

Perspectives

Hebdomadaire – N°24/094 – 5 avril 2024

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 : normalisation(s) ?	2
☞ Zone euro : l'inflation clôt le trimestre sur une baisse.....	4
☞ Espagne : les prix de l'immobilier résistent en 2023.....	5
☞ Royaume-Uni : le marché immobilier voit le bout du tunnel	6
☞ Afrique sub-saharienne : les exercices de restructuration de dettes à l'ordre du jour	8
☞ Géo-économie – Tensions et recompositions	9

👉 Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 : normalisation(s) ?

La normalisation se dessine mais risque d'être « imparfaite ». Alors que la morsure des taux d'intérêt s'est révélée moins forte que redouté et que, globalement, les marchés du travail ont bien résisté, l'inflation a fini par décélérer. Mais son point d'atterrissage risque aux États-Unis d'excéder la cible. Quant à la zone euro, c'est le niveau des prix lui-même qui risque de poser un problème et, *in fine*, de peser sur la croissance.

Aux **États-Unis**, l'économie a fait preuve d'une résistance inattendue en 2023 qu'explique principalement une moindre sensibilité aux taux d'intérêt : dotés globalement de bilans sains, de nombreux ménages et entreprises ont pu figer le taux de leur endettement à des niveaux durablement bas, autorisant, au moins à court terme, une meilleure absorption qu'anticipé du resserrement monétaire.

Meilleure absorption à court terme ne signifie pas insensibilité, mais plus lente diffusion de l'impact « répressif ». Or, le montant de la dette des entreprises arrivant à échéance augmente en 2024 et continuera de croître en 2025. L'impact de la hausse des taux d'intérêt sur les ménages pourrait également s'intensifier lentement avec la remontée progressive du taux hypothécaire effectif, tandis que les impayés sur d'autres types de dettes (cartes de crédit, crédit automobile...) se sont déjà redressés.

Les hausses de taux commenceraient donc à « mordre » ultérieurement, à l'occasion de refinancements importants de dette à des taux plus élevés, entraînant une récession légère au quatrième trimestre 2024 et au premier trimestre 2025 : une récession seulement légère en raison, essentiellement, d'une remontée modeste du taux de chômage qui pourrait culminer vers 4,6%. Après 2,5% en 2023, notre scénario table donc sur une croissance de 1,8% en 2024 et de seulement 0,4% en 2025, en dépit de la baisse des taux d'intérêt : une baisse lente orchestrée par une banque centrale vigilante. Malgré le ralentissement, l'inflation s'est en effet révélée tenace. La désinflation devrait se poursuivre : la perspective d'une récession extrêmement modérée et d'une progression des salaires susceptible de rester relativement soutenue plaident néanmoins en faveur d'une inflation excédant durablement la cible de 2%. À l'horizon de la prévision (2025), les planchers respectifs de l'inflation globale et de l'inflation sous-jacente se situeraient ainsi à environ 2,4% et 2,7%.

Dans la **zone euro**, la bonne tenue du marché du travail, le repli de l'inflation totale (avec un rythme annuel moyen passant de 5,5% en 2023 vers 2,6% en 2024 et 2,1% en 2025) et l'amélioration des conditions de financement permettent d'espérer une reprise de la dépense des agents privés domestiques, notamment de la consommation des

ménages. Cela conduit à bâtir un scénario d'un optimisme prudent qui se traduit par une croissance du PIB de 0,7% en 2024 et 1,5% en 2025 (après 0,5% en 2023).

Si les perspectives à court terme se sont éclaircies sans être brillantes, à plus long terme, des doutes persistent : les questions relatives, d'une part, à la croissance permise par la nouvelle configuration de taux et d'inflation et, d'autre part, au caractère définitif (ou non) de cette nouvelle normalité monétaire restent en suspens. Par ailleurs, le choc négatif de compétitivité lié à la guerre en Ukraine pourrait avoir « abîmé » de façon plus permanente le potentiel de croissance de la zone. Les risques baissiers sur la croissance sont plus élevés que les risques haussiers sur l'inflation.

Sur la **Chine**, privée de grand plan de relance en dépit d'objectifs officiels ambitieux, notre scénario reste prudent et retient une croissance fléchissant de 5,2% en 2023 à 4,4% en 2024, à peine mieux que la moyenne de 4,1% observée en 2022-2023. L'ensemble des mesures d'assouplissement permet au mieux d'espérer un ralentissement modéré et une reflation très modeste : une modération qu'explique la persistance de pressions désinflationnistes liées à la faiblesse de la demande, à l'absence de mesures de relance de la consommation et à des surcapacités dans certains secteurs manufacturiers.

En termes de **politique monétaire**, « *rien ne sert de courir, il faut partir à point* » pour éviter bien des déboires. Partant d'un niveau très élevé, subissant des chocs (surtout en zone euro) et épousant des rythmes de repli un peu chaotiques, l'inflation a conduit les banques centrales à installer leurs taux directeurs sur un plateau durablement élevé. Il est enfin temps d'en descendre mais avec prudence.

Après s'être montrée très vigilante, la **Fed** pourrait débiter un assouplissement monétaire prudent, en procédant à une première baisse de 25 points de base de ses taux directeurs en juillet. Après une nouvelle baisse de 25 points de base en novembre, la limite supérieure serait ainsi abaissée à 5,00% en fin d'année. Avec le recul de la croissance qu'envisage notre scénario à la charnière des années 2024-2025, la Fed pourrait accentuer le rythme de ses baisses en 2025, abaissant la borne haute à 3,50%. Compte tenu de la persistance d'une inflation supérieure à l'objectif et d'un taux d'intérêt neutre susceptible d'être plus élevé qu'auparavant, la Fed pourrait se heurter à des difficultés pour abaisser la borne haute sous 3,50%.

Quant à la **BCE**, l'amélioration sur le front de l'inflation devrait lui permettre d'amorcer un desserrement monétaire graduel à partir de juin. La BCE devrait baisser ses taux de 75 points de base

en 2024, puis faire de même en 2025 et abaisser ainsi le taux de dépôt à 2,50%.

Du côté des **taux d'intérêt** obligataires, il serait vain de trop espérer. Alors que les marchés développaient un scénario de baisses imminentes et massives des taux directeurs, croissance résistante ou stabilisée ainsi qu'inflation tenace les ont fait déchanter : les taux longs se sont redressés. Mais les anticipations d'assouplissement monétaire semblent encore trop optimistes ; les taux longs pourraient ainsi devoir patienter quelque temps avant de s'installer sur une pente seulement doucement baissière.

Le **scénario américain** retient ainsi des taux légèrement plus élevés sur l'ensemble de la courbe. À titre d'illustration, le taux des *Treasuries* à dix ans serait d'environ 4,20% en fin d'année, contre une prévision de 4,10% précédemment.

Dans la **zone euro**, l'ajustement à la hausse qu'impliquent des anticipations d'assouplissement monétaire un peu trop optimistes, l'absence de récession, mais aussi les déficits budgétaires de nombreux pays importants invitent à ne pas espérer de baisse nette des rendements des titres d'État européens. Le rendement allemand (dix ans) se

situerait vers 2,40% fin 2024. En supposant que se maintiennent les principaux facteurs explicatifs de leur resserrement (assouplissement des conditions financières et moindre volatilité, incitant les investisseurs à se montrer moins adverses aux risques), les *spreads* souverains ne devraient pas « souffrir ». À l'orée de l'assouplissement monétaire, notre scénario retient des écartements très modérés : la France et l'Italie offrirait des primes de respectivement 60 et 160 points de base environ par rapport au Bund fin 2024.

Enfin, sur **le change**, l'année 2024 est suffisamment riche en événements décisifs pour que l'on s'y concentre avant de tracer des scénarios de plus long terme. 2024 : assouplissement monétaire en vue, perspective de récession « douce » aux États-Unis en toute fin d'année, mais aussi élections américaines. Autant d'ingrédients qui plaident en faveur d'une légère sous-performance du dollar vis-à-vis des devises du G10 (à l'exception notable de l'euro) suivie d'une remontée au quatrième trimestre.

Consulter notre publication [Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 : normalisation\(s\) ?](#) – 5 avril 2024

Zone euro

Zone euro : l'inflation clôt le trimestre sur une baisse

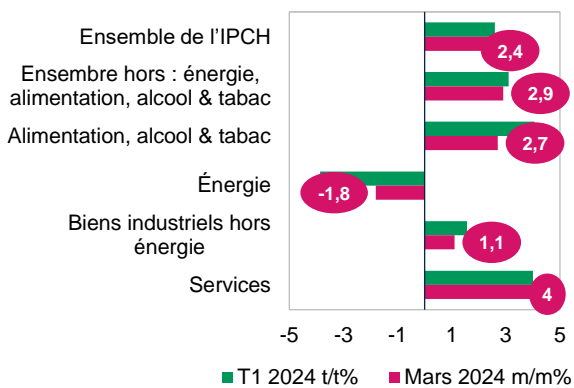
L'inflation ralentit en zone euro pour le quatrième mois consécutif et se situe à 2,4% en mars, après 2,6% en février. Le ralentissement est imputable à un recul de l'inflation sur les biens énergétiques qui cèdent 1,8% en glissement annuel après -3,7% le mois précédent. Hormis une rigidité encore présente de l'inflation dans les services, qui reste stable à 4% sur un an, l'ensemble des autres composantes ralentissent. Les baisses les plus marquées sont observées dans les prix des aliments, qui passent de 3,9% en février à 2,7% en mars, tirées par la baisse des prix des biens alimentaires transformés (-0,4% en mars). L'inflation sur les biens industriels se rapproche quant à elle de 1%. Ce mouvement favorise une légère baisse de l'inflation sous-jacente qui passe sous la barre des 3% en mars, à 2,9%.

Au premier trimestre, l'inflation baisse de 0,1 point à 2,6%. Cette stabilité relative masque cependant des dynamiques différentes parmi les composantes, avec une décélération moindre des prix de l'énergie, de -9,8% en fin d'année à -3,9%, compensée par une accélération du processus désinflationniste sur les prix des biens alimentaires, qui passent de 6,8% au T4 2023 à 4,1% au T1 2024.

Si l'inflation diminue dans l'ensemble de la zone euro, ce n'est pas le cas dans tous les pays de la région. En mars, seulement l'Allemagne, la France et l'Irlande voient leur indice harmonisé baisser, passant de 2,7% à 2,3% en Allemagne, de 3,2% à 2,4% en France et de 2,3% à 1,7% en Irlande. L'indice harmonisé des prix à la consommation augmente dans tous les autres grands pays de la région, à la marge pour l'Espagne, la Grèce et la Belgique, et de façon plus prononcée en Italie, où il passe de 0,8% en février à 1,3% en mars.

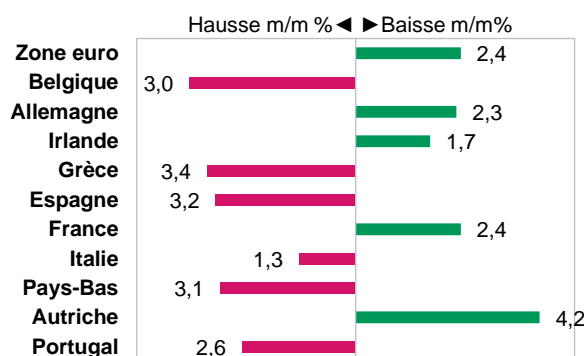
L'analyse de l'inflation au premier trimestre permet de classer les pays de la zone en deux catégories. D'un côté, la Belgique et les Pays-Bas, qui après avoir enregistré un net recul de l'inflation dès le T3 2023 en raison des effets de base liés à la baisse de l'énergie, voient l'inflation augmenter substantiellement en début d'année, de -0,7% au T3 à 3% pour le premier et de 0,5% à 3% pour le second. Un groupe de pays pour lesquels ces effets sont moins présents et compensés par la dynamique des autres composantes, tels que l'Allemagne et l'Italie.

Composantes de IPCH en ZE



Source : Crédit Agricole S.A./ECO

IPCH de Mars 2024 par pays



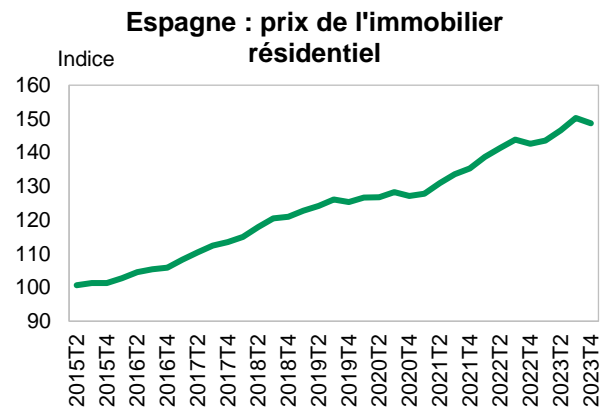
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

Notre opinion – Attendue, l'inflation de mars ne déçoit pas et inscrit dans la durée le processus de désinflation qui a débuté en fin d'année dernière. La dissipation des effets de base de l'énergie, qui laissaient craindre un rebond en 2024, est compensée par un ralentissement des biens alimentaires transformés. L'inflation des biens se rapproche du seuil de 1% et l'inflation sous-jacente passe sous la barre des 3%, permettant tous les espoirs pour une normalisation de la politique monétaire de la BCE.

 **Espagne : les prix de l'immobilier résistent en 2023**

En 2023, 587 000 transactions ont été conclues en Espagne, le deuxième meilleur chiffre depuis 2007, bien qu'il soit de 9,7% en dessous du point haut de 2022 (650 265 transactions). En effet, le ralentissement de la demande de logements a été moins marqué que prévu en début d'année, grâce à la résistance des transactions de logements neufs

(-4,8% annuel contre -10,8% pour les logements anciens) et des achats des étrangers, qui représentent déjà 15% des ventes contre 13% dans la période pré-pandémique 2015-2019. Compte tenu de ce comportement de la demande, le rythme de croissance des prix de l'immobilier s'est à nouveau intensifié : le taux annuel de la valeur estimative des logements s'est accéléré au quatrième trimestre 2023 pour atteindre 5,3% contre 4,2% un an auparavant.



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

☑ Notre opinion – *Le marché immobilier espagnol a montré des signes d'affaiblissement tout au long de l'année 2023, mais l'évolution de l'activité a été bien plus positive que prévu. Bien que les ventes de logements aient diminué de -9,7% en 2023 pour atteindre 587 000 unités, leur nombre reste supérieur aux niveaux d'avant la pandémie (+16,1% par rapport à 2019).*

La résilience s'explique par plusieurs facteurs de soutien : la bonne performance de l'économie espagnole dans son ensemble en 2023 (le PIB a augmenté de 2,5%, bien au-dessus des prévisions de fin 2022) ; la vigueur du marché du travail ; la moindre précarisation de l'emploi avec la baisse drastique de l'emploi intérimaire (16,5% du total au quatrième trimestre 2023 contre 26,3% en 2019) ; la vigueur de la croissance du revenu brut disponible des ménages. Ces facteurs ont soutenu la demande de logements et atténué l'impact négatif de la hausse des taux d'intérêt.

Du côté de l'offre de logements, le nombre de nouveaux permis de construire stagne (-0,2% sur un an, pour atteindre 109 000 permis au cours des 12 derniers mois). Ces données sont néanmoins à relativiser dans un contexte qui n'est pas favorable à la production de nouveaux logements : les coûts de construction restent élevés, les coûts de financement ont augmenté et l'incertitude quant à la résilience de la demande face à la hausse des taux persiste. Ainsi, l'offre reste bien inférieure à la demande structurelle en raison de l'évolution démographique.

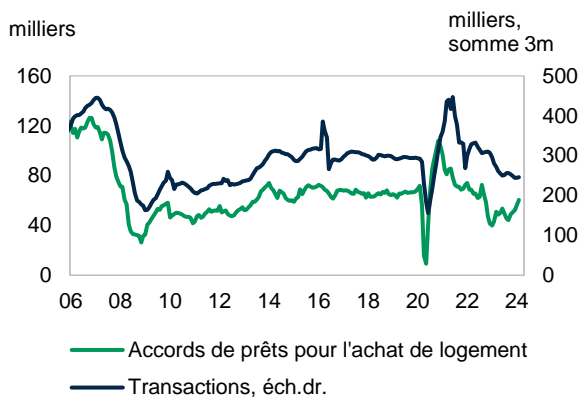
En 2024, les facteurs économiques qui ont soutenu le secteur immobilier en 2023 continueront d'être présents, même s'ils perdent une certaine intensité : la croissance de l'économie espagnole continuera à être très soutenue, même si elle ralentira (de 2,5% en 2023 à 1,9%). Dans ce contexte, les transactions devraient poursuivre la tendance actuelle de baisse progressive, de la même façon que les indices des prix.

Royaume-Uni

Royaume-Uni : le marché immobilier voit le bout du tunnel

Les données mensuelles de la banque centrale d'Angleterre des flux monétaires et de crédit pour le mois de février, publiées cette semaine, montrent une hausse du nombre d'accords de prêts immobiliers (nets des annulations de projets) pour le cinquième mois consécutif. Il atteint 60 400 sur le mois après 56 100 en janvier. Il s'agit de son niveau le plus élevé depuis septembre 2022 lorsque 65 300 prêts avaient été accordés. Le marché immobilier voit-il le bout du tunnel ? Celui-ci aura été long, voire très long : les accords de prêt enregistrent deux années de repli d'affilée (-20% en 2022 puis -23% en 2023).

R-U : accords de prêts et transactions



Sources : BoE, HM Customs and Excise, Crédit Agricole S.A.

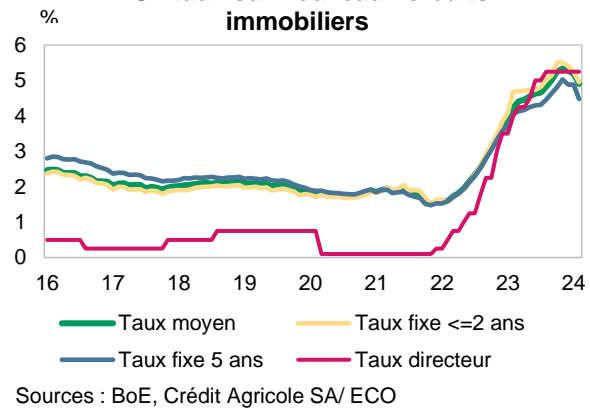
Le nombre d'accords de prêt est un bon indicateur avancé de l'activité et des crédits futurs. Il suggère ainsi une reprise des transactions à court terme. Le nombre des transactions s'inscrit déjà en légère hausse depuis décembre (+2,7%), mais demeure faible. À 245 600 sur les trois derniers mois à fin février (-1,4% par rapport aux trois mois à fin novembre et -12% sur un an), le volume des transactions reste inférieur aux niveaux observés avant la pandémie. Après une baisse de 15% en moyenne annuelle en 2022, le nombre de transactions a chuté de 19% en 2023 à 1 022 570.

La reprise des accords de prêt s'explique par la détente récente des taux d'intérêt. Le taux d'intérêt dit « effectif » (taux moyen réellement souscrit sur les nouveaux prêts immobiliers) a baissé de 29 points de base en février à 4,90% et de 44 points de base depuis son plus haut du cycle de 5,34% en novembre. Les taux des prêts à taux fixe, qui dominent le marché (constituant 85% du stock existant de crédits immobiliers), s'inscrivent en baisse : 4,48% en février contre 5,03% en novembre pour un taux fixe sur 5 ans et à 4,96% en février contre 5,51% en novembre pour le taux fixe à maturité inférieure ou égale à 2 ans.

La baisse des taux sur les crédits habitat reflète les anticipations d'un assouplissement monétaire de la part de la BoE plus tard cette année, sur fond de repli

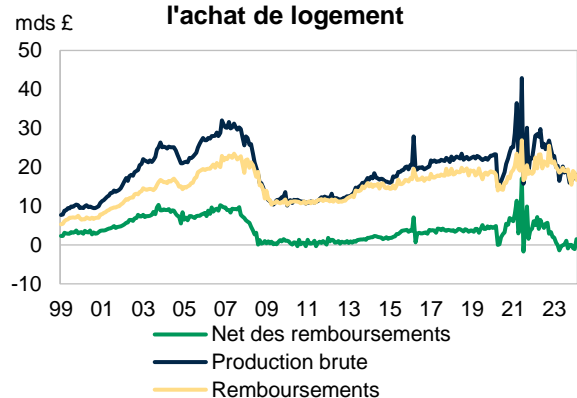
de l'inflation et d'une économie convalescente qui a enregistré une récession technique au second semestre. La BoE a maintenu son taux directeur inchangé depuis septembre 2023 après l'avoir porté à un plus haut à 5,25% (contre un plus bas à 0,1% en décembre 2021). Elle a en outre adopté une tonalité plus *dovish* récemment, augmentant la probabilité d'une baisse de taux au mois de juin.

R-U : taux sur nouveaux crédits immobiliers



En revanche, l'activité de crédit reste faible, tout en montrant des signes de stabilisation. Après un repli de 28,7% en moyenne annuelle en 2023, la production de crédit habitat rebondit de 4% sur les deux premiers mois de l'année. Toutefois, à 18 milliards de livres en février, elle reste très inférieure à son niveau de février 2020 (-22,7%), immédiatement avant la Covid, et en repli de 10% par rapport à février 2023. Net des remboursements, le flux de crédits immobiliers est négatif (-0,4 milliard de livres sur les trois mois à fin février) et bien inférieur à sa moyenne de longue période (près de 10 milliards de livres sur trois mois glissants avant la pandémie).

R-U : flux mensuels de crédit pour l'achat de logement



Qu'en est-il de l'évolution des valorisations ? Les prix immobiliers se sont repliés en 2023 (-1,7% au quatrième trimestre par rapport au quatrième trimestre 2022, selon les données de l'ONS) pour

atteindre 283 291 livres sterling pour le prix moyen publié par l'ONS, sous les effets cumulés du resserrement monétaire ainsi que de la crise du coût de la vie des ménages.

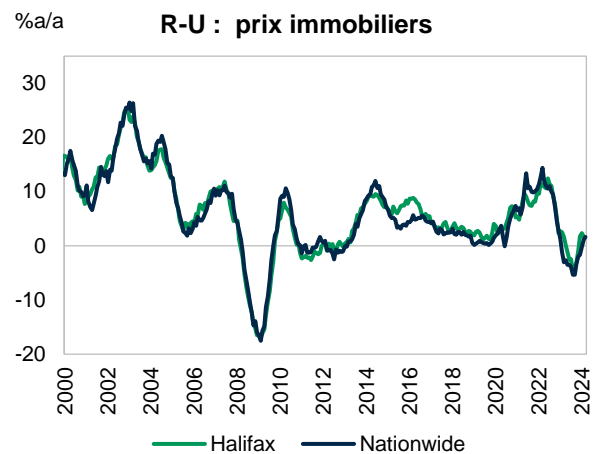
En revanche, une reprise fragile semble avoir été amorcée au dernier trimestre de l'année. Les indices Nationwide et Halifax, qui sont basés sur les accords de prêts et sont ainsi plus avancés que ceux publiés par l'ONS (qui sont calculés sur la base des transactions réelles), progressent depuis le mois de septembre (+4,6% pour l'indice Halifax à fin février, +2,1% pour l'indice Nationwide à fin mars). Le taux de croissance sur un an est désormais positif, à 1,7% pour l'Halifax en février et à 1,6% pour le Nationwide en mars après des plus bas à -4,5% et -5,4% respectivement observés en août 2023.

La société Nationwide est la première à fournir des données des prix immobiliers sur l'ensemble du premier trimestre. L'indice des prix progresse de 1,1% sur un an. La plus forte progression est observée en Irlande du Nord (+4,7%), suivie par la région du Nord (+4,2%) et l'Écosse (+3,8%). À Londres, les prix rebondissent depuis trois trimestres. Le prix moyen atteint 519 505 livres dans la capitale et un rythme de hausse de 1,6% sur un an.

L'enquête RICS (*Royal Institution of Chartered Surveyors*) confirme l'amélioration des perspectives en ce début d'année, toutefois avec une certaine prudence, reflétant l'incertitude quant au calendrier et au rythme de l'assouplissement monétaire à venir. L'enquête signale une poursuite de la reprise de la

demande (nouvelles enquêtes d'achat nettes se situant en territoire positif pour le second mois consécutif). Une forte hausse a été enregistrée du côté des nouvelles instructions de vente, avec un solde des opinions au plus haut depuis octobre 2020, après s'être maintenu en territoire négatif tout au long de l'année dernière. Cette tendance positive devrait s'accélérer au cours de l'année.

Côté prix, en ligne avec les données de Nationwide, l'Irlande du Nord et l'Écosse occupent les places du palmarès pour l'évolution anticipée des prix à trois mois. Dans l'ensemble, l'enquête suggère une stabilisation des prix à court terme et une croissance positive à l'horizon d'un an (environ +1%).



Source : Halifax, Nationwide, Crédit Agricole S.A.

✓ Notre opinion – La crise du pouvoir d'achat et le resserrement monétaire mis en place en 2022 et 2023 pour lutter contre l'inflation ont pesé sur le secteur immobilier. Mais avec le reflux de l'inflation et l'inflexion des taux d'intérêt sur le crédit habitat, le secteur semble enfin voir le bout du tunnel. Les anticipations de taux de la BoE jouent un rôle essentiel, or celle-ci a adopté une tonalité plus dovish récemment. L'inflation CPI devrait chuter sous la cible de 2% au deuxième trimestre, permettant à la BoE d'entamer un cycle graduel de baisse de ses taux à partir de juin 2024. Ensuite, les indicateurs de persistance des pressions inflationnistes, notamment l'inflation dans les services et la croissance des salaires, devraient déterminer le rythme d'assouplissement futur. Les indicateurs avancés suggèrent la poursuite de la modération de ces variables, mais à partir de niveaux élevés et des surprises à la hausse ne sont pas exclues. Nous tablons sur une baisse de taux seulement par trimestre par la BoE et la poursuite donc de la baisse des taux de crédit habitat. Avec la dissipation de la crise du pouvoir d'achat, la détente des taux devrait ramener davantage d'acheteurs sur le marché et les prix devraient continuer de se redresser. En revanche, les nombreux risques entourant les prévisions d'inflation à moyen terme (conflits géopolitiques, élections américaines, marché du travail britannique) et donc des taux de la BoE (celle-ci table sur une réaccélération de l'inflation au second semestre) continuent d'inciter les acteurs du marché immobilier à la prudence et suggèrent une reprise lente de l'activité et des valorisations sur le marché.

Pays émergents

Afrique sub-saharienne

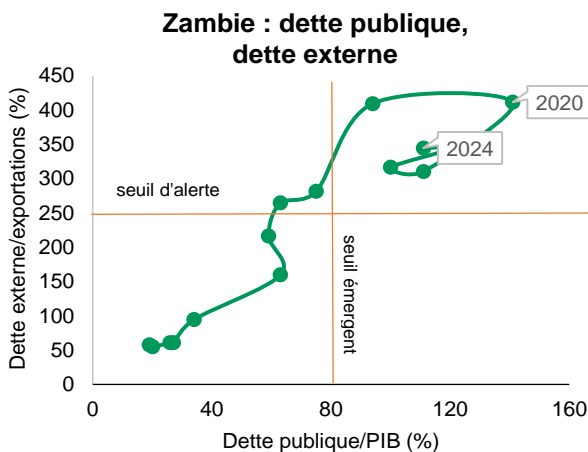
Afrique sub-saharienne : les exercices de restructuration de dettes à l'ordre du jour

Les créanciers obligataires de la Zambie ont accepté le plan de restructuration proposé par le pays d'Afrique australe, près de trois ans et demi après le défaut.

La Zambie a annoncé qu'elle avait conclu un accord historique avec ses créanciers privés détenteurs de 3,5 milliards de dollars d'euro-obligations, levant ainsi un obstacle majeur à la restructuration de la dette du pays, recherchée depuis longtemps.

Le ministre des Finances, Situmbeko Musokotwane, a déclaré qu'il s'agissait d'une « *étape majeure que le pays attendait avec impatience* ».

Et pour cause, la Zambie avait été le premier pays africain à faire défaut sur sa dette publique en 2020 après l'irruption de la pandémie.



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

Depuis, le processus de restructuration de sa dette s'est heurté à de nombreux obstacles, notamment au rejet en novembre dernier d'un précédent accord de principe par les créanciers officiels : ces derniers se plaignant de conditions plus favorables accordées à certains prêteurs privés. Plus précisément, le différend portait sur une règle de « comparabilité de traitement », prévue par le cadre de restructuration de la dette des pays les plus pauvres adopté en 2020, qui exige que tous les créanciers subissent des pertes similaires dans le cadre d'un accord de restructuration de dette.

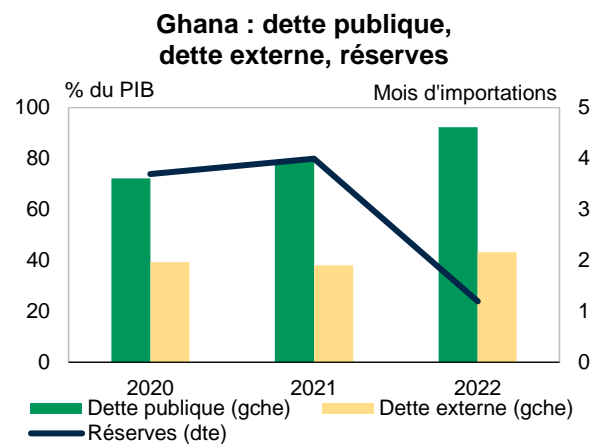
La structure du nouvel accord ayant étant modifié conformément à ce principe, le pays peut enfin souffler.

Ce nouvel accord stipule que les créanciers privés abandonneront près de 22% de leurs créances tandis qu'ils concéderont également une baisse d'intérêt, ainsi qu'un étalement des remboursements. Ces concessions devraient offrir un peu d'air aux finances zambiennes en permettant, par ailleurs, le versement d'une aide de 1,3 milliard de dollars du FMI.

Tout ceci semble de bon augure pour la Zambie qui cherche à attirer de nouveaux investisseurs afin de financer des projets d'envergure, notamment d'exploitation de ses importantes réserves minières en cuivre, mais aussi en cobalt, métal indispensable à la fabrication des batteries pour les véhicules électriques.

De même, **le Ghana** est actuellement en pourparlers avec les détenteurs de plus de 13 milliards de dollars d'obligations internationales et souhaite accélérer les négociations restantes.

Le pays d'Afrique de l'Ouest cherche à obtenir un allègement de sa dette après avoir fait défaut sur la majeure partie de sa dette externe en décembre 2022, alors que le deuxième producteur mondial de cacao était aux prises avec sa pire crise économique depuis une génération.



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

Le pays est parvenu à un accord de principe, en janvier, pour remanier 5,4 milliards de dollars de prêts avec des créanciers officiels via le cadre commun du G20.

Notre opinion – Dans un contexte où l'endettement des pays à faible revenu suscite de plus en plus d'inquiétudes, la Zambie est considérée comme un test pour le cadre commun du G20. Désormais, il reste à savoir si le Ghana parviendra rapidement à un accord avec les bailleurs de fonds, ce qui renforcerait le cadre de l'architecture de rééchelonnement de la dette conçue par le G20.

Géo-économie – Tensions et recompositions

Le risque d'élargissement des conflits : comment, pourquoi ?

Les guerres ont leurs rythmes propres et elles les imposent à la réalité. Repérer et bien nommer ces inflexions permet de mieux articuler les scénarios économiques aux évolutions géopolitiques. Aujourd'hui, qu'on le veuille ou non, les risques d'élargissement du conflit ukrainien augmentent. Que sait-on de ce genre de moment géopolitique ?

Evidemment, les scénarios d'escalade sont toujours liés à la stratégie des belligérants (en l'occurrence, intensification de la pression russe, ou frappes en profondeur de l'Ukraine sur le territoire russe, par exemple sur les capacités de raffinage). Mais le risque d'élargissement du conflit pourrait aussi être lié à l'affaiblissement de l'Ukraine : les alertes de l'état-major, quant à la fragilité de la ligne de front, sont à prendre au sérieux, que ce soit en tant qu'opportunité pour la Russie, ou de dilemme pour l'Otan – l'hypothèse de l'ouverture d'un second front contre la Russie, façon de desserrer l'étau sur l'Ukraine, ne serait théoriquement pas à écarter, en termes de stratégie, car la Russie peinerait à l'assumer. Mais les pays de l'Otan n'y semblent pas tous prêts non plus, que ce soit militairement ou politiquement.

Se méfier d'une pensée linéaire en géopolitique

Les scénarios d'extension de conflits ne sont donc jamais inévitables, pas plus que la géopolitique n'est linéaire. Il faut se méfier de notre tendance confortable à prolonger les courbes. Les guerres sont, au contraire, faites de pauses et de ruptures, et c'est le sens de la fameuse expression du « brouillard de la guerre » : les probabilités des scénarios sont impossibles à calculer, n'en déplaise à l'utilisation accrue de l'IA dans les *war games*. Et

Cependant, l'histoire prouve surtout que les escalades sont souvent le fait « d'accidents », involontaires ou pas, sur la base de décision humaine, de défaillance technologique, d'erreur administrative, ou de jeux politiques de pouvoir. Dans « *L'essence de la décision* », paru en 1971, Graham Allison – qui a remis à la mode le piège de Thucydide pour expliquer la dynamique des relations sino-américaines – avait contesté, à partir d'une analyse de la crise de Cuba, l'idée d'un comportement rationnel des États, empruntée à l'économie par les théories des relations internationales. Il s'inspirait de la sociologie des organisations pour souligner la rationalité limitée des acteurs. Et il explorait les jeux internes de pouvoir dans les gouvernements, ou les organisations internationales, comme facteur de décision. Le titre du livre provenait d'ailleurs d'un discours de Kennedy de 1963 : « *L'essence de la décision ultime demeure impénétrable à l'observateur et même, souvent, au décideur lui-même* ».

puis, dans ce genre de moment, la statistique n'est pas neutre politiquement : une opinion publique convaincue de l'inévitabilité de la guerre est un facteur autoréalisateur de montée aux extrêmes. Clausewitz pointait ainsi la polarisation mentale des populations comme moteur des grands conflits, dont la dynamique dépasse largement l'idée classique de la guerre comme prolongement de la politique.

Le rêve stratégique de Brzezinski ?

Dans ce contexte, la recomposition stratégique de l'Europe s'accélère néanmoins, et une « ligne de front » se dessine, des Baltes jusqu'à la Roumanie, ligne sur laquelle les gouvernements semblent en train d'acter le scénario d'une longue période de tension avec la Russie. Ces pays se préparent tous à l'hypothèse d'un conflit, sans toutefois en préciser la date. D'une certaine façon, ils construisent donc aussi une stratégie de dissuasion, et de guerre froide (limitée au territoire européen, car le reste du monde n'adopte pas ce scénario). Dans le même esprit, le secrétaire général de l'OTAN insiste sur la nécessité de trouver des solutions de financement pour l'Ukraine dans la durée, par exemple en créant un

fonds d'aide sur 5 ans. Au fond, en projetant la tension géopolitique dans le long terme, la guerre en Ukraine réalise au passage le rêve stratégique du vieux conseiller de l'ombre de nombreux présidents américains, Z. Brzezinski : l'Eurasie semble se couper en deux pour très longtemps... à condition néanmoins que la situation politique intérieure des pays n'évolue pas ! Pour exemple, Poutine a consolidé pour l'instant sa position, mais le Belarus est un maillon à surveiller de près. Ainsi, derrière les fronts militaires, se déplacent aussi les fronts politiques, idéologiques, et bien sûr, ceux de la guerre économique.

Une nouvelle ligne, des Baltes à la Roumanie

Si tous les pays concernés augmentent leurs dépenses militaires, leur rôle ne serait cependant pas le même, en cas de conflit élargi, et cela oriente dès à présent leurs arbitrages. On peut distinguer trois catégories. La Suède, désormais 32^e membre de l'OTAN, servirait de zone arrière de transports – le gouvernement n'en a pas moins appelé ses ressortissants à se préparer psychologiquement à un conflit, discours auquel ont fait écho les autorités polonaises. La Roumanie a été choisie pour accueillir la plus grosse base de l'Otan, qui

dépassera Mannheim. Cette base, en construction, pourra accueillir 10 000 soldats et leurs familles. Quant à la Bulgarie, son industrie fournit à Kiev des munitions et du carburant. Néanmoins, une partie de la population a des sympathies pour la Russie, et l'éclatement de la coalition au pouvoir ainsi que la perspective de nouvelles législatives ouvrent une marge de progression pour le Parti anti-Otan Renaissance, son ascension étant favorisée par les affaires de corruption au sommet du pouvoir.

Les frontières du « monde russe »

Viennent ensuite les pays frontaliers, exposés directement à des tensions, mais sans réelles problématiques de populations russes sur leurs territoires. Il s'agit de la Pologne, mais aussi de la Finlande, qui a fermé sa longue frontière avec la Russie depuis l'automne. Cette extension des frontières de Moscou avec l'OTAN (1 300 km) oblige d'ailleurs la Russie à repenser sa chaîne de commandement Nord, d'autant que la Baltique est

quasiment devenue une mer intérieure de l'Otan. Pas tout à fait cependant, et cela amène d'ailleurs au troisième groupe de pays, dont les Baltes, qui partagent avec la Moldavie et le Kazakhstan le « privilège » de faire partie de ce que Poutine appelle « le monde russe », car des populations d'origine russe y vivent toujours.

Surveiller Kaliningrad

La protection des populations russophones de Transnistrie peut donc vite devenir un sujet d'extension du conflit, mais il serait délicat pour la Russie d'y acheminer hommes et matériels, cette partie de la mer Noire lui étant devenue difficile à franchir. Surtout, cela pointerait Odessa en épice de guerre. Du côté des pays baltes, l'enclave russe de Kaliningrad est l'un des points potentiels d'escalade, car une rupture du corridor de Suwalki (65 km entre la Pologne et la Lituanie) couperait les Baltes de l'Europe, et couperait aussi, à l'inverse, la Russie de ses ressortissants. Les

réactions de Moscou ont ainsi été très fortes l'an dernier quand la Pologne a renommé l'enclave Krolewiec, nom donné au XV^e siècle à un territoire que les Chevaliers teutoniques avaient eux-mêmes, plus tôt, nommé Königsberg. En fait, la bataille des légitimités historiques bat son plein depuis que la géopolitique a repris en main le scénario mondial : comme en 1919, lors des négociations de paix de la région parisienne (Versailles, Trianon...), l'heure est partout aux cartographes, aux historiens et aux juristes, confrontés aux arbitrages douteux entre droits des peuples et souveraineté des nations.

En Turquie, quand la hausse des prix soutient la démocratie

La victoire de l'opposition dans cinq grandes villes a même surpris Erdogan, qui s'était impliqué dans la campagne. Nous avons perdu notre élan, a-t-il déclaré, et ce genre de constat n'est pas habituel chez lui. Au total, le CHP regroupe 37,4% des voix et l'opposition a progressé dans des régions tenues par des conservateurs. Néanmoins, l'AKP conserve l'Anatolie et les régions frontalières de la mer Noire, tandis que les Kurdes s'affirment dans le Sud-Est. La Turquie confirme donc que la démocratie y reste vivante, mais toujours minée par la polarisation. Par ailleurs, le choc générationnel se lit dans les résultats, ainsi que l'écartement politique ville/campagne – qui marque en fait tout l'Occident – résultat d'une mauvaise diffusion des gains de productivité sur les territoires, cause d'accroissement des inégalités. Ce

vote consacre aussi l'attachement de la classe moyenne urbaine turque à ses libertés, et il a été renforcé par un « effet inflation ». À 68,5% en mars, la hausse des prix mord sur le pouvoir d'achat, malgré les fortes hausses de salaire minimum. Cette envolée des prix, à un moment où le reste de la planète parle de désinflation, est à mettre à l'actif du président, qui a imposé une politique monétaire atypique jusqu'en juin dernier. L'inflation devrait atteindre un plus haut en mai, avant de décroître sous les 50% en fin d'année. Si elle ne baisse pas, elle restera un puissant facteur politique, qui peut aussi inciter le gouvernement à relancer la croissance plus vite que prévu.

Géopolitique, politique et économie : penser tous les cycles en même temps

Avec ce vote, la Turquie rappelle opportunément, à l'heure où le monde entier se géopolitise à l'extrême, que la géopolitique ne peut se penser indépendamment de l'économie, pas plus que cette dernière ne peut s'extraire du politique, comme les libéraux des années 80 l'ont trop vite acté. Les cycles politiques, géopolitiques et économiques s'interpénètrent, il faut apprendre à les penser en même temps. Erdogan a 70 ans, à peu près comme Poutine, Loukachenko et Xi, et le thème de sa

succession va s'amplifier. D'ores et déjà, la réélection du maire d'Istanbul, Ehrem Imamoglu, laisse espérer à ses partisans que ce dernier ait un avenir pour les présidentielles de 2028. Évidemment, une fin de l'ère Erdogan serait un séisme géopolitique, lié au statut stratégique particulier de la Turquie, pays pivot entre Europe et Asie, et verrou historique des grands détroits.

La relation sino-indienne, colonne vertébrale de la géopolitique mondiale

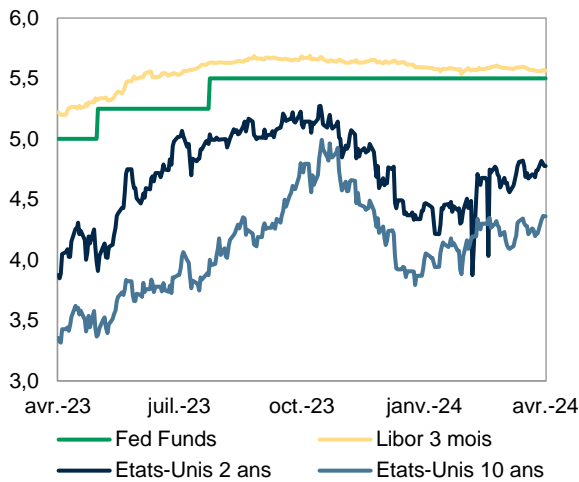
Un récent séisme à Taïwan, accompagné d'un « petit » tsunami proche d'Okinawa, rappelle que les tensions géopolitiques peuvent aussi prendre des faux-nez, sous le seuil de la guerre : certains analystes ont déjà évoqué une situation dans laquelle la Chine « viendrait en aide » à Taïwan, sous un prétexte humanitaire. Si l'on ajoute à cela une possible paralysie des bases américaines sur Okinawa... En attendant, les tensions se multiplient entre Pékin et Manille, et la tournée (Malaisie, Philippines, Singapour) du charismatique ministre des Affaires étrangères indien a été d'autant moins

apprécié par Pékin, qu'il ne s'est pas privé de références au jugement de 2016 de la Cour permanente d'arbitrage de la Haye (CPA), qui avait donné raison aux Philippines, estimant que la Chine n'a pas de droits historiques sur les eaux de Chine méridionale, et jugeant illégales ses actions. En filigrane, ce voyage nous incite à ne pas oublier que l'évolution de la relation sino-indienne va être l'un des axes essentiels de la géopolitique mondiale des années à venir.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

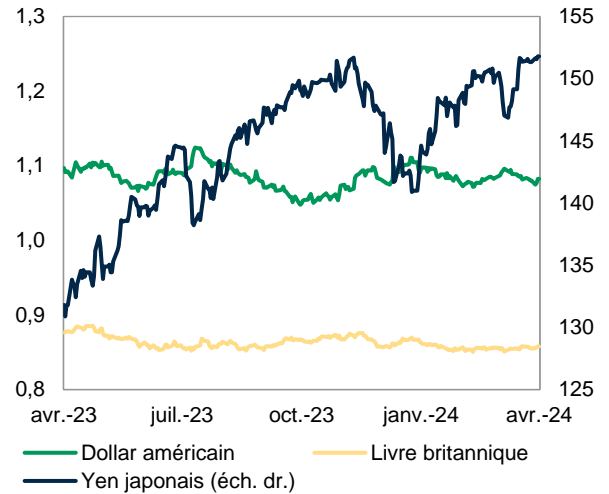
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

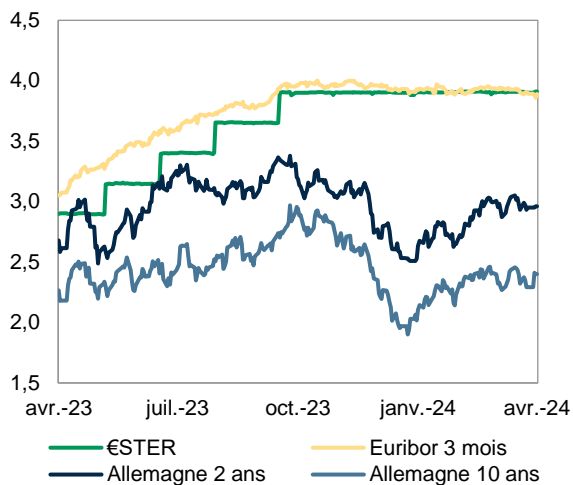
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

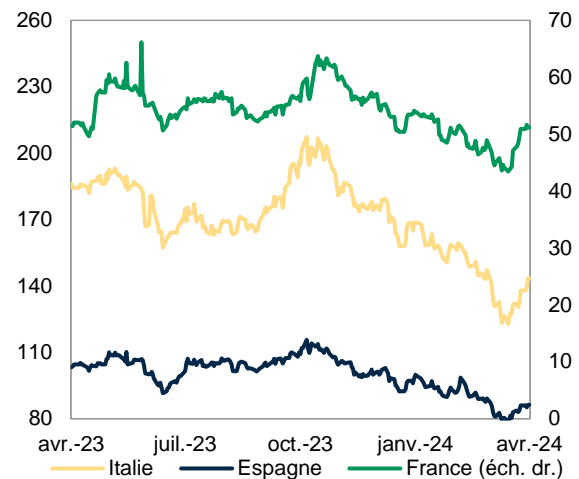
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

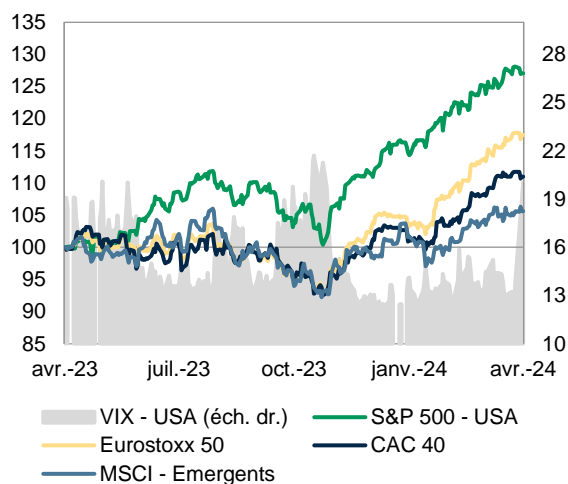
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

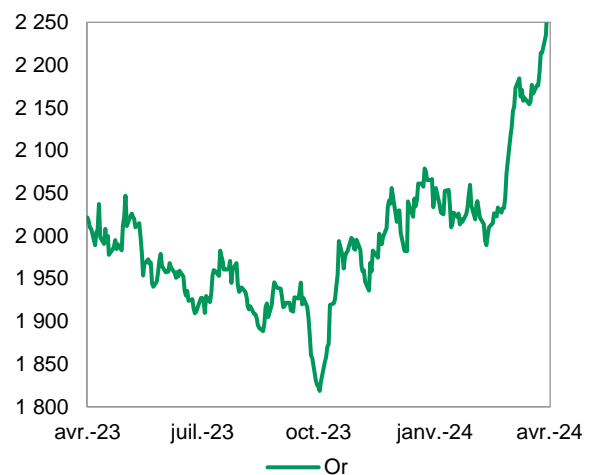
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

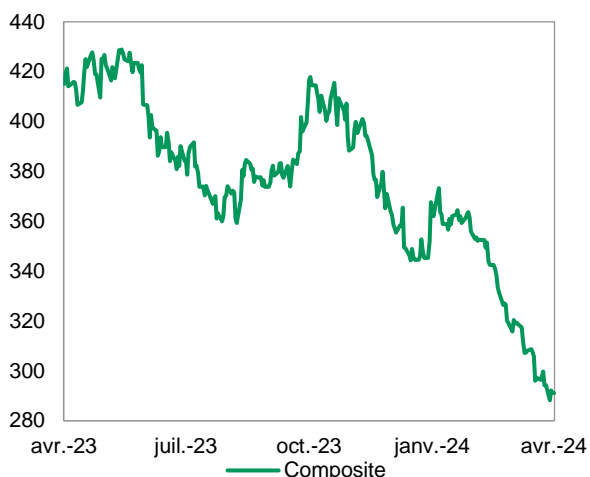
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

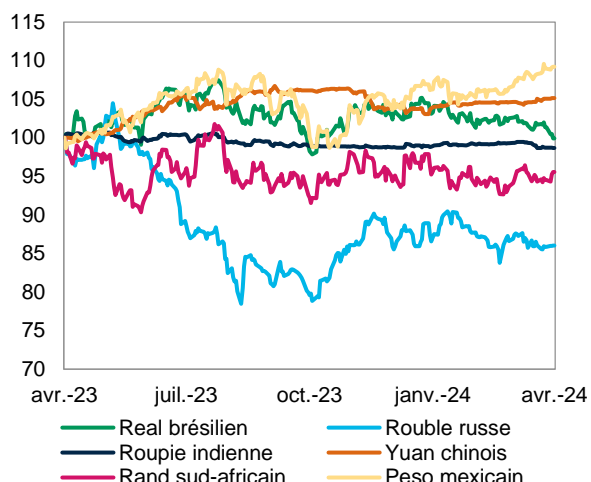
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

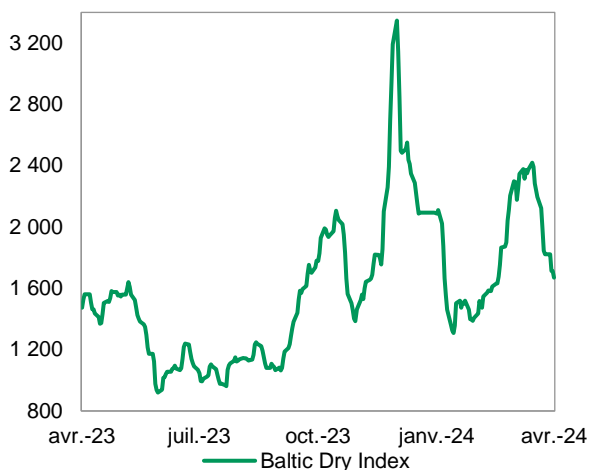
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

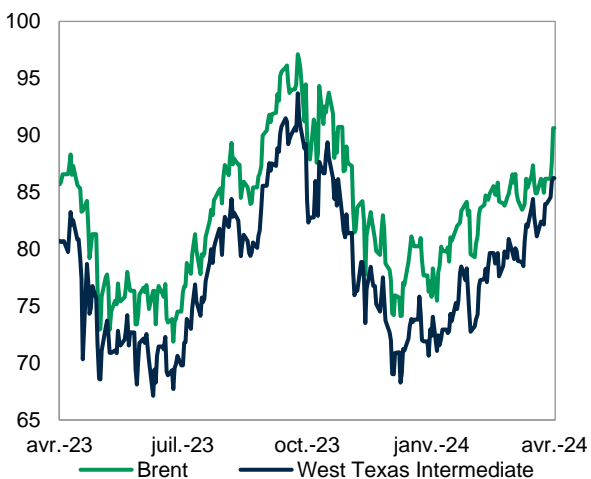
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

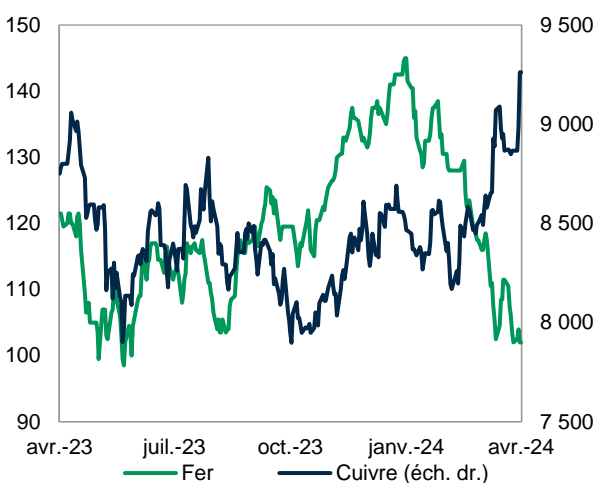
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



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 2024-2025 – Avril 2024

[Normalisation\(s\) ?](#)

Date	Titre	Thème
04/04/2024	<u>Sénégal – Bassirou Diomaye Faye élu, le choix de la rupture</u>	Sénégal
03/04/2024	<u>Espagne – Les carburants et l'électricité soutiennent l'inflation de mars</u>	Espagne
29/03/2024	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
28/03/2024	<u>Chine : confiance, guerre des prix et crédibilité, les maîtres-mots de ce début d'année</u>	Asie
28/03/2024	<u>Espagne – Le plan de relance espagnol accélère le pas</u>	Espagne
28/03/2024	<u>Afrique sub-saharienne – Trente ans après la dernière dévaluation du franc CFA, quelle stabilité pour la zone monétaire ?</u>	Afrique sub-saharienne
27/03/2024	<u>La Chine n'est pas le Japon des années 1980 et c'est à la fois une bonne nouvelle et un grand problème</u>	Chine, Japon
26/03/2024	<u>Royaume-Uni – La cible d'inflation à portée de main, la BoE plus accommodante</u>	Royaume-Uni
25/03/2024	<u>Italie – Baisse de la production industrielle en janvier</u>	Italie
22/03/2024	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
22/03/2024	<u>Grèce – L'activité toujours résiliente en 2023</u>	Grèce
22/03/2024	<u>Émirats arabes unis – Après une année 2023 bien orientée, 2024 s'annonce favorablement</u>	Émirats arabes unis
22/03/2024	<u>La France manque ses objectifs d'énergies renouvelables PPE malgré une bonne dynamique en 2023</u>	Energies renouvelables

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

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

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

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

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario)

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

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.