

# Perspectives

Hebdomadaire – N°23/302 – 10 novembre 2023

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Un optimisme tempéré des marchés que la Fed cherche à brider</i> .....	2
☞ <i>France : que retenir des dernières données sur les salaires ?</i> .....	3
☞ <i>Allemagne : le marché du travail n'est pas à l'abri des conséquences du ralentissement économique</i> .....	4
☞ <i>Italie : chronique de la vie politique italienne « La mère des Réformes »</i> .....	4
☞ <i>Espagne : Habemus Sánchez</i> .....	5
☞ <i>Serbie : à la croisée des influences</i> .....	7
☞ <i>Afrique sub-saharienne : le FMI s'inquiète du niveau d'endettement au sein de la région</i> .....	9
☞ <i>La diplomatie « multi-alignée » ouvre des marges de manœuvre économiques, mais crée de nouveaux types de risques, qui ne sont pas captés par les ratings des agences</i> .....	10
☞ <i>Le bon, la brute, le truand (on vous laisse choisir, et il y a le choix) : le Grand Jeu se déroule en même temps en Eurasie, dans l'Indopacifique et au Moyen-Orient.</i> .....	11

## Un optimisme tempéré des marchés que la Fed cherche à brider

Au cours de la semaine écoulée, il y a eu peu de données économiques à « digérer » aux États-Unis et en zone euro : le sentiment des marchés est resté sur une note faiblement positive en dépit d'un contexte international éruptif. Alors que le conflit entre Israël et le Hamas se poursuit et que la guerre semble devoir être longue, les perspectives d'un affaiblissement de la demande mondiale ont pesé sur les prix du pétrole. Le cours du Brent est descendu à environ 80 dollars le baril, un plus bas depuis juillet 2023.

Les marchés ont scruté les commentaires de membres de la Fed pour y déceler des indications sur la conduite de la politique monétaire au cours des prochains mois, étant donné le très récent assouplissement des conditions financières. Or, après quelques commentaires de membres du FOMC assez peu décisifs, le président de la Fed Jerome Powell a « remis les pendules à l'heure » jeudi, à l'occasion d'une conférence du Fonds Monétaire International, et s'est montré moins *dovish* qu'espéré. Il a déclaré « *Nous ne sommes pas convaincus d'en avoir fait assez pour modérer l'inflation* » et suggéré que la Fed n'hésiterait pas à resserrer davantage si nécessaire. À la suite de ces commentaires, les marchés actions se sont orientés à la baisse, les bourses asiatiques étant les premières affectées, et les taux se sont redressés. Le mercredi 8 novembre, le S&P500 progressait ainsi pour le septième jour consécutif, avant de perdre un peu de terrain et finir la semaine globalement stable. Au cours de la semaine, les titres d'État américains se sont inscrits très légèrement en hausse : le taux 10 ans a gagné 5 points de base depuis vendredi dernier à 4,6% à la clôture de jeudi, après avoir frôlé 5% il y a trois semaines et être temporairement descendu en-dessous de 4,5% durant la journée de mercredi. La hausse du taux à 2 ans (près de 20 points de base sur la semaine) confirme les craintes de resserrement monétaire supplémentaire et accentue l'inversion de la courbe. Pourtant, depuis le FOMC du 1<sup>er</sup> novembre, les données semblaient donner raison aux marchés, convaincus que la Fed avait atteint le sommet de son cycle de hausse de taux. Peut-être étaient-ils allés trop loin dans leurs anticipations de baisse de taux en 2024 : avant le discours de Powell, les marchés anticipaient une baisse cumulée de 85 points de base des taux en 2024, contre 70 pdb avant le FOMC de novembre.

Le rapport sur le marché du travail américain pour le mois d'octobre publié le vendredi 3 novembre avait, en outre, confirmé qu'un ralentissement était à l'œuvre dans la première économie mondiale. Non seulement les créations nettes d'emplois dans les secteurs non-agricoles avaient surpris à la baisse en tombant de moitié par rapport au chiffre de septembre, mais les résultats des mois

précédents avaient été révisés à la baisse ; le taux de chômage avait augmenté et la rémunération horaire moyenne avait continué de reculer.

Dans le détail, les créations nettes d'emplois non agricoles ont, en effet, baissé à 150 000 au mois d'octobre, contre une anticipation du consensus à 180 000 et après 297 000 en septembre (chiffre révisé à la baisse de 39 000). Pour l'ensemble de l'année 2023, huit mois sur neuf ont été révisés à la baisse par rapport aux résultats initiaux. Le taux de chômage a augmenté légèrement à 3,9% (contre 3,8% en septembre), le plus haut niveau depuis janvier 2022, mais toujours en-dessous du taux de chômage de plein emploi estimé par la Réserve fédérale à 4%. En dépit d'un léger recul du taux de participation en octobre, à 62,7% contre 62,8% en septembre, la croissance des salaires a surpris à la baisse, reculant à +4,1% contre +4,3% en septembre et un pic à +5,9% en mars 2022. Si la tendance est clairement bien orientée, la croissance des salaires est sans doute encore trop élevée et garde un rythme supérieur à celui que la Fed juge conforme à son objectif d'inflation de 2%. Nous continuons d'anticiper une poursuite de l'assouplissement du marché du travail dans les prochains mois et une décélération graduelle des salaires.

Par ailleurs, les conditions de crédit ont continué de se durcir, comme le montre l'enquête de la Fed publiée le 6 novembre. Les conditions se sont nettement durcies pour des prêts industriels et commerciaux aux entreprises et ceux à l'immobilier résidentiel des ménages. L'enquête souligne également une baisse de la demande de crédit dans l'ensemble des catégories de crédit au cours du troisième trimestre. Des évolutions qu'expliquent des perspectives économiques moins favorables et plus incertaines, une moindre tolérance au risque, la détérioration de la qualité des crédits et de leur collatéral, et des inquiétudes sur les coûts de financement.

Côté activité, les indices ISM ont chuté plus fortement que prévu en octobre, à 46,7 dans le secteur manufacturier (49 en septembre) et à 51,8 dans les services (53,6 en septembre). Cela confirme notre scénario d'un ralentissement marqué de la croissance au quatrième trimestre, évitant toutefois de justesse la récession.

Du point de vue de la Fed, même s'il y a encore du chemin à parcourir avant que le marché du travail ne retrouve une situation d'équilibre entre offre et demande de main-d'œuvre, les dernières tendances économiques observées vont dans la bonne direction et la réunion du FOMC de décembre devrait se solder par le maintien du *statu quo* sur les taux pour le troisième mois consécutif.

## Zone euro

### France : que retenir des dernières données sur les salaires ?

L'Insee et la Dares ont publié cette semaine des éléments sur l'évolution des salaires. Que faut-il en retenir ?

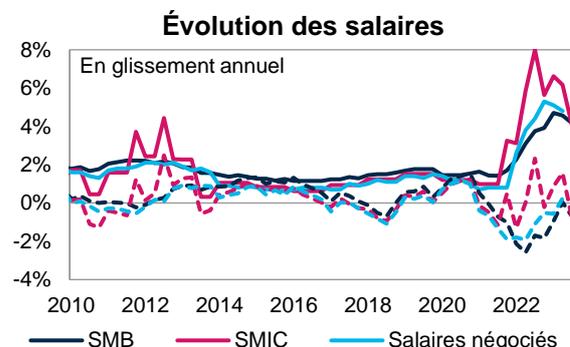
[L'Insee](#) est revenu cette semaine dans une publication sur l'évolution des salaires dans le secteur privé en 2022. Le salaire mensuel moyen en équivalent temps plein (EQTP) était de 3 466 euros bruts, soit 2 630 euros nets<sup>1</sup> en 2022. Le salaire net en termes nominaux a ainsi augmenté en moyenne de 4,2% par rapport à l'année précédente (+4,4% pour le salaire brut), soit une forte hausse au regard des évolutions des trois dernières décennies. En termes réels, c'est-à-dire déflaté par l'indice des prix à la consommation, il a cependant reculé de 1,0% du fait de la forte inflation (+5,2% en 2022), sa plus forte baisse depuis 1996, l'année depuis laquelle l'Insee mesure cet indicateur, excepté pendant la période Covid (2020-2021). Les salaires ont cependant augmenté davantage pour les salariés qui étaient déjà présents sur leur poste en 2021, avec une hausse y compris en termes réels (+1,3%).

La hausse du salaire mensuel dans le secteur privé résulte notamment des augmentations du SMIC, indexé automatiquement sur l'inflation, intervenues à trois reprises au cours de l'année 2022 (+0,9% en janvier, +2,6% en mai et +2,0% en août). Le SMIC a entraîné dans son sillage les salaires du bas de la distribution, avec des renégociations d'accords de branches et d'entreprises en cours d'année. C'est ainsi qu'en 2022, les bas salaires ont davantage augmenté que les salaires du haut de la distribution, et seuls les premiers se sont à peu près maintenus en termes réels (-0,1% pour le 1<sup>er</sup> décile, -0,5% pour le 2<sup>e</sup> décile, -1,3% pour la médiane, -1,4% pour le 9<sup>e</sup> décile et -1,5% pour le 95<sup>e</sup> centile pour le salaire net, toujours en EQTP). L'année 2022 voit donc les inégalités de salaires diminuer, avec un rapport interdécile D9/D1 au plus bas depuis 2014 (à 2,90 après 2,93 en 2021). Le pouvoir d'achat des salaires nets des cadres — souvent mieux rémunérés que les autres catégories socioprofessionnelles — s'est ainsi replié de 1,2% en 2022, alors que celui des professions intermédiaires, ouvriers et employés a moins fortement diminué, à -0,9%. Les secteurs ne sont par ailleurs pas tous logés à la même enseigne, les salaires nets en termes réels reculant davantage dans la construction (-1,7%) que dans les services (-1,0%) et surtout l'industrie (-0,5%). Parmi les moteurs de la croissance des salaires, la prime exceptionnelle de pouvoir d'achat (Pepa) et celle de partage de la valeur (PPV) ne sont pas en reste, avec 26,5% des salariés du secteur privé en ayant bénéficié en 2022 (après 13,8% en 2021) et un

montant moyen en hausse, à 803 euros (après 559 euros en 2021).

Les inégalités de salaires entre hommes et femmes ont en outre diminué dans le secteur privé en 2022. Le pouvoir d'achat des salaires nets des femmes a en effet diminué de 0,5%, contre -1,2% pour les hommes. Cette « bonne nouvelle » est toutefois liée à une moins bonne nouvelle sur le plan de l'égalité : les femmes sont surreprésentées dans les bas salaires, qui ont davantage augmenté en termes nominaux en 2022, d'où un meilleur maintien en termes réels. La lettre d'information féministe « [Les Glorieuses](#) » a d'ailleurs indiqué que cette année, les femmes « travaillent gratuitement » depuis ce lundi 6 novembre en fin de matinée, jusqu'à la fin de l'année. De fait, les femmes avaient toujours un salaire en moyenne inférieur de 14,1% à celui des hommes dans le secteur privé en 2022 d'après l'Insee (en EQTP). À poste équivalent (profession identique au sein d'un même établissement), cet écart diminue à 4,0% en 2022 (contre 4,3% en 2021), ce qui reste substantiel. L'Insee souligne toutefois que cet écart ne peut pas être directement interprété comme une mesure des discriminations de genre, en raison de différences de caractéristiques non observables dans les sources administratives sur les salaires.

Les résultats provisoires des salaires de base pour le 3<sup>e</sup> trimestre 2023 ont été publiés ce vendredi par [la Dares](#) (ils excluent les primes contrairement aux données de l'Insee précédemment mentionnées). La hausse des salaires est repassée sous celle des prix sur un an, après un trimestre dans le vert. Au 3<sup>e</sup> trimestre, le salaire mensuel de base (SMB) augmente ainsi de 4,2% sur un an en termes nominaux (après +4,6% au 2<sup>e</sup> trimestre) et diminue de 0,6% en termes réels (après +0,2%)<sup>2</sup>.



**NB** : Les pointillés représentent les évolutions réelles (salaires déflatés par l'IPC total). Données de fin de trimestre.  
Derniers points : T3 2023 (SMIC et SMB), T2 2023 (salaires négociés).  
Sources : Dares, Insee, Banque de France, calculs Crédit Agricole S.A./ECO.

<sup>1</sup> Salaire net de cotisations et contributions sociales.

<sup>2</sup> Salaires déflatés dans ce passage par l'IPC hors tabac, dans un souci d'homogénéité avec la méthodologie de la Dares.

**✓ Notre opinion** – Si la réduction des inégalités salariales est a priori une bonne nouvelle, il reste que les salaires ont en moyenne augmenté moins fortement que les prix dans le secteur privé en 2022. Cette baisse des salaires en termes réels a pesé sur la consommation des ménages. Les chiffres de la Dares font état d'une nouvelle baisse des salaires en termes réels sur un an au 3<sup>e</sup> trimestre 2023, mais celle-ci est largement liée à un effet de base, et ces données ne prennent pas en compte les éléments exceptionnels comme les primes. Les salaires devraient ainsi être plus dynamiques que les prix sur un an à partir de la fin 2023, notamment compte tenu de la baisse de l'inflation (+4,0% en glissement annuel en octobre après +4,9% en septembre) et le relatif maintien de l'emploi salarié privé (-0,1% en variation trimestrielle au 3<sup>e</sup> trimestre 2023, après +0,1% au 2<sup>e</sup> trimestre). Les prix du pétrole ont par ailleurs diminué récemment, de quoi relâcher les inquiétudes liées aux conséquences du conflit au Proche-Orient, bien que la volatilité du marché incite à rester prudents. Ces éléments confortent notre diagnostic d'un rebond de la consommation des ménages, déjà constaté dans la première estimation des comptes nationaux pour le 3<sup>e</sup> trimestre, avec une hausse même supérieure à nos pronostics (+0,7% sur le trimestre après 0,0% au 2<sup>e</sup> trimestre).

### **Allemagne : le marché du travail n'est pas à l'abri des conséquences du ralentissement économique**

Le nombre de chômeurs en Allemagne a connu la plus forte augmentation depuis plus d'un an et les postes vacants ont diminué en octobre. Le nombre d'inscrits à l'Agence fédérale de l'emploi a augmenté de 30 000 en octobre par rapport au mois précédent et de 168 000 par rapport à un an plus tôt. Depuis le creux de mai 2022 le nombre de chômeurs a augmenté de 385 000. Le taux de chômage a monté de 0,1 point jusqu'à 5,8% en octobre, poursuivant la tendance à la hausse observée depuis le dernier point bas de 5%.

L'agence souligne également que les postes vacants affichés par les entreprises sont tombés à 749 000 en octobre, en baisse de 2 000 unités par rapport au mois précédent et de 94 000 par rapport à un an plus tôt. Le nombre de postes vacants a diminué pendant seize des dix-sept derniers mois et est au plus bas depuis juillet 2021.

L'enquête sur l'emploi harmonisée au niveau international, publiée avec un mois de décalage, estime que le taux de chômage est resté à 3% en septembre pour le cinquième mois consécutif. La différence avec les chiffres de l'Agence fédérale de l'emploi réside dans des considérations méthodologiques.

D'autre part, l'Institut de statistiques allemand a communiqué les données sur l'emploi, qui montrent une légère augmentation de l'ordre de mille personnes en septembre par rapport au mois précédent et une augmentation de 290 000 par rapport à l'année précédente. Cependant, la hausse de 34 000 initialement annoncée en août a été fortement révisée à la baisse avec une chute de 10 000, les données les plus faibles depuis juillet 2022.

**✓ Notre opinion** – Les dernières données suggèrent que le ralentissement de l'économie se répercute progressivement sur le marché du travail. Les indicateurs prospectifs pointent vers une détérioration à court terme qui menace de freiner la reprise de la consommation des ménages allemands. Sur une note positive, un marché du travail moins tendu pourrait contribuer à atténuer les pressions à la hausse sur les salaires, favorisant ainsi la modération de l'inflation. Les résultats détaillés de l'emploi pour le troisième trimestre de l'année seront publiés le 16 novembre et permettront d'évaluer l'impact sur des secteurs spécifiques.

### **Italie : chronique de la vie politique italienne « La mère des Réformes »**

Le 3 novembre, le conseil des ministres a approuvé la première ébauche de la réforme constitutionnelle italienne. En cinq articles, le gouvernement couche noir sur blanc ses ambitions de transformer le régime politique italien. Après l'annonce de la manœuvre budgétaire et du lancement des travaux sur l'autonomie différenciée, c'est le moment que choisit la présidente du conseil pour se lancer dans ce qui devrait être l'une des promesses électorales les plus périlleuses de son mandat, sur lequel nombre de ses prédécesseurs ont échoué. Si l'ensemble de la classe politique s'accorde pour donner plus de stabilité à l'exécutif italien en mettant

un terme aux révolutions de palais, qu'en est-il de la troisième république voulue par Giorgia Meloni ?

La ministre des réformes institutionnelles et de la simplification de la réglementation, Maria Elisabetta Alberti Casellati, en a donné les détails. L'article 3, qui vise à assurer une plus grande stabilité au gouvernement, entend modifier l'article 92 de la Constitution en introduisant l'élection directe du Premier ministre pour un mandat de cinq ans. Le vote pour l'élection du chef du gouvernement, qui sera nécessairement un parlementaire, se fera en même temps que celui des chambres. L'élection directe devrait être assortie dans un deuxième

temps d'une modification de la loi électorale qui devrait donner à la coalition du Premier ministre élu une prime de majorité de 55%.

L'article 4, qui modifie l'article 94 de la Constitution, introduit une règle anti-renversement. Ainsi, en cas de cessation du mandat du président du conseil, le président de la République pourra confier à un autre membre du Parlement en lien avec le Premier ministre élu le rôle de désigner un nouvel exécutif sur la base des engagements programmatiques déterminés lors du vote de confiance. En cas d'échec de cette tentative, le président de la République n'aura d'autre choix que de procéder à la dissolution des chambres. Cette modification maintient ainsi comme préalable un vote de confiance du président du conseil élu devant les chambres.

La réforme entend également modifier certaines prérogatives du président de la République. Ce dernier reste élu par les chambres comme c'est le cas actuellement et est en charge de la nomination des ministres sur proposition du chef du gouvernement. Il ne choisit plus le président du conseil qui est désormais élu. En outre, la modification de l'article 88 supprime la possibilité pour le chef de l'État de dissoudre seulement une des deux chambres.

Enfin, l'article 1 supprime la possibilité pour le président de la République de nommer de nouveaux sénateurs à vie hormis les anciens présidents de la République, tandis que l'article 5 précise les dispositions transitoires permettant à ceux qui sont actuellement en fonction de maintenir leur statut jusqu'à la fin de leur mandat.

**✓ Notre opinion** – *Le vote en conseil des ministres n'est que la première étape de la mise en place de la réforme. L'article 138 de la Constitution régit les étapes d'une réforme constitutionnelle. Le texte doit ainsi être examiné deux fois par les deux chambres du Parlement et doit être approuvé à la majorité qualifiée, soit aux deux tiers de ses membres. Dans le cas contraire, il est possible pour au moins un cinquième des députés de demander la tenue d'un référendum de confirmation. Bien que le gouvernement de Giorgia Meloni soit majoritaire, il ne détient pas la majorité qualifiée. Au regard de la réception du texte par l'opposition, c'est ce dernier scénario qui semble le plus vraisemblable.*

### Espagne : *Habemus Sánchez*

Le PSOE et Junts ont finalement réussi à parvenir à un accord qui permettra à Pedro Sánchez de reconstituer son gouvernement de coalition. Après plusieurs semaines de négociations, au cours desquelles avait été mise au centre des discussions une éventuelle loi d'amnistie qui permettrait le retour de Carles Puigdemont en Espagne, les négociateurs entre socialistes et indépendantistes ont scellé un accord à Bruxelles.

Le document signé hier entre le PSOE et Junts affirme que l'accord ouvrira une nouvelle étape et contribuera à la résolution du conflit historique sur l'avenir politique de la Catalogne. Les deux formations admettent qu'elles partent d'une situation de méfiance mutuelle, face à laquelle elles conviennent d'un mécanisme de médiation. Junts avance qu'il proposera la tenue d'un référendum d'autodétermination sur l'avenir politique de la Catalogne. En revanche, le PSOE défendra le développement du Statut de 2006, à travers les mécanismes juridiques appropriés, ainsi que le plein déploiement et le respect des institutions d'autonomie gouvernementale et de l'unicité institutionnelle, culturelle et linguistique de la Catalogne.

Concrètement, le pacte prévoit : (i) la création d'un mécanisme international entre les deux organisations ayant pour fonctions d'accompagner, de vérifier et de surveiller l'ensemble du processus de négociation et les accords conclus ; (ii) une loi d'amnistie pour les hommes politiques, les dirigeants catalans et les citoyens impliqués dans le référendum sur l'indépendance déclaré illégal par la justice ; (iii) participation directe de la Catalogne aux institutions européennes et à d'autres organisations et entités internationales ; (iv) l'investiture de Pedro Sánchez, avec le vote en faveur de tous les députés du Junts ; (v) la stabilité du Parlement de Pedro Sánchez.

Ce dernier point est soumis à l'état d'avancement et au respect d'autres accords possibles résultant de négociations que les deux parties conviennent de maintenir sur deux propositions de Junts, sur lesquelles existent des désaccords majeurs : un référendum d'autodétermination sur l'avenir politique de la Catalogne sous la protection de la Constitution et une exception fiscale (qui permettrait à cette communauté autonome de conserver 100% des impôts collectés sur ce territoire, entre autres mesures économiques).

☑ **Notre opinion** – Le président par intérim du Gouvernement et leader du PSOE, Pedro Sánchez, a déjà garanti son soutien pour prêter serment comme nouveau chef de l'Exécutif du Congrès des députés lors d'une séance plénière qui se tiendra au milieu de la semaine prochaine. La naissance n'a pas été facile, mais finalement le PSOE a conclu tous les accords nécessaires avec les partis indépendantistes et nationalistes pour rester à La Moncloa.

Le 23 juillet, le PP d'Alberto Núñez Feijóo a remporté les élections, mais dès la première minute il s'est heurté à un mur infranchissable pour négocier son investiture. Il s'est rendu à une séance plénière d'investiture ratée et, à partir de là, Sánchez a assemblé le puzzle, avec des pièces compliquées, et forgé cette somme parlementaire qui fera de lui le président du gouvernement, sauf grande surprise de dernière minute. L'accord conclu aujourd'hui avec le PNV marque la fin du parcours de Sánchez pour unir une majorité parlementaire diverse et complexe avec des formations qui ont le point commun du nationalisme mais de nature idéologique opposée. Ainsi, Sánchez serait président, dépassant la majorité absolue lors du premier vote avec le soutien du PSOE, Sumar, ERC, Junts, EH Bildu, PNV, BNG et CC. Au total, 179 députés voteront en faveur de leader du PSOE, soit trois de plus que la majorité absolue.

## Pays émergents

### Europe centrale et orientale, Asie centrale

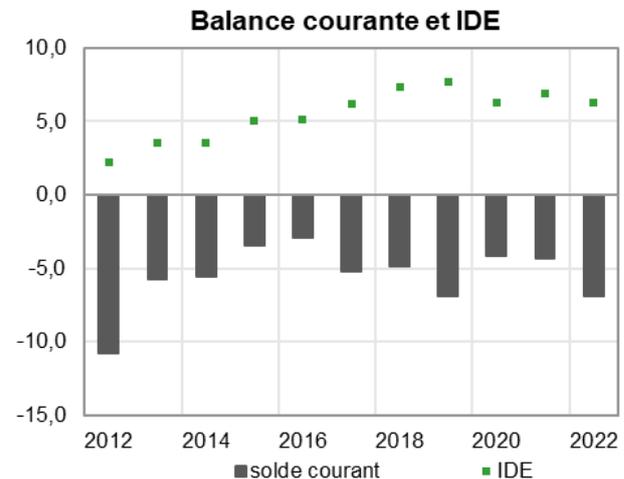
#### Serbie : à la croisée des influences

La Serbie est l'exemple type d'un pays à la croisée des différentes influences qui dans le contexte géopolitique actuel sont difficilement soutenables car la polarisation exige une prise de position. D'un côté, le pays est très proche de la Russie dont les relations diplomatiques et économiques se poursuivent mais, dans le même temps, le processus d'adhésion à l'UE se poursuit lui aussi. La collaboration avec la Chine est parmi les plus fortes des Balkans pendant que l'UE commence à prendre des distances avec le partenaire chinois. Le contexte de guerre en Ukraine a réveillé le conflit dans le nord du Kosovo avec des incidents armés qui à la fois agitent les ultranationalistes mais aussi poussent les alliés européens à trouver une solution diplomatique pour éviter une extension du conflit. En somme, la Serbie cristallise à elle seule toutes les questions diplomatiques et stratégiques qui se posent à l'ensemble de l'UE.

Après une certaine résilience de l'activité économique en 2022, on devrait assister cette année à un ralentissement plus prononcé de la croissance du PIB estimé autour de 2%. L'inflation, qui devrait se situer autour de 12,9% en 2023, pénalise la consommation privée dont la croissance devrait être très modeste et cela dans un contexte de faibles gains des salaires réels. Les conditions de crédit se sont resserrées, en raison d'une politique monétaire restrictive pour combattre cette hausse des prix, ce qui a eu pour effet de ralentir les investissements privés. Le taux directeur a été haussé à 6,5% par la Banque centrale. La demande externe a également ralenti, en raison de la plus faible dynamique économique des principaux partenaires commerciaux qui se situent dans l'UE (Italie, Allemagne; etc.).

Le coût des importations s'est enchéri surtout en 2022 en raison de la hausse des prix de l'énergie et de l'inflation un peu partout dans le monde, en dégradant ainsi le solde courant autour de 7% du PIB en 2022. Cette année, il devrait se situer autour de 3,8% du PIB mais demeure assez sensible à la variation des prix de l'énergie dont le pays reste dépendant. En revanche, les IDE permettent de financer en partie le déficit courant et d'être une source d'investissements surtout dans les infrastructures. Toutefois, la dette externe devrait augmenter dans les deux ans à venir. En dehors des partenaires européens, il est essentiel de rappeler l'importance du partenaire chinois pour la Serbie. Le pays est un des maillons clés sur l'espace européen du projet chinois de la route de la soie et de nombreux projets sont en cours. Dans le contexte actuel d'augmentations des tensions entre l'Europe

et la Chine, la forte présence chinoise en Serbie peut aussi être source de divergences de stratégie.



Les finances publiques résistent relativement bien à ce contexte économique plus dégradé mais les marges de manœuvre se réduisent notamment pour soutenir les hausses des prix.

Le Parti nationaliste *Serbian Progressive Party* du président Vučić reste la force politique majeure du panorama politique serbe. Les élections législatives et présidentielle d'avril 2022 l'ont confirmé dans un cadre d'affaiblissement des partis de l'opposition et une concentration des pouvoirs et de l'autorité autour du président.

Plus globalement, la position serbe devient de plus en plus compliquée à soutenir en raison du contexte de guerre en Ukraine. D'un côté, la Serbie et la Russie ont des relations culturelles et diplomatiques très proches avec une coopération militaire très rapprochée. De l'autre côté, sa nouvelle coopération lucrative avec la Chine s'intensifie depuis plusieurs années au point où la Serbie devrait devenir un des principaux maillons des infrastructures de la route de la soie dans les Balkans en tant que porte d'entrée vers l'UE. En parallèle de tout cela, son processus d'adhésion à l'UE progresse, certes très lentement mais Belgrade est officiellement candidate et maintient son cap sans pour autant se plier à la politique commune des sanctions et sans prendre une position claire vis-à-vis de la guerre en Ukraine. Il est clair que le pays veut conserver toutes les sources de revenus mais il se peut que les pressions européennes le poussent de plus en plus à un retranchement. Il faut rappeler par ailleurs que l'opinion publique est de moins en moins favorable à une adhésion à l'UE et regarde plutôt avec sympathie la Russie de V. Poutine.

Les tensions dans le nord du Kosovo se sont ravivées ces derniers mois de façon rapide avec des incidents armés. Cela peut représenter à la fois une occasion de trouver enfin une solution diplomatique mais on pourrait aussi assister à un regain de conflit armé aux portes de l'Europe. L'UE et les États-Unis ont réagi très rapidement après la montée des tensions en proposant aux deux parties prenantes un plan de normalisation qui a été rejeté dans sa

première version et reformulé pour être ensuite discuté entre les chefs d'État. Cette réaction très rapide des Européens montre bien la volonté de limiter l'extension du conflit de la périphérie d'influence russe en Europe. Il n'y a toutefois pas encore d'avancée majeure dans ce processus de normalisation mais il a empêché l'escalade.

## Afrique sub-saharienne

### Afrique sub-saharienne : le FMI s'inquiète du niveau d'endettement au sein de la région

Malgré l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE) dans les années 2000, la région connaît depuis un rebond du ratio d'endettement moyen qui aura presque doublé en seulement une décennie, passant de 30% du PIB en 2013 à près de 60% du PIB en 2023.

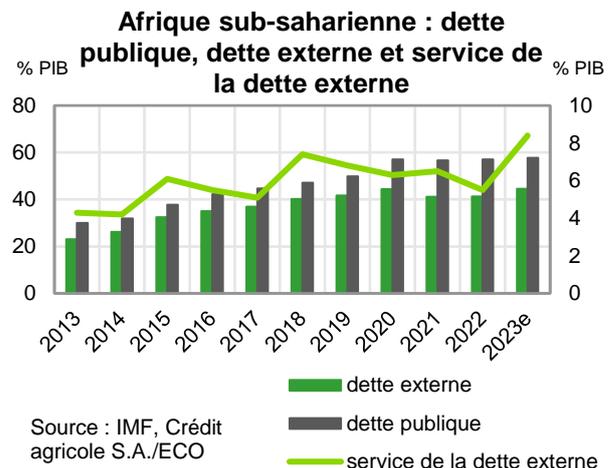
Les chocs successifs, tels que la pandémie de Covid-19, les phénomènes climatiques ou le conflit en Ukraine, sont les principales causes du niveau d'endettement actuel en Afrique sub-saharienne.

Cette augmentation de la dette publique des pays d'Afrique subsaharienne s'est, par ailleurs, accompagnée d'une modification de sa composition. En effet, on observe une baisse de la part des emprunts concessionnels au profit d'une hausse des prêts bilatéraux contractés auprès de créanciers privés. Cette reconfiguration pourrait être source de vulnérabilité financière accrue au sein de la région.

Les pays avancés ayant relevé les taux d'intérêt, et les investisseurs internationaux étant devenus moins enclins à prendre des risques : le financement sur le marché s'est considérablement renchéri pour de nombreux pays de la région.

Selon le FMI, ce contexte « *augmente les risques de refinancement à mesure que la dette se rapproche de son échéance et oblige les pays à faire des choix stratégiques difficiles pour rester à jour du remboursement de leur dette* ».

Ceci explique également que le service de la dette externe des pays d'Afrique subsaharienne, c'est-à-dire les montants consacrés au remboursement des capitaux empruntés ainsi qu'au paiement des intérêts, a plus que doublé sur la dernière décennie, passant de 4,2% en 2013 à près de 8,4% en 2023.



Si les ratios d'endettement public et le service de la dette publique externe restent, aujourd'hui, tous deux inférieurs aux niveaux atteints à la fin des années 90, ces derniers suscitent des débats sur la viabilité de la dette de plusieurs pays (Kenya, Malawi, Angola).

**Notre opinion** – Aujourd'hui, la reprise de la croissance économique sur le continent et le soutien croissant des institutions financières multilatérales à de nombreux pays de la région devraient éloigner le spectre de nouveaux défauts souverains à très court terme. Toutefois, il n'en demeure pas moins que plus de la moitié des pays de la région présente un risque élevé ou sont déjà en situation de surendettement. Dans cette mesure, les gouvernements africains devraient, à moyen terme, adapter leur stratégie de politique budgétaire conformément à leurs objectifs de développement ; améliorer la mobilisation de leurs recettes fiscales et renforcer leurs institutions budgétaires afin de préserver la viabilité de leurs finances publiques.

## Géo-économie

"Cooperate where we can, disagree where we must". Voilà la recette du Premier ministre australien pour gérer la désescalade qu'il concrétise avec la Chine, aboutissant à la suppression de sanctions, la libération d'un journaliste et la reprise des échanges commerciaux. Mais il ne s'agit pas d'une normalisation, car l'alignement australien sécuritaire avec les États-Unis s'est renforcé. Il s'agit de la recherche d'un équilibre entre dépendance économique à la Chine et dissuasion. Cela n'arrêtera pas non plus le « derisking » des secteurs stratégiques, surtout ceux qui utilisent des technologies duales (militaires et civiles) – et la notion de secteur stratégique va s'élargir ou se rétrécir selon l'État qui le définit. Sur ces mêmes bases, les Américains comme les Chinois cherchent à négocier la « pause » qu'ils ont raté avec l'affaire des ballons. C'est le sens de la potentielle rencontre Xi-Biden qui n'arrêtera évidemment pas l'affrontement stratégique. De plus, pour qu'une dissuasion soit efficace, encore faut-il que le risque (élevé) d'incidents soit sous contrôle. Pour cela, les communications militaires d'urgence doivent être ré-établies, après le court-circuit provoqué par la visite de Nancy Pelosi à Taïwan. Dans le Golfe également, la diplomatie est toujours très active, bien qu'encore impuissante. L'Arabie remplace ainsi un sommet arabo-africain par une réunion d'urgence de la ligue arabe et de l'Organisation pour la Coopération Islamique, à laquelle est conviée le président iranien. Tandis qu'à Singapour, le ministre saoudien des investissements fait une déclaration intéressante, signalant que la normalisation avec Israël n'est pas hors des tables de négociation, à condition qu'une solution de paix soit trouvée. Les déclarations du Golfe à l'issue des sommets de ce week-end seront importantes. Dans ce contexte, où l'histoire est écrite par les lignes de fond, les vagues de surface, et les événements militaires, les investisseurs adaptent leur stratégie à de nouveaux risques, avec l'idée permanente de la diversification.

### La diplomatie « multi-alignée » ouvre des marges de manœuvre économiques, mais crée de nouveaux types de risques, qui ne sont pas captés par les ratings des agences

Multi-alignement. Voilà un mot valise à la mode, pour désigner le fait que de plus en plus de pays du Grand Sud ont une diplomatie qu'on peut qualifier soit d'opportuniste, soit de réaliste, et qui, surtout, valorise la préservation des intérêts économiques, en essayant de ne pas prendre parti – dans l'affrontement États-Unis/ Chine, ou dans le triangle États-Unis/Chine/Russie.

Cette position n'a rien à voir avec le non alignement des années 50 qui avait un fort contenu idéologique, politique et anticolonial. Néanmoins, ce multi alignement se greffe souvent sur le ressentiment des populations, sur le thème du « deux poids deux mesures », ainsi que sur la mémoire blessée de la colonisation : cela donne un habillage politique à une posture qui correspond surtout à un impératif économique pour des pays qui n'ont pas le même niveau de vie qu'en Occident. Ce que ne cesse de rappeler le ministre des Affaires étrangères indien : les priorités géopolitiques dépendent aussi des niveaux de développement.

#### La grille d'analyse du multi-alignement

Tous les pays n'ont pas la même marge de manœuvre pour affirmer leur autonomie diplomatique. Cela va dépendre de leur position géographique, de leur taille, de leur intérêt stratégique ou économique pour les grandes puissances. Les critères sont nombreux, anciens ou nouveaux. Par exemple être un pays « pivot » comme l'Ukraine, la Turquie, l'Inde, voir l'Egypte<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> La notion de pays pivot a été définie par Z. Brzezinski dans le Grand Echiquier comme un pays dont la bascule dans un camp ou un autre peut entraîner toute une région.

Etre un pays qui contrôle un détroit comme celui d'Ormuz bien sûr, mais aussi de Malacca, essentiel dans une géopolitique des flux et des verrous. Etre un pays maître d'une technologie ou d'une partie essentielle de chaîne de valeur (Taïwan pour les semi-conducteurs, le Congo pour le cobalt). Etre une île qui ouvre la maîtrise d'une zone maritime. Etre un pays producteur d'une matière première clé dans cette nouvelle géopolitique des matériaux critiques, qui redéfinit en même temps l'importance des pays sur la scène mondiale, mais aussi leurs propres ressorts de croissance. Enfin, les liens antérieurs, politiques ou économiques, jouent aussi leurs rôles pour expliquer le multi-alignement, créant une « dépendance au chemin » géopolitique (*path-dependency*, notion essentielle en économie industrielle et institutionnelle : les choix faits dépendent des contraintes du passé). Par exemple, l'Inde reste dépendante de ses achats militaires à la Russie, malgré une stratégie de diversification et de rapprochement stratégique avec les États-Unis.

#### Cette semaine, l'exemple Kazakh

L'Asie centrale et le Caucase sont des zones stratégiques dans la recomposition du Grand Jeu global et de la guerre pour l'Eurasie, qui n'a fait que commencer en Ukraine et en Azerbaïdjan. Le Kazakhstan est quant à lui depuis longtemps dans une stratégie de multi-alignement, bien avant que la géopolitique mondiale ne se fragmente<sup>4</sup>. Cela s'explique : 1) par sa taille et sa position (pays peu

<sup>4</sup> [Kazakhstan – Où l'on se souvient du rôle stratégique de l'Asie centrale...](#) Perspectives émergents, 07/01/2022.  
[Asie centrale – La seconde mort de l'URSS](#), Perspectives émergents, 30/03/2022

peuplé, très peu dense, enclavé, mais hinterland partagé de la Russie et de la Chine – pièce maîtresse des corridors eurasiens et de la route de la soie chinoise, en particulier du *middle corridor* qui passe par la Caspienne ; qui intéresse la Turquie et l'Azerbaïdjan ; et qui a pris encore plus d'importance avec la guerre en Ukraine ; 2) par ses matières premières – pétrole, gaz, uranium, métaux rares et stratégiques – mais aussi son blé ; 3) par sa relation ambiguë avec la Chine (un « effet de gravité » économique inévitable, mais le rejet d'une partie de la population, accru par le traitement des Ouïghours d'origine kazakhe) ; 4) par l'ambiguïté et la peur de la relation avec la Russie, une partie du pays appartenant à ce que Poutine appelle le « monde russe » (une volonté ancienne des Kazakhs d'équilibrer la part des populations russes, concentrées dans le Nord, renforcées par ceux qui ont fui la mobilisation, mais « diluées » par la démographie kazakhe dynamique).

Les Européens profitent depuis longtemps de cette situation, bien placés dans la région en termes d'investissements et de commerce – une roadmap sur l'Asie centrale réaffirmée par l'UE en octobre. Le président français a donc axé son voyage sur l'approfondissement d'un partenariat stratégique à multiples ramifications, notamment dans le nucléaire ou l'énergie solaire. Mais ne soyons pas naïfs : le président turc a débarqué ensuite à Astana, où se tenait le 10<sup>e</sup> sommet de l'organisation des États turcs (la Hongrie y était en observateur, qui a sa propre vision du multi-alignement), et la Turquie va produire des drones au Kazakhstan. Surtout, le président russe vient aussi d'arriver à Astana.

L'idée d'une baisse d'influence russe sur sa périphérie est réelle et ancienne, bien avant la guerre. Néanmoins, elle risque de faire faire des erreurs stratégiques aux investisseurs : perte d'influence ne veut pas dire que le Kazakhstan ne reste pas lié à la Russie, voire dépendant dans d'innombrables domaines, les plus connus étant ses exportations énergétiques (trajet du pipeline par la Russie), ses liens avec Gazprom, ou l'aide russe face aux coupures d'approvisionnement électrique<sup>5</sup>.



**Le bon, la brute, le truand (on vous laisse choisir, et il y a le choix) : le Grand Jeu se déroule en même temps en Eurasie, dans l'Indopacifique et au Moyen-Orient.**

**Les États-Unis viennent d'annoncer un investissement de 553 millions USD dans des infrastructures portuaires contrôlées au Sri Lanka par le groupe indien Adani.** Voilà un joli mini résumé du monde, qui nage dans les contradictions entre géopolitique des Droits de l'homme, et « realpolitique ». Cette opération montre en effet une collaboration indo-américaine d'influence dans un pays en défaut de paiement, dont la dette est possédée surtout par la Chine (un début d'accord de

**Surtout, le contrôle des relations économiques avec la Russie va rester difficile, quelles que soient les mesures prises par les Kazakhs** pour ne pas ouvrir de comptes aux banques sous sanction, ou pour confisquer des biens aux frontières. La réalité est que cette frontière est immense, et que la participation à l'Union économique eurasienne la rend poreuse : les produits passent. L'étude des échanges kazakhs en 2022 révèle environ 10 Mds qui, du côté imports comme exports, sont plus élevés que les flux moyens sur 7 ans. C'est le fameux syndrome des ventes de machines à laver vers la Russie, dont les semi-conducteurs sont récupérés. Avec la Chine, le ministère des Finances kazakh reconnaît une différence statistique de l'ordre de 6 Mds USD par an, qui pointe un commerce parallèle. Les affaires de corruption récurrentes de la zone franche de Khorgos ne sont en fait que le haut de l'iceberg d'une autre route de la soie du marché noir, qui va de Chine en Russie. Quant à l'investissement annoncé cet été de l'entreprise russe Ozon, pour construire une base logistique en partenariat avec le groupe Kazakh Bazis, il prouve juste que les affaires continuent. **Il est également facile de créer une entreprise au Kazakhstan** (et oui, les démarches en ligne avaient été simplifiées pour remonter dans les indicateurs *Doing Business* de la Banque mondiale !), et la relation économique russe-kazakhe passe donc par une cascade d'entreprises où le risque de réputation se dilue. **Facile enfin de récupérer du dollar par la libre conversion rouble/tenge.** Certains auteurs parlent même d'une « taxe de guerre » que les Russes prélèvent aux Kazakhs sur leurs ressources en devises.

**Soyons clairs : le multi-alignement kazakh est réel, l'intérêt stratégique de ce pays énorme ; mais ce sera sur fond d'une relation à la Russie que les Occidentaux doivent comprendre, pour en gérer les conséquences opérationnelles. Les risques ne sont pas captés par les ratings des agences. Ils ne sont pas binaires. Ils sont complexes et fluides (car le monde l'est). Ils exigent des stratégies d'investissements lucides, à la mesure de cette complexité.**

restructuration aurait été trouvé avec l'Eximbank chinoise). La Chine a développé 300 projets au Sri Lanka depuis 2000, selon l'Aid datalab, pour un montant total de 20 milliards USD. Et bien sûr, elle a récupéré, pour 99 ans, en 2017, l'usage du port de Hambatota. Cerise sur le gâteau de la mondialisation géopolitisée, le groupe Adani, proche de Modi, a été au coeur d'une affaire de corruption.

**Le rapprochement stratégique indo-américain dans le cadre d'une vaste contre-offensive**

<sup>5</sup> M. Ritchie, *Kazakhstan turns to Russia to help plug over power crisis*, [energyintel.com](https://www.energyintel.com), juillet 2023

**commune d'influence contre la Chine en Indo-Pacifique, sera sur la table de la rencontre au format 2+2** entre Indiens et Américains (ministres de la Défense et secrétaires d'État) rencontre qui se tient en amont de la fameuse, probable, possible, attendue rencontre Xi/Modi le 15 novembre, en marge de l'APEC. Cette rencontre, précédée par des signaux d'apaisement de tout genre (dont un assouplissement de la Chine vis-à-vis de Micron), va peut-être marquer une pause dans la tension sino-américaine, devenue encore plus importante avec le triple front que doivent gérer les Américains. Elle est attendue aussi par des Chinois en difficultés économiques. Mais elle ne change rien à la rivalité stratégique des deux pays, qui va s'exprimer encore sur de multiples fronts et secteurs. **De récents incidents mortels sur la frontière indo-pakistanaise, au Jammu et Cachemire, nous**

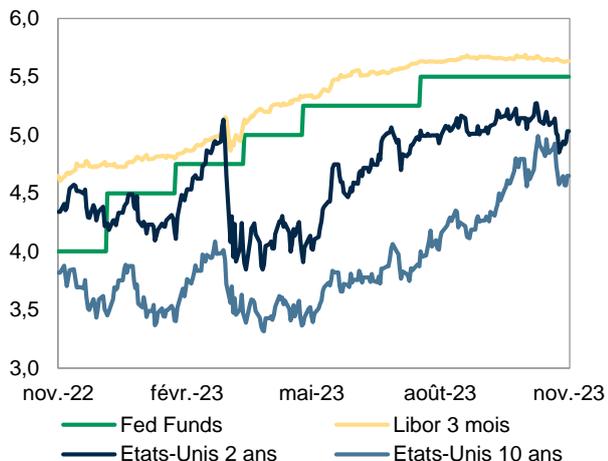
**rappellent d'ailleurs qu'il y a dans cette région l'une des lignes rouges les plus dangereuses du monde, avec celles de Mer de Chine.**

**Dans ce Grand Jeu de longue haleine, l'Inde a un rôle particulièrement important, et la tension sino-indienne est un avantage stratégique essentiel pour les États-Unis. Il n'empêche que le costume de la mondialisation des amis et de la lutte des démocraties contre les autocraties va être un peu étroit pour l'Inde** : les déboires actuels du Canada, au sujet d'une possible implication indienne dans l'assassinat d'un Sikh, en Colombie britannique, sont un exemple de la façon dont la géopolitique des Droits de l'Homme va croiser l'économie : la réduction du nombre de personnel diplomatique est en train de provoquer un embouteillage de visas. Affaire à suivre...

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

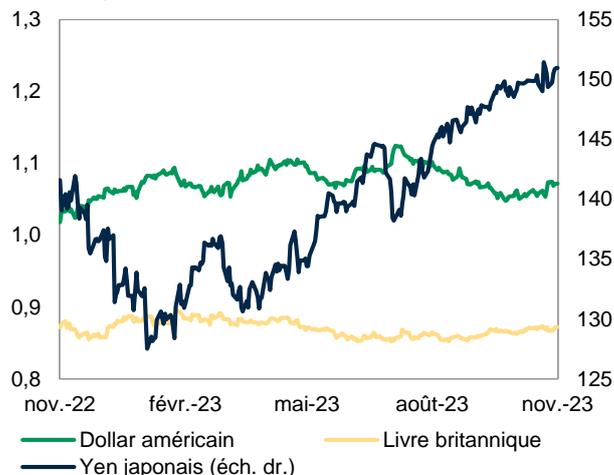
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

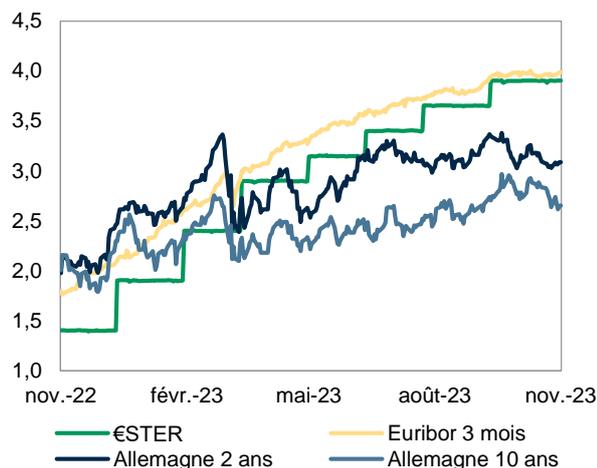
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

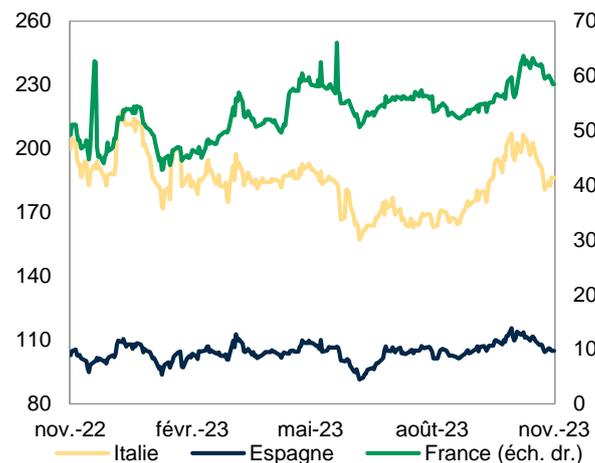
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

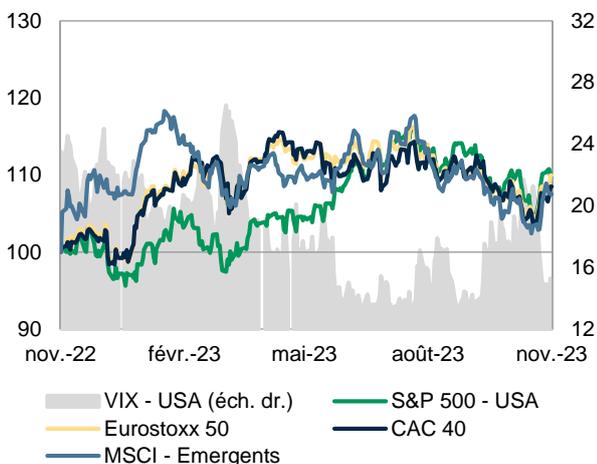
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

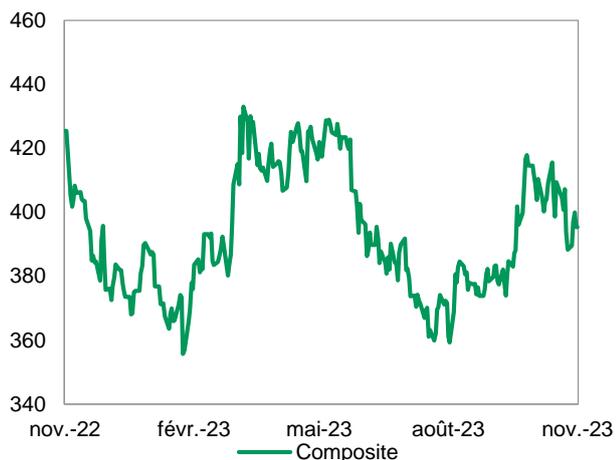
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

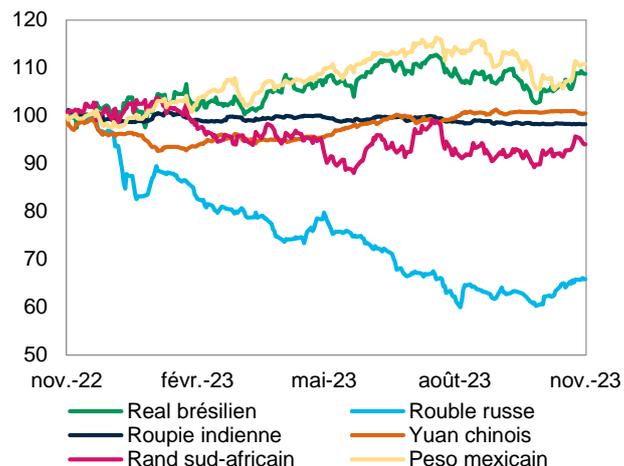
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

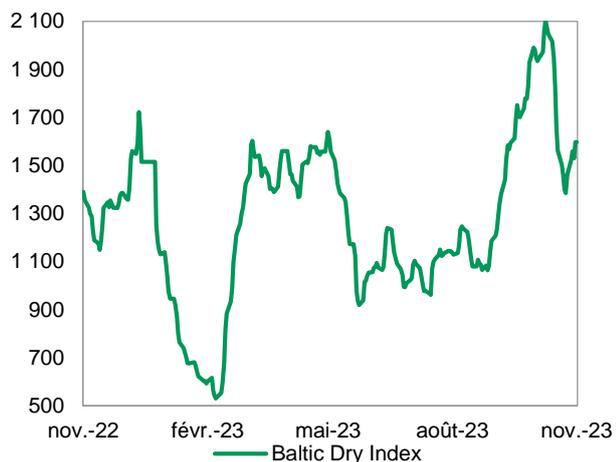
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

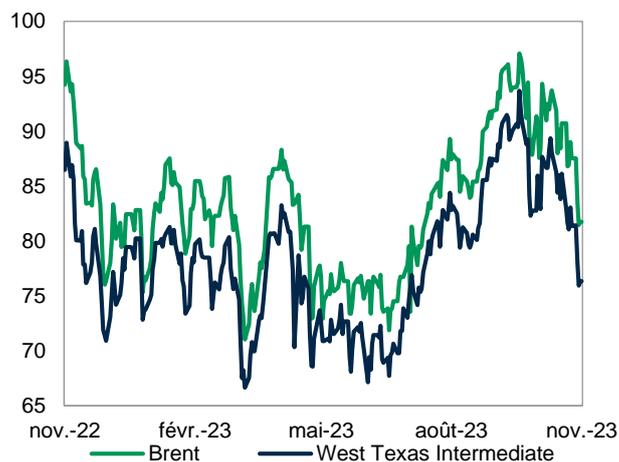
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

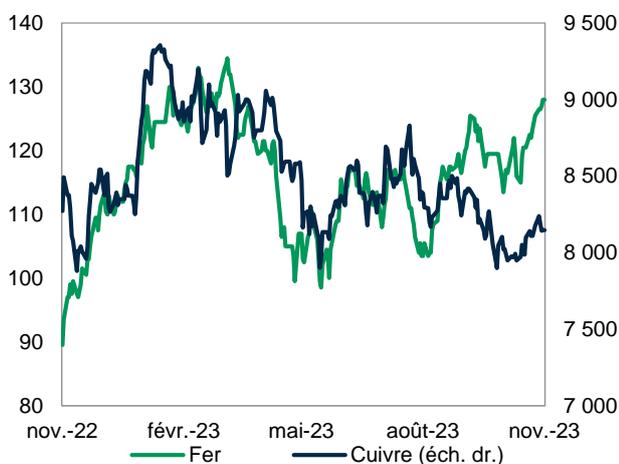
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

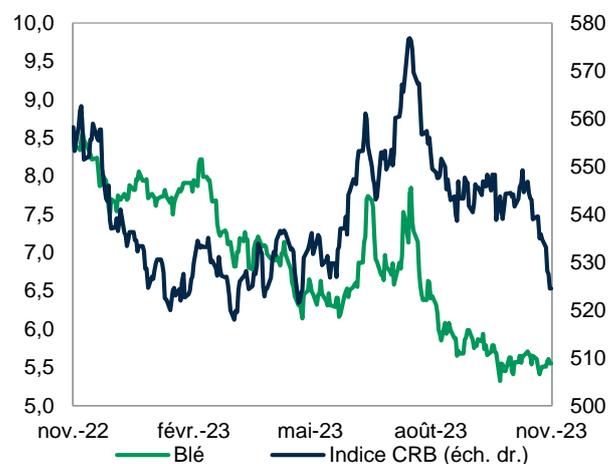
USD/tonne métrique



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 2023-2024 – Octobre 2023

### Un équilibre délicat

Date	Titre	Thème
09/11/2023	<u>Désir d'euro numérique</u>	Banque, paiement
08/11/2023	<u>Amérique latine – Quand, par prudence, le FMI ne nous épargne rien</u>	Amérique latine
08/11/2023	<u>Italie – Recul de la confiance en octobre</u>	Italie
06/11/2023	<u>Zone euro – Les enquêtes PMI d'octobre signalent un nouveau repli de l'activité et un premier recul de l'emploi</u>	Zone euro
06/11/2023	<u>Portugal – Conjoncture : vers une forte modération de la croissance</u>	Portugal
02/11/2023	<u>Philippines – Tensions croissantes en mer de Chine</u>	Philippines
02/11/2023	<u>France – Conjoncture – Flash PIB : sans surprise, modération de la croissance au T3 2023</u>	France
31/10/2023	<u>Italie – Scénario 2023-2024 : une croissance en panne</u>	Italie
31/10/2023	<u>Royaume-Uni – Scénario 2023-2024 : le resserrement monétaire pèse sur les perspectives</u>	Royaume-Uni
30/10/2023	<u>Zone euro – Scénario 2023-2024 : stagnation entre deux forces puissantes</u>	Zone euro
30/10/2023	<u>Espagne – Scénario 2023-2024 : vers un ralentissement modéré</u>	Espagne
27/10/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
26/10/2023	<u>En Pologne, une victoire pour l'État de droit et pour l'Europe</u>	PECO
26/10/2023	<u>France – Scénario 2023-2024 : un redémarrage en douceur malgré les vents contraires</u>	France
25/10/2023	<u>France – Le climat des affaires n'est pas au beau fixe, quelles implications pour la croissance ?</u>	France

### 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, Olivier ELUERE, Marianne PICARD  
Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

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

**Europe centrale et orientale, Asie centrale, géo-économie :** Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Ada ZAN

**Asie :** Sophie WIEVIORKA

**Amérique latine :** Catherine LÉBOUGRE (coordination scénario), César MEZHER

**Afrique du Nord, Moyen-Orient :** Olivier LE CABELLEC

**Afrique sub-saharienne :** Thomas MORAND

**Documentation :** Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** DATALAB ECO

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Véronique CHAMPION

**Contact :** [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto: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.*