

Perspectives

Hebdomadaire – N°25/310 – 7 novembre 2025

MONDE – L'actualité de la semaine

☞	Quand le doute bouscule les marchés financiers	2
☞	Zone euro : l'indice PMI composite poursuit sa remontée, tiré par les services	3
☞	France : légère baisse de l'emploi salarié du secteur privé au cours du troisième trimestre	4
☞	Espagne : le tourisme solide après la haute saison	5
☞	Banque centrale d'Angleterre : la trajectoire des taux reste à la baisse, la pause sera courte	7
☞	Arabie saoudite : déficit 2025, dérapage ou stratégie assumée ?	9

 Quand le doute bouscule les marchés financiers

Les marchés financiers ont été secoués par l'avertissement lancé par de grands dirigeants de Wall Street, notamment de Morgan Stanley et de Goldman Sachs, alertant sur un possible repli des marchés actions en raison de valorisations jugées excessives, plus particulièrement dans les secteurs de hautes technologies et de l'intelligence artificielle. Les baisses évoquées pourraient atteindre entre 10% et 15% et survenir dans les six mois à deux ans. Ces annonces ont ébranlé les marchés : en termes de bulle spéculative, la référence implicite est, assez naturellement, l'éclatement de la bulle Internet à la toute fin des années quatre-vingt-dix. L'indice *S&P500* n'a cessé de progresser pour atteindre des niveaux systématiquement qualifiés de « sommets historiques » (jusqu'à ce qu'un nouveau sommet soit atteint). Cette envolée a été alimentée par l'engouement pour l'IA générative et des investissements massifs dans les secteurs technologiques qui, pour l'instant, offrent des promesses de croissance et de gains de productivité quasiment in-quantifiables, donc largement in-quantifiées. La révolution technologique en cours inquiète d'autant plus qu'elle suppose des liens commerciaux apaisés entre les États-Unis et l'Asie. Dans un contexte de tensions commerciales accrues autour de composants stratégiques, les vulnérabilités sont évidentes. L'indice *S&P500* enregistre ainsi un recul de 1,8% cette semaine, tandis que l'*Euro Stoxx* se replie de 1,2%.

La paralysie du gouvernement fédéral américain se poursuit depuis plus de 37 jours : c'est un record historique qui produit des blocages aux multiples répercussions pour l'économie américaine. Au-delà du non-paiement des fonctionnaires fédéraux (environ 1,4 million de personnes), c'est dorénavant l'interruption du versement des aides alimentaires pour près de 42 millions d'Américains (*programme SNAP*) qui sévit. Enfin, la suspension des salaires des agents aéroportuaires et des contrôleurs aériens, occasionne une désorganisation croissante en termes de voyage et de logistique. Ainsi, 40% des aéroports seraient touchés par une réduction d'au moins 10% de leur capacité de vols. Ces blocages risquent de peser sur la croissance américaine. À ce stade, le Sénat demeure bloqué sur le vote du budget avec une majorité relative en faveur des républicains (53 contre 47 pour les démocrates), alors qu'une majorité qualifiée de 60 suffrages est nécessaire pour l'adoption de la plupart des projets de loi. Le camp démocrate demande une prolongation de

certaines subventions d'assurance maladie, tandis que l'administration Trump reste focalisée sur la politique étrangère et refuse de céder à l'obstruction parlementaire de l'opposition. Un jeu politique bien connu, mais dont les conséquences pourraient se faire sentir lors des élections de mi-mandat l'an prochain.

Par ailleurs, la Cour suprême des États-Unis a commencé à examiner la légalité des droits de douane imposés par le président Donald Trump au titre de la loi sur les pouvoirs économiques d'urgence (IEEPA). Les juges ont exprimé des doutes quant à l'autorité présidentielle en ce domaine, ce qui pourrait mener à une annulation partielle de ces droits. L'administration Trump prévoit de recourir à d'autres articles de lois sur le commerce, pour maintenir les tarifs annoncés.

Du côté des quelques données macro-économiques disponibles, l'enquête ADP signale une hausse de l'emploi privé au mois d'octobre après deux baisses mensuelles consécutives. Le rapport fait état d'embauches inférieures à celles enregistrées plus tôt dans l'année et d'une croissance stable des salaires sur un an et souligne que les changements dans l'offre et la demande sont « équilibrés ».

Outre-Manche, à l'issue d'un vote serré, la Banque d'Angleterre a maintenu son taux directeur inchangé à 4%. L'inflation britannique atteint 3,8%, soit la plus élevée des pays avancés du G7 et son taux directeur est le double de celui de la Banque centrale européenne. La décision de la BoE n'a pas surpris les investisseurs, qui penchent sans grande conviction en faveur d'une baisse du taux directeur le mois prochain (probabilité de 55%).

En zone euro, dans sa version définitive à 52,5 points, l'indice d'activité composite d'octobre signale une légère amélioration : une hausse du rythme d'expansion, portée principalement par l'accélération des services.

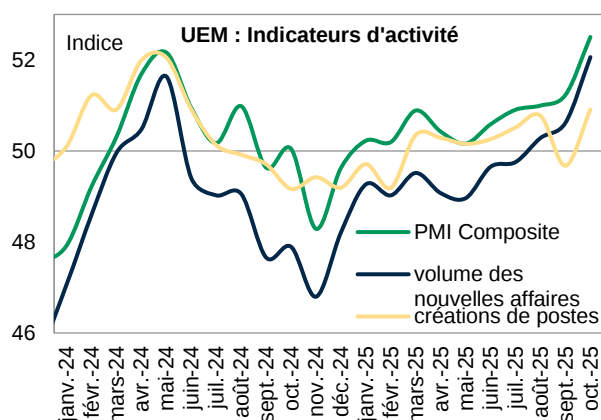
Les marchés obligataires sont restés relativement « sereins » durant la semaine, les taux allemand et américain à dix ans n'ont augmenté que de quelques points (respectivement 4 et 3 points de base). Les primes de risque française et italienne sont restées stables. En parallèle, la devise européenne s'est très faiblement appréciée face au dollar (+0,2% à 1,15). Enfin, lesté par les inquiétudes concernant la croissance américaine, le prix du baril de pétrole en mer du Nord a chuté de 1,4%.

Zone euro

Zone euro : l'indice PMI composite poursuit sa remontée, tiré par les services

L'indice PMI composite pour la zone euro pour le mois d'octobre 2025 a été publié par S&P mercredi 6 octobre. L'indice composite, qui est une moyenne pondérée de l'indice PMI de la production manufacturière et de celui de l'activité des services, a enregistré sa plus forte expansion depuis mai 2023 (à 52,5), en rupture avec la tendance de début d'année. Cette hausse est due principalement à la forte hausse de l'activité des services, tandis que le secteur manufacturier a stagné. Les entreprises indiquent une amélioration de la demande (52,1, en hausse pour le sixième mois consécutif), ainsi qu'une progression de l'emploi (50,9, meilleur niveau sur 16 mois). Cependant, leur confiance sur l'expansion de leur activité à douze mois diminue.

Le PMI composite est en hausse dans la quasi-totalité des pays de la zone euro, notamment en Espagne (56, plus haut sur 10 mois), Allemagne (53,9, plus haut en 29 mois), Irlande (53,7, plus haut en 5 mois) et Italie (53,1, plus haut en 19 mois). En revanche, la France est sur une dynamique différente de repli du PMI avec un huitième mois de recul et atteint 47,7 signalant une plus forte contraction de l'activité.



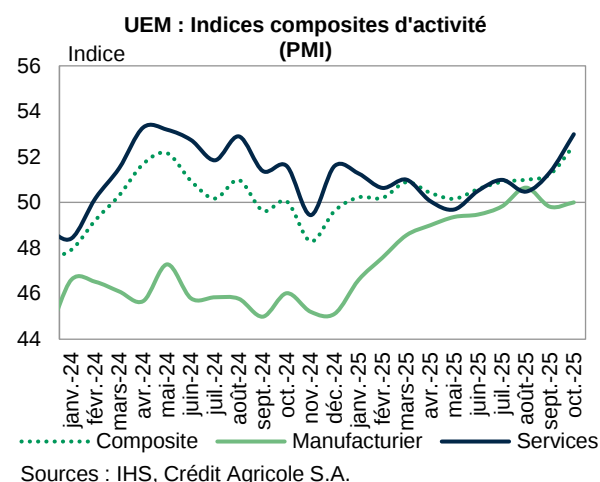
Sources : IHS, Crédit Agricole S.A.

L'indice PMI de l'industrie manufacturière stagne

L'indice PMI de l'industrie a augmenté de 0,2 point par rapport à septembre 2025 pour atteindre 50, soit le seuil qui partage la zone de contraction de la zone d'expansion de l'activité. Après une année en contraction, l'indice au mois d'octobre a été tiré par l'indice de la production future (58,1) qui affiche néanmoins une moindre expansion que le mois précédent. Toutes les autres composantes stagnent sur un niveau signalant au mieux une stagnation de l'activité. L'indice est néanmoins en hausse sur l'année, signalant une moindre

contraction qu'en 2024, notamment grâce à son redressement au cours de l'été. Cette dynamique touche les principales économies de la zone qui restent, néanmoins, en phase de contraction de l'activité : l'Allemagne à 49,6, la France à 48,8 et l'Italie à 49,9. L'Espagne enregistre en revanche une décélération de l'activité, avec un indice en légère diminution (52,1), mais signalant encore une phase d'expansion.

L'indice de l'emploi manufacturier s'élève à 48 pour la zone euro, un recul par rapport à septembre, mais en progression sur un an. En France, l'indice de l'emploi est sur une tendance croissante, après un plus bas record en novembre 2023 (43,3) et s'élève à 50,6 en octobre 2025. En Allemagne à l'inverse, l'indice d'emploi s'est effondré depuis 2021 (61,7 en juillet) et malgré une légère amélioration depuis janvier 2025, est toujours en contraction à 45,4 en octobre. En Espagne et Italie l'indice de l'emploi est en léger recul et toujours en phase de contraction (respectivement 49,1 et 49,8).



Sources : IHS, Crédit Agricole S.A.

L'indice PMI des services en forte hausse

La forte hausse de 2,7 points du PMI des services par rapport à septembre 2025 permet de retrouver un niveau record à 53, atteint en 2023. L'Espagne, l'Allemagne et l'Italie tirent la zone euro (respectivement 56,6, 54,6 et 54), tandis que la France ne parvient pas à sortir de la dynamique de contraction (48, en recul de 0,5 point par rapport à septembre).

L'indice de l'emploi dans les services est en forte hausse (+1,8 point) et se hisse à 51,9. L'indice pour la France est très en retard par rapport aux autres pays bien qu'en expansion (54,3 contre 57,5 pour l'Allemagne, 61 pour l'Italie et 66,9 pour l'Espagne).

✓ **Notre opinion** – Sur le premier mois du T4 2025, l'indice PMI signale un renforcement de l'expansion de l'activité. Cette consolidation intervient après une légère accélération de la croissance du PIB au T3 (+0,2%) sur le mois, en ligne avec nos prévisions. L'acquis de croissance au T3, à 1,3%, augmente la probabilité d'une croissance meilleure que prévu pour l'année 2025 (1,3%). La croissance a été meilleure que prévu dans toutes les grandes économies de la zone, notamment en France (0,5%, contre 0,2% prévu), mais aussi en Allemagne et en Italie (0%, contre -0,1%), en Espagne (0,6%, contre 0,5%) et aux Pays-Bas (0,4%, contre 0,3%). Au Portugal et en Finlande, la croissance a été, en revanche, plus faible que prévu.

Nous ne disposons pas encore des composants côté demande, même si dans les principaux pays où ces composants sont disponibles, on constate un rebond de l'investissement partout et une accélération de la consommation privée en Espagne et aux Pays-Bas. La contribution de la demande étrangère est négative dans ces deux pays, tandis qu'elle contribue positivement à la croissance en France.

Du côté de l'offre, les indices de la production sur les deux premiers mois du troisième trimestre signalent une plus forte dégradation dans l'industrie et une stabilisation dans la construction après la contraction du T2. Dans les services marchands non financiers, où l'information est disponible seulement pour le mois de juillet, l'activité a stagné, après un T2 en progression. L'indice PMI semble rassurer quant à l'accélération de l'activité dans les services au T3 et au début du T4, tandis que l'industrie ne devrait pas fournir un soutien à la croissance du PIB au deuxième semestre.

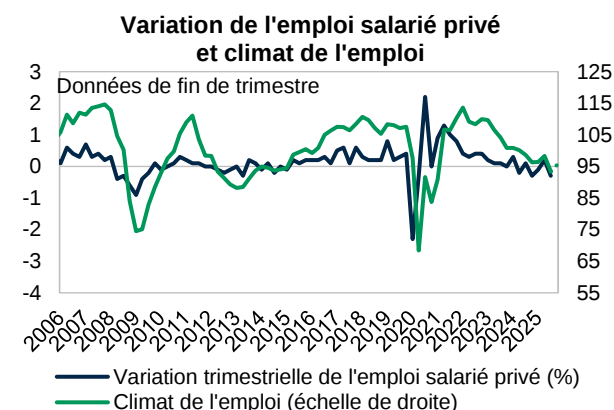
France : légère baisse de l'emploi salarié du secteur privé au cours du troisième trimestre

L'Insee a publié ce jeudi 6 novembre l'estimation *flash* de l'emploi salarié du troisième trimestre 2025, qui couvre uniquement le champ privé (l'estimation détaillée, intégrant le secteur public, sera publiée le 28 novembre). L'emploi salarié du secteur privé diminue de 0,3% entre juin et septembre, après avoir augmenté de 0,2% au cours du trimestre précédent. Cela représente une destruction nette de 60 600 emplois (après la création nette de 43 400 emplois au deuxième trimestre). D'après l'institut statistique, cette diminution s'explique pour les deux tiers par la baisse des contrats en alternance (d'apprentissage ou de professionnalisation). Sur un an, la baisse de l'emploi salarié privé atteint ainsi 0,5% à la fin du troisième trimestre (soit -112 100 emplois).

L'emploi intérimaire diminue légèrement au cours du troisième trimestre (-0,2%, après +0,2%), se situant nettement sous son niveau d'un an auparavant (-2,6%). Hors intérim, l'emploi salarié agricole recule de 1,6% (après +0,1% le trimestre précédent), inférieur de 2,3% à son niveau de septembre 2024. Dans l'industrie, l'emploi salarié privé (hors intérim) est en légère baisse entre juin et septembre (-0,1%, après -0,1%), et il diminue de 0,4% sur un an. Le repli de l'emploi dans la construction (hors intérim) se poursuit (-0,3%, après -0,3%), et ce pour le onzième trimestre consécutif, et la baisse sur un an atteint 1,6%. L'emploi salarié privé hors intérim diminue par ailleurs de 0,3% dans le tertiaire marchand (après +0,3% au cours du trimestre précédent) – soit la plus forte baisse trimestrielle dans ce secteur depuis le deuxième trimestre 2013,

en excluant l'année 2020 –, ce qui porte le recul sur un an à -0,4%. Il est également en baisse dans le tertiaire non marchand au troisième trimestre (-0,3%, après +0,5%), où il reste toutefois supérieur de 0,2% à son niveau de septembre 2024.

La baisse de l'emploi salarié privé au cours du troisième trimestre n'est pas une grande surprise au regard du climat de l'emploi, qui a atteint son plus bas niveau depuis le premier trimestre 2021 au troisième trimestre 2025, à 95 en moyenne. Il a, en outre, diminué au cours du trimestre, passant de 96 en juillet à 93 en septembre. À ce stade, la légère embellie observée en octobre (à 96) vient toutefois modérer ce constat et offre des perspectives de stabilisation pour le quatrième trimestre.



NB : pour le climat de l'emploi du troisième trimestre 2025 (en pointillés), il s'agit du point d'octobre.

Sources : Insee, calculs Crédit Agricole S.A.

✓ **Notre opinion** – La légère baisse de l'emploi salarié privé contraste avec la forte progression de l'activité enregistrée au troisième trimestre (+0,5%). Dans le détail, cette diminution intervient après une hausse le trimestre précédent, et elle est largement liée à la baisse du recours à l'alternance, dans un contexte de réduction des aides publiques¹ et alors que l'essentiel des embauches d'alternants a lieu en septembre.

Par ailleurs, l'emploi des comptes nationaux – qui ne sera connu que lors de la publication des résultats détaillés du troisième trimestre (le 28 novembre) – résulte d'une synthèse et d'une mise en cohérence de différentes sources, et pas seulement des estimations d'emploi présentées ici. En outre, les estimations d'emploi sont présentées en fin de trimestre, alors que l'emploi dans les comptes nationaux est exprimé en moyenne trimestrielle (ce qui est aussi le cas pour l'enquête Emploi qui constitue la base de référence pour le calcul du taux d'emploi et du taux de chômage).

Nous anticipons ainsi une moindre baisse de l'emploi salarié privé dans les comptes nationaux au troisième trimestre, voire une stagnation (la variation devrait, en effet, être comprise entre son évolution au cours du deuxième trimestre et celle au cours du troisième trimestre, telle que mesurée par les estimations d'emploi). Enfin, l'emploi public, qui n'est pas inclus dans cette estimation flash, représente plus de 22% de l'emploi salarié (et il est peu probable qu'il baisse aussi sensiblement), et l'emploi total comprend aussi l'emploi non salarié (plus de 11% de l'emploi total dans les comptes nationaux), qui a le vent en poupe. L'emploi total – tel que mesuré dans les comptes nationaux – devrait donc être relativement stable en moyenne au troisième trimestre, et une diminution ensuite au quatrième trimestre n'est pas claire, compte tenu du rebond du climat de l'emploi en octobre (à suivre). Nous conservons ainsi nos prévisions d'une hausse limitée du taux de chômage au second semestre 2025 (cf. [notre scénario](#) publié en octobre).

Cette relative stabilité de l'emploi et la forte progression de l'activité au troisième trimestre se traduiraient par de nouveaux gains de productivité, d'autant que le moindre recours à l'apprentissage aura tendance à réhausser les mesures de productivité apparente du travail².

Espagne : le tourisme solide après la haute saison

En 2025, la haute saison du secteur touristique en Espagne a réservé une agréable surprise. Contrairement aux années précédentes, où la croissance du tourisme ralentissait durant l'été, les taux de progression observés cet été se sont rapprochés de ceux observés en basse saison. Ces résultats confirment la vision d'un secteur touristique désormais stabilisé à un niveau solide indépendamment de la période.

Par pays d'origine, les principaux marchés continuent d'afficher une performance robuste : les dépenses des touristes britanniques augmentent de 9,7%, celles des Français de 9,6%. Malgré la faiblesse persistante de l'économie allemande, les dépenses touristiques des Allemands ont progressé de 7,4% pendant la haute saison, bien au-dessus des 3,5% enregistrés au premier semestre. Si les marchés matures ont affiché une solidité généralisée, on observe toutefois une certaine hétérogénéité parmi les marchés long-courrier. Le

tourisme en provenance des États-Unis enregistre une baisse marquée (-9,2%), plus prononcée que celle du premier semestre (-4,4%). Cette contraction est, néanmoins, compensée par les excellents résultats d'autres marchés long-courrier tels que la Chine, le Japon et l'Amérique latine, tous affichant des croissances supérieures à 20%. Il convient de souligner que les dépenses touristiques en provenance d'Amérique latine ont nettement accéléré depuis décembre 2024.

Le tourisme domestique a également progressé cet été, quoique de manière plus modérée. Les dépenses touristiques des résidents ont augmenté de 3,1% en juillet et août, un rythme légèrement inférieur aux 4,1% observés entre janvier et juin. On note particulièrement la vigueur des dépenses en restauration. La croissance robuste et diversifiée du tourisme international dresse ainsi un bilan positif pour la haute saison.

¹ La prime à l'embauche d'un alternant a diminué depuis le 24 février (à 5 000 euros maximum pour les entreprises de moins de 250 salariés, et à 2 000 euros maximum pour celles de 250 salariés et plus, contre 6 000 euros maximum pour toutes les entreprises auparavant).

² Cela ne constitue en rien un jugement sur l'efficacité économique à long terme d'un moindre recours à l'apprentissage, il s'agit bien d'un effet « mécanique » à l'instant T sur les mesures issues de la comptabilité nationale. Les alternants sont en effet considérés comme moins productifs, en moyenne, que les autres salariés, en raison notamment d'un nombre d'heures travaillées plus restreint (pour autant, par convention, ils sont considérés comme en emploi à temps complet). Leur présence peut par ailleurs générer un surcoût en termes de temps dévolu à leur encadrement pour les autres salariés. Voir à ce titre le focus de la Dares n°5 de janvier 2023 : [Quel impact de la hausse de l'alternance depuis sur la productivité moyenne du travail ?](#), le Bulletin de la Banque de France n°251/1 de mars-avril 2024 [Comment expliquer les pertes de productivité observées en France depuis la période pré-Covid ?](#) | [Banque de France](#), et l'article du blog de l'Insee du 19 juillet 2024 [À la recherche des gains de productivité perdus depuis la crise sanitaire](#).

✓ **Notre opinion** – La performance estivale du tourisme espagnol confirme que le secteur a atteint une phase de maturité solide, capable de maintenir un rythme de croissance soutenu malgré la normalisation post-pandémie et les divergences entre marchés. La vigueur de la demande européenne et la reprise des flux long-courriers, en particulier depuis l'Asie et l'Amérique latine, compensent largement le recul de la demande nord-américaine. Cette résilience, conjuguée à un dynamisme notable des dépenses domestiques en restauration, suggère que le tourisme continuera de contribuer positivement à la croissance cette année et en 2026. Nous estimons cette contribution aux alentours de 0,3% de PIB par an, ce qui aidera à équilibrer la balance courante espagnole, pénalisée dernièrement par des importations dynamiques de biens.

Royaume-Uni

Banque centrale d'Angleterre : la trajectoire des taux reste à la baisse, la pause sera courte

La banque centrale d'Angleterre (BoE) a décidé de laisser son taux directeur inchangé à 4% à l'issue de sa réunion de politique monétaire de novembre, en ligne avec nos anticipations et celles du consensus. Ce n'était pas une décision facile, car le comité de politique monétaire (MPC) a été tout sauf unanime : cinq membres du comité (le gouverneur Andrew Bailey, Megan Greene, Clare Lombardelli, Catherine L. Mann et le chef économiste Huw Pill) ont voté en faveur du *statu quo*, tandis que les quatre autres ont voté en faveur d'une baisse de taux de 25 points de base à 3,75% (Sarah Breeden, Swati Dhingra, Dave Ramsden et Alan Taylor).

Cette forte divergence reflète le dilemme auquel est confrontée la BoE : l'inflation (3,8% en septembre, moins forte que prévu) dépasse de loin la cible de 2%³, mais elle devrait avoir atteint son pic, alors que l'économie semble ralentir et que le marché du travail se détériore⁴.

Andrew Bailey se positionne comme le faiseur de roi : bien qu'il ait voté pour le *statu quo*, il juge que les risques autour des perspectives d'inflation ont diminué et sont devenus plus équilibrés récemment. Selon lui, le prochain mouvement sera celui d'une baisse des taux. Toutefois, ce n'est qu'à condition que le processus désinflationniste se poursuive dans les prochains mois. Il était donc approprié d'attendre que cela se confirme. Il a laissé la porte ouverte à une baisse de taux en décembre prochain.

La BoE s'attend à ce que l'inflation chute à 3% début 2026 (3,2% en mars plus précisément), largement en raison d'effets de base favorables liés aux prix administrés du gaz et de l'électricité, et qu'elle baisse graduellement vers sa cible de 2% au cours de 2027. Si l'inflation totale doit reculer, la BoE souhaite également voir la croissance des salaires et l'inflation dans les services baisser davantage avant de couper ses taux. Elle prévoit une baisse de l'inflation des services à 4,3% en mars, contre 4,7% en septembre. Quant à la croissance des salaires, elle est prévue en baisse à 3,5% au quatrième trimestre 2025 dans le privé, mais les enquêtes sur les négociations salariales demeurent élevées, à près de 3,5% en moyenne pour l'année 2026.

Dans son rapport de politique monétaire, la BoE note que les risques autour des perspectives d'inflation à moyen terme sont désormais jugés équilibrés, puisque ceux d'un maintien de l'inflation au-dessus de la cible (« persistance »), sans avoir disparu, sont devenus moins prononcés

(l'économie opère en-deçà de son rythme potentiel) et que les risques baissiers liés à l'affaiblissement de la demande et du marché du travail sont également devenus plus tangibles. La BoE juge que la croissance dite « sous-jacente » (telle que suggérée par les enquêtes auprès des entreprises) est restée faible au deuxième trimestre 2025 et que les enquêtes suggèrent une très légère reprise de la croissance sous-jacente au second semestre (+0,1% au T3, +0,2% au T4).

La consommation des ménages est une source d'inquiétude, car son taux de croissance reste très faible (+0,1% au T2) et le taux d'épargne élevé (10,8% au T2), signalant que les ménages sont probablement devenus structurellement plus prudents qu'avant la Covid, étant donné les multiples chocs sur leur pouvoir d'achat au cours des dernières années. Les ménages pourraient également épargner dans un objectif de reconstitution de leur richesse en termes réels. Pour la croissance du PIB réel, la BoE prévoit toujours des rythmes plus soutenus que la croissance « sous-jacente », à 0,2% au T3 et 0,3% au T4.

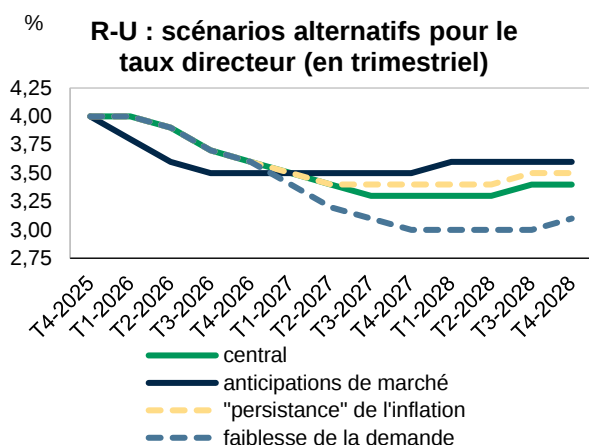
La BoE observe que les prix à l'importation britanniques (hors énergie) ont baissé au cours de l'année passée, vraisemblablement à cause des droits de douane américains qui ont provoqué une redirection des exportations chinoises des États-Unis vers des marchés alternatifs, dont le Royaume-Uni et la zone euro. Les prix à l'importation britanniques depuis des pays non-UE, en particulier, ont diminué au cours de cette année. Ces effets ont par ailleurs été renforcés par l'appréciation de la livre sterling.

La BoE a fourni deux scénarios pour l'évolution du taux directeur en utilisant la règle de Taylor (selon laquelle le taux est fonction de l'écart de l'inflation par rapport à la cible et de l'*output gap*) : un scénario de « persistance » de l'inflation correspondant à la mise en place d'une boucle prix-salaire et un scénario alternatif où la consommation des ménages demeure faible et les pressions inflationnistes disparaissent plus vite que dans la projection centrale. Dans le premier scénario, le taux directeur serait 15 points de base plus élevé qu'en scénario central en 2028, à 3,5%, contre 3,35% dans le central. Dans le second, le *Bank rate* serait 35 points de base plus bas que dans le scénario central en 2028, à 3,35%. La différence entre des deux scénarios n'est finalement pas très significative, de l'ordre de 50 points de base. Les marchés tablent sur une

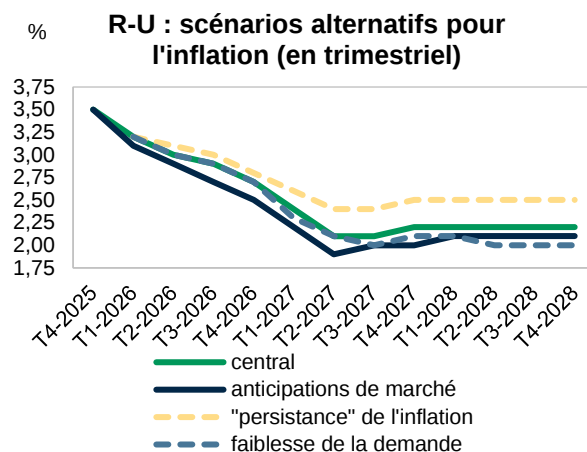
³ Cf. notre publication [Monde – L'actualité de la semaine](#) – 24 octobre 2025

⁴ Cf. notre publication [Royaume-Uni – Le marché du travail continue de se détendre lentement](#) – 22 octobre 2025

baisse de taux à 3,5% d'ici le T3-2026, puis une pause et une remontée en 2028.



Source : BoE's november monetary policy report



Source : BoE's november monetary policy report

✓ **Notre opinion** – La BoE a baissé ses taux cinq fois depuis août 2024, suivant des pas de 25 points de base chaque trimestre, au moment des réunions, avec publication d'un rapport de politique monétaire (et donc lors des mises à jour des prévisions d'inflation). Cette approche graduelle est toujours privilégiée pour tout futur assouplissement monétaire, comme l'a signalé la BoE, ce qui est en ligne avec notre [scénario](#). Celui-ci table sur une baisse de taux à la réunion de politique monétaire du mois de février et une autre en mai prochain, ramenant le taux directeur à 3,5%. Une baisse de taux plus précoce, lors de la prochaine réunion le 18 décembre, est également tout à fait possible (la BoE aura à sa disposition les chiffres d'inflation du mois d'octobre et du mois de novembre, ainsi que deux rapports du marché du travail et le PIB du T3 et du mois d'octobre). Si l'inflation recule comme prévu, Andrew Bailey pourrait décider d'octroyer un cadeau de Noël aux Britanniques, d'autant plus que le budget d'automne à venir devrait annoncer un nouveau tour de vis fiscal.

Pays émergents

Moyen-Orient et Afrique du Nord

👉 Arabie saoudite : déficit 2025, dérapage ou stratégie assumée ?

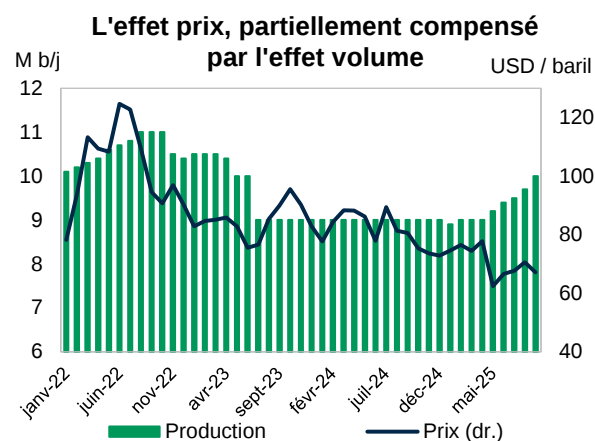
5,3% du PIB, c'est la dernière estimation de ce que devrait être le déficit budgétaire saoudien pour 2025. C'est en tout cas le chiffre que fait paraître le ministère des Finances dans son document de pré-budget 2026, qui devrait, à ce stade, offrir une perspective plus précise. **En effet, ce chiffre n'a cessé d'être revu à la hausse, au cours d'une année riche en rebondissements pour le marché mondial du pétrole, entre guerre commerciale et revirement de la politique de l'OPEP vers la reconquête de ses parts de marché.** 5,3%, c'est plus du double du déficit budgétaire de 2024, qui s'est établi à 2,5% du PIB. Et c'est 3,1 points de pourcentage au-dessus de l'objectif du budget 2025 (2,2%). C'est enfin plus de trois fois l'objectif qui avait été défini dans la trajectoire budgétaire à moyen terme de la loi des finances 2024 pour 2025 (1,6%).

Le document de pré-budget n'en dit malgré tout pas beaucoup sur la stratégie budgétaire saoudienne à moyen terme. Ni sur sa mise en œuvre dans un contexte de prix du pétrole moins favorables, alors que 2026 marque l'entrée dans la 3^e phase d'exécution de la Vision 2030. **Que penser du « dérapage » budgétaire de 2025 et des révisions successives des objectifs ? Faut-il s'en alarmer ?** Il y a en tout cas plusieurs clés de lecture qu'il convient de ne pas négliger pour mieux appréhender la situation.

Pourquoi le budget 2025 a-t-il dévié de ses objectifs ?

Sur la base des indications d'exécution du budget que le ministère des Finances nous fournit à ce stade, il est évident que **c'est du côté des revenus que le budget s'est le plus écarté des objectifs.** Ceux-ci devraient subir une baisse de 13% par rapport à l'année précédente et s'établir 8% en dessous du montant budgété. Et ce n'est pas surprenant, car malgré une bonne performance des revenus non-pétroliers, **le secteur des hydrocarbures n'a pas pu soutenir le budget à la hauteur de ce qui était envisagé lors de l'élaboration de la loi de finances.** Même si les autorités ne précisent pas les hypothèses de prix du pétrole utilisées pour leurs budgets, on peut estimer, à partir des projections de revenus, que les objectifs de 2025 reposaient sur un prix du pétrole à 75 dollars le baril. Or, le prix du Brent, à 70 dollars le baril en moyenne de janvier à septembre, s'est donc établi en-dessous de cette prévision, pourtant alors jugée prudente. Il a aussi subi une baisse de 15% par rapport à la même période l'année dernière.

Deux facteurs principaux sont en cause pour cette baisse plus abrupte que prévu : l'intensification de la guerre commerciale qui a pesé sur les perspectives de demande, et le revirement – presque concomitant – de la politique de l'OPEP, qui a commencé, en avril à réintroduire sur le marché, à un rythme plus rapide que prévu, une partie des coupes de production décidées en 2022. Bien sûr, **pour l'Arabie saoudite, cette stratégie ne devrait pas lui être pleinement défavorable, car l'effet prix est compensé par un effet volume.** Déjà en septembre, le pays – qui supportait la majorité des coupes du groupe – avait retrouvé une production de 10 millions de barils par jour, soit une augmentation d'un million de barils par jour depuis avril. Malgré tout, sur l'année, la production moyenne ne bénéficiera que d'une augmentation modérée par rapport à 2024 (3% d'augmentation sur la période janvier-septembre) et c'est surtout 2026 qui en enregistrera, en glissement annuel, les bénéfices.

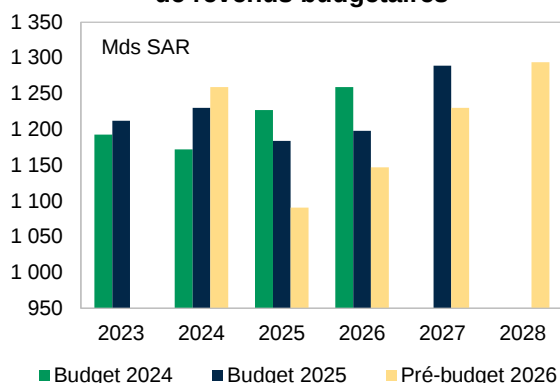


Sources : CA S.A./ECO, min. des Finances, OPEP, LESG

Il y a cependant un autre facteur à prendre en compte. Et pour le comprendre, il faut revenir un peu en arrière. Lorsque le plan de financement de la Vision 2030 a été construit, en 2021, compte tenu de l'ampleur de l'ambition, il ne s'est pas limité au seul espace fiscal. Il a été pensé pour mobiliser l'ensemble de ressources nationales et les concentrer sur une feuille de route commune. Ces ressources, ce sont donc celles du budget, mais aussi celles d'Aramco (l'entreprise nationale de pétrole) et des grandes entreprises publiques du royaume, celles du PIF (le fond souverain), et enfin celles des IDE. Le problème est, qu'à part les IDE – qui d'ailleurs ne sont pour l'instant pas à la hauteur des objectifs – toutes ces poches de

financement sont étroitement connectées⁵. En particulier, **Aramco est rapidement devenu la poule aux œufs d'or**. L'entreprise doit non seulement continuer à irriguer le budget de dividendes qui constituent la plus grande partie de ses revenus, mais aussi le PIF désormais. En effet, l'État a transféré au PIF une partie de son actionnariat dans Aramco, et il compte de plus en plus dessus pour investir dans le développement de projets encore en *cash-flow* négatifs. Aramco doit aussi diriger ses propres investissements vers les grands projets industriels de la Vision. Enfin, comme elle est actionnaire de la plupart des autres grandes entreprises participant à la Vision, elle souffre également de leur moindre remontée de dividendes. **Le gâteau est grand, mais pas éternellement extensible**. Alors pour continuer à alimenter le budget, l'État incite Aramco à lui verser des dividendes supplémentaires. Résultat, pendant deux ans, l'entreprise doit s'endetter pour verser les dividendes et continuer à remplir toutes les poches. Mais en 2025, l'entreprise annonce une réduction assez drastique des dividendes supplémentaires, **ce qui devrait représenter un manque à gagner de l'ordre de 30 milliards de dollars pour le budget en 2025**.

Révision progressive des prévisions de revenus budgétaires



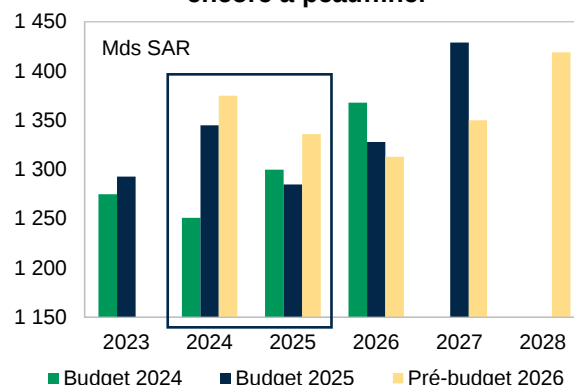
Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, min. des Finances

La stratégie fiscale à court-terme : pilotage en temps d'orage

Mais si le dérapage budgétaire est surtout dû à la sous-performance des revenus, ce n'est cependant pas chose surprenante pour un État fortement dépendant de ses ressources pétrolières, par définition volatiles. C'est donc peut-être plutôt l'absence d'ajustement des dépenses qui pourrait être désigné coupable. Or, si les dépenses en 2025 sont attendues en dessous du niveau de 2024, elles devraient atterrir environ 4% au-dessus du montant budgété. Et les principaux écarts au budget correspondent à des dépenses exceptionnelles et non-prévues liées à l'exécution des projets. **La récurrence de telles dépenses reflète une capacité de planification budgétaire encore**

en cours d'apprentissage par un gouvernement qui doit mener à bien l'ensemble de ces chantiers dans un contexte de revenus volatils. L'affinement de la précision des prévisions de dépenses est l'un des éléments essentiels à la réussite de la Vision, d'autant que les ressources tendent à devenir moins abondantes au regard des projets restant à livrer.

Une maîtrise des dépenses encore à peaufiner



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, min. des Finances

Malgré tout, le maintien des dépenses en dépit de la sous-performance des revenus correspond aussi à un choix de politique fiscale. **Une nouvelle stratégie, en rupture avec la tradition de gestion budgétaire de l'Arabie saoudite, qui consiste à éviter la procyclicité de l'outil fiscal.** En effet, une stratégie de « *stop & go* » ne serait plus compatible avec la planification de la transformation que demande la Vision. Cette nouvelle philosophie est apparue clairement lors de l'exercice de budget 2025, à l'occasion duquel l'Arabie a annoncé qu'elle serait en déficit jusqu'en 2030. **Un déficit assumé qui reflète le choix d'utiliser l'espace budgétaire et la capacité d'endettement du royaume pour maintenir l'investissement et ne pas interrompre l'élan de transformation.** Cette stratégie a d'ailleurs obtenu le soutien du FMI, qui, à l'occasion de la revue annuelle de l'économie saoudienne⁶, a estimé que l'orientation budgétaire restait adéquate, malgré le creusement du déficit à court terme, et ne nécessitait pas d'ajustement supplémentaire – au risque de basculer dans la procyclicité. Et en effet, la dette du gouvernement, nette de ses réserves, était de 23% du PIB au troisième trimestre 2025, laissant un espace ample pour absorber des fluctuations du prix du pétrole à court terme.

On peut donc considérer que le « dérapage » fiscal de 2025 n'en est pas vraiment un, dans la mesure où c'est un déficit assumé et que le pays a les moyens d'y faire face. Il correspond au choix de ne pas contraindre la planification par un chiffre budgétaire à court terme. Pour résumer, **il est désormais clair que l'Arabie saoudite s'auto-**

⁵ Consulter notre publication [L'Arabie saoudite a-t-elle les moyens de ses ambitions ?](#), septembre 2024

⁶ « Saudi Arabia - 2025 Article IV Consultation – Press release and staff report », FMI, août 2025

rise des déficits pour avancer sur ses projets, qu'elle se permet même de dévier des objectifs en cas de d'agitation à court terme des marchés pétroliers. Cela, dans la mesure où l'espace budgétaire le permet largement, et que l'optimisation de la réalisation de la Vision sous contrainte budgétaire ne justifie pas d'ajustement à ce stade.

Cependant, cela n'enlève en rien la nécessité d'accompagner la Vision d'un pilotage fiscal à moyen-terme. Et sur ce point, la stratégie semble moins claire.

Le cadre fiscal à moyen terme : où en est-on ?

L'espace fiscal et la capacité d'endettement de l'Arabie saoudite sont donc encore larges. Malgré tout, le royaume ayant pris conscience que ses ressources, bien qu'importantes, ne sont pas infinies face à l'ampleur des chantiers envisagés – et qu'il ne vaut mieux pas tuer la poule aux œufs d'or – **les autorités se sont lancées, l'année dernière, dans un exercice de recalibrage des projets de la Vision.** Mais, si on voit déjà un ralentissement clair dans la commission de nouveaux projets, les autorités n'ont pas communiqué sur le résultat de cet exercice et sur ce qui reste prioritaire dans l'agenda officiel. Cela pourrait affecter la confiance des investisseurs privés vis-à-vis des projets dont on ne connaît plus avec certitude ni le calendrier, ni l'importance stratégique. À moyen terme, cela pourrait constituer un frein aux sources non-budgétaires du financement de la Vision. Pour l'instant, l'exercice a néanmoins été très bien accueilli par les marchés, qui y ont vu une marque d'un pragmatisme saoudien rassurant au regard de la forte volonté politique déployée en faveur de la Vision. **C'est un précédent qui inscrit dans le risque souverain l'idée que la Vision n'est pas de l'extravagance à tout prix.**

Le manque de visibilité risque cependant, à terme, d'impacter le coût de l'emprunt, si les contraintes budgétaires augmentent. D'autant que le cadre des politiques fiscales à moyen terme semble peu défini et contraignant, et peu lisible à ce stade. D'abord, la gestion actuelle de la fluctuation des prix du pétrole, qui consiste à lisser le profil de revenus sur plusieurs années, ne contraint pas assez les dépenses dans les années de prix élevés. Le FMI recommande, à ce propos, d'établir un cap sur l'augmentation des dépenses. Il serait le corollaire nécessaire à la flexibilité de ne pas ajuster les dépenses à la baisse en cas de prix moins favorables. **C'est-à-dire que la procyclicité doit être évitée en cas de prix bas, comme de prix hauts.** Ensuite, au-delà des fluctuations des prix à court terme, **il n'y pas de communication sur les stratégies fiscales contingentes, si les prix baissent plus durablement.** Peut-être que, comme pour l'exercice de recalibrage, ces stratégies existent, mais qu'il s'agit d'un choix de la part des autorités de ne pas les annoncer, en

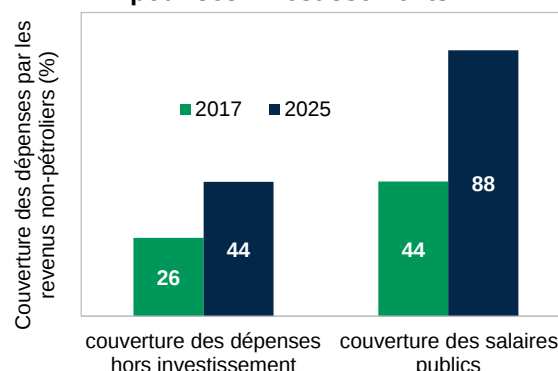
particulier s'il s'agissait d'étendre l'impôt. Quoi qu'il en soit, ce manque de visibilité génère une incertitude que l'Arabie saoudite ne pourra peut-être pas toujours se permettre avec autant d'aisance.

Une autre analyse : la consolidation invisible

Le royaume assume ainsi pleinement l'utilisation de son vaste espace fiscal pour avancer sur sa diversification. Mais cela implique, de fait, des déficits plus importants, mais aussi un *breakeven* fiscal élevé. Cet indicateur, qui calcule le prix du pétrole qui permet d'équilibrer le budget des États pétroliers, atteint environ 90 dollars par baril pour l'Arabie saoudite – c'est l'un des plus élevés parmi ses pairs du Golfe (à part le Bahreïn). Cela semble indiquer une plus grande vulnérabilité du pays à une fluctuation des prix du pétrole. C'est en partie vrai, car paradoxalement, pendant la période de transition du modèle économique et de diversification que représente la Vision, le pays est encore plus dépendant de ses revenus pétroliers pour pouvoir la réaliser. Mais cela cache une autre réalité. **Alors que les déficits sont progressivement revus à la hausse, une autre forme de consolidation s'opère plus silencieusement : celle du déficit hors pétrole.**

Celui-ci ne prend en compte que les revenus non-pétroliers dans son calcul. Il permet de suivre l'évolution de la couverture des coûts budgétaires par les revenus stables, car non-soumis aux fluctuations de prix. **En regardant les choses sous cet angle, on aperçoit, qu'en réalité, depuis le lancement de la Vision, le royaume a travaillé sur la structure de son budget : augmentation des impôts (surtout la TVA), et réformes visant la masse salariale publique, les subventions ou encore le ciblage des transferts sociaux...**

Le royaume a fait de la place pour ses investissements



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, min. des Finances

Déjà, ces réformes ont permis de protéger la base du contrat social en le rendant plus robuste face aux fluctuations du pétrole. Elles ont aussi permis de faire de la place aux investissements dans la transformation du pays. Au-delà d'un chiffre facial de déficit fiscal, **c'est**

sûrement cette consolidation, plus silencieuse, cette amélioration de la qualité de la structure du budget qui devrait attirer l'attention des analystes. Bien sûr, on ne pourra vérifier qu'empiriquement, si ces réformes sont vécues par la population comme des concessions sur ses droits acquis au profit de la Vision, ce qui rendrait

le succès de cette dernière crucial pour le maintien de la paix sociale. **Cela suggérerait alors un nouveau contrat social, reposant sur un équilibre délicat entre trajectoire budgétaire et réalisation de la Vision, surtout si les prix baissent.**

☑ Notre opinion – *Le déficit budgétaire s'est creusé en 2025 et s'établira bien au-dessus des objectifs du budget. Mais plutôt qu'un dérapage, ce déficit semble assumé par Riyad, dans un contexte de fluctuation à court terme des prix du pétrole, pour ne pas essouffler l'élan de sa Vision et éviter la procyclicité de son outil fiscal.*

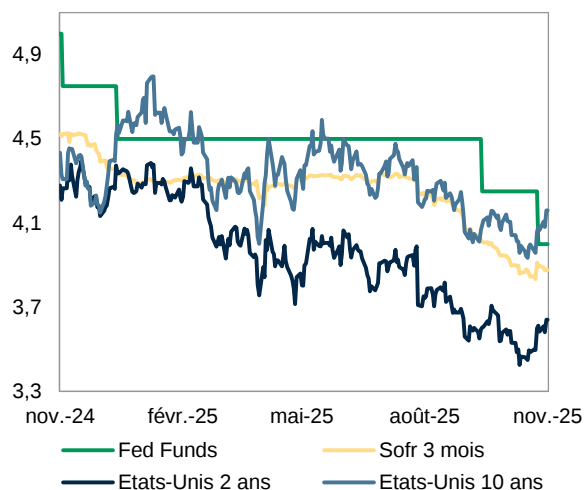
Cette stratégie est même validée par le FMI, car l'ample espace fiscal dont dispose le royaume à ce stade ne justifie pas d'ajustement supplémentaire. Finalement, ce qui compte davantage, sont les efforts des autorités pour renforcer la structure du budget. Car depuis le lancement de la Vision, alors que l'attention est tournée vers les déficits fiscaux, à bas bruit, les revenus non-pétroliers sont renforcés et couvrent de plus en plus des dépenses hors-investissement.

Malgré tout, les revenus pétroliers, sursollicités par tous les acteurs de la Vision, ne soutiennent pas le budget autant que prévu et la récurrence de dépenses exceptionnelles, non-budgétées, semble suggérer que le défi principal sera de muscler la capacité de planification budgétaire, face à la volatilité du pétrole. Aujourd'hui, le cadre fiscal à moyen terme, en particulier, semble peu contraignant, peu défini, et surtout peu transparent, ce que l'Arabie pourrait ne plus pouvoir se permettre avec autant d'aisance, si les prix du pétrole lui sont moins favorables.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

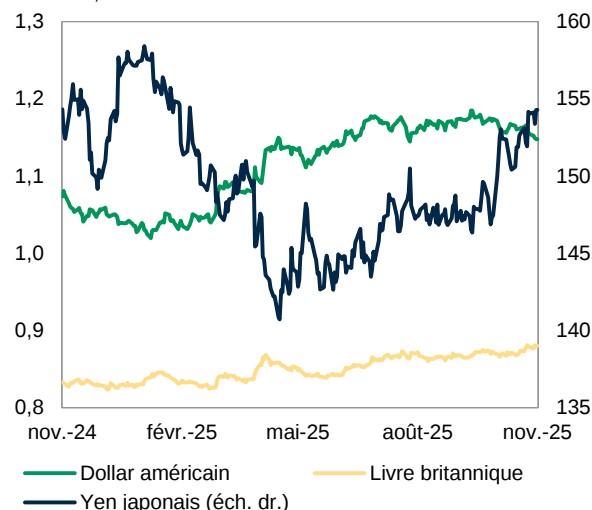
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

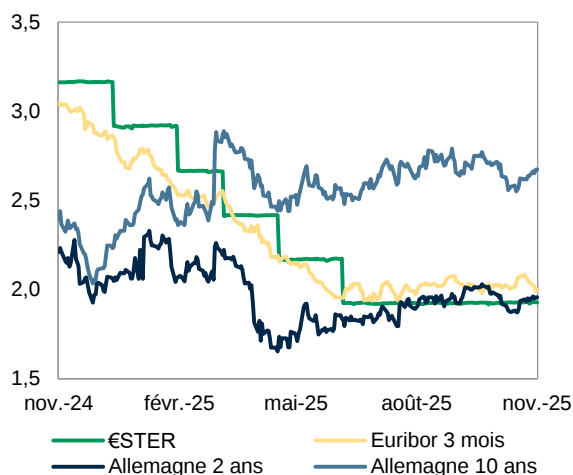
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

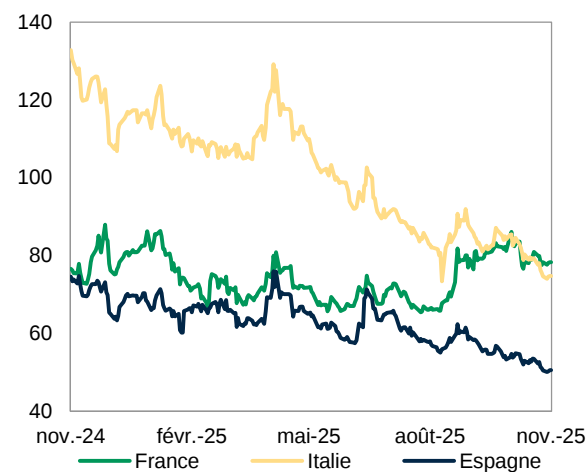
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

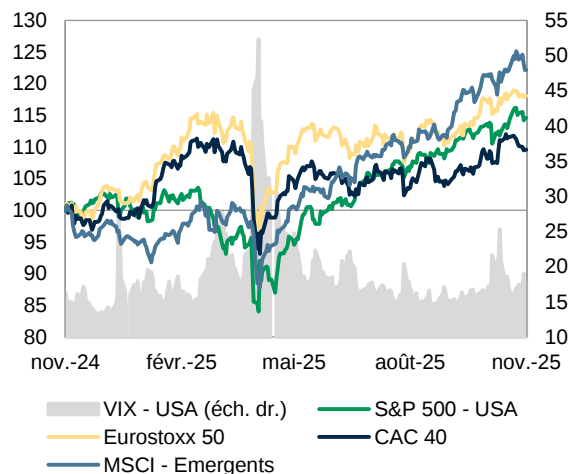
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

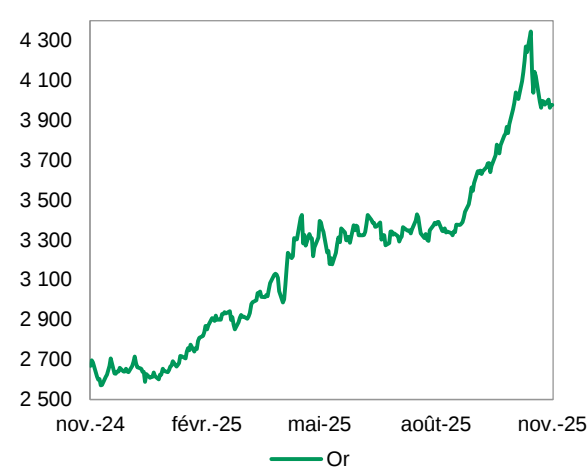
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

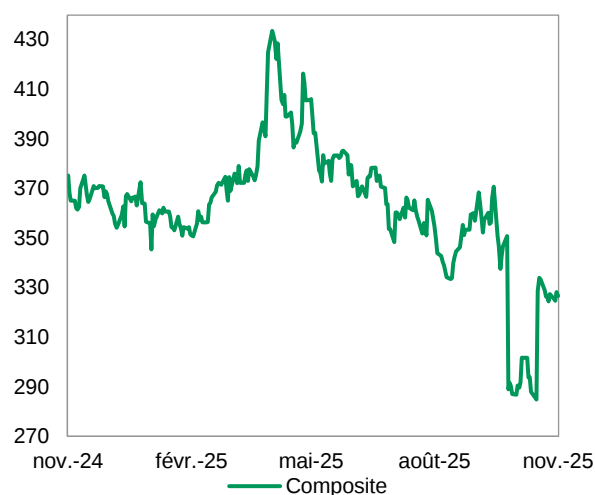
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

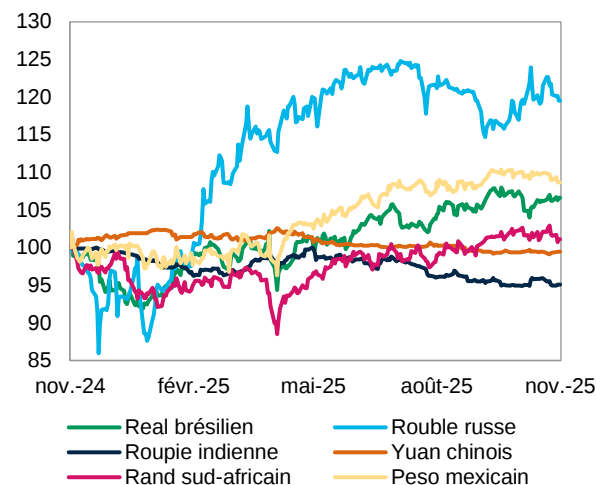
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

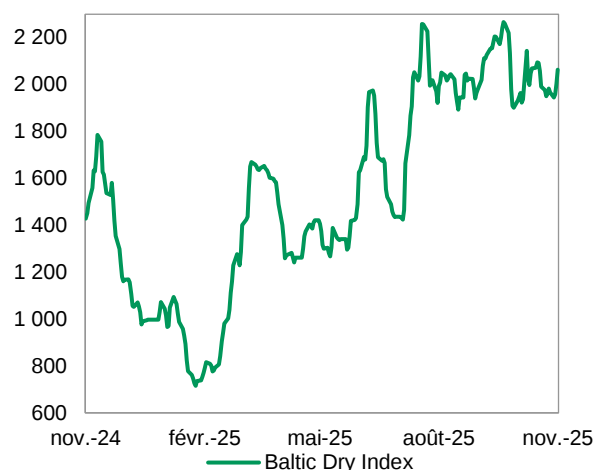
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

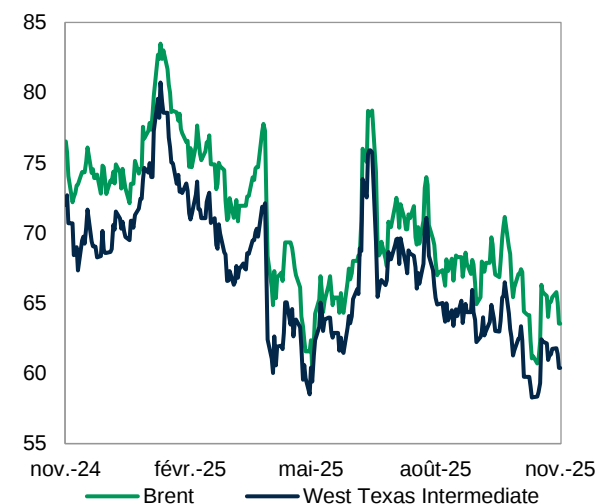
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

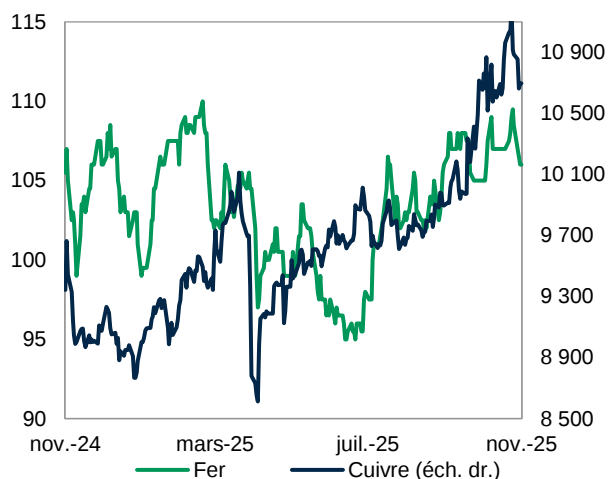
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

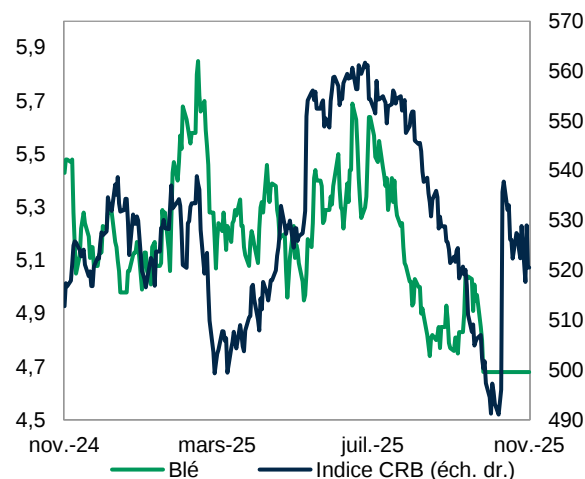
USD/tonne métrique



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 – Octobre 2025

[En espérant un soupçon de stabilité...](#)

Date	Titre	Thème
04/11/2025	<u>Mexique – Les limites de la stratégie de consolidation budgétaire</u>	Amérique latine
04/11/2025	<u>Italie – Une résilience économique à confirmer au deuxième semestre</u>	Italie
03/11/2025	<u>France – Les dessous de la baisse des exportations de boissons au troisième trimestre</u>	France
31/10/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
30/10/2025	<u>France – Conjoncture – Flash PIB : la croissance déjoue les pronostics et augmente de nouveau au T3 (+0,5%, après +0,3%)</u>	France
29/10/2025	<u>Fintech Outlook 9 premiers mois de l'année – L'année des jetons</u>	Fintech
28/10/2025	<u>Chine – 4^e plénum et plan quinquennal, le ballet de la planification reprend à Pékin</u>	Asie
27/10/2025	<u>France – Légère embellie du climat des affaires et de la confiance des ménages en octobre</u>	France
24/10/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
24/10/2025	<u>Mexique – Dans l'espoir d'un accord commercial, une attente moins coûteuse qu'attendu</u>	Amérique latine
23/10/2025	<u>Au Maroc, la jeunesse politisée force le pays à faire face à ses contradictions</u>	Afrique et M-O
23/10/2025	<u>Italie – Le budget de la paix gouvernementale ?</u>	Italie

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, Grégoire GLORIEUX

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

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

Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Nathan QENTRIC

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario), Jorge APARICIO LOPEZ

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

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

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.