Perspectives

Hebdomadaire – N°25/336 – 5 décembre 2025

MONDE – L'actualité de la semaine

- À deux vitesses 2
- Zone euro : révision à la hausse de la croissance au T3 2025....3
- France : la production industrielle est restée élevée en octobre, en hausse notable sur un an....4
- Italie : nouvelle baisse du taux de chômage en octobre....5
- Arabie saoudite : un Quincy 2.0 au profit de la diversification ? 7

☞ À deux vitesses

Aux États-Unis, le PMI manufacturier s'est établi à 48,2 en novembre, en baisse par rapport à octobre. Le secteur manufacturier continue donc de se situer dans la « zone de dépression » (indice inférieur à 50) pour le neuvième mois consécutif. Exposé aux tarifs douaniers (et à leur versatilité), il reste lesté par les sous-indices que sont les nouvelles commandes, l'emploi et les stocks. À cette déprime prolongée, s'oppose la robustesse des services, dont le PMI est en hausse modeste et, surtout, toujours à un niveau indiquant l'expansion du secteur (52,6).

Toujours aux États-Unis, selon le rapport national sur l'emploi de l'ADP, le secteur privé a supprimé 32 000 emplois en novembre. Les secteurs les plus affectés sont le secteur manufacturier ainsi que ceux des services professionnels et commerciaux, de l'information et de la construction. De plus, si le ralentissement de novembre est généralisé, il concerne principalement les petites entreprises (nombre d'employés inférieur à 49). Ces résultats ont largement déçu le consensus et alimenté les espoirs d'un assouplissement monétaire imminent.

Dans la zone euro, les taux d'inflation totale et sous-jacente ont atteint respectivement 2,2% et 2,4% en novembre sur un an, s'inscrivant en légère hausse par rapport à octobre. La résistance de l'inflation agrégée s'explique largement par celle du prix des services qui approche de 3,5% sur un an et contraste avec la faible dynamique des prix des biens industriels hors énergie (0,6% sur un an) et la baisse du coût de l'énergie (-0,5% sur un an). Le chiffre global dissimule en outre de fortes disparités entre pays. La divergence tend à s'accentuer entre les pays à inflation « forte » (Belgique, Allemagne, Pays-Bas à 2,6%, Espagne à 3,1%, Autriche à 4,1%) et les pays à inflation « faible » (France à 0,8%, Italie à 1,1%) : une inflation à deux vitesses pour une seule zone euro.

La prochaine réunion du FOMC (*Federal Open Market Committee*) se tiendra le 10 décembre. Notre scénario penche toujours en faveur d'un *statu quo* de la *Fed* sans ignorer (ce serait difficile) la forte probabilité d'une nouvelle baisse de 25 points de base (pb) du taux des *Fed funds*. Les « colombes » ont récemment pris l'ascendant sur les « faucons » et contribué à un revirement des anticipations du marché, tablant désormais majoritairement (à hauteur de 90% contre 30% il y a seulement quelques semaines) sur une baisse de 25 pb. Or, la Fed n'aime pas prendre le marché à revers et pourrait lui concéder la diminution attendue. Les divisions au sein du FOMC n'ont cependant pas disparu et cette baisse éventuelle est susceptible d'être assortie d'un discours prudent. Le président Jerome Powell pourrait souligner que ce mouvement ne présage en rien le rythme futur d'assouplissement. Une telle vigilance serait justifiée par l'inflation prévue pour 2026 qui devrait toujours avoisiner 3%.

Les anticipations d'assouplissement monétaire américain se sont, étrangement, traduites par de légères pressions haussières sur les taux d'intérêt (peut-être corrigent-ils encore l'excès d'enthousiasme passé ?) mais, logiquement, par une pentification des courbes et un petit creusement de l'écart 10 ans/2 ans. Elles se sont également accompagnées d'une dépréciation du dollar : la dépréciation de ce dernier reflète cependant bien plus que le seul rétrécissement anticipé du différentiel de taux d'intérêt. Les marchés actions se redressent, les primes de crédit *corporate* se resserrent mais le *spread* de la France contre Bund (2,78%) s'élargit et, à 75 pb, excède celui de l'Italie (70 pb) et de l'Espagne (47 pb).

Zone euro

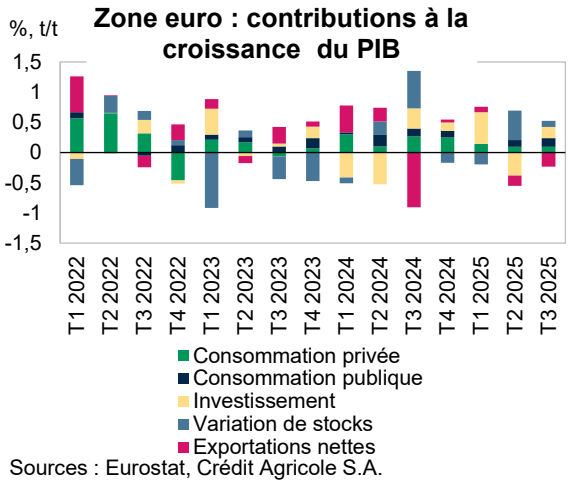
☞ Zone euro : révision à la hausse de la croissance au T3 2025

Eurostat a publié ce vendredi 5 décembre les résultats détaillés des comptes nationaux trimestriels du troisième trimestre 2025. L'accélération de l'activité à +0,3% (t/t) est confirmée, mais le rythme a été révisé à la hausse par rapport à l'estimation rapide et à notre prévision d'octobre (+0,2%).

Ainsi, après une croissance rapide fin 2024 (+0,4% t/t) et davantage au premier trimestre (+0,6%) et le ralentissement du printemps (+0,1%), la croissance s'est installée sur un rythme proche du potentiel (+1,4% sur un an) au cours de l'été. L'acquis de croissance laissé par le T3 à la moyenne annuelle de 2025 est de 1,4%. Cet acquis fait peser un risque haussier sur notre prévision de croissance d'octobre dernier de 1,3%.

La croissance retrouvée de la demande intérieure, après son repli du T2, a porté la progression du PIB contribuant à hauteur de 0,4 point. L'accumulation des stocks s'est poursuivie et a soutenu la croissance du PIB à hauteur de 0,1 point, tandis que la contribution des exportations nettes a amputé la croissance de 0,2 point pour le deuxième trimestre consécutif.

Parmi les composants de la demande intérieure, la plus forte contribution est venue de l'investissement, qui s'est redressé (+0,9% t/t) après le repli (-1,7%) du T2. Ce repli s'inscrivait en ajustement après la forte remontée de l'investissement au T1 (+2,6%), tiré par la progression marquée de l'investissement en propriété intellectuelle en Irlande en début d'année. La croissance de la consommation des ménages s'est poursuivie à un rythme modeste (+0,2% t/t), soutenue par une dynamique encore positive de l'emploi (+0,2%) et de la masse salariale (+1,1%) qui a augmenté plus vite que l'inflation (+0,3% sur le trimestre). La croissance de la consommation publique s'est renforcée (+0,7%).



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

La demande extérieure s'est redressée (+0,7%) après l'ajustement (-0,4% au T2) qui avait suivi la forte hausse des exportations en début d'année, tirée surtout par les ventes aux États-Unis, notamment de produits chimiques, en anticipation de la hausse des droits de douane par l'administration Trump. Cette demande étrangère n'a pas pu soutenir la croissance du PIB, puisqu'elle a été plus que compensée par la remontée des importations (+1,3%). Après la baisse enregistrée en 2022, les importations en provenance de Chine sont en hausse constante et l'année 2025 témoigne d'une pénétration marquée notamment des produits chimiques, qui s'associe à une baisse notable des prix.

☑ **Notre opinion –** *Le dynamisme de la demande domestique au troisième trimestre confirme la narration que nous portons depuis un an d'une résilience des acteurs domestiques face à un environnement extérieur défavorable à la croissance de la zone euro. La reprise de l'investissement est de bon augure dans un contexte d'incertitude croissante. La croissance déjà engrangée induirait une légère révision à la hausse de notre prévision de croissance pour 2025 (prochaine prévision diffusée le 18 décembre). Selon l'enquête PMI auprès des directeurs d'achats, l'activité au cours des deux premiers mois du quatrième trimestre s'est inscrite en expansion, la croissance au mois de novembre s'étant accélérée par rapport au mois d'octobre pour afficher son rythme le plus soutenu depuis deux ans et demi. Ce renforcement de la hausse de l'activité s'est appuyé sur une augmentation du volume des nouvelles affaires, la plus forte depuis trente mois, et s'est accompagné d'une croissance supplémentaire de l'emploi. La confiance des entreprises a également progressé au cours du mois, demeurant toutefois inférieure à sa moyenne de long terme. Leurs ventes à l'exportation ont de nouveau diminué au cours du mois de novembre bien qu'avec une stabilité du taux de contraction. Enfin, si l'expansion de l'activité s'est accélérée dans le secteur des services, la hausse de la production a ralenti dans le secteur manufacturier et a ainsi affiché son rythme le plus faible depuis neuf mois. En effet, les frictions commerciales et la récente appréciation de l'euro ont accentué les pressions sur les entreprises les plus exposées à la concurrence internationale, érodant la compétitivité des prix à l'étranger, au moment même où les entreprises chinoises augmentent leurs exportations vers les marchés mondiaux en raison d'une faible demande intérieure. L'équilibre des risques reste orienté à la baisse avec plusieurs chocs structurels dont l'impact se déploie de façon séquentielle entre les différents secteurs, avec des ralentissements, voire des récessions sectorielles successives, qui ne se traduisent pas immédiatement par des tensions plus généralisées affectant l'économie de façon uniforme.*

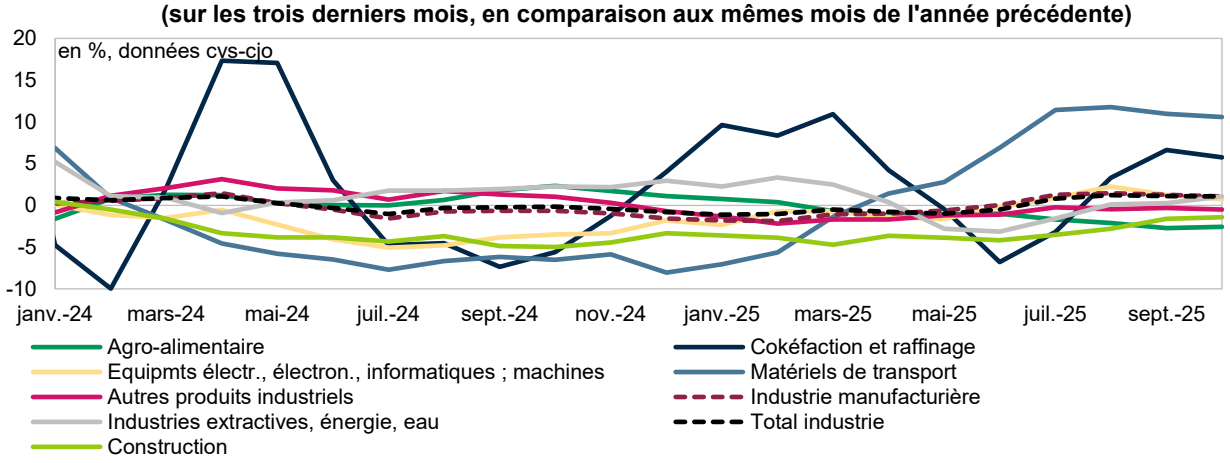
France : la production industrielle est restée élevée en octobre, en hausse notable sur un an

L'Insee a publié ce vendredi 5 décembre l'indice de production industrielle d'octobre 2025. Par rapport au mois de septembre, la production de l'ensemble de l'industrie a légèrement augmenté (+0,2%), et celle de l'industrie manufacturière[1] a marqué le pas (-0,1%), en données corrigées des variations saisonnières et des effets des jours ouvrables (cvs-cjo). Cette relative atonie sur un mois masque le fait que la production industrielle s'est maintenue à un niveau élevé en octobre, puisqu'elle avait sensiblement augmenté en septembre (+0,7% pour l'ensemble de l'industrie, et +0,9% pour l'industrie manufacturière). La production des trois derniers mois est ainsi supérieure de 1,1% à son niveau des trois mêmes mois de l'année 2024, dans l'ensemble de l'industrie comme dans l'industrie manufacturière. Cette hausse notable sur un an est tirée par la fabrication de matériels de transport, en particulier hors automobile, tandis que les industries agro-alimentaires restent à la peine.

Dans l'industrie manufacturière, la production s'est repliée sur un mois dans la fabrication de biens d'équipement électriques, électroniques et informatiques en octobre (-2,2%, après +1,1%), en particulier dans les produits informatiques, électroniques et optiques. En revanche, la production a accéléré dans la cokéfaction et le raffinage (+3,6%, après +1,3%). Elle est restée quasi stable dans les « autres produits industriels » – métallurgie, chimie, pharmacie, etc. – (+0,1%, après -0,2%), dans les industries agro-alimentaires (+0,1%, après +0,3%), et dans la fabrication de matériels de transport (+0,1%, après +5,3%). Dans cette dernière branche, la production a continué d'augmenter dans les autres matériels de transport (+2,4%, après +7,2%), tandis qu'elle s'est repliée dans l'industrie automobile (-4,0%, après +2,1%). Pour compléter le champ de l'ensemble de l'industrie, la production a augmenté en octobre dans les industries extractives – énergie, eau (+1,8%) –, après une stabilité en septembre.

Sur les trois derniers mois et en comparaison du niveau des trois mêmes mois de l'année précédente, la production est en forte hausse dans la fabrication de matériels de transport (+10,6%), et dans une moindre mesure dans la cokéfaction et le raffinage (+5,7%). Dans la fabrication de matériels de transport, la hausse de la production est portée par celle de matériels de transport hors automobile (+17,0%), alors que la hausse est plus modérée dans l'industrie automobile (+0,7%). D'autres branches sont plus à la peine, puisque la production est en baisse de 2,6% sur un an (trois derniers mois) dans les industries agroalimentaires, et de 0,5% dans la fabrication d'autres produits industriels (avec, en particulier, une baisse de 6,2% dans l'industrie pharmaceutique).

Croissance de la production industrielle par branche
(sur les trois derniers mois, en comparaison aux mêmes mois de l'année précédente)



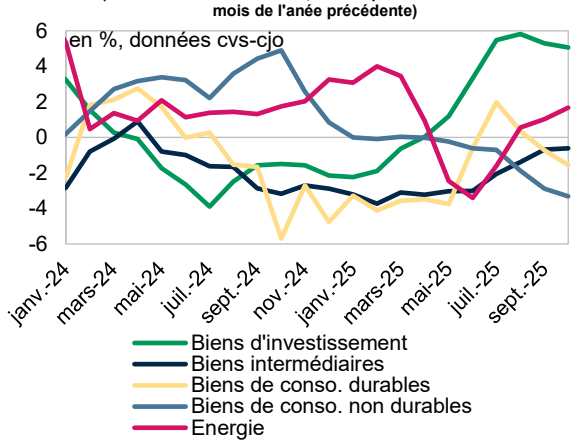
Derniers points : octobre 2025
Sources : Insee, calculs Crédit Agricole S.A./ECO

Par type de biens, la production d'énergie a accéléré sensiblement en octobre (+2,0%, après +0,2%), et celle de biens de consommation non durables a rebondi (+1,0%, après -1,5%). La production de biens intermédiaires est restée quasi stable (+0,2%, après +1,5%), tandis que celle de biens de consommation durables s'est repliée (-0,5%, après +4,3%), tout comme celle de biens d'investissement (-1,2%, après +1,6%). En cumul entre août et octobre, et en comparaison à la même période de l'année 2024, la production est en forte hausse pour les biens d'investissement

[1] L'industrie manufacturière est constituée des industries agro-alimentaires, de la cokéfaction et raffinage, de la fabrication d'équipements électroniques, informatiques et de machines, de la fabrication de matériels de transport, et de la fabrication d'autres produits industriels (textile, habillement, cuir et chaussure, travail du bois, industrie du papier et imprimerie, industrie chimique, industrie pharmaceutique, caoutchouc, plastiques et minéraux non métalliques, autres industries manufacturières). L'ensemble de l'industrie est constitué de l'industrie manufacturière ainsi que des industries extractives, énergie, eau.

(+5,1%), et dans une moindre mesure l'énergie (+1,7%). En revanche, elle est mal orientée pour les biens intermédiaires (-0,6%), les biens de consommation durables (-1,6%), et surtout les biens de consommation non durables (-3,3%).

Croissance de la production par type de biens
(sur les trois derniers mois, en comparaison aux mêmes mois de l'anée précédente)



Derniers points : octobre 2025
Sources : Insee, calculs Crédit Agricole S.A./ECO

La production dans la construction a poursuivi sa baisse en octobre (-0,6%, après -1,3%). Elle a de nouveau diminué dans les travaux de construction spécialisés et la construction de bâtiments, tandis qu'elle a rebondi dans le génie civil. La production des trois derniers mois dans la construction est ainsi inférieure de 1,4% à son niveau des trois mêmes mois de l'année précédente.

☑ **Notre opinion –** *Le maintien de la production à un niveau élevé en octobre est une bonne nouvelle pour l'activité économique française au quatrième trimestre. Si la production de l'ensemble de l'industrie (cvs-cjo) se maintenait à ce niveau en novembre et en décembre, elle augmenterait de 0,4% (t/t) au quatrième trimestre (par rapport au trimestre précédent). La hausse de la production totale au troisième trimestre (+0,8%) avait déjà été tirée, en partie, par l'industrie manufacturière (+1,3%). L'industrie représente toutefois une part modérée de la valeur ajoutée en France (environ 12%). Il faudra donc que la production dans les services (qui représentent plus de 80% de la valeur ajoutée en incluant à la fois les services marchands et les services non marchands) soit également bien orientée pour espérer une croissance notable de l'activité au quatrième trimestre. Notre prévision actuelle est de toute façon prudente pour le quatrième trimestre (+0,1% t/t), et les indicateurs de conjoncture signalent que l'activité dans les services marchands devrait rester dynamique en fin d'année.*

La bonne tenue de la production dans les matériels de transport (notamment l'aéronautique) contraste avec le marasme d'autres branches. Il est intéressant de noter, qu'au-delà d'une consommation des ménages français déprimée pour l'alimentation, la baisse de la production dans les industries agro-alimentaires pourrait aussi être liée, notamment, à la hausse des droits de douane américains, qui se traduisent par une baisse des exportations de produits agro-alimentaires vers les États-Unis (en particulier pour les vins et spiritueux d'après les données des douanes[2]). Cet effet de la hausse des droits de douane américains pourrait aussi en partie expliquer la situation de l'industrie pharmaceutique (même si les médicaments génériques et leurs ingrédients sont exemptés de droits de douane additionnels), et à l'inverse l'exceptionnalisme des autres matériels de transport (l'aéronautique étant exempté de droits de douane additionnels).

☞ Italie : nouvelle baisse du taux de chômage en octobre

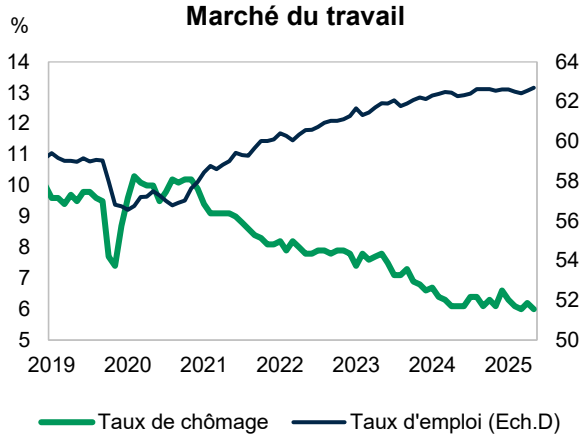
En octobre, l'emploi progresse de nouveau de 0,3%, poursuivant la dynamique positive entamée en septembre. Contrairement au mois précédent, cette évolution est associée à une baisse du nombre de chômeurs de 3,7%, amenant le taux de chômage à 6%, soit une diminution de 0,2 point. Face à une stabilisation du taux d'activité, cette progression se traduit mécaniquement par une augmentation du taux d'emploi sur le mois à 62,7%, soit le plus haut niveau de la série depuis 2004.

Cette amélioration concerne aussi bien les hommes que les femmes. Elle a cependant été tirée par l'augmentation du nombre de personnes occupées de plus de 50 ans qui, en progressant de 0,7% entre les mois de septembre et octobre, contribue à hauteur de 0,3 point à la croissance d'octobre. Le segment des 15-24 ans, qui enregistre une forte progression pour le deuxième

[2] La baisse des exportations vers la Chine explique également partiellement ce phénomène. Voir notre article de début novembre à ce sujet « France – Les dessous de la baisse des exportations de boissons au troisième trimestre »

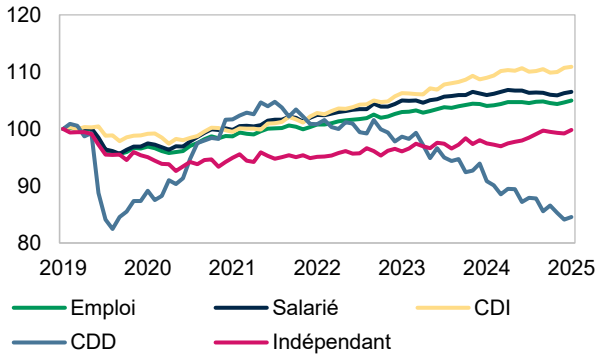
mois consécutif (1,2% en octobre après 1,5% en septembre), contribue également positivement à l'évolution globale sur le mois. Seul le segment des 25-34 ans décline sur la période. En termes de statut, l'activité des travailleurs indépendants renoue avec la croissance (+0,6%), tandis que celle des salariés ralentit légèrement, passant de 0,3% en septembre à 0,2% en octobre. Ce ralentissement s'explique davantage par une décélération de l'emploi permanent, alors même que les contrats courts renouent avec la croissance après deux mois de repli consécutifs depuis la fin de l'été.

Marché du travail



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

Évolution de l'emploi depuis la pandémie
(base 100 =10/2019)



Sources : Istat ; Crédit Agricole S.A./ECO

☑ **Notre opinion –** *Les performances d'octobre écartent les craintes d'un retournement du marché du travail dans l'immédiat et confirment une tendance qui s'inscrit dans la durée depuis 2020. Pourtant, cette nouvelle normalité n'est associée que partiellement à une amélioration de la situation financière des ménages. À ce titre, l'Istat a publié une analyse combinant données du marché du travail, revenus et situation professionnelle sur la période 2018-2023, dont certaines conclusions permettent de mieux appréhender ces impacts. En effet, si le taux d'emploi augmente entre 2022 et 2023 pour atteindre 61,5% (62% en 2025), la progression semble se concentrer sur les premier et deuxième quintiles de revenu. Ces derniers présentent des niveaux structurellement plus faibles par rapport aux quintiles supérieurs, de l'ordre de 37% pour le premier et de 52% pour le deuxième, contre 79% pour le dernier. Même si la diminution du chômage s'est répartie sur l'ensemble des quintiles, les deux premiers quintiles sont ceux où le chômage est le plus élevé : de 24% en 2023 pour le premier, il passe à 10% pour le deuxième et 1,5% dans le dernier. La reprise s'est également accompagnée d'une attractivité accrue du marché du travail, favorisant le retour à l'activité de certaines catégories. L'inactivité a globalement reculé sur la période observée, avec une baisse plus marquée dans le quintile central (-2,1 points, de 33,4% à 31,3%) et dans le premier quintile de la distribution de revenu (-2,0 points, de 52,2% à 50,2%).*

Deux facteurs semblent davantage expliquer la décorrélation apparente entre marché du travail et amélioration des revenus. Le premier est lié au fait qu'en dépit d'une part plus importante de personnes dans l'emploi, la hausse de l'inflation a impacté les salaires réels, en particulier ceux des salariés dont l'ajustement est moins mécanique que celui des indépendants qui ont pu adapter leurs prix. Cette différence de capacité de réaction face à la dynamique inflationniste explique pourquoi les travailleurs indépendants du groupe des professions et activités à bas revenu ont vu leur revenu moyen augmenter de 3,8% entre 2018 et 2022, tandis que les salariés du même groupe ont subi une baisse de 4,7%. Ainsi, le revenu moyen total du travail en 2022 (20 600 euros à prix constants de 2015) demeure inférieur à celui de 2018 (20 900 euros). Le second facteur concerne la qualité des emplois créés : si l'on considère uniquement les nouveaux employés en 2023, 42,7% ont trouvé un emploi dans le groupe des professions et activités à bas revenu, seulement 6,9% dans le groupe des professions et activités à haut revenu et 28,9% dans les professions et activités du groupe à revenu moyen-élevé. Cette concentration des créations d'emploi dans des secteurs comme l'hôtellerie-restauration et les services personnels, traditionnellement moins rémunérateurs, contribue à expliquer pourquoi l'amélioration quantitative du marché du travail ne se traduit que partiellement par une amélioration du pouvoir d'achat des ménages.

Pays émergents

Moyen-Orient et Afrique du Nord

☞ Arabie saoudite : un Quincy 2.0 au profit de la diversification ?

C'est en grande pompe que le prince héritier et leader *de facto* d'Arabie saoudite, Mohammed Ben Salman, a été reçu à la Maison Blanche le 18 novembre dernier, entre tapis rouge, déclaration d'amitié et dîner de gala. De quoi défier ceux qui avaient prédit que la relation stratégique des États-Unis et du royaume saoudien mourrait avec l'indépendance énergétique des États-Unis. Car, à son retour à la présidence, ce n'est pas la même région du Golfe que Trump a retrouvée, et certainement pas la même Arabie. Celle-ci, en pleine révolution, portée par sa Vision 2030, n'est plus l'économie pétrolière en bout de course, ni l'État « paria »[3] dénoncé par son prédécesseur.

La rencontre a été riche en annonces : nouvel accord stratégique de défense, soutenu par l'aval présidentiel pour la vente de F-35 (qui, si elle était validée par le Congrès, ferait du pays le premier de la région – à part Israël – à en être équipé) ; statut d'allié majeur non-membre de l'OTAN ; partenariat dans l'IA et accès aux puces Nvidia, dans le nucléaire civil ou encore dans les minéraux critiques ; et une promesse d'investissement de 1 000 milliards de dollars de l'Arabie saoudite aux États-Unis[4]. **Tout cela s'apparente à une mutation du Pacte du Quincy[5] vers un équilibre : sécurité contre déploiement des ressources saoudiennes au profit des États-Unis.** Cela intervient dans un contexte double, celui d'une Arabie saoudite qui s'affirme en puissance régionale (puissance économique et diplomatique) et, de l'autre, celui d'un Moyen-Orient en reconfiguration, et chahuté par des conflits, qui sont autant de menaces aux nouveaux modèles économiques que les États du Golfe tentent de construire. Il y a aussi, peut-être, derrière ces partenariats, une nouvelle lecture de la sécurité « à la Trump », qui repose sur la volonté d'associer les États-Unis à la réussite économique (et donc à la stabilité) de l'Arabie saoudite. **Il restera à analyser, derrière ces déclarations, ce qui dépassera l'annonce ou le symbole, et ce qui se concrétisera.**

En tout cas, dans le Golfe, les mêmes stratégies semblent se dessiner : entre achat et importation des technologies américaines, ou leur acquisition par transfert de compétences à travers des investissements aux États-Unis. Tout cela entre dans les moyens mobilisés au profit de la transformation de la région. **Mais, au-delà des gains géopolitiques, devant les montants astronomiques annoncés et l'incertitude autour des prix du pétrole qui modulent les ressources du Golfe, il convient de s'interroger sur l'efficacité de leur allocation pour la diversification.**

Le « moment Golfe » : l'abondance des ressources ne suffit pas

Même si la question de la diversification économique dans les États du Golfe n'est pas nouvelle – la problématique étant apparue presque en même temps que la rente elle-même **– il y a indéniablement eu, ces dernières années, une accélération de l'élan de transformation.** Cette question, tous les États n'y sont bien sûr pas confrontés de la même manière. La dotation pétro-gazière de chacun, ou la soutenabilité de son modèle social rentier, définissent des degrés d'urgence. Par ailleurs, on trouve, derrière une apparente homogénéité des modèles, des formes différentes de rigidité et de résistances (notamment d'ordre politique) au changement[6]. Malgré tout, la chute des prix du pétrole de 2014-2016, puis le Covid, ont été une réelle prise de conscience à l'origine d'une accélération de la transformation de la région. Et si les Émirats arabes unis sont les plus avancés en termes de diversification et de montée en gamme de l'économie, le lancement de la Vision 2030 saoudienne – véritable révolution institutionnelle, sociale et économique de la plus grande économie de la région – est loin d'être étrangère à la nouvelle dynamique. **On peut même parler d'un « moment Golfe »[7], c'est-à-dire un glissement du centre de gravité du monde arabe vers les États du Golfe.** Et cela en matière de puissance économique, d'énergie, d'innovation, de sport, et même, progressivement, de culture et de diplomatie, ou d'organisation d'événements d'envergure mondiale.

Mais, bien sûr, derrière ces transformations encore inachevées se pose la question des

[3] Joe Biden, durant sa campagne de 2020, avait qualifié le royaume d'État paria en raison de son rôle présumé dans l'assassinat du journaliste Jamal Khashoggi en 2018 et de ses violations alléguées des droits humains.

[4] *Fact Sheet: President Donald J. Trump Solidifies Economic and Defense Partnership with the Kingdom of Saudi Arabia* – The White House, 18 novembre 2025

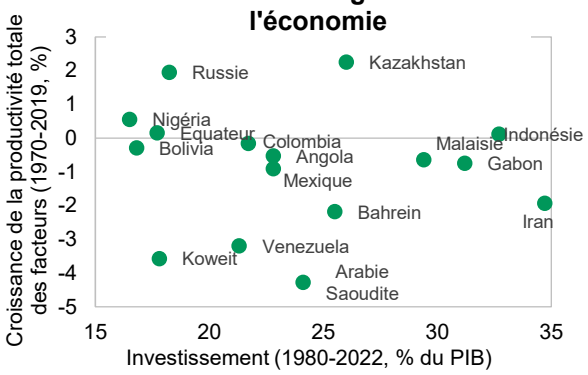
[5] Le pacte du Quincy, conclu le 14 février 1945 entre le président Roosevelt et le roi Abdelaziz ibn Saoud à bord du croiseur USS Quincy, désigne un accord informel selon lequel les États-Unis garantissent la protection militaire de l'Arabie saoudite en échange d'un accès privilégié au pétrole saoudien.

[6] "Sous la houle pétrolière, cap sur les fondamentaux », Crédit-Agricole SA, ECO, Mai 2025

[7] « The Gulf Moment and the Making of the Khaleeji State", Belfer Center for Science and International Affairs, Harvard Kennedy School, Avril 2024

moyens. Car il faut donner l'impulsion et créer des pans entiers de l'économie jusqu'alors largement inexistants, acquérir des savoir-faire et des compétences : c'est à dire créer le potentiel économique hors-pétrole. La majorité des États du Golfe disposent de ressources considérables à déployer, dérivant de leurs richesses pétro-gazières. C'est notamment le cas des Émirats arabes unis, mais aussi de l'Arabie, même si ses ressources apparaissent – à l'approche de la 10e année de la Vision – moins abondantes qu'envisagées compte tenu des ambitions. **Mais, au-delà de l'abondance, se dessinent les défis de l'allocation et de l'efficacité.** Car les États du Golfe ont historiquement déployé des investissements massifs sans que cela ne se traduise par une complexification ou une montée en gamme de leurs économies.

L'investissement n'a pas permis une montée en gamme de l'économie



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, FMI, Penn World

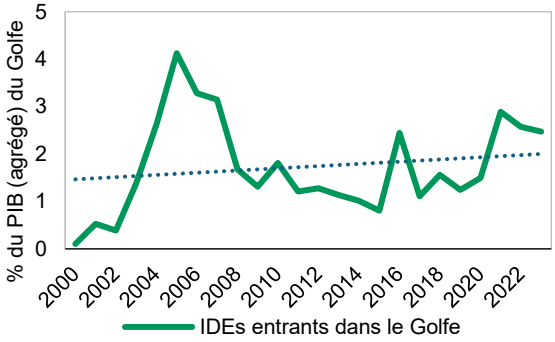
Il est donc intéressant de se poser la question **de l'efficacité relative des différents types et stratégies d'investissements du Golfe, dans leurs objectifs de diversification économique.** Une étude récente du FMI[8] (Korniyenko et Xin, 2025) apporte des éléments de réponse, en proposant une analyse empirique qui utilise les données de BvD Zephyr et du *Sovereign Weath Fund Institute* (SWFI) pour recenser 13 992 transactions (M&A) impliquant le Golfe, d'une valeur cumulée d'environ 3 000 milliards de dollars sur la période 2020-2023. La base de données ainsi créée renseigne, pour chaque transaction, le secteur, la valeur, les acteurs impliqués, et s'il s'agit d'un investissement domestique, ou étranger – entrant ou sortant. À travers un modèle économétrique, l'étude mesure l'impact des différents types d'investissement sur l'expansion du PIB des secteurs non-pétroliers, et donc sur la diversification.

Mais, avant d'en arriver là, l'étude dresse un état des lieux de l'investissement en provenance, et vers les États du Golfe, et en dégage les grandes tendances.

In and out *: Etats des lieux des investissements dans le Golfe*

Depuis 2000, les investissements directs étrangers (IDE) entrants dans le Golfe sont restés modestes, en moyenne autour de 2% du PIB agrégé de la région, avec, en particulier, une inversion de la dynamique haussière après la crise financière de 2009. **Mais, depuis 2018, les flux s'intensifient**, bénéficiant à la fois de grandes tendances globales (fragmentation géopolitique, diversification des routes d'approvisionnement), et de l'augmentation de l'attractivité des marchés du Golfe. Celle-ci est tirée par les récentes politiques visant l'amélioration du climat des affaires[9], des grands événements internationaux (coupe du monde au Qatar, ou exposition universelle à Dubaï) qui ont décuplé la visibilité de ces marchés, mais aussi de la perception de la région comme un eldorado de stabilité et de sécurité (en termes financiers, sécuritaires, mais aussi face au Covid, ou à l'agitation géopolitique de la région). Par ailleurs, si, traditionnellement, ces flux se sont dirigés vers le secteur des hydrocarbures, on observe de plus en plus un déplacement au profit du secteur des services (transports et logistique, information et technologie, tourisme et hôtellerie-restauration services aux entreprises…). Mais, **si ces tendances sont visibles depuis 2018, leur ampleur – en termes d'IDE entrants – reste assez limitée, et les bénéfices se concentrent dans quelques pays, principalement les Émirats et, dans une moindre mesure, l'Arabie.**

Les IDE entrants dans le Golfe sont restés limités



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, CNUCED, FMI

Les IDE sortants, soit les investissements des États du Golfe à l'étranger, sont, eux, beaucoup plus conséquents – à plus de 9% du PIB agrégé de la région en 2023. On observe cependant des tendances similaires : une hausse jusqu'à la crise financière, à partir de laquelle ces investissements chutent brusquement, puis une augmentation à

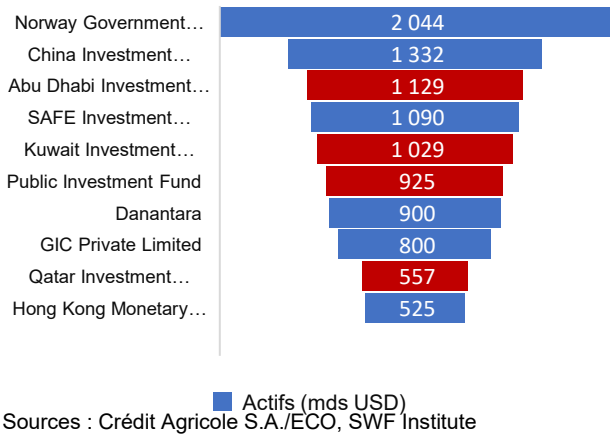
[8] « Gulf Cooperation Council Diversification: The Role of Foreign Investments and Sovereign Wealth Funds" IMF working paper, Yevgeniya Korniyenko and Weining Xin, septembre 2025

[9] Révision des codes d'investissement, baisse des restrictions à la propriété étrangère dans les entreprises, assouplissement des régimes de visas…

partir de 2018. Cependant, à partir de 2016, après la chute des prix du pétrole, des stratégies divergentes émergent clairement, puisque les **Émirats et l'Arabie saoudite accélèrent fortement leurs investissements à l'étranger, alors** que ceux des autres pays du Golfe restent atones. Ces investissements ont récemment été orientés vers les secteurs manufacturiers et des services marchands de pointe, à même de constituer des vecteurs de transfert de technologies et d'innovation.

Mais, dans ce paysage de l'investissement dans le Golfe, il devient indispensable d'introduire le rôle des fonds souverains. En effet, treize de ces fonds dans la région, parmi les plus importants au monde, gèrent plus de 4 000 milliards de dollars d'actifs.

Le Golfe abrite parmi les plus grands fonds souverains



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, SWF Institute

Le rôle des fonds souverains : de stabilisateurs à moteurs de l'économie

Les fonds souverains ne sont pas de nouveaux acteurs. Le fonds du Koweït (KIA), considéré comme le premier au monde, a été créé dès les années 1950. Les autres pays ont ensuite suivi – les Émirats, l'Arabie saoudite, Oman et le Qatar, entre les années 1970 et les années 2000 – créant des véhicules d'investissement similaires. Originellement, ils sont les instruments privilégiés pour stabiliser les économies face aux fluctuations du pétrole. **Ils sont aussi une première approche à la question de la diversification économique, car ils sont garants de l'équité intergénérationnelle et de la préservation de la soutenabilité des modèles économiques à long terme.** Mais, cette approche a déjà montré ses limites dans un certain nombre d'États du Golfe, pour lesquels les ressources ne sont pas suffisantes. Et quoi qu'il en soit, pour tous, l'équité intergénérationnelle de long terme n'est plus assurée, surtout dans un certain nombre de scénarios sur la demande de pétrole mondiale.

On observe donc **une mutation des mandats des fonds souverains, qui prennent un rôle beaucoup plus actif comme acteur de la diversification, en orientant leurs investissements vers les infrastructures et secteurs non-pétroliers**, en alignement avec les stratégies industrielles locales. Ils deviennent des acteurs essentiels, car ils sont chargés de « dérisquer » les nouveaux secteurs et catalyser l'investissement privé grâce à des partenariats d'investissement. Ils doivent ainsi corriger les failles de marché, qui incitent les investisseurs à se diriger vers les secteurs traditionnels et entretiennent les structures économiques de rente[10]. **Ainsi, les fonds souverains sont devenus les acteurs principaux de l'investissement domestique.** L'étude du FMI enregistre les fonds souverains à l'origine d'à peu près la moitié des investissements domestiques dans les pays du Golfe, dans leur échantillon.

Par ailleurs, **les fonds souverains sont les principaux canaux des investissements du Golfe à l'étranger** – 80% de ces transactions dans l'échantillon de l'étude du FMI**.** Là encore, on observe une réorientation des mandats d'investissement, d'une position défensive à une allocation active vers les industries et services marchands de pointe, visant l'accès aux technologies et savoir-faire. Le PIF (Arabie saoudite) a notamment investi dans Lucid Motors (véhicules électriques), Uber, ou Softbank Vision Fund (fonds de tech). Mubadala (Émirats) s'est récemment concentré sur les énergies vertes, l'intelligence artificielle, les communications, ou l'industrie de pointe.

Ces tendances, en termes d'investissement dans le Golfe, reflètent donc de nouvelles stratégies – parfois divergentes – des États du Golfe (entre incitation à l'investissement étranger, déploiement des fonds souverains en investissements domestiques ou à l'étranger sur des secteurs d'innovation), au profit de leur diversification. Il devient alors intéressant de se pencher sur ce que l'étude du FMI révèle sur l'efficacité de ces stratégies.

Résultats empiriques : tous les investissements ne se valent pas

Selon le résultat de l'étude, les IDE entrants ont un impact trois fois plus important sur la croissance du PIB hors pétrole, que les investissements domestiques. Les IDE sortants, eux, n'ont pas d'impact significatif. **Plus précisément, une augmentation de 1% du ratio IDE entrants sur PIB serait associée à une hausse de plus de 1% du PIB sectoriel dans lequel il est investi après**

[10] « Les États du Golfe ont-ils la bonne stratégie pour « l'après-pétrole », Crédit Agricole SA ECO, novembre 2024

4 ans. Il est cependant intéressant de noter que l'investissement domestique est un peu plus efficace lorsqu'il est déployé par un fonds souverain. Cela peut s'expliquer par les mandats stratégiques des fonds. Malgré tout, **ces résultats viennent confirmer l'importance que la littérature économique prête aux IDE entrants dans la stimulation de la croissance économique et de la productivité.**

Mise en perspective

On peut cependant nuancer les résultats en suggérant que la moindre efficacité enregistrée sur la période d'étude pour les investissements domestiques est en partie due à la différence de nature de ces investissements, qui peuvent notamment avoir des horizons plus longs. Ou encore, on pourrait estimer que le moindre rendement de ces investissements se justifie car ils servent de catalyseur d'IDE : **c'est-à-dire que construire l'infrastructure de base d'un secteur pourrait s'avérer moins efficace que l'investissement qu'il sert à attirer, mais indispensable.** L'importance de ces infrastructures, réalisées par les États ou leurs bras financiers, viendrait donc diluer l'efficacité des investissements domestiques et décupler celui des investissements étrangers ensuite reçus. Cependant, les résultats de l'étude mettent aussi en lumière l'inefficacité d'allocation de certaines ressources domestiques, au profit de projets « *white elephant* » qui ne catalyseront pas les investissements privés espérés. On peut notamment s'interroger sur l'efficacité de l'allocation de ressources au projet pharaonique NEOM[11] en Arabie saoudite, qui à 4 ans de l'horizon 2030, ne sort pas de terre.

Enfin, une prise de recul semble aussi nécessaire sur la question des IDE sortants, qui, selon l'étude, n'ont pas d'impacts significatifs sur la croissance hors pétrole. Cela pourrait s'expliquer par la transition relativement récente de ces investissements vers des secteurs de haute technologie, laissant peu de recul à l'étude pour en mesurer les effets. Il pourrait aussi y avoir un angle mort à ne pas manquer : c'est-à-dire celui de l'influence de ces investissements sur les IDE entrants. Un exemple de cela serait l'investissement du PIF dans Lucid Motors qui a facilité l'installation des premières capacités de production à l'international de l'entreprise en Arabie saoudite.

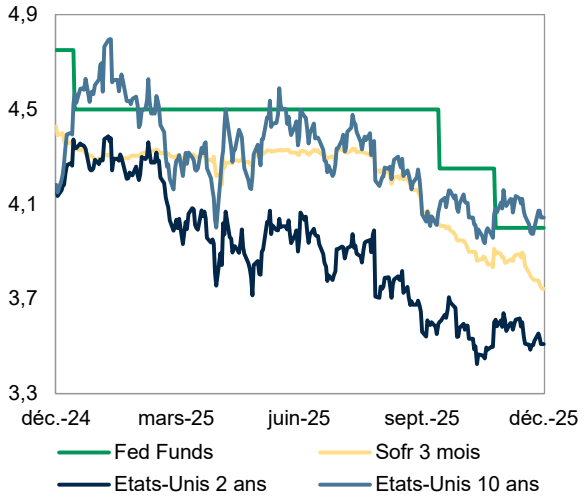
☑ **Notre opinion –** *Depuis la visite de Donald Trump dans le Golfe en mai, les États de la région semblent rivaliser en montants astronomiques d'investissement aux États-Unis. Et le 18 novembre, le prince héritier Mohamed Ben Salman, reçu en grande pompe à la Maison Blanche, semblait sceller les contours d'un pacte du Quincy 2.0 promettant 1 000 milliards de dollars d'investissement en échange, notamment, d'un renforcement de la coopération de défense entre les États-Unis et le Royaume. Mais, au-delà des gains géopolitiques, face à de tels montants, la question de l'efficacité du déploiement de ces ressources pour les États du Golfe se pose. Si les ressources pétrolières de l'Arabie sont importantes, elles ne sont pas infinies et l'impératif de transformation économique impulsée par la Vision 2030 exige des résultats. L'étude du FMI mise en avant dans cet article semble indiquer que si les IDE entrants et les investissements domestiques se sont montrés efficaces pour avancer sur la diversification, cela ne semble pas avoir été le cas pour les IDE sortants. Cependant, l'étude pourrait avoir des points aveugles – comme une sous-estimation de l'impact des IDE sortants à haute valeur technologique dans leur potentiel de transfert de compétences ou de l'influence qu'ils ont sur les futurs investissements à destination du Golfe. Enfin, si le montant de ces investissements semble déraisonnable, c'est sans doute leur effet d'annonce – davantage symbolique qu'engageant – qui intéresse les deux parties. Il faudra, à plus long terme, évaluer si cette stratégie s'avère efficace pour restaurer l'image du royaume et attirer les IDE futurs, essentiels à sa transformation.*

[11] NEOM est un mégaprojet saoudien lancé en 2017 pour créer une métropole futuriste dans le désert, visant à diversifier l'économie au-delà du pétrole et accueillir jusqu'à 9 millions d'habitants d'ici 2045, incluant The Line, une ville linéaire de 170 km initialement prévue.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

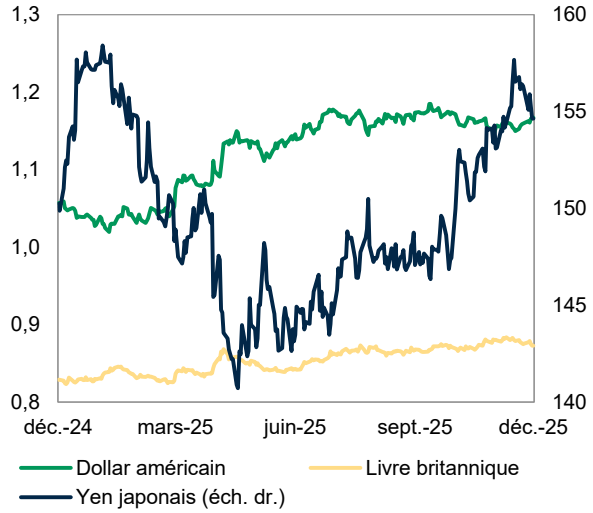
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

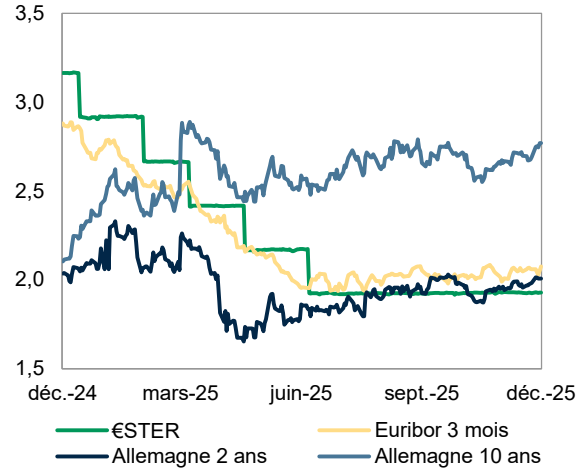
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

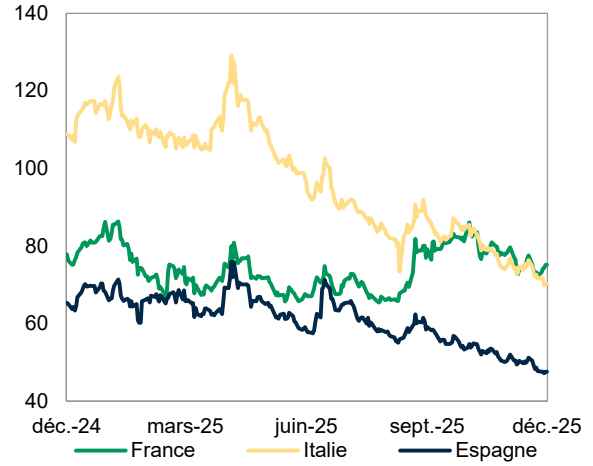
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

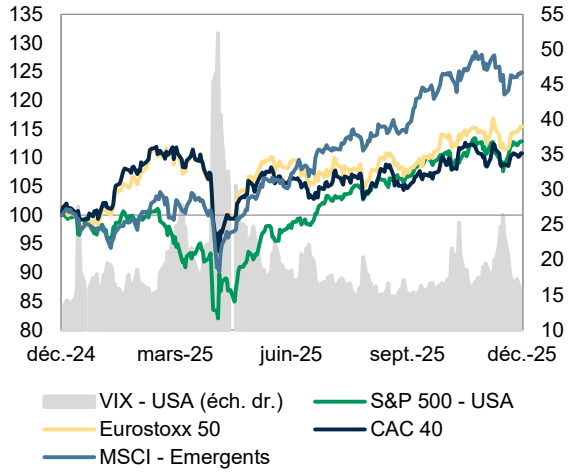
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

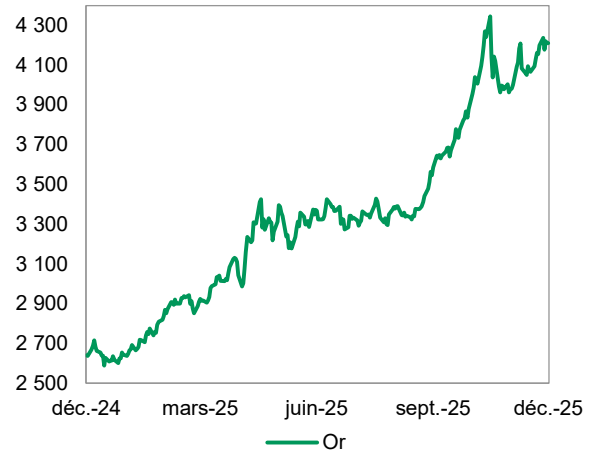
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

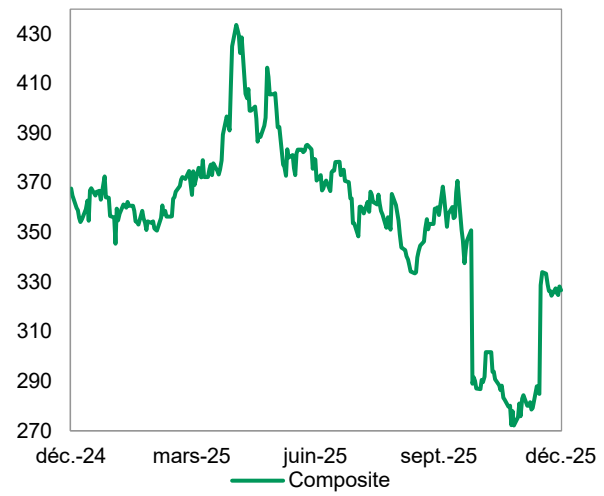
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

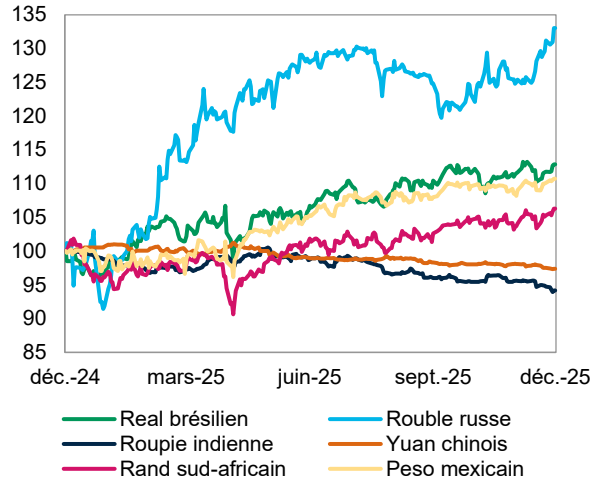
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

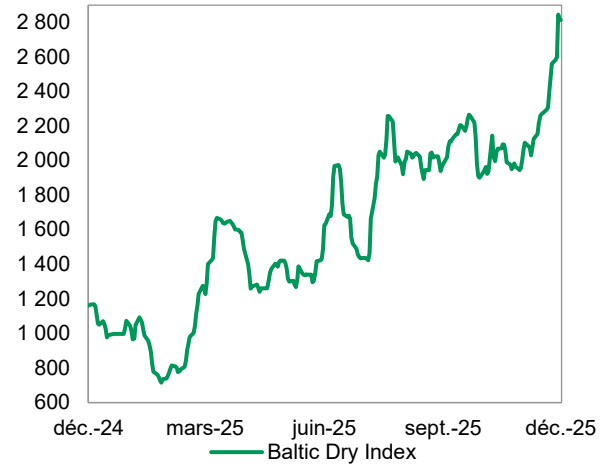
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

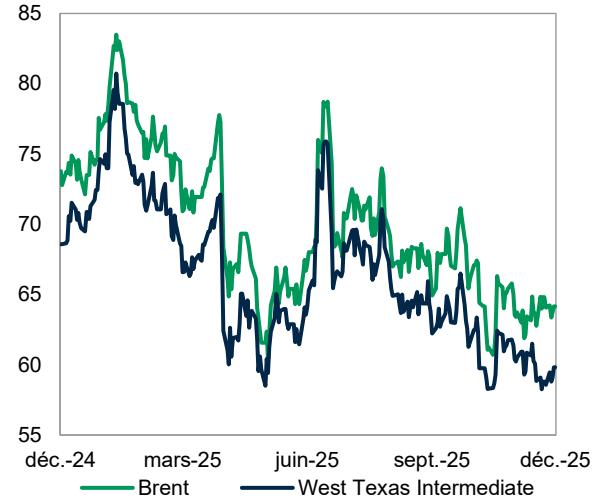
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

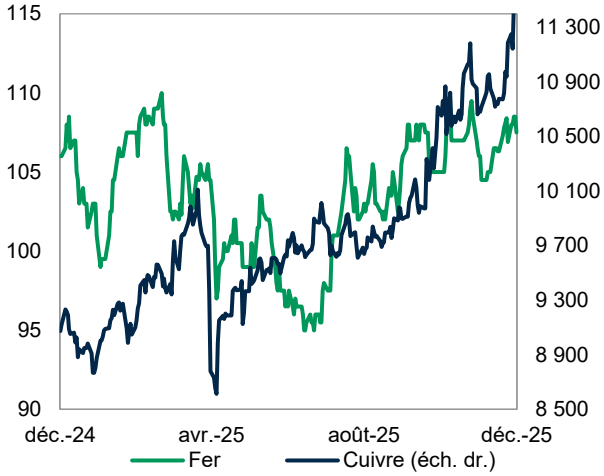
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

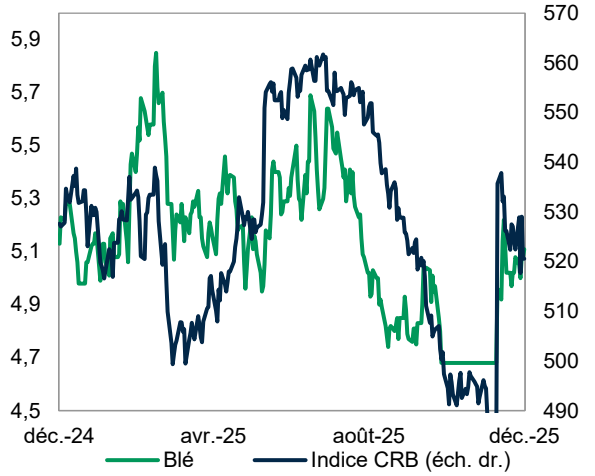
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

SRW Wheat (USD/boisseau) et CRB foodstuffs (USD/point)



Sources : USDA, CRB

Monde – Scénario macro-économique 2025-2026 – Octobre 2025

En espérant un soupçon de stabilité...

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
03/12/2025	France – Immobilier résidentiel : mesurer le pouvoir d'achat immobilier des ménages	France, immobilier
02/12/2025	France – Confirmation de la forte croissance de l'activité au troisième trimestre, l'emploi résiste	France
01/12/2025	Royaume-Uni – Budget de l'automne 2025, la cigale ou la fourmi ?	Royaume-Uni
28/11/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
26/11/2025	Immobilier commercial en France – Situation et perspectives : taux de vacance toujours en hausse et stabilisation toujours fragile des valeurs vénales prime au T3 2025	Immobilier, France
25/11/2025	France – Deux stratégies majeures des entreprises face aux vulnérabilités d'approvisionnement	France
21/11/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
19/11/2025	Royaume-Uni – Victime d'une cyber-attaque dans le secteur automobile, la croissance n'a été que de 0,1% au T3	Royaume-Uni
17/11/2025	Zone euro – La production industrielle en hausse de 0,2% en septembre	Zone euro
14/11/2025	Monde – L'actualité de la semaine	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, 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 QUENTRIC
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 : Sophie GAUBERT

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.