projets ou rembourser la précédente. Dans le même temps, Pékin lance le mouvement de « circulation duale », qui vise à développer un peu plus l'appareil de production chinois, notamment dans les « nouvelles forces productives » identifiées dans le plan quinquennal : voitures électriques, batteries et panneaux solaires.

En résumé, il y a donc une conjonction de trois facteurs : des fonds publics disponibles, une réorientation de la relance de l'investissement du traditionnel secteur de la construction vers le manufacturier et l'émergence de nouveaux secteurs liés à la transition, dont la production aura vocation à être en partie exportée, afin de conquérir de nouveaux segments de marché.

L'émergence d'acteurs est également facilitée par la suppression de certaines barrières à l'entrée sur le marché, en particulier dans l'automobile, et par l'implication des gouvernements locaux. Il est clair que les « nouvelles forces productives » seront portées par des entreprises privées, même si l'État ne sera jamais très loin.

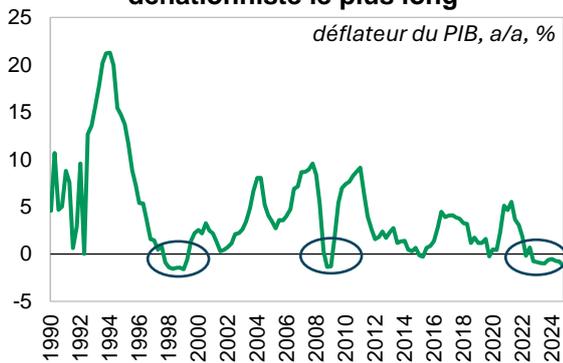
Sur le papier, les intentions sont louables : la Chine cherche à développer de nouveaux secteurs, et l'État accompagne ce mouvement en fournissant des liquidités et des subventions. Les règles du jeu sont simplifiées pour laisser plus de place à la concurrence naturelle et favoriser le développement de nouvelles entreprises. Toutefois, le climat actuel montre que cette politique n'a finalement pas eu les résultats escomptés.

Ce qui n'a pas fonctionné

Le soutien aux nouveaux secteurs s'est ainsi mué en une concurrence féroce entre les acteurs, provoquant des surcapacités de production, une guerre des prix et donc une baisse de la rentabilité des entreprises.

sont dans une situation telle qu'il est impossible d'améliorer le sort de l'un d'entre eux sans réduire la satisfaction d'un autre.

La Chine connaît son épisode déflationniste le plus long



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

D'où vient l'involution ?

³ dbresearch.com/PROD/RI-PROD/PDFVIEWER.calias?pdfViewerPdfUrl=PROD0000000000603307

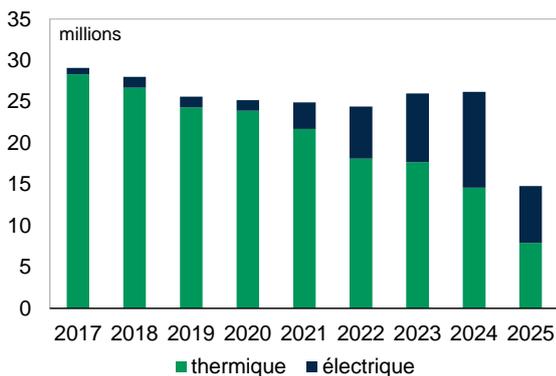
⁴ Un optimum de Pareto est une allocation des ressources sans alternative, dans laquelle tous les agents économiques

L'involution résulte de deux phénomènes concomitants : une surabondance de l'offre et une faiblesse de la demande domestique.

Côté offre, d'abord, le pilotage à un niveau plus local et la mise à disposition de subventions étatiques a instauré un climat de compétition entre provinces, voire entre villes-préfectures (une division administrative chinoise correspondant à un centre urbain entouré de zones rurales) pour faire émerger puis soutenir un champion, d'où une duplication des projets dans des secteurs similaires et une rapide saturation du marché.

Les gouvernements locaux ont offert des terrains, des exemptions de taxes, voire ont pris des participations directes dans certaines entreprises. Ces mêmes entreprises ont contribué à leur faire atteindre leurs objectifs en termes de PIB, emplois et recettes fiscales, alors même qu'elles n'étaient pas suffisamment productives. Or, la législation chinoise en matière de faillites est encore balbutiante et peu efficace. Pour un fournisseur ou un créancier, il est ainsi difficile d'engager des procédures pour récupérer des actifs, même si la contrepartie a déjà fait défaut.

Chine : ventes de véhicules neufs



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

Un double mouvement s'est donc enclenché : d'un côté, des barrières non pas à l'entrée mais à la sortie du marché pour les entreprises, mal encadrées juridiquement. De l'autre, des gouvernements locaux qui ont eu tendance à protéger leur champion, malgré ses difficultés, pour que leurs performances globales ne soient pas affectées et atteindre leurs objectifs de croissance. Tout cela a donc réduit le mouvement de fusion-acquisition et de consolidation qui aurait normalement dû s'opérer dans un secteur en surcapacités.

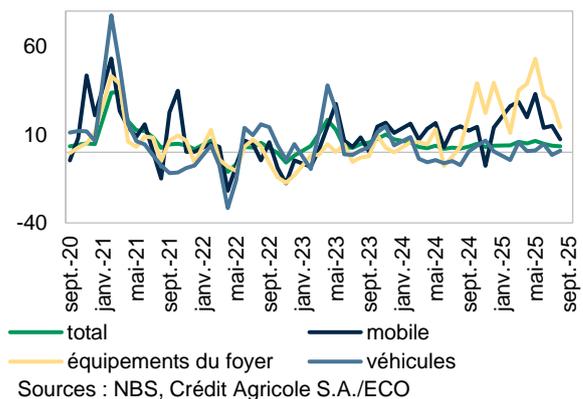
Résultat, les entreprises se sont livrées à une intense guerre des prix, avec le risque de toutes s'affaiblir. Le cas du secteur automobile est peut-être le plus symptomatique du phénomène d'involution. Entre 2017 et 2024, les profits des constructeurs ont baissé de 33%, alors que les

ventes augmentaient de 21% sur la même période. La marge bénéficiaire nette a également chuté, passant de 8% à 4,3%.

Deuxième face de la médaille, la faiblesse de la demande domestique. La Chine traverse depuis 2020 une crise de confiance des ménages. Ces derniers ont été percutés par le Covid-19 puis la crise immobilière. Le marché de l'emploi est devenu plus incertain, notamment pour les jeunes diplômés, et les Chinois ont arbitré plus massivement encore en faveur d'une épargne de précaution. L'absence de réel système de protection sociale, le conditionnement d'un accès aux services publics à la détention d'un permis de résidence (*hukou*) sont autant de blocages à la hausse de la propension à consommer. La baisse des prix et l'effondrement des transactions dans le marché immobilier, qui servait de placement pour la plupart des ménages chinois, ont achevé d'inciter les ménages à surveiller leurs dépenses.

L'État a réagi, mais tardivement et insuffisamment. Les autorités ont lancé un vaste programme de subventions sur des biens de consommation (appareils électroniques, électroménager, véhicules électriques). Ces subventions ont artificiellement soutenu les chiffres des ventes au détail, notamment durant le deuxième trimestre 2025. Mais leurs effets s'essouffent déjà – il faudra bien plus que le phénomène mondial Labubu pour relancer la fièvre acheteuse des Chinois⁵: le rythme de progression des ventes au détail est de nouveau inférieur à celui de la croissance. Les catégories les plus touchées sont justement celles qui bénéficiaient des programmes de subventions, notamment les équipements du foyer et les téléphones portables.

Chine: l'effet des subventions sur les ventes au détail



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

Comment lutter contre l'involution ?

Ce n'est pas la première fois que la Chine fait face à un épisode d'involution. Cela s'était déjà produit à la fin des années 1990, au moment de l'ouverture chinoise, quand il avait fallu gérer les grandes

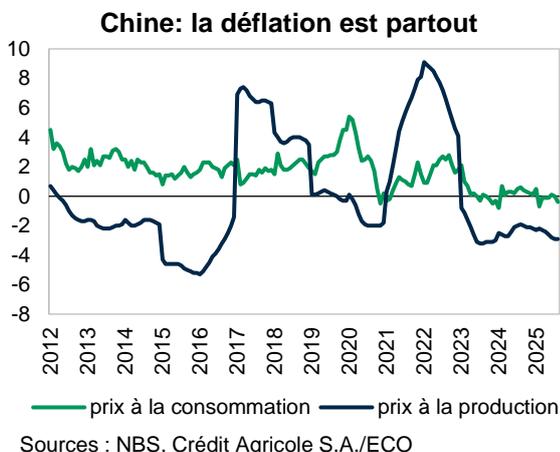
⁵ [Labubu: the tiny elf doll driving China's most valuable toy company](#)

entreprises publiques inefficaces, incompatibles avec les évolutions de l'économie, puis en 2015-2016 dans le secteur de l'acier et du ciment. À chaque fois, les autorités étaient intervenues et avaient consenti à une baisse de la production dans les secteurs, malgré les pertes d'emplois qui en découlaient.

Cette fois-ci pourtant, la situation est différente. D'abord, parce que les capacités de production ont été installées très récemment, qu'il s'agisse des panneaux solaires ou des usines de voitures électriques. Elles sont donc loin d'être amorties, d'autant qu'elles ont nécessité un investissement en capital important, notamment dans les phases de recherche et développement. En 2015, les secteurs concernés étaient des industries plus vieillissantes, et en amont de la plupart des chaînes de valeur.

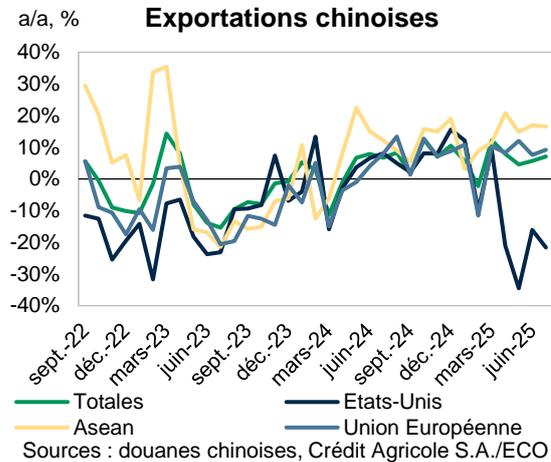
Ensuite, parce que ces capacités de production sont en grande majorité privées, contrairement aux exemples précédents : les entreprises privées détiennent ainsi 95% du marché du solaire et des batteries et 65% de celui des véhicules électriques, contre 35% de celui de l'acier et 50% de celui du ciment. Si l'État chinois reste très interventionniste, il ne peut pas non plus s'interférer dans les affaires du secteur privé, d'autant que, encore une fois, l'absence d'encadrement clair sur la faillite gêne son action.

La phase de déflation que connaît actuellement la Chine est aussi bien plus profonde que celle de 2015 : le déflateur du PIB est en contraction depuis neuf trimestres consécutifs, contre deux en 2015, l'inflation moyenne est de -0,1% depuis le début de l'année contre 1,5% en 2015. En fait, c'est la première fois que les prix à la production et à la consommation sont si bas, si longtemps, et de manière concomitante. L'indice des prix à la production est en contraction depuis janvier 2023, celui des prix à la consommation n'a pas dépassé les 1% de variation annuelle depuis février 2024.



En 2016, la Chine avait également été aidée par la reprise du commerce international. Cette fois-ci, le cycle semble moins porteur.

Les tensions commerciales se sont multipliées. Les exportations vers les États-Unis se sont déjà très fortement contractées. Elles ont pour l'instant été compensées grâce au contournement (*via* les pays de l'Asean et le Mexique notamment) et par de nouveaux débouchés, en particulier dans l'Union européenne, qui cherche déjà des solutions pour endiguer ces flux de marchandises qui risquent d'affaiblir un peu plus son tissu industriel.



Afin d'éviter que l'involution ne contamine de nouveaux secteurs, les autorités chinoises favorisent donc une approche plurielle et utilisent plusieurs leviers :

- cadre légal : amendements à la loi contre la concurrence déloyale en renforçant l'interdiction de vendre à perte et en empêchant les entreprises de plus grande taille de faire preuve d'abus de position dominante.
- auto-discipline : *via* les associations des secteurs concernés afin d'organiser une baisse concertée et volontaire de la production ou une réduction des délais de paiement des fournisseurs, afin que la règle des soixante jours devienne la norme et soit reprise partout.
- droit du travail : application du droit du travail, baisse du temps de travail, plafonnement des heures supplémentaires, encouragements à prendre ses congés.

Ces mesures, associées au changement de ton des autorités jusqu'au plus haut niveau, peuvent avoir un effet incitatif. Mais les secteurs concernés ne pourront pas éviter un vrai effort d'ajustement des capacités de production. Cela nécessite un changement de paradigme profond dans la manière dont la politique économique est conduite : acceptation de cibles de croissance moins élevées, et identification de moteurs de la croissance qui ne soient pas uniquement dans le manufacturier ou les infrastructures. Dans tous les cas, il faudra jouer sur les deux tableaux : diminuer l'offre et augmenter la demande, afin de rééquilibrer un système de plus en plus malade de ses excès.

☑ **Notre opinion** – *La réapparition de l'involution n'est pas surprenante, elle traduit les préférences d'une économie chinoise centrée sur le soutien à l'offre et à l'investissement, obsédée par les rendements et l'atteinte des objectifs fixés dans les multiples déclinaisons sectorielles et locales des plans quinquennaux. Il faut évidemment reconnaître une part de succès : la Chine domine sans partage les secteurs des batteries, des panneaux solaires et des véhicules électriques et a donc gagné une partie de son pari. L'autre moitié reste beaucoup plus incertaine.*

La puissance planificatrice souffre de ses excès : l'existence de cibles de croissance, la mise en concurrence à tous les niveaux administratifs pour obtenir des subventions, l'exigence de résultats ont poussé les gouvernements locaux, en lien avec les entreprises, à laisser en place des capacités de production excédentaires. L'absence de mécanisme de sortie du marché, un concept incompatible avec l'économie administrée, fausse également sa régulation. L'involution et la déflation qui en découle sont le résultat de ces déséquilibres profonds, qui rappellent les racines du modèle chinois. S'en défaire nécessiterait un changement de paradigme complet, notamment sur la manière dont les objectifs – quantitatifs – sont fixés. La présentation du prochain plan quinquennal, lors des sessions parlementaires de mars 2026, sera un premier test pour savoir si la préoccupation affichée par les dirigeants se traduit concrètement dans leur politique économique.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Arabie saoudite : le conte des mille et un indicateurs de la diversification

Depuis 2016 et le lancement de la Vision 2030, mais peut-être davantage depuis 2021 et l'après-Covid, il est captivant de suivre les transformations qui s'opèrent en Arabie saoudite, mais aussi de les mesurer face aux grandes promesses déclinées en slogans marketing. « *A vibrant society* »⁶, c'est le **pari d'une révolution sociétale, d'un bouleversement des rapports sociaux dans l'espace public** : art de vivre, amusement, loisir, interactions sociales, rôle des femmes – ou plus ambitieux : épanouissement personnel, bonheur. « *A thriving economy* », c'est le **défi d'une transformation économique profonde qui défait les schémas de la rente et mise sur la diversification du tissu économique pour réduire la dépendance au pétrole**. « *An ambitious nation* », c'est le **chantier de construction du narratif de la nation** : la définition de valeurs et traditions communes, la mise en valeur de racines historiques profondes.

Tout cela n'est pas un programme FMI, un pack de réformes, l'Arabie saoudite a choisi la révolution. C'est une mutation institutionnelle profonde. **Tout cela se pense et évolue en système multidimensionnel, dont les piliers sont intimement connectés et interdépendants**. Tout cela redéfinit les rapports de l'État et de sa population, leurs attentes et leurs dynamiques d'interaction⁷. En particulier, car malgré une impulsion très centralisée au sommet de la pyramide du pouvoir, une Vision littéralement incarnée par le prince héritier MBS, la population est l'acteur principal de cette transformation. Il faut donc l'embarquer.

Mais, depuis le lancement de la Vision, l'analyse du phénomène est gênée par un brouillard certain autour de cet ovni du risque pays. Bien sûr, d'autres pays ont fait l'expérience d'une transition de modèle, mais chaque expérience est unique. Alors à court-moyen terme, comment mesure-t-on son succès ? **Il semble que plus on nous livre d'indicateurs de suivi, et plus le brouillard s'intensifie** – faut-il en faire la somme, la moyenne ? Quels sont ceux qui importent vraiment ? Cependant, **la Vision semble désormais arriver à un tournant, qui est intéressant à observer, car il testera probablement la robustesse de l'élan. Un tournant car les prix du pétrole baissent, car les giga-projets déçoivent, car l'investissement est « rationalisé », car l'agitation géopolitique**

régionale embarque le Golfe malgré lui. Et ce, même si, déjà, beaucoup de transformations ont eu lieu : la libéralisation sociétale, l'accès au divertissement, le travail des femmes, l'accès à la propriété, la baisse du chômage. **Mais, sur le plan de la transformation économique, qu'en est-il de la diversification ?** Que peut-on en dire à ce stade ? En tout cas, comme souvent, **l'analyse trop rapide d'indicateurs standardisés, mais religieusement adoptés comme instruments de mesure, crée des phénomènes de trompe-l'œil**.

Quand les indicateurs n'indiquent pas grand-chose...

L'histoire autour de la diversification économique est souvent simplifiée. L'indicateur ultime mis en avant pour la mesurer est le fameux « PIB hors pétrole » : on dissèque le PIB sectoriellement et on isole, comme un système indépendant, tout ce qui est produit en dehors du secteur pétrolier. **Grâce à cette mesure, on peut décrire le fort dynamisme de la croissance hors pétrole depuis la période post-covid et en déduire que la diversification est en cours**. Cela valide le succès de la Vision.

Seulement, dans la pratique, cette analyse est trompeuse car elle utilise deux raccourcis.

D'abord, la dépendance de l'économie au pétrole ne se mesure pas seulement par son PIB issu du secteur pétrolier, car en réalité les revenus pétroliers irriguent le reste de l'économie et créent un boom de demande interne qui stimule les dépenses publiques et l'investissement public, et la consommation privée. L'économie « hors pétrole » est donc extrêmement corrélée aux cycles pétroliers⁸. Or, la période *post-covid*, et surtout l'année 2022, correspond à une période de prix de pétrole haut.

Ensuite, depuis 2021, le pays déploie des investissements massifs – à travers le budget, son fonds souverain, les entreprises publiques – dans la diversification. Et cela stimule la croissance hors pétrole (il suffit de compter le nombre de grues à Riyad !). **Le raccourci est donc de conclure qu'un potentiel économique indépendant du pétrole est construit, quand précisément, il n'est qu'en construction**, et qu'en attendant, la croissance « hors pétrole » est surtout surstimulée par l'investissement, qui dépend des revenus du pétrole⁹.

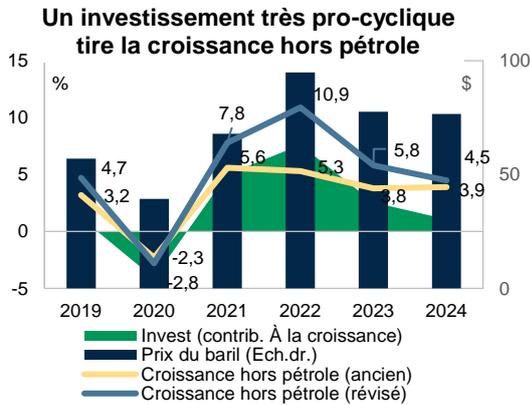
⁶ Il s'agit des piliers officiels de la Vision, organisés en trois grands slogans.

⁷ « [Arabie saoudite – Au travail !](#) », Crédit Agricole S.A./ECO, novembre 2024

⁸ « [Moyen-Orient – Les États du Golfe ont-ils la bonne stratégie pour « l'après-pétrole »](#) » Crédit Agricole S.A./ECO, novembre 2024

⁹ Cela se traduit par un *output gap* positif – une production au-dessus du potentiel.

Dernière complication, le gouvernement vient de revoir sa méthode statistique pour mesurer le PIB. En plus d'un changement d'année de référence – un rebasage, la nouvelle méthodologie démultiplie aussi la granularité des industries comptabilisées. **Nous sommes alors humblement obligés d'accepter une nouvelle réalité statistique, validée par le FMI, qui se trouve être encore plus favorable au narratif de diversification de la Vision.**



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, GSTAT, FMI, EIU

Alors, si la croissance hors pétrole n'est pas nécessairement le bon indicateur, que peut-on observer ?

Construire l'infrastructure de la diversification

Lorsque l'on prend du recul, il est en fait évident que la construction d'une base économique encore non existante ne peut pas être un gain de court terme. Pourtant, il faut reconnaître que depuis le lancement de la Vision, et la prise de conscience de la nécessité de diversifier l'économie, l'élan pour accélérer ce chantier est fort.

D'abord, la volonté politique est indéniable : la Vision a défini, de manière claire, et lisible pour l'ensemble des acteurs, les priorités du Royaume. C'est le moment de l'économie. Cela veut dire que tous les moyens sont concentrés dans des objectifs communs. Cela permet de débloquent simultanément l'ensemble des ressources de l'économie – celles du budget, du

fonds souverain, des grandes entreprises publiques, des banques – au profit de la Vision. Ce sont donc des moyens colossaux déployés en un temps record, et les chantiers lancés sont spectaculaires.

Ensuite, les autorités ont bien compris que la construction de cette économie hors pétrole ne se résumera pas seulement à faire sortir de terre des infrastructures physiques. Plus particulièrement, deux axes de réformes sont essentiels : celui du développement de la main-d'œuvre, et celui de l'investissement étranger. En ce qui concerne la main-d'œuvre, il faut nécessairement la réaligner avec les besoins nouveaux des segments économiques qu'on cherche à développer. Pour l'investissement étranger, il est indispensable pour deux raisons¹⁰ : d'abord, le rythme imposé par la Vision crée un risque de surchauffe de l'économie, il est donc nécessaire de développer l'investissement étranger comme poche de ressource de financement extérieure stable et de long terme. Ensuite, une fois les investissements de la Vision déployés, il faudra que le secteur privé prenne le relai du secteur public et pour cela, il doit être attractif aussi bien pour les investisseurs locaux qu'étrangers, pour maintenir la contribution de l'investissement à la croissance et développer celle de l'innovation (la productivité totale des facteurs).

Où en sommes-nous vraiment ?

Dans son dernier article IV¹¹ – la revue annuelle de l'économie saoudienne, le FMI dresse certains éléments concrets de bilan.

Au-delà des investissements déployés dans la Vision, les autorités ont également entrepris d'importantes réformes de la régulation des affaires, de la gouvernance, du travail, des marchés de capitaux, réduisant l'écart avec les marchés émergents les plus performants en la matière. De nombreuses nouvelles lois et réglementations renforcent ainsi la sécurité contractuelle pour les investisseurs.

¹⁰ «Moyen-Orient – Viens à la maison ! La course aux IDE dans le Golfe » Crédit Agricole S.A./ECO, avril 2025

¹¹ Saudi Arabia, 2025 Article IV Consultation – Press Release and Staff Report, FMI, août 2025

Principales réformes visant l'amélioration de la régulation en 2024-2025

Réforme du code de l'investissement	En vigueur depuis février 2025, il assure un traitement équitable des investisseurs nationaux et étrangers en termes de droits et d'obligations, Renforce la protection des investisseurs et offre davantage d'options de règlement des différends.
Nouvelle loi sur l'enregistrement commercial	En vigueur depuis mai 2025, elle établit un système national d'enregistrement unifié, s'appuyant sur une base de données électronique, afin de simplifier l'enregistrement des entreprises.
Modifications du droit du travail	Adoptées en février 2025, les lois favorisent l'égalité de traitement des salariés, augmentent la flexibilité de la rupture des contrats de travail et prolongent le congé de maternité.
Nouveaux statuts de Nazaha	En vigueur depuis novembre 2024, ils permettent le licenciement immédiat d'employés gouvernementaux reconnus coupables de corruption, établissent des procédures formelles pour leurs poursuites, et renforcent les pouvoirs d'enquête et de poursuite de Nazaha (l'autorité en charge).
Nouvelles règles de propriété effective	En vigueur depuis avril 2025, elles définissent le bénéficiaire effectif ultime et clarifient les obligations des entreprises.

Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, FMI Article IV 2025

Pourtant, **les effets sont encore peu visibles en matière de flux d'IDE**. Autour de 1,6% du PIB, ils restent bien en dessous de l'objectif initial de 5,7% du PIB d'ici 2030. C'est d'ailleurs l'un des indicateurs de la Vision les plus en retard sur ses objectifs. En réalité, il faudra plus de temps pour récolter les fruits de ces chantiers réglementaires, déjà car il faudra désormais que leur application soit testée dans la pratique. L'incertitude n'est donc pas levée à ce stade. Par ailleurs, le FMI souligne qu'il existe une certaine inertie dans la perception de l'environnement des affaires par les investisseurs. Enfin, la segmentation structurelle entre Saoudiens et non-Saoudiens sur le marché du travail reste forte¹². **Les gains en termes de matérialisation des IDEs ne seront donc pas immédiats, et cela retardera d'autant la diversification effective de l'économie, car ceux-ci sont essentiels à la montée en gamme de l'économie, de la progression de la productivité et de l'innovation.** Alors, si le train est en marche, il est intéressant de relever dans le rapport du FMI, **deux indicateurs de mesure plus effective de la diversification qui ne donnent pas la même lecture que celui de la croissance hors pétrole : la productivité totale des facteurs hors pétrole reste stagnante, et les faiblesses en termes de brevets et de développement du contenu technologique des exportations persistent.**

Pour ce qui est de fournir la main-d'œuvre aux nouveaux secteurs hors pétrole ciblés par la Vision, là aussi les réformes sont en marche. Les amendements aux lois du travail prévoient notamment d'étendre les programmes de formation, des solutions de garde d'enfants

abordables, une plus grande flexibilité dans l'aménagement des heures de travail – tout cela pour améliorer la productivité et l'insertion des femmes sur le marché du travail, qui reste à 36% après avoir doublé ces cinq dernières années. Pour adapter l'éducation et la formation professionnelle aux nouveaux besoins du marché du travail, différents plans et stratégies sont en place (*National Skills Strategy*). Compte tenu des récents succès dans la réduction du chômage et de l'amélioration de la participation au marché du travail¹³, les autorités souhaitent opérer un virage d'une stratégie de quantité à une stratégie visant la qualité. **Pourtant, le bilan du FMI à ce stade montre que l'inadéquation entre l'offre et la demande de travail est encore grande**, en particulier dans l'industrie, pour les professionnels scientifiques et les services techniques, le monde de l'hôtellerie et de la restauration – c'est-à-dire les secteurs clés de la transformation économique. Parallèlement, il existe un déséquilibre inverse (la demande de travail est beaucoup plus élevée que l'offre) pour l'emploi dans l'administration publique¹⁴. **Ici encore, il ne faut pas confondre vitesse et précipitation dans la lecture de la situation, les réformes sont lancées mais les résultats ne sont pas encore atteints.**

Le test du ralentissement de l'investissement

Le test ultime consistera à observer si la croissance hors pétrole se maintient sans la contribution massive de l'investissement public. Car déjà **la contribution de l'investissement à la croissance se réduit – le gouvernement a lancé un grand exercice de recalibration des investissements devant la réalité d'une**

¹² « [Arabie saoudite – Au travail !](#) », Crédit Agricole S.A./ECO, novembre 2024

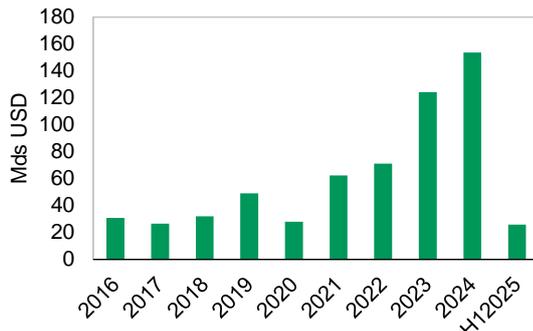
¹³ Le chômage de la population saoudienne est tombé à 6,3% au T1 2025 contre 12% en 2021. Sa participation au

marché du travail est passée à 51% en 2024 contre 41% en 2017.

¹⁴ Il s'agit d'une étude comparant les offres d'emploi à la répartition effective des emplois des Saoudiens.

liquidité intérieure qui s'épuise et la baisse des prix du pétrole. Cela n'aura pas d'effet immédiat car le stock de projets commissionnés est encore massif – 1,98 trillion de dollars à juin 2025 – et continuera de tirer la croissance pour au moins les deux prochaines années. Mais, le nombre de nouveaux projets commissionnés chute. Au-delà, il faudra nécessairement tester si, en effet, ces investissements ont permis de construire un potentiel de croissance hors pétrole.

La valeur des nouveaux projets commissionnés chute



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, MEED Projects

Cela veut dire que, dès maintenant, la gestion des politiques publiques dans la conduite de la Vision va se compliquer. D'abord, car les prix du pétrole ont baissé. Il devient donc plus urgent de s'assurer que la politique fiscale s'inscrive dans une planification de moyen terme, permettant d'éviter la procyclicité à court terme tout en assurant de ne pas détériorer les indicateurs souverains à plus long terme. Cela implique notamment d'inclure les engagements dans les projets à long terme dans la planification budgétaire. Pour l'instant, l'espace budgétaire est large, la dette est basse (inférieure à 30% du PIB), et les *spreads* souverains s'améliorent à mesure que le pays émet de la dette sur les marchés ¹⁵, ce qui témoigne d'une confiance des investisseurs dans la soutenabilité de la trajectoire des comptes publics. Malgré tout, le gouvernement a lancé une

recalibration de l'investissement sur la base d'un exercice d'évaluation de l'espace fiscal. Si cela est apprécié par les investisseurs de la dette souveraine, il faudra faire attention à ne pas décourager les flux d'IDEs naissants. **Le manque de transparence dans le résultat de cet exercice, et ce qu'il implique en termes de recalibration de projets, augmentent l'incertitude pour investir à long terme dans l'économie locale.**

Par ailleurs, il reste à prouver que les autres acteurs du financement de la vision – le fonds souverain, les entreprises publiques – pourront jouer leur rôle contracyclique pour maintenir l'investissement, lorsque le budget se resserre. Car, en pratique, en Arabie saoudite, peu d'acteurs ont un profil de revenus réellement indépendant de ceux du pétrole. Parmi eux, les banques, dont il faudra aussi maîtriser la croissance du crédit, car elle connaît actuellement un boom. Cela les pousse à changer la structure de leur financement en faveur de la dette extérieure à court terme. **Les actifs extérieurs nets des banques sont passés en territoire négatif mi-2024, et ce pour la première fois depuis 1993.** Comme celles-ci dépendent encore grandement des dépôts du gouvernement et d'entités publiques (encore 1/3 de la structure des dépôts), il faut éviter qu'une baisse des prix du pétrole n'entraîne une baisse de ces dépôts concomitante à des difficultés à renouveler les financements extérieurs de marché.

Ainsi, la gymnastique de politique macroéconomique n'a plus autant de marge d'imprécision : **il ne faut pas tuer l'élan de la diversification en réagissant de manière procyclique.** Cela pourrait rendre inutiles et improductifs les moyens déployés jusqu'ici, et laisser l'ensemble des acteurs plus endettés sans réels gains de diversification. **Mais il faut maîtriser les risques associés à une surchauffe et les risques macroprudentiels : les moyens ne sont pas infinis, et la dépense doit être planifiée.**

✓ Notre opinion – Depuis la fin du covid, le formidable élan de transformation de l'Arabie saoudite, porté par la Vision 2030, a déjà produit beaucoup de changements en un temps record : la société s'est métamorphosée, les lieux de loisirs se sont multipliés, un nouvel art de vivre a envahi Riyad, les Saoudiens travaillent (et notamment les femmes), le chômage a chuté, la culture saoudienne est célébrée, le pays s'est ouvert aux touristes... Sur le plan économique, des investissements colossaux ont été déployés vers la diversification économique. Pourtant, sur ce point, l'analyse est souvent trop rapide. Les gains de la diversification ne se réaliseront pas à court terme, malgré la concentration inédite des efforts en ce sens. Les réformes – chantiers réglementaires, de l'éducation, de la formation – sont identifiées et fermement engagées, mais leurs effets ne sont pas encore visibles. Cela contraint la construction effective d'un potentiel économique hors pétrole. Pour l'instant, l'économie non-pétrolière reste donc globalement très liée aux cycles pétroliers, et stimulée par les investissements massifs en cours – mais qui seront nécessairement transitoires. C'est tout à fait normal car un tissu économique ne se construit pas à court terme. Le défi,

¹⁵ En 2024, l'Arabie saoudite est devenue l'émetteur de dette en dollars le plus important parmi les émergents (hors

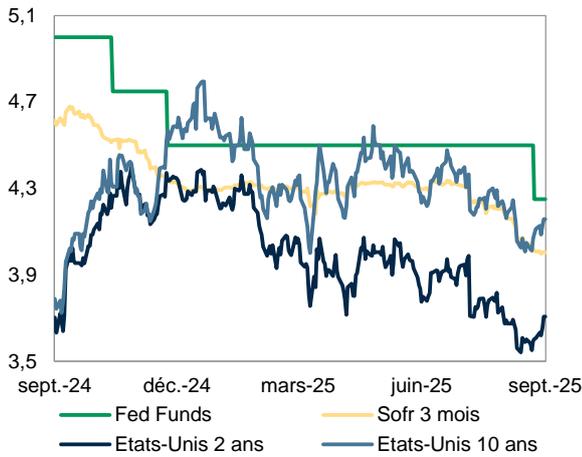
Chine). Les *spreads*, eux, continuent de converger avec les pays au même niveau de notation souveraine

pourtant, sera d'ajuster le pilotage de la Vision alors que celle-ci arrive à un tournant où les prix du pétrole baissent, où l'espace fiscal – bien qu'encore large – demande d'ajuster le rythme des dépenses, où l'investissement est donc rationalisé et sa contribution à la croissance ne sera pas éternellement maintenue. Pour les autorités, la gestion des politiques publiques va se compliquer, car il faut planifier des politiques à moyen terme, intégrant l'ensemble des acteurs impliqués dans la Vision, pour éviter la construction de déséquilibres et de risques macroprudentiels à long terme, tout en évitant la procyclicité et la perte de l'élan de la transformation économique à court terme.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

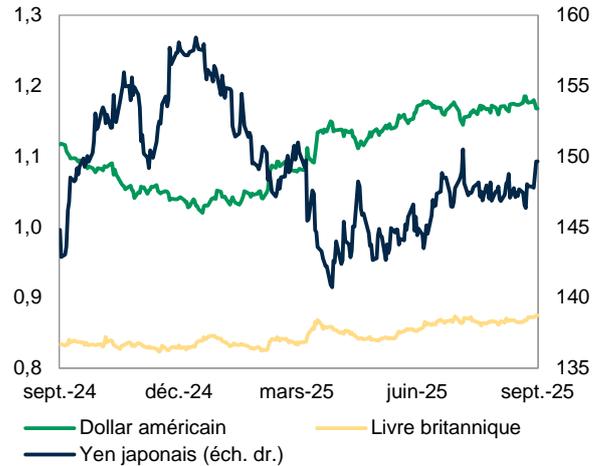
% , interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

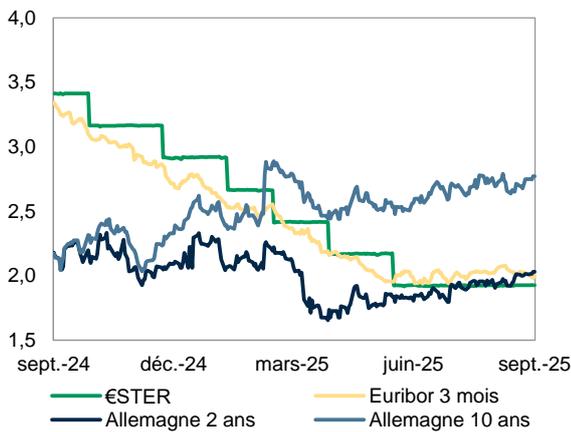
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

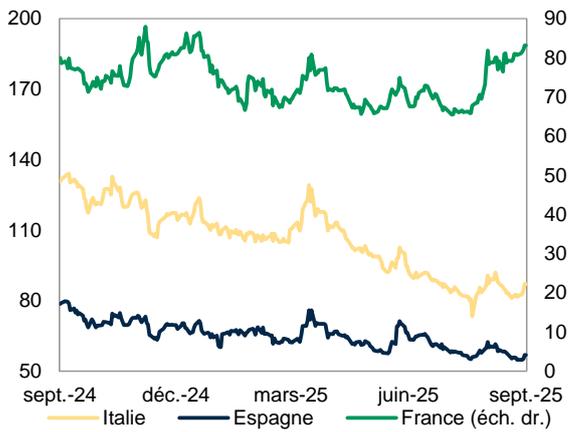
% , interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

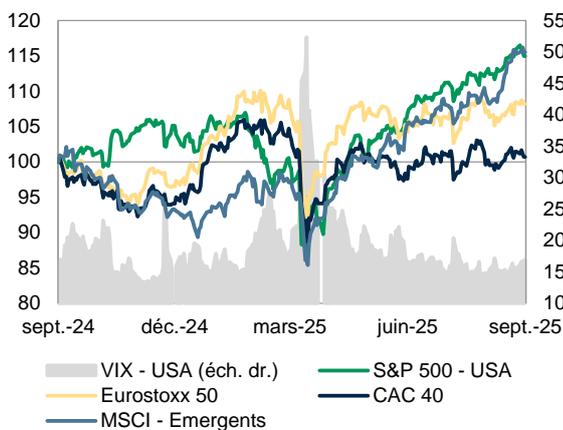
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

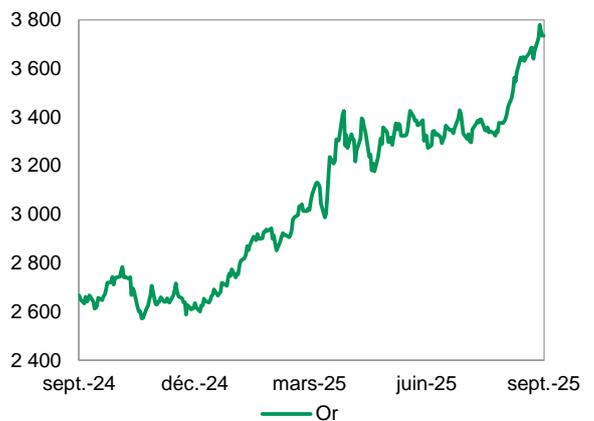
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

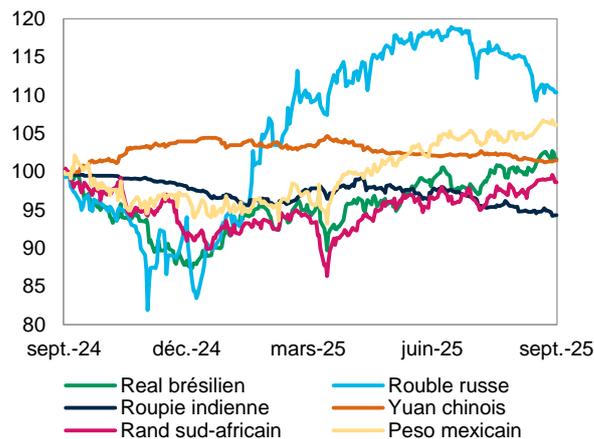
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

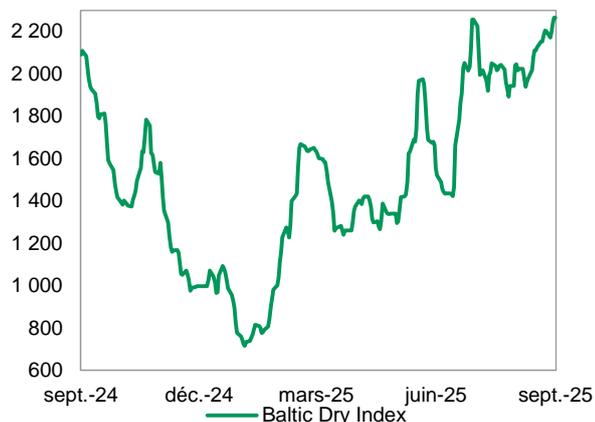
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

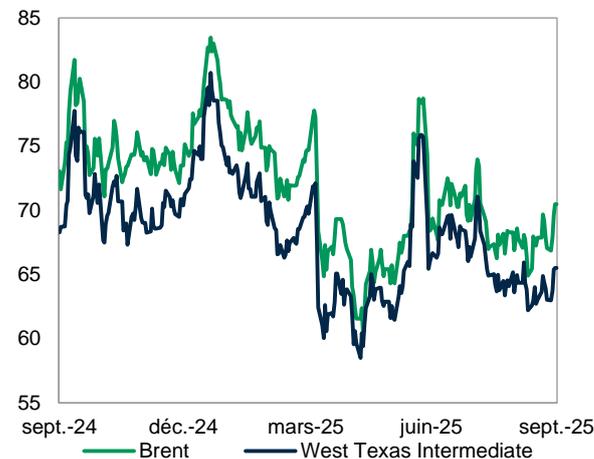
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

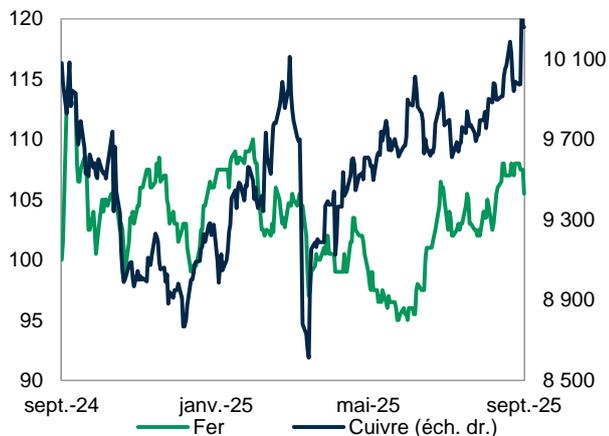
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

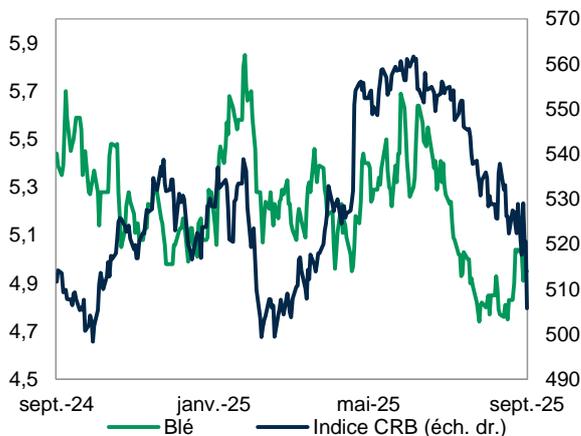
USD/tonne métrique



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 – Juin 2025

[Un contexte anxiogène, quelques résistances inédites](#)

Date	Titre	Thème
25/09/2025	<u>Trump pose le bon diagnostic mais se trompe sur les remèdes</u>	États-Unis, Chine, Europe
23/09/2025	<u>Argentine – Volatilité et incertitudes après la défaite électorale de Javier Milei</u>	Amérique latine
23/09/2025	<u>Parole de banques centrales – BOE : vers une pause de l'assouplissement monétaire ?</u>	Royaume-Uni
22/09/2025	<u>France – La Banque de France révisé à son tour sa prévision de croissance à la hausse pour 2025</u>	France
19/09/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
19/09/2025	<u>France – Quelles perspectives budgétaires désormais ?</u>	France
18/09/2025	<u>Indonésie – Les manifestations rappellent le danger d'une croissance sans développement</u>	Asie
18/09/2025	<u>France – Jusqu'ici tout va bien, ou comment la Banque de France et l'Insee nous invitent à relativiser</u>	France
18/09/2025	<u>Italie – Un bilan post-estival mitigé entre l'impact des tarifs et une consommation des ménages en panne</u>	Italie
17/09/2025	<u>États-Unis – Un impact lent des droits de douane sur les prix</u>	USA
12/09/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
12/09/2025	<u>L'intelligence artificielle en santé : miracle technologique ou menace éthique ?</u>	Santé
11/09/2025	<u>Inde – Trahi par Trump, Modi se tourne vers son rival chinois</u>	Asie
11/09/2025	<u>Zone euro – Conjoncture – Une croissance ralentie au T2 2025, mais meilleure qu'attendu</u>	Zone euro
11/09/2025	<u>Géo-économie – Sommet de Tianjin : que faut-il en retenir ?</u>	Géo-économie
09/09/2025	<u>France – Petit résumé des indicateurs économiques de l'été</u>	France
05/09/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

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

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

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

Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Nathan QUENTRIC

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine 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 : Sophie GAUBERT – 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.