

# Perspectives

Hebdomadaire – N°24/251 – 27 septembre 2024

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Après la baisse de taux « jumbo » de la Fed, c'est au tour de la PBoC de réjouir les marchés .....	2
☞ France : consommation en biens, confiance et inflation, amélioration en cours pour les ménages .....	3
☞ Allemagne : les résultats au Brandebourg donnent un répit à Scholz .....	4
☞ Italie : un changement de base positif dans les grandes lignes.....	5
☞ Espagne : les ménages espagnols réduisent leurs dettes .....	6
☞ Hong Kong : un secteur immobilier sous pression .....	7
☞ Chine : la Banque centrale chinoise s'évertue à relancer une croissance en berne.....	8
☞ Émirats arabes unis : l'invention du « libéralisme stratégique » ? .....	11
☞ Serbie : que nous révèle l'analyse des flux commerciaux et d'investissement de l'alignement du pays ? .....	14

## 👉 Après la baisse de taux « jumbo » de la Fed, c'est au tour de la PBoC de réjouir les marchés

Les marchés jubilent : après le démarrage en fanfare par la Fed de son cycle d'assouplissement monétaire, la semaine dernière, avec une baisse de taux de 50 points de base (pdb), c'est la banque centrale de Chine (*People's Bank of China* ou PBoC) qui a fait une série d'annonces de mesures agressives de stimulus, dans l'espoir de relancer la demande intérieure du pays. Les actions de la PBoC s'étagent de l'assouplissement monétaire à un soutien à la consommation et à l'immobilier pour un « plan de relance » total sans précédent depuis la sortie du Covid. Mercredi, le taux sur les prêts à moyen terme aux établissements financiers (MLF) a été abaissé de 2,3% à 2,0%, après une précédente réduction en juillet. Ce taux est désormais à son plus bas niveau historique. La baisse du MLF s'est accompagnée de l'injection de 300 milliards de yuans (38 milliards d'euros) dans l'économie. Le gouvernement et certaines municipalités, dont Shanghai ont, en outre, annoncé des aides financières aux ménages à faibles revenus en amont de « la semaine d'or de la fête nationale », qui commence le 1<sup>er</sup> octobre, passant par les traditionnels bons d'achat, déjà utilisés lors du Covid. Ces annonces ont été suivies vendredi par une réduction de 50 pdb du taux de réserves obligatoires des banques, mesure qui devrait permettre d'injecter quelque 127 milliards d'euros de liquidités sur les marchés financiers. Enfin, Pékin a aussi annoncé, ce vendredi, une réduction du taux de repo inversé à sept jours, un taux d'intérêt à court terme payé par la banque centrale sur les emprunts auprès de prêteurs commerciaux. Ces mesures interviennent au lendemain d'une réunion de dirigeants chinois qui ont admis l'existence de nouveaux « problèmes » dans l'économie nationale et ont appelé à « améliorer l'efficacité de la politique économique et à davantage de réductions de taux ».

La série de mesures dévoilées cette semaine par Pékin a été bien accueillie par les investisseurs, les Bourses de Shanghai et Hong Kong affichant une hausse de plus de 12% sur la semaine. Ces annonces laissent en revanche sceptiques de nombreux analystes, dont notre économiste Chine. Les efforts des autorités chinoises ont certes été plus agressifs que prévu ; mais la baisse de son coût ne justifie pas, seule, une reprise du crédit. La prudence et une demande de crédit du secteur privé insuffisante justifient une action budgétaire propre à soutenir la croissance de manière durable. Les annonces devraient être suffisantes pour atteindre l'objectif de croissance de 5% en 2024 mais semblent encore limitées et trop tardives pour faire face aux problèmes du secteur immobilier. Il est très probable que les autorités chinoises annoncent des mesures supplémentaires de soutien fiscal dans les prochains mois.

La Bourse de New York termine la semaine dans le vert également (+0,8% pour le S&P 500). Cela malgré des taux de rendements des *Treasuries* en légère

hausse (+2 points de base, pdb, pour 2 ans à 3,61% et +2 pdb pour le 10 ans à 3,77%) qui ont à leur tour soutenu le dollar. Les discours de membres de la Fed intervenus au cours de la semaine n'ont pas apporté davantage d'informations sur les perspectives de politique monétaire et les anticipations de marché sur les taux des *fed funds* sont restées largement inchangées. La plupart des membres du FOMC sont clairement favorables à des baisses de taux supplémentaires mais s'abstiennent de préciser explicitement quel en serait le rythme à venir. Ceux qui se risquent à donner des chiffres précis, indiquent, en général, une préférence pour un passage à des baisses de taux de 25 pdb. Pour la prochaine réunion de novembre, les investisseurs hésitent entre une baisse de taux de 25 pdb et une baisse de 50 pdb (probabilité de 50/50). Toutefois, d'ici à la fin de l'année, un total de baisses de taux de 75 pdb est anticipé, contrairement au « dot plot » qui suggère plutôt 50 pdb. Avant la prochaine réunion du FOMC de novembre, deux rapports sur l'emploi seront publiés, dont un la semaine prochaine. Ils seront essentiels dans l'appréciation des risques par la Fed et, si les données surprennent négativement, d'autres baisses de taux « jumbo » ne peuvent être exclues.

Le Congrès américain a adopté, le 25 septembre dernier, une version bipartisanne du budget provisoire qui expire le 20 décembre. Le budget provisoire permet de maintenir le fonctionnement des administrations fédérales pour une période intérimaire après la fin de l'exercice budgétaire ordinaire (30 septembre). Une décision devra encore être prise pour terminer l'année, mais ce sera après les élections du 7 novembre prochain. Kamala Harris continue de mener légèrement dans les sondages des intentions de vote au niveau national mais, dans les États pivots, la course est très serrée.

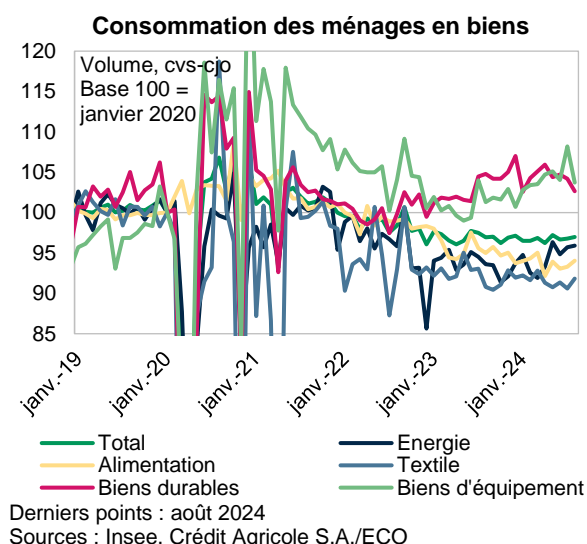
En Europe, des nouvelles économiques favorables dans les pays de la périphérie ont soutenu les marchés obligataires italien et espagnol, dont les primes de risque continuent de se replier légèrement. Dans le cas de l'Italie, une révision récente des chiffres de PIB a conduit à une amélioration du ratio de dette sur PIB pour 2023 à 134,6% contre 137,3% estimé précédemment. De plus, des articles de la presse locale suggèrent que le déficit budgétaire pourrait être de 2,7% en 2026. Les projections de croissance pour 2024 en Espagne ont également été révisées à la hausse (2,7% contre 2,4% précédemment). Les prévisions de croissance du PIB pour 2025 et 2026 sont en outre portées à 2,4% et 2,2% par le gouvernement à l'issue d'une révision du PIB 2021-23 par l'INE, l'institut national espagnol de la statistique. En revanche, en France, les anticipations d'un déficit public supérieur à 6% ont impacté les marchés des OAT où la prime de risque sur le taux à 10 ans s'est encore écartée au cours de la semaine à 79 pdb (soit le même niveau que l'Espagne).

## Zone euro

### France : consommation en biens, confiance et inflation, amélioration en cours pour les ménages

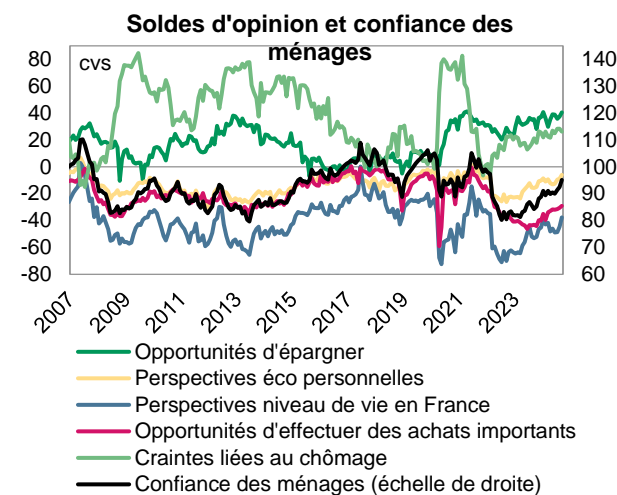
La conjoncture semble mieux orientée pour les ménages, avec une nouvelle légère progression de la consommation en biens en août, une poursuite de la hausse de la confiance des ménages et de la baisse de l'inflation en septembre, d'après les dernières publications de l'Insee.

Les dépenses de consommation des ménages en biens ont de nouveau légèrement augmenté en août (+0,2% en volume après +0,2%), d'après la publication de l'Insee de ce vendredi 27 septembre. Cette hausse est portée par l'accélération de la consommation alimentaire (+0,8% après +0,2% le mois précédent), avec une hausse quasi généralisée sur tous les postes de consommation agro-alimentaires, ainsi que pour le tabac. Les dépenses des ménages en énergie ralentissent pour leur part en août (+0,2% après +0,9%), en lien avec un ralentissement de la consommation de carburants et une poursuite de la baisse de la consommation en électricité et gaz. La consommation en biens fabriqués affiche en revanche une nouvelle baisse (-0,4% après -0,3%), avec une certaine divergence entre la consommation en biens durables dont la baisse s'accroît (-1,5% après -0,5%), celle en habillement-chaussures qui rebondit (+1,4% après -0,8%), et celle en « autres biens fabriqués » qui poursuit sa hausse (+0,4% après +0,5%). La consommation en biens durables est tout particulièrement affectée ce mois-ci par le repli des dépenses en biens d'équipement du logement (-4,2% après +4%).



Dans les résultats de son enquête mensuelle de conjoncture auprès des ménages de septembre, parus ce mercredi 25 septembre, l'Insee indique que

la confiance des ménages poursuit sa hausse, à 95 (+2 points, après +2 points en août et +1 point en juillet). L'indicateur synthétique reste en-deçà de son niveau moyen de longue période (100), mais il est en hausse pour le troisième mois consécutif, et bien au-dessus de son point bas de l'été 2022 (80). Cette augmentation durant l'été est un signal positif pour l'évolution de la consommation (totale) des ménages. Parmi les soldes d'opinion<sup>1</sup>, celui sur la situation financière personnelle, passée comme future, augmente. L'opinion des ménages sur le niveau de vie en France, passé comme futur, s'améliore également, tandis que les craintes relatives à l'évolution du chômage diminuent. Seule ombre au tableau pour la consommation, la proportion de ménages qui jugent qu'il est opportun d'épargner augmente de nouveau, nettement au-dessus de sa moyenne de long terme. Le solde d'opinion sur l'opportunité d'effectuer des achats importants poursuit toutefois sa progression, restant malgré tout en-deçà de son niveau moyen historique. Les ménages sont par ailleurs de moins en moins nombreux à estimer que les prix ont augmenté au cours de l'année écoulée, et la part de ménages considérant que les prix vont accélérer dans les douze prochains mois est stable, sous sa moyenne de longue période.

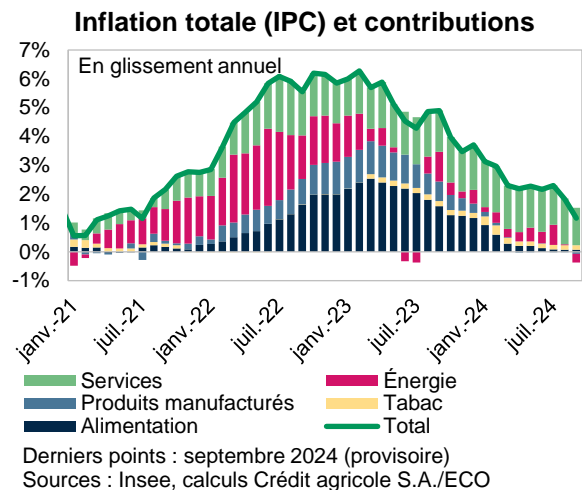


Derniers points : septembre 2024  
Sources : Insee, Crédit Agricole S.A./ECO

En matière de prix justement, l'Insee a confirmé ce vendredi 27 septembre que l'inflation poursuit sa baisse, d'après les résultats provisoires de l'indice des prix à la consommation (IPC) de septembre. L'inflation en glissement annuel est passée sous les 2% en août, et ce pour la première fois depuis 3 ans. En septembre, elle diminue même à 1,2% (après 1,8% le mois précédent), en lien avec le repli des prix de l'énergie (en particulier ceux des produits

<sup>1</sup> Le solde d'opinion correspond à la différence entre le pourcentage de réponses positives et celui de réponses négatives.

pétroliers) et le ralentissement de ceux des services sur un an. Des effets saisonniers (sur les prix des transports et hébergements), la baisse des prix de l'énergie et des services de santé, et le retour à la normale de certains tarifs après les Jeux olympiques et paralympiques se combinent en septembre, et l'IPC enregistre ainsi sa plus forte baisse mensuelle (-1,2%) depuis le début de la série en 1990 !



**☑ Notre opinion** – Les gains de pouvoir d'achat des salaires permis par la désinflation, associés à la relative robustesse de l'emploi, devraient permettre une reprise de la consommation des ménages dans les trimestres à venir, comme le prévoit notre scénario sur la France qui paraîtra dans les prochaines semaines.

Du côté des administrations publiques, les nouvelles sont toutefois moins bonnes. La dette publique a de nouveau augmenté au deuxième trimestre 2024, à 112% du PIB au sens de Maastricht (après 110,5% au premier trimestre), d'après la publication de l'Insee de ce vendredi 27 septembre. Le spread de taux souverains à 10 ans entre la France (OAT) et l'Allemagne (Bund) a d'ailleurs grimpé à près de 80 points de base cette semaine (contre 70 pb début septembre et 50 pb début juin, avant la dissolution de l'Assemblée nationale).

Espérons donc que l'incertitude politique, et plus encore les efforts budgétaires qui apparaissent désormais inévitables dans un futur proche – avec probablement des hausses de prélèvements obligatoires à la clé, et un rabot sur les dépenses sociales – ne compromettront pas trop la reprise de la consommation des ménages.

**👉 Allemagne : les résultats au Brandebourg donnent un répit à Scholz**

Pour la deuxième fois en septembre, la semaine a débuté avec l'annonce des résultats des élections dans un État oriental de l'Allemagne. Le Parti social-démocrate (SPD) améliore ses résultats dans le Brandebourg en 7 sièges et conserve la première position avec 32. L'Alternative pour l'Allemagne (AfD) obtient 30 parlementaires après une amélioration de la même ampleur. Parmi les autres partis en hausse, l'Alliance Sahra Wagenknecht (BSW) entre en force au parlement de l'État avec 14 sièges. La baisse de l'Union chrétienne-démocrate (CDU) à 12 sièges a été plus modérée que celle des autres partis. Les Verts comme la Gauche perdent les 10 sièges obtenus chacun dans la dernière législature, démontrant une fois de plus le moment grave que traversent ces deux formations politiques. Finalement, les Électeurs libres perdent leurs 5 sièges et perdent également leur représentation au parlement de l'État.

Les intentions de vote ont changé significativement à la suite des résultats des élections de Saxe et de Thuringe. Les enquêtes réalisées au cours des trois semaines séparant les deux élections ont montré le regroupement des voix autour du SPD et dans une

moindre mesure de l'AfD, au détriment du reste des partis. Le basculement électoral en faveur de l'AfD que suggéraient les sondages il y a encore un mois n'a finalement pas eu lieu dans ce bastion de la gauche que gouverne le SPD depuis la réunification.

Une étude réalisée par l'Institut de démoscopie Allensbach pour le journal *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, publiée le 19 septembre, montre la faiblesse du gouvernement aux yeux de l'opinion publique. Seulement 3% des personnes interrogées approuvent la coalition tricolore, tandis que le chancelier fédéral Olaf Scholz obtiendrait une appréciation de 9%. En comparaison, le pire score de Gerhard Schröder au cours de ses sept années de mandat était de 24%, tandis que le pire score d'Angela Merkel au cours de ses 16 années de mandat était de 40%. Le taux d'appréciation le plus élevé parmi les principales personnalités politiques allemandes a été obtenu par le ministre de la Défense Boris Pistorius avec 30%, qui a été évoqué pour remplacer l'actuel chancelier fédéral en prévision des prochaines élections fédérales allemandes qui auront lieu le 28 septembre 2025.



**✓ Notre opinion** – *Les résultats des élections au parlement de l'État de Brandebourg donnent un bref répit à Scholz. La coalition la plus probable serait celle formée par le SPD et la BSW. L'accord entre ces formations semble réalisable étant donné que leurs différences appartiennent au domaine de compétence fédérales. À court terme, la procédure parlementaire concernant le budget fédéral sera une épreuve cruciale pour la viabilité du projet politique de la coalition tricolore. Le prochain scrutin avant les élections fédérales allemandes sera les élections dans l'État de Hambourg le 2 mars 2025.*

### **Italie : un changement de base positif dans les grandes lignes**

Le 23 septembre, l'Istat a publié les données annuelles définitives de l'année 2023, tout en révisant les comptes des années précédentes, intégrant ainsi le changement de base de référence qui intervient tous les cinq ans. Ce changement, loin d'être une simple formalité réglementaire, offre une vue plus précise des évolutions de l'économie italienne après le choc pandémique puisqu'elle la valorise avec un système de prix plus récent.

Tout d'abord, concernant le PIB, la révision a entraîné une baisse de l'estimation du PIB réel pour 2023, passant de 0,9 % à 0,7 %. Bien que cela puisse sembler défavorable, cette révision masque en réalité une dynamique positive de l'économie italienne, en partie grâce à une activité plus forte lors des deux années précédentes. Ainsi, le PIB nominal en 2021 a dépassé les estimations initiales de 21 milliards d'euros, tandis que les révisions pour 2022 et 2023 ont respectivement augmenté de 34 et 43 milliards. En termes de PIB réel, la croissance de 2022 a été révisée à la hausse de 0,7 point pour atteindre 4,7 %, tandis que celle de 2021 a été réévaluée à 8,9 %, après une révision de +0,6 point. Grâce à ces effets cumulés, le PIB italien dépasse désormais de 4,6 % son niveau pré-pandémique et surpasse, pour la première fois, le pic atteint avant la crise financière de 2008.

Certaines composantes du PIB ont également été modifiées par ce changement de référence. La reprise de la demande finale a été plus dynamique que prévu, notamment la consommation, qui a progressé de 5,8 % en 2021 (+0,4 point par rapport à l'édition précédente) et de 5,0 % (+0,1 point) en 2022. Cependant, en 2023, cette dernière a été revue à la baisse, signe que l'impact du choc inflationniste a été plus prononcé. Ainsi, le niveau de consommation dépasse celui de 2019 de seulement 0,3 point. Certaines pratiques de consommation ont également été affectées par les chocs successifs. La consommation de services reste inférieure de 1 % à

son niveau de 2019. Parmi les secteurs les plus touchés, l'hôtellerie-restauration a reculé de 6 %, affectée à la fois par l'inflation et un changement de préférence en faveur des loisirs. Les transports et les services financiers suivent avec une baisse de 3 % chacun.

En revanche, la consommation de biens a dépassé son niveau de 2019, bien que les dépenses en biens aient reculé de 1,3 % en 2023, principalement en raison de la baisse des achats de vêtements et de meubles. Ces deux catégories avaient pourtant retrouvé leur niveau d'avant le Covid dans les deux premières années post-pandémie. L'impact de l'inflation est particulièrement visible sur les dépenses alimentaires, qui sont inférieures de 3 % à celles de 2019.

L'investissement a également été revu à la hausse, notamment en 2024, où la croissance des investissements a été augmentée de 3,8 points, atteignant 8,5 % en glissement annuel. En plus des effets du *Superbonus* qui a permis à la construction de dépasser son niveau pré-Covid de 55 %, la reprise des investissements a également été portée par l'investissement productif et la digitalisation. Accéléré par le télétravail et soutenu par les subventions du dispositif "Transition", l'investissement en propriété intellectuelle a dépassé de 16 % son niveau de 2019.

Enfin, la révision des comptes a eu des effets positifs sur les finances publiques. Malgré une révision à la hausse du déficit public pour 2021, passant de -8,7 % à -8,9 %, les meilleures estimations des soldes publics pour 2022 et 2023, combinées à une meilleure appréciation du PIB nominal, ont permis de réviser à la baisse le ratio de la dette publique à 134,6 %, soit une diminution de 3 points par rapport au niveau inscrit au dernier Programme de stabilité et de 1,5 point par rapport à son niveau pré-COVID.

**✓ Notre opinion** – *La révision des données économiques italiennes dévoile une économie plus résiliente qu'attendu, malgré un ajustement à la baisse de la croissance en 2023. Grâce à une reprise plus dynamique de la demande finale, notamment dans la consommation et l'investissement, et une meilleure gestion des finances publiques, l'Italie a non seulement dépassé les niveaux pré-pandémiques, mais aussi franchi des caps historiques en matière de PIB. Toutefois, les effets persistants de l'inflation et les changements dans les habitudes de consommation mettent en lumière les défis à venir pour maintenir cette trajectoire positive*

## Espagne : les ménages espagnols réduisent leurs dettes

Les données du premier trimestre 2024 confirment que l'écart entre revenu disponible brut (RDB) et consommation s'est maintenu, ce qui a donné une nouvelle impulsion au taux d'épargne des ménages espagnols. Concrètement, le RDB a augmenté de 8% sur un an, très dynamique malgré son ralentissement par rapport à 2023 (+11%), tandis que les dépenses de consommation finale des ménages ont progressé de 5,3%. Le taux d'épargne a ainsi progressé jusqu'à 12,2% du RDB (11,7% au T4 2023).

L'augmentation du RDB s'explique principalement par la bonne tenue du marché du travail. Au T1, la rémunération des salariés a augmenté de 8,3% sur un an. À noter également la bonne tenue des revenus nets de la propriété, grâce à la hausse des revenus distribués par les entreprises, avec une hausse de 54,7% sur un an, et de l'excédent brut d'exploitation, qui inclut les revenus des indépendants et les loyers imputés (+5,8%). Malgré ces données très positives, il est vrai que la croissance du revenu disponible s'est progressivement modérée au cours de la dernière année : au S1 2023, elle a augmenté de 11,7% sur un an ; au S2, 10,3% ; et au T1 2024, de 8%. La principale raison de ce ralentissement est l'augmentation des paiements au secteur public, soit les impôts directs et les cotisations sociales nettes.

Un autre facteur expliquant la progression du RBD est l'augmentation de la population, provoquée par les flux migratoires. Plus précisément, au cours de la dernière année jusqu'au T1 2024, la population a augmenté de 492 560 personnes grâce à une augmentation de la population née à l'étranger de 558 652 personnes. Cette dynamique s'est traduite par une augmentation du nombre de ménages, qui affiche une croissance de 1% sur un an au T1 2024. En ce sens, il est intéressant de vérifier si le dynamisme du revenu disponible nominal s'observe également dans le revenu disponible par ménage, compte tenu de l'augmentation du nombre de ménages. On constate en effet que ce revenu par foyer a augmenté de 6,6% sur un an au T1 2024, soit à peine en dessous de la croissance du revenu global. Enfin, lorsque l'on regarde le revenu disponible réel par ménage, pour tenir compte de l'évolution de la capacité d'achat de ce revenu face à la hausse des prix, on constate qu'il a augmenté de 3,4% sur un an. En d'autres termes, les ménages espagnols retrouvent du pouvoir d'achat, un élément qui, tôt ou tard, devrait se refléter dans la consommation. Par rapport à la période pré-pandémique, le RDB par ménage et le revenu disponible réel par ménage sont déjà nettement plus élevés.

**✓ Notre opinion** – *Au cours des derniers trimestres, les ménages ont considérablement accru leur épargne, notamment en réponse à un environnement de taux d'intérêt relativement élevés. Ainsi, il y a eu une augmentation des acquisitions d'actifs financiers et une réduction de l'endettement pour faire face à la hausse des taux.*

*L'acquisition nette d'actifs financiers par les ménages s'est élevée à 55 milliards d'euros en cumulé sur quatre trimestres jusqu'au T1 2024, contre la moyenne de 13,4 Mds€ (2015-2019). Concrètement, ils ont acquis des liquidités pour 12,4 Mds€ (contre 5,1 Mds€ en 2015-2019), des fonds d'investissement pour 23 Mds€ (20,3 Mds€ en 2015-2019), des titres de créances pour 14,9 Mds€ (-10,4 Mds€ au premier trimestre 2015-2019), et des régimes d'assurance et de retraite pour 4,7 Mds€ (5,4 Mds€ en 2015-2019). Au cours des prochains trimestres, on s'attend à ce que les revenus des ménages continuent de croître de manière dynamique et que leur pouvoir d'achat se rétablisse. Ceci, combiné à la baisse des taux d'intérêt, devrait favoriser un plus grand dynamisme de la consommation.*

*En outre, les ménages ont continué à se désendetter au T1 2024, réduisant leur endettement de 4,4 points de PIB à 46%, le plus bas depuis le premier semestre 2001 et 7,3 points de moins que celui de la zone euro. Suite à la hausse des taux d'intérêt, les ménages ont poursuivi la tendance amorcée au second semestre 2022 et ont utilisé la plus grande épargne pour l'amortissement des prêts bancaires, à hauteur de 11 Mds€. Grâce à l'augmentation de l'acquisition nette d'actifs financiers et à la diminution de l'endettement, mais aussi à un effet de réévaluation des actifs financiers de 125 Mds€ au cours de la dernière année, le patrimoine financier net des familles a progressé de 190 Mds€ par rapport à au premier trimestre 2023, pour dépasser légèrement les 2 140 milliards d'euros, un nouveau maximum historique.*

## Pays émergents

### Asie

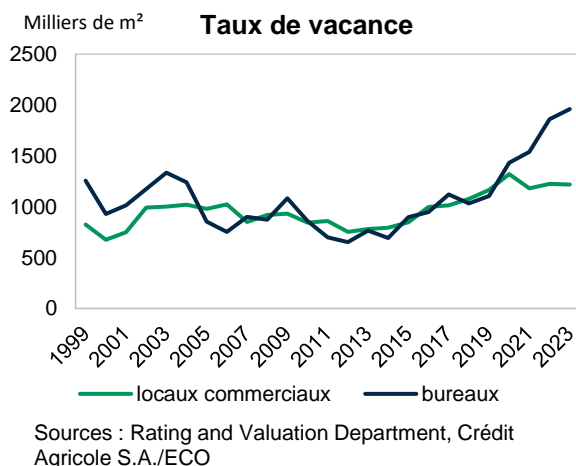
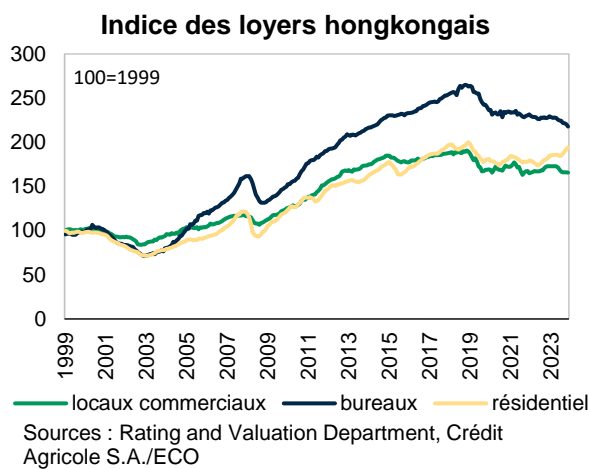
#### Hong Kong : un secteur immobilier sous pression

Après la Chine continentale, serait-ce au tour de Hong Kong de connaître une crise de son secteur immobilier ?

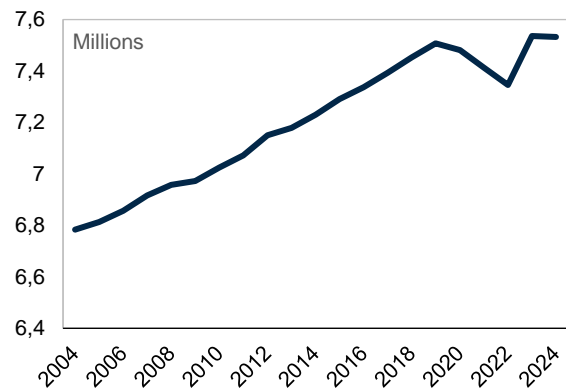
Le dernier rapport financier de HSBC indiquait que l'exposition de la banque aux prêts immobiliers commerciaux en défaut a été multipliée par six depuis le début de l'année et dépasse désormais 3 milliards de dollars. De quoi se poser quelques questions sur l'état du secteur, qui jusqu'à récemment dominait l'économie hongkongaise, avec des prix parmi les plus élevés au monde.

Pour autant, les difficultés hongkongaises et chinoises sont très différentes. À Hong Kong, elles se situent principalement du côté de l'immobilier des locaux commerciaux (boutiques, restaurants) et surtout des bureaux. Le loyer des bureaux a ainsi nettement diminué, d'environ 30% depuis 2019, au moment où les manifestations prodémocratie se déroulaient. Le taux de vacance, mesuré par le nombre de m<sup>2</sup> disponibles à la location, n'a jamais été aussi élevé et a presque doublé depuis 2019.

En Chine au contraire, la crise se concentre surtout sur la partie résidentielle, provoquée par la faillite de promoteurs surendettés dont les projets peinent à être repris. Sur le continent, ce sont surtout les logements qui sont vacants, notamment dans les villes de deuxième ou de troisième rang. Si la population hongkongaise avait nettement baissé entre 2019 et 2022 (-160 000 habitants) en raison du départ de nombreux résidents et expatriés internationaux dû au Covid et de l'entrée en vigueur de la loi sur la Sécurité nationale, créant des pressions à la baisse sur le prix des loyers résidentiels, l'arrivée de nouveaux expatriés, cette fois-ci en provenance de Chine continentale, a redynamisé le marché.



#### Hong Kong : population



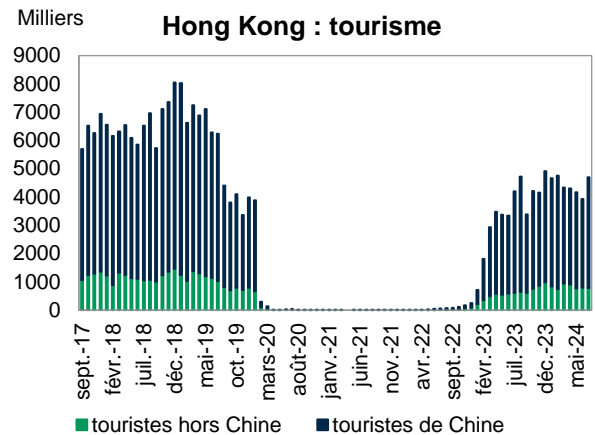
#### Pourquoi un tel ralentissement ?

Du côté des locaux commerciaux, la réponse se trouve surtout dans les chiffres du tourisme. Le nombre de visiteurs continue d'être plus de 30% inférieur à son niveau pré-Covid. Les Chinois du continent, qui fournissaient de loin le premier contingent de touristes, ne sont pas revenus en nombre depuis la réouverture des frontières, privilégiant maintenant des destinations domestiques, et notamment Shenzhen. Or, ces touristes à la journée soutenaient les restaurants locaux et venaient gonfler les chiffres d'affaires des nombreux centres commerciaux.

Leur absence pèse d'autant plus que les résidents hongkongais n'hésitent plus à traverser la frontière pour profiter de prix devenus plus avantageux en Chine continentale, notamment à Shenzhen. Après une année 2023 de reprise, les ventes au détail se contractent de nouveau depuis mars, laissant augurer des heures encore difficiles pour les commerçants du territoire.

Onze des plus gros promoteurs hongkongais ont déjà dégradé la valeur de leur portefeuille d'investissements immobiliers de 23 milliards de dollars depuis 2020, prenant acte du fait que les niveaux de prix et de loyers atteints en 2019 ne se reproduiraient probablement jamais.

Enfin, Hong Kong a souffert de la politique monétaire américaine. La nature du régime de change hongkongais (régime de « peg », avec un dollar hongkongais arrimé au dollar américain) contraint mécaniquement l'autorité monétaire de Hong Kong (la HKMA) à aligner ses taux sur ceux de la Fed. Les conditions de financement à des taux élevés, qui ne reflétaient de surcroît pas la réalité d'un marché déprimé, ont donc également pesé sur les conditions de (re)financement du secteur. La baisse des taux annoncée la semaine dernière devrait commencer à apporter un peu d'air.



Sources: HK Tourism Board, Crédit Agricole S.A/ECO

**✓ Notre opinion** – Le marché immobilier hongkongais évolue maintenant à deux vitesses. Le marché résidentiel a repris des couleurs, grâce à l'arrivée de nouveaux travailleurs, venus pour l'essentiel de Chine continentale, et demeurerait de toute manière sous pression, le rythme de nouvelles constructions n'ayant jamais permis d'absorber toute la demande. Le marché de l'immobilier commercial et de bureaux en revanche s'est vu affecté par des modifications profondes de comportements des consommateurs, des touristes et des entreprises. Le rapprochement – contraint – provoqué par la Chine depuis 2020 a ainsi entériné le départ de certaines entreprises, qui ont délocalisé leur siège régional asiatique de Hong Kong à Singapour. Et si le territoire déploie beaucoup d'efforts pour convaincre les investisseurs et la clientèle d'affaires que rien n'a changé, l'évolution rapide de l'appareil juridique et la répression de toute tentative de critique du nouvel environnement démontrent le contraire. À partir de là, rien d'étonnant à ce que les prix hongkongais commencent aussi à converger vers ceux pratiqués de l'autre côté de la frontière.

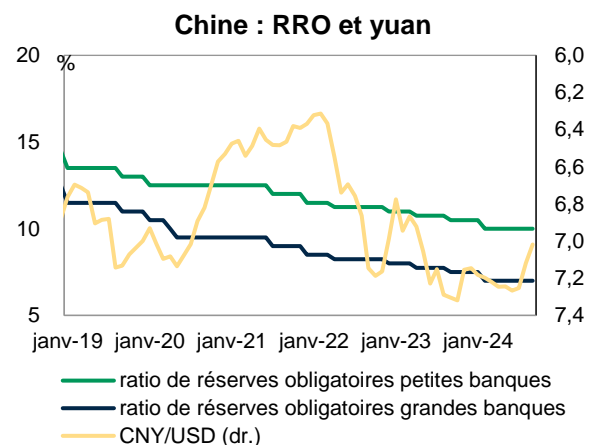
**👉 Chine : la Banque centrale chinoise s'évertue à relancer une croissance en berne**

Les données d'activité du mois d'août en Chine témoignent toujours d'une conjoncture morose. Le pays reste notamment pénalisé par la crise de l'immobilier, une consommation des ménages atone et un chômage élevé chez les jeunes. À cela s'est ajouté une spirale déflationniste qui accentue les comportements attentistes. De fait, l'objectif de croissance de 5% fixé par le gouvernement pour 2024 apparaît très optimiste, voire irréaliste. Face à cette situation, la Banque centrale de Chine (PBoC) a dévoilé mardi de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire.

**Une combinaison inédite de mesures**

Ces annonces étaient attendues, mais seront-elles suffisantes ? Dans le sillage du premier assouplissement monétaire décidé par la Fed, et du rebond du yuan observé depuis un mois, la PBoC a regagné quelques marges de manœuvre dont elle s'est emparée pour soutenir le marché immobilier.

Première annonce, la baisse de 50 points de bases (pdb) du taux de réserves obligatoires (RRR), déterminant le niveau de liquidités que les banques commerciales doivent déposer auprès de la banque centrale. Cela devrait libérer environ 1 000 Mds RMB (142 Md\$) de liquidités auprès des banques, selon



Sources : PBoC, Crédit Agricole S.A/ECO

le gouverneur de la PBoC, Pan Gongsheng. Cependant, alors que les prix immobiliers continuent de baisser et que les ménages continuent de privilégier le désendettement à la consommation, il n'est pas certain que la production de crédits accélère significativement. Fait rare en Chine, la PBoC a indiqué qu'une nouvelle baisse du RRR de 25 à 50 pdb était envisageable avant la fin de l'année. Il convient de rappeler que ce taux avait déjà été réduit de 50 pdb en février dernier, sans stimuler significativement l'économie – la croissance



au T2 2024 s'établissait à 4,7% en glissement annuel, contre 5,3% au T1 2024.

Cette fois-ci, la baisse du taux de réserves obligatoires s'accompagne d'une baisse de 20 pdb du taux de prise en pension à 7 jours (7D reverse repo rate), le fixant à 1,5%. L'autre taux directeur principal de la PBoC, le taux pour les prêts à moyen terme aux établissements financiers (MLF), a quant à lui été raboté de 30 pdb mercredi, atteignant son plus bas historique à 2%. Ces baisses devraient entraîner une diminution de 20 à 25 pdb du taux préférentiel de prêt (LPR) et des taux de dépôts.

Une autre mesure importante est la baisse de 50 pdb en moyenne du taux d'intérêt sur les prêts hypothécaire, réduisant d'environ 150 Mds RMB la charge de la dette des ménages. Encore une fois, il s'agit de savoir si ce surplus de revenu disponible va être consommé ou épargné. Cette mesure, à laquelle s'ajoute une diminution du capital requis pour l'achat d'une deuxième résidence (de 25% à 15%), a pour but de stimuler un marché immobilier que rien n'a jusqu'ici réussi à sortir de la crise.

Enfin, des mesures de soutien aux marchés des actions ont été présentées par Pan Gongsheng. D'une part, la PBoC propose des prêts bon marché aux banques commerciales pour permettre le rachat d'actions. D'autre part, la PBoC souhaite créer un programme de swap permettant aux investisseurs institutionnels d'accéder plus facilement au financement afin d'acheter des actions. L'objectif pour la PBoC est de stabiliser des marchés boursiers sous pression et donc de favoriser l'investissement, notamment dans les entreprises privées.

Ces mesures sont sans précédent depuis la sortie du Covid-19. La baisse simultanée des taux directeurs et du ratio de réserves obligatoires est particulièrement remarquable car rarement observée. En complément, la PBoC a adopté une stratégie de « forward guidance », visant à influencer les anticipations des agents économiques en annonçant de futures mesures potentielles. En ce sens, elle a envoyé un message clair quant à sa détermination à soutenir l'économie chinoise. Cet assouplissement est le bienvenu dans le contexte actuel.

**Quelles implications pour la courbe de taux ?**

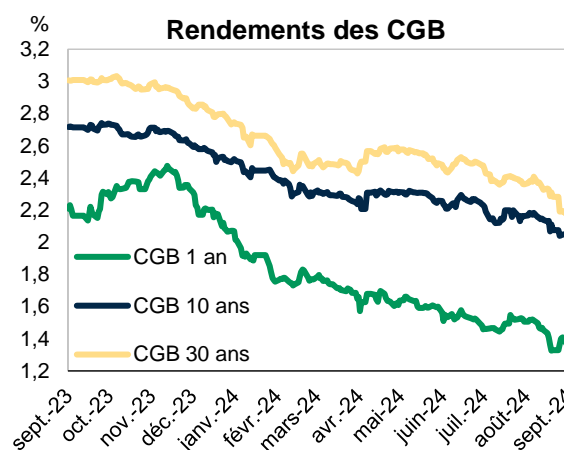
Depuis le début de l'année 2024, la Chine est confrontée à un phénomène d'aplatissement de la courbe des taux de rendements des obligations d'États (Chinese Government Bond, CGB). En effet,

la différence de rendements entre les CGB à 30 ans et celles à 10 ans a chuté à seulement 20 pdb le 1<sup>er</sup> mars 2024. Le 2 août, au lendemain de l'annonce de la baisse du 7D reverse repo rate, le CGB à 10 ans a chuté à 2,1%, son niveau le plus bas.

En temps normal, les taux de rendements des obligations longues sont plus élevés pour récompenser les investissements de long terme. Lorsque ces taux se rapprochent des taux de rendements des CGB courts et moyens (1-10 ans), cela témoigne du pessimisme des investisseurs qui s'orientent vers les obligations de long terme, faisant mécaniquement augmenter les prix et diminuer les rendements. Aux États-Unis, l'inversion de la courbe de taux est souvent annonciatrice d'une récession. Dans le cas chinois, cela pourrait fragiliser le yuan et entraîner une sortie de capitaux.

La PBoC s'est emparé de ce sujet et a annoncé le 1<sup>er</sup> juillet une intervention sur le marché des CGB. En vendant des CGB de maturités longues (20-50 ans), la PBoC cherche à faire diminuer les prix et augmenter les rendements, et inversement lorsqu'elle achète des CGB de maturités courtes et moyennes (jusqu'à 10 ans). Le jour de l'annonce, le rendement du CGB à 10 ans a augmenté de 4 pdb, à 2,25% et le CGB à 50 ans a augmenté de 5 pdb, à 2,53%. La courbe a retrouvé une allure plus raide.

Ce coup de pouce temporaire n'a pas empêché le rendement des CGB à 10 ans de frôler les 2% en septembre. Le jour de l'annonce des nouvelles mesures d'assouplissement monétaire, mardi, le taux de rendement à 10 ans a chuté de 30 pdb à 2,038%. Le rendement des CGB à 30 ans chute lui de 5 pdb, passant de 2,168% à 2,163%, son niveau le plus bas.



Source : LSEG, Crédit Agricole

**Notre opinion** – Les bourses chinoises ont réagi positivement aux mesures dévoilées par la PBoC. À la clôture mardi, le principal indice de Hong Kong a grimpé de 4,13%, ceux de Shanghai et Shenzhen de 4,15% et 3,95% respectivement. Si c'est assurément un pas dans la bonne direction, ce plan semble pourtant largement insuffisant. Les mesures annoncées sont loin d'être le plan de relance colossal préconisé

*par de nombreux experts. Selon Robin Xing, économiste Chine chez Morgan Stanley, il faudrait que la Chine dépense quelque 10 000 Mds RMB (1 400 Md\$) sur deux ans pour relancer l'économie et surtout la sortir de la situation déflationniste dans laquelle elle semble maintenant bloquée depuis plus d'un an.*

*Si les baisses de taux ciblent principalement le secteur immobilier, et visent à créer un choc de confiance positif auprès des ménages, leur transmission à l'économie réelle est loin d'être évidente. Le canal des taux ne s'avère pas toujours efficace et ne répondra pas aux interrogations plus profondes des ménages chinois, comme le chômage des jeunes ou la stagnation des salaires, facteurs du comportement de sur-épargne observé depuis le Covid.*

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### Émirats arabes unis : l'invention du « libéralisme stratégique » ?

Alors qu'une multiplication d'événements (crises politiques européennes et américaines, Covid-19, guerre en Ukraine, guerres commerciales...) impose une réflexion profonde, en Occident, sur les limites de la mondialisation libérale, les Émirats Arabes Unis font le pari, à contrecourant, de l'ouverture et d'une économie toujours plus intégrée aux chaînes de valeurs mondiales.

À première vue, cela ne détonne pas avec la tradition du pays des caravanes marchandes, qui est devenu l'un des hubs logistiques les plus importants au monde et, de fait, un acteur incontournable du commerce international. Mais cette politique libérale s'est jusqu'ici principalement construite par la projection de l'économie et de la puissance pétrolière émiriennes vers l'extérieur, tout en conservant un grand contrôle sur son économie intérieure et sur sa population. Cela se manifeste notamment à travers des codes de l'investissement très encadrés, et des visas et permis de travail très restrictifs. Mais, **les Émirats se sont désormais lancés dans une nouvelle phase de diversification de l'économie qui impose de nouveaux choix.**

#### Une des priorités de la Riyal Politik 2.0 : le libre-échange stratégique

L'enjeu de cette phase de diversification est le développement accéléré dans les domaines de l'économie du savoir, de l'économie digitalisée et une montée en gamme technologique de la production. En effet, les Émirats sont certes très haut dans les classements mondiaux d'infrastructures numériques mais, pour passer dans le peloton de tête de la course technologique, ils doivent encore augmenter leurs capacités propres d'innovation. Et pour cela, la rente pétrolière ne suffira pas. Il faut (encore plus) capter les compétences extérieures, et les attirer localement, et durablement. L'ouverture de l'économie, et plus notamment d'Abu Dhabi, l'émirat pétrolier, doit jouer le rôle de catalyseur. **Cela introduit donc une nouvelle ère du pragmatisme stratégique émirien, de la « Riyal Politik »** qui apparaît clairement au cœur des plans de développement – dont les « projects of the 50 » ou encore la vision 2030 d'Abu Dhabi. Quels sont donc les principaux outils de cette nouvelle politique, et quels compromis imposent-ils ?

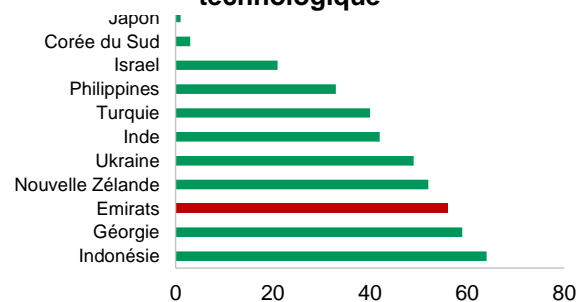
Depuis 2022, la diplomatie émirienne déploie des efforts considérables pour signer des accords de

partenariat économique (*Comprehensive Economic Partnership Agreements* – CEPAs<sup>2</sup>) avec des partenaires stratégiques. Le premier pays à signer un de ces accords a été l'Inde, en février 2022, ce qui est d'autant plus notable, qu'il s'agit du seul accord de libre-échange signé par l'Inde depuis une décennie. Cinq autres accords CEPA ont depuis été conclus : avec Israël et l'Indonésie en mai et juillet 2022, avec la Turquie, le Cambodge et la Géorgie en mars, juin et octobre 2023. Des négociations se sont aussi engagées avec d'autres pays, dont certaines ont récemment abouti (Australie, Nouvelle Zélande, ce mois-ci) et d'autres sont en cours (avec la Corée du Sud, les Philippines et le Japon notamment).

#### Du hub commercial au hub technologique

**Ces accords renforcent le positionnement des Émirats en tant que hub du commerce mondial,** par l'outil traditionnel de la réduction des droits de douanes, ce qui devrait gonfler les exportations non-pétrolières<sup>3</sup>. En fait, les Émirats ont depuis longtemps appuyé la diversification de leurs exportations sur des droits de douane faibles et des accords de libre-échange (ils font partie de trois zones de libre-échange avec 19 pays). Mais ces nouvelles négociations marquent une autre étape dans la logique de hub. En effet, elles dépassent le cadre du modèle théorique libéral du libre-échange, pour intégrer une logique de « bilatéralisme stratégique ».

#### Les Émirats cherchent des partenaires avec un savoir technologique



Indice de la complexité économique (Rang mondial, 2021)

Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, Observatoire de la complexité économique

4

En fait, beaucoup de ces accords permettront **d'attirer des biens intermédiaires à plus haute valeur technologique, et ainsi, de bénéficier d'un**

<sup>2</sup> Les accords CEPA sont plus larges que les accords de libre-échange traditionnels, ils ne se concentrent pas seulement sur les marchandises, mais couvrent aussi les services, l'investissement, les aspects réglementaires, les marchés publics ou le règlement des disputes.

<sup>3</sup> Le gouvernement estime que le retrait des tarifs sur environ 80% des biens échangés entre l'Inde et les Émirats devrait augmenter

les échanges non-pétroliers entre les deux pays de 65% sur une période de 5 ans.

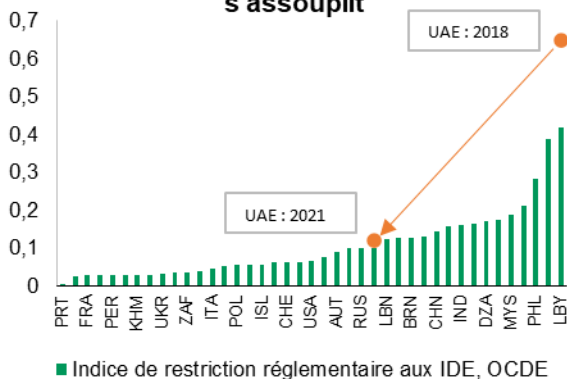
<sup>4</sup> Indice de complexité et de diversification du panier d'exportations des pays. Un rang élevé signifie un faible niveau technologique.

**transfert de technologie encore accéléré**, avec des effets vertueux sur la productivité de l'économie. Le FMI a d'ailleurs relevé que les partenaires choisis sont souvent des économies avec un certain degré d'intensité technologique<sup>5</sup>.

**Mais, au-delà du commerce, le véritable enjeu est l'investissement étranger (IDE). Et c'est ici que la stratégie du pays évolue vraiment.** En effet, selon le FMI<sup>6</sup>, **l'effet sur le transfert technologique de l'ouverture commerciale est décuplé lorsque celle-ci s'accompagne d'une libéralisation des IDE.** Dit plus simplement : il ne suffit pas que les biens intermédiaires participant à la chaîne de valeur des nouvelles technologies transitent par le pays, il faut que cela incite les entreprises de ce secteur à s'y installer, créant une logique de cluster de connaissances.

Les Émirats ont construit un environnement des affaires parmi les plus attractifs au monde. Malgré cela, le niveau d'attractivité des IDE est longtemps resté contraint par une régulation restrictive de l'investissement étranger. C'est ce qui a poussé le gouvernement à conduire des réformes de libéralisation du code de l'investissement, et cela commence à porter ses fruits.

**La réglementation pour les IDEs s'assouplit**



Source : Crédit Agricole S.A./ECO, OCDE, FMI

7

flux d'IDE entrant (% du PIB)		
2014-2016	2017-2020	2021-2023
2,5	3,8	5,2

Cette libéralisation est donc une politique pragmatique mais qui révèle aussi beaucoup de

profondeur stratégique dans le pilotage des politiques économiques. Elle est en parfaite ligne avec tous les modèles économiques qui constituent la bibliothèque théorique du FMI. **Mais elle demande, en fait, de fortes concessions à la tradition économique du pays.** Car ce qui change avant tout, c'est le relâchement, progressif mais certain, depuis 2018, des conditions de propriété des entreprises qui servent le marché local. Plus précisément, une entreprise étrangère peut désormais s'implanter sur le territoire sans s'appuyer sur un partenaire local majoritaire. **C'est un changement majeur dans la philosophie émirienne, petite fédération de royaumes dont l'équilibre politique doit intégrer la contrainte d'une population locale largement dépassée par celle des expatriés.**

**Comment concilier la stratégie de modernisation et l'équilibre démographique ?**

Et précisément, **un autre pan central de la politique d'ouverture concerne l'attractivité du pays pour les talents de la tech.** Bien sûr, il y a longtemps que le modèle de croissance du pays a fait appel à une main-d'œuvre étrangère abondante. Mais cela s'est organisé autour de la *kafala*, un système de tutelle par lequel les travailleurs étrangers ne sont autorisés sur le territoire que par l'accord d'un sponsor local, et pour une durée déterminée et limitée. **Ce système est un pilier du contrat social de la pétromonarchie**, qui permet de garantir une différence de statut à une population locale minoritaire.

**Mais pour attirer les talents, les autorités ont élargi les conditions de visa à travers des réformes qui sont de loin les plus ambitieuses en la matière depuis des décennies.** Elles visent à offrir à une population ciblée (investisseurs, main-d'œuvre qualifiée, entrepreneurs) des visas de long-terme et sans conditions de parrainage. Les effets se sont rapidement fait sentir car la population a augmenté de 13% entre 2019 et 2023 (1,2 million d'habitants supplémentaires). C'est d'ailleurs un des ressorts principaux de la croissance non-pétrolière, selon le dernier rapport de notation de Fitch. Mais ce raisonnement rationnel en termes macroéconomiques oublie peut-être de considérer les risques que représente le délitement d'un pilier du contrat social. Ce qui est en jeu ici c'est aussi la question de la transformation de la rente (pétrolière en rente technologique) à moyen-terme et de la maîtrise de la propriété de celle-ci au cours du processus.

**☑ Notre opinion** – Les Émirats sont entrés dans une nouvelle phase de leur stratégie de diversification, centrée sur une montée en gamme technologique accélérée. Cette phase diffère des précédentes (plus fondées sur le commerce, le tourisme, la finance ou l'immobilier...) car elle repose sur la constitution, en interne, d'un écosystème de compétences et de connaissances élargies. Cette fois, la construction (locale) ou la maîtrise (à l'étranger) d'un réseau d'infrastructures (portuaires, numériques...) ne suffira pas.

<sup>5</sup> « United Arab Emirates, Selected Issues », FMI, juin 2023  
<sup>6</sup> Voir note 2.

<sup>7</sup> Le score pour les Émirats est un calcul de proxy de l'indice de l'OCDE, fait par le FMI.



Les autorités ont donc fait le choix de l'ouverture du pays aux étrangers, qu'il faut attirer, dans un contexte de compétition régionale qui s'intensifie, alors que tous les pays du golfe cherchent à se diversifier. Cela demande un certain nombre de concessions sur les statuts que les Émirats offrent aux investisseurs et travailleurs étrangers. C'est donc une remise en cause plus fondamentale du modèle économique du pays, mais aussi institutionnel, voire politique. En effet, il faudra veiller à conserver l'équilibre entre une démographie locale déclinante et l'afflux d'expatriés à venir.

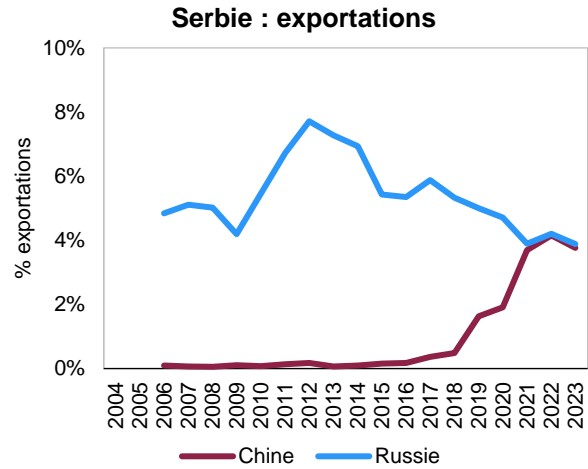
Par ailleurs, l'actualité récente indique que les défis ne seront pas seulement internes. Car miser sur la mondialisation libérale à contre-courant d'une montée du protectionnisme dans les pays avancés, pose aussi des difficultés. Les inquiétudes des États-Unis autour de l'investissement annoncé de Microsoft dans l'entreprise émirienne d'intelligence artificielle G42 – symbole de la nouvelle stratégie locale – en sont une parfaite illustration.

Le multilatéralisme pragmatique des Émirats, qui multiplie les alliances avec des acteurs divers, pose la question de la maîtrise des transferts de données et de technologies avancées, dans un contexte géopolitique mondial durablement tendu.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

**Serbie : que nous révèle l'analyse des flux commerciaux et d'investissement de l'alignement du pays ?**

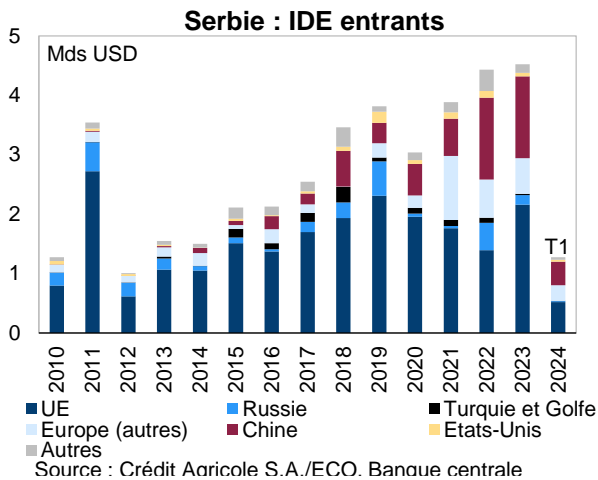
Depuis l'invasion russe de l'Ukraine, l'alignement géopolitique de la Serbie avec l'Europe fait l'objet de beaucoup d'attention. Le cas serbe se prête en effet à de longs débats sur son alignement entre Est et Ouest, et sur la façon dont il a évolué ces dernières années. Non seulement à cause des relations culturelles historiques avec la Russie, mais aussi à cause d'un resserrement des liens plus récent avec la Chine, accéléré par la diplomatie sanitaire de Pékin pendant le Covid. Le renouveau du dialogue autour de l'adhésion des pays des Balkans à l'Union européenne n'apporte que peu d'éclairages sur le sujet, tant la question de la sincérité des deux parties à aller jusqu'au bout du processus se pose pour la Serbie de A. Vucic. Alors, plutôt que de se pencher sur des éléments diplomatiques, il s'agira ici de poser une partie du profil géo-économique du pays en observant l'évolution récente des flux commerciaux et d'investissements. Ces éléments nous informeront sur la façon dont l'économie pourrait orienter les futurs choix d'alignement (et de désalignement) de Belgrade.



Source : Crédit Agricole S.A./ECO, Trademap

**Ces investissements chinois se concentrent dans les énergies renouvelables (solaire et éolien), l'automobile et dans le secteur minier.**

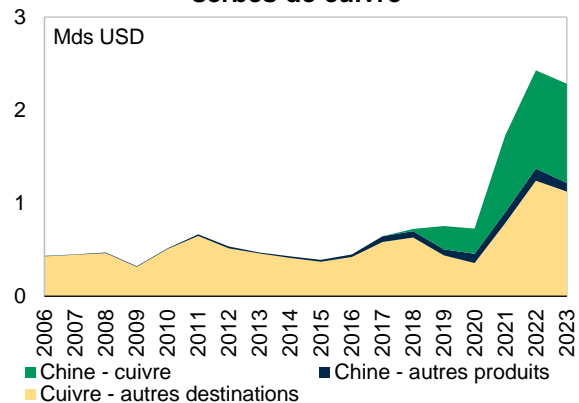
La prise de participation dans la mine de cuivre de Bor par la société chinoise *Zijin Mining* est particulièrement structurante pour les échanges entre les deux pays. L'investissement de 1,26 Mds USD annoncé en 2018 a fait décoller les exportations serbes vers la Chine. L'importance de cette implantation chinoise devrait augmenter après l'annonce en janvier 2024 d'un nouvel investissement de 2,2 Mds USD. Il doit permettre d'alimenter la mine de Bor en énergie grâce à l'implantation de capacités solaires, éoliennes et de production d'hydrogène.



Source : Crédit Agricole S.A./ECO, Banque centrale

Depuis 2018, les IDE chinois à destination de la Serbie ont régulièrement augmenté, tandis que les IDE en provenance de l'Union européenne sont plutôt en baisse sur la période. Par conséquent, depuis le Covid (2020 – T1 2024), les IDE chinois représentent 25% des IDE entrants contre 11% avant (2016 – 2019). Ceux venant de l'UE sont passés de 61% à seulement 45% (bien qu'ils soient plus stables – de 66% à 62% – en incluant les autres pays européens hors Russie et Turquie). En termes de flux globaux, la photographie de la Serbie est donc bien celle d'un pays dont l'alignement géo-économique devient de plus en plus ambigu.

**La Chine dans les exportations serbes de cuivre**



Source : Crédit Agricole S.A./ECO, Trademap

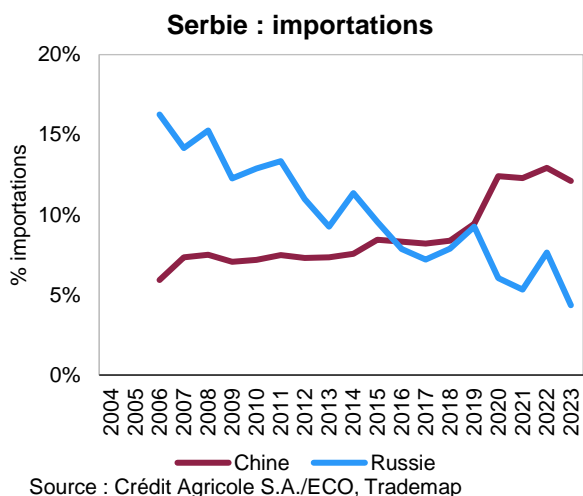
**La présence chinoise dans le secteur minier est également un outil dans la relation avec les européens.** En effet, la mine de Jadar, qui doit devenir la plus grande mine de lithium en Europe<sup>8</sup>,

<sup>8</sup> À terme, la mine représenterait 4% du PIB Serbe (chiffre de 2023) et produirait suffisamment de lithium pour 1 million de véhicules électriques, soit 17% de la demande européenne.

L'investissement pour ouvrir la mine était initialement annoncé à 2,4 Mds USD.

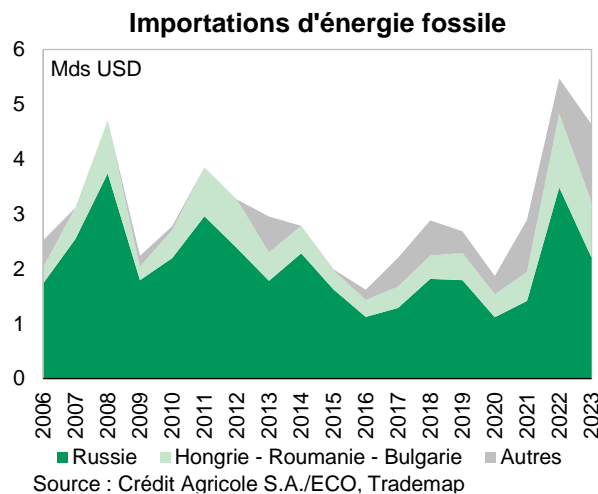
aurait pu être exploitée par la Chine. Si c'est finalement l'entreprise anglo-australienne *Rio Tinto* qui doit en assurer l'exploitation, la Serbie devrait tout de même contribuer à l'intégration de la Chine aux chaînes de valeurs européennes dans l'électromobilité : l'entreprise chinoise de fabrication de pièces automobiles *Minth Holding Limited*, qui dispose déjà de deux usines en Serbie, avec une troisième spécialisée dans les composants de véhicules électriques déjà en construction, a annoncé en juillet 2024 un investissement de 870 M USD pour une usine supplémentaire dans le pays.

**Les constructeurs et équipementiers européens sont eux aussi intéressés par la Serbie :** *Stellantis* a inauguré en juillet 2024 la première ligne de production destinée à un modèle électrique du pays. De plus, la Serbie et l'UE ont signé en juillet 2024 un protocole d'accord pour un partenariat stratégique dans les matériaux critiques. *Mercedes Benz*, qui accompagnait le chancelier allemand Olaf Scholz en Serbie pour la signature de ce protocole, a laissé entendre lors de ce déplacement que la marque souhaiterait à terme ouvrir une usine de batteries à proximité de la mine de Jadar. Avec le soutien de la SFI, la société slovaque de batterie *InoBat* a quant à elle déjà prévu d'ouvrir sa première *gigafactory* en Serbie. La société, qui compte *Rio Tinto* parmi ses actionnaires, s'est justement associée à *Minth Holding Limited* pour en faire un fournisseur de sa future usine serbe.



**Si les IDE russes sont plus modestes et en recul, le pays continue de jouer un rôle central dans l'approvisionnement énergétique de la Serbie.** Pour commencer, le principal énergéticien serbe, *Naftna Industrija Srbije (NIS)*, est détenu en majorité par des capitaux russes. Par ailleurs, le pays importe la majorité de son énergie fossile depuis la Russie (57% sur les cinq dernières années). Depuis 2021, la Serbie est approvisionnée en gaz russe grâce au gazoduc *Turkstream* (via

l'extension *Balkan Stream* passant par la Bulgarie), tandis que le pétrole est acheminé par l'oléoduc *JANAF* via la Croatie.



**Face à l'évolution du contexte sécuritaire européen, la Serbie a malgré tout fourni des efforts en termes de diversification de son approvisionnement en gaz,** notamment par la signature d'un accord d'approvisionnement avec l'Azerbaïdjan en novembre 2023 (avec une possibilité d'augmenter les quantités après 2027). Malgré cela, **en 2022, la Serbie a fait le choix d'un accord gazier de 3 ans avec la Russie.** Celui-ci prendra fin en mars 2025. Les deux parties ont déjà formulé leur désir d'étendre ce contrat au-delà, voire d'augmenter les volumes, souhait exprimé par le vice-Premier ministre serbe. La Serbie chercherait également à faciliter son approvisionnement en pétrole russe : la construction d'un oléoduc reliant la Serbie et la Hongrie, et donc connectant la Serbie à l'oléoduc *Droujzba*, est à l'étude, pour une mise en service en 2027, malgré les sérieux doutes qui pèsent sur la pérennité de cette route. Selon les dires du ministre des Affaires étrangères hongrois au lendemain de la visite de Xi en Europe en juillet, la Chine pourrait participer au financement du projet estimé à 150 millions d'euros.

**La diversification énergétique de la Serbie est plutôt à attendre du côté des énergies décarbonées.** En effet, grâce à son important potentiel, la Serbie entend attirer des investisseurs dans les énergies vertes : l'objectif est de produire 40% d'électricité renouvelable d'ici 2040. Le pays doit également faire un choix dans le nucléaire : alors qu'il est en train de changer sa législation pour en permettre l'exploitation, Belgrade a mandaté EDF en septembre 2024 pour réaliser une étude de faisabilité dans le domaine. Le même mois, les États-Unis et la Serbie ont également signé un partenariat stratégique dans le domaine de l'énergie.

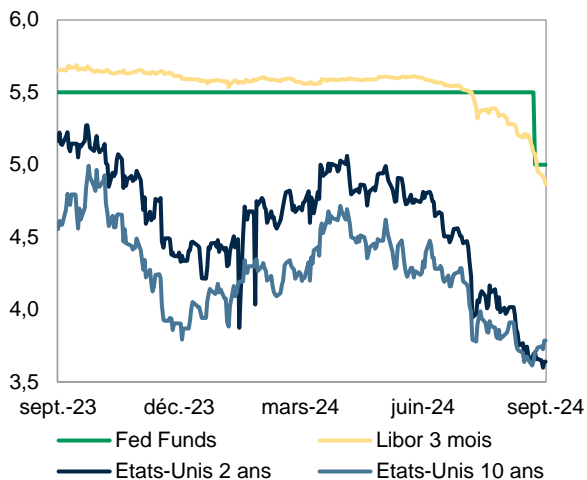
☑ **Notre opinion** – *La Serbie utilise son potentiel dans les énergies vertes, la richesse de son sol et le faible coût de sa main-d'œuvre, y compris relativement aux autres pays d'Europe centrale et orientale, pour attirer des investisseurs étrangers. À l'image de sa politique commerciale, clairement assumée comme opportuniste, la Serbie est ouverte aux capitaux chinois comme aux capitaux occidentaux. Regardés aujourd'hui, les flux entre la Serbie et la Chine révèlent un modèle simple, que la Chine a reproduit dans de nombreux pays, soit un investissement minier générant un flux d'exportations de matières premières vers la Chine. Néanmoins, dans le futur, la relation Serbie – Chine devrait gagner en sophistication, permettant à la Serbie de devenir une des portes d'entrée chinoises dans la filière européenne de l'électro-mobilité. Quant à la dépendance énergétique serbe vis-à-vis de la Russie, la situation est nuancée : la Serbie entend profiter autant qu'elle le peut des prix avantageux qu'elle peut obtenir de la Russie, mais prend soin de nouer de nouveaux partenariats. Surtout, c'est sa capacité à attirer des investisseurs étrangers pour devenir un centre de production d'électricité verte qui devrait aider la Serbie à acquérir son indépendance énergétique. Dans le nucléaire, le choix n'est pas encore fait et les partenaires potentiels sont nombreux. La décision sera certes structurante pour la Serbie, mais le message qu'envoie l'étude géoéconomique du pays est clairement celui du non-alignement. C'est un facteur de risque qu'il faut suivre, en particulier en cas d'augmentation des tensions entre l'Europe et la Chine.*



## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

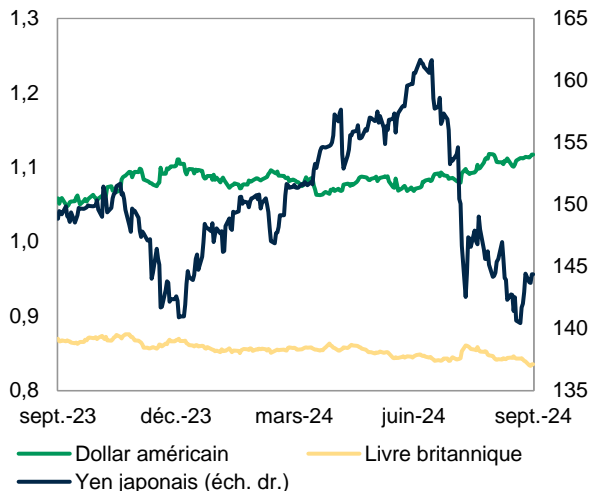
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

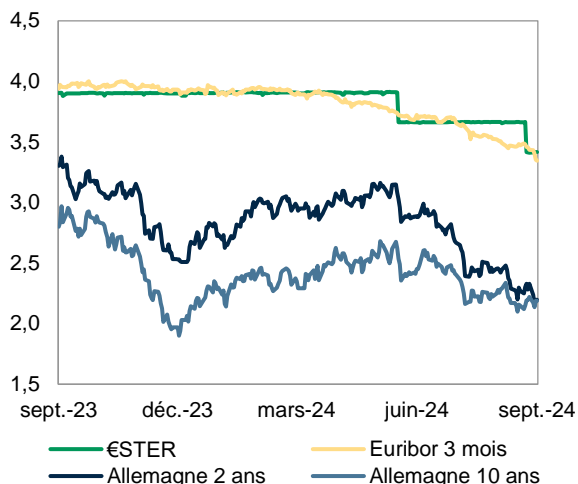
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

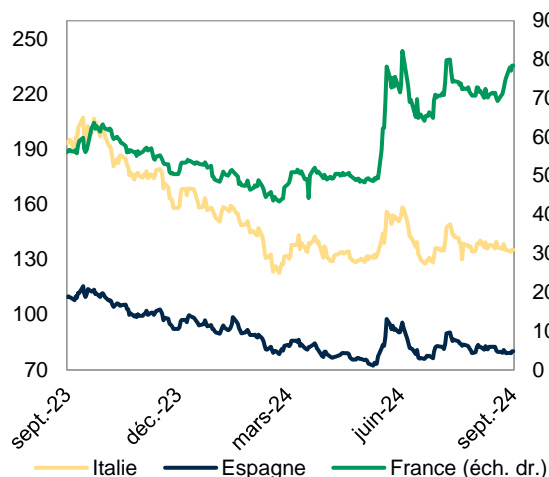
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

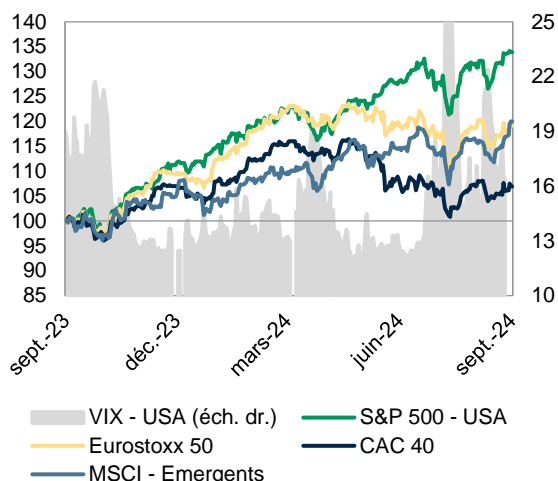
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

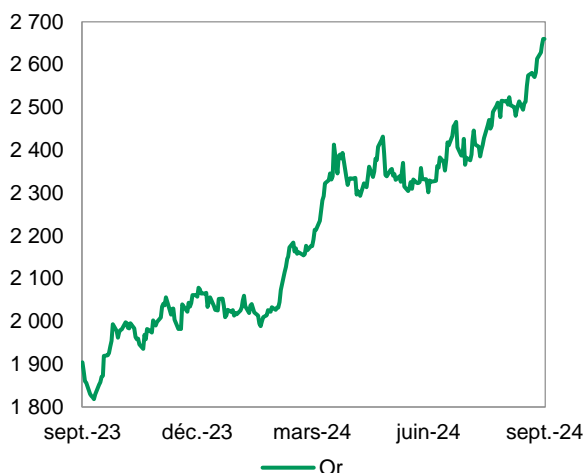
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

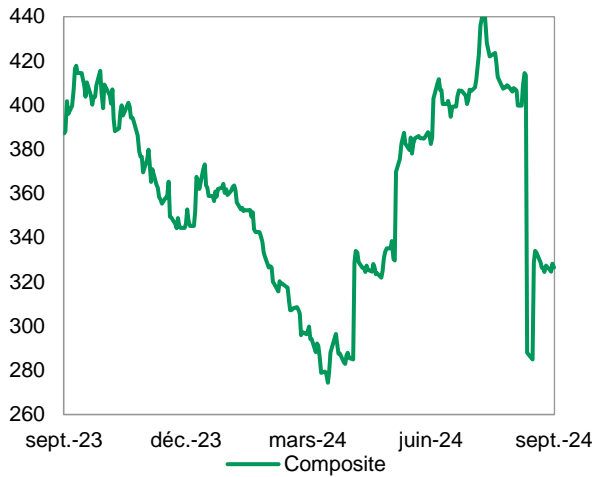
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

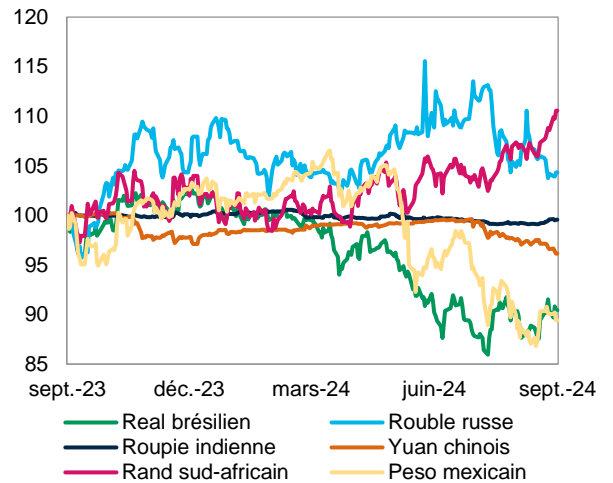
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

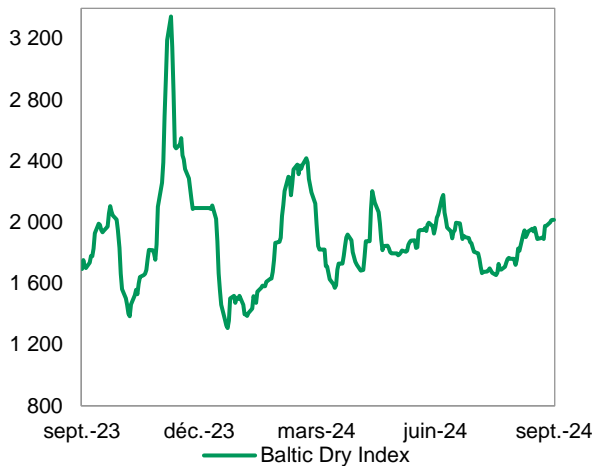
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

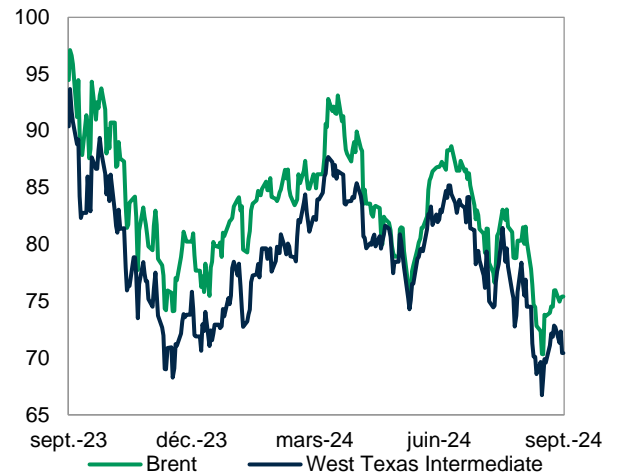
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

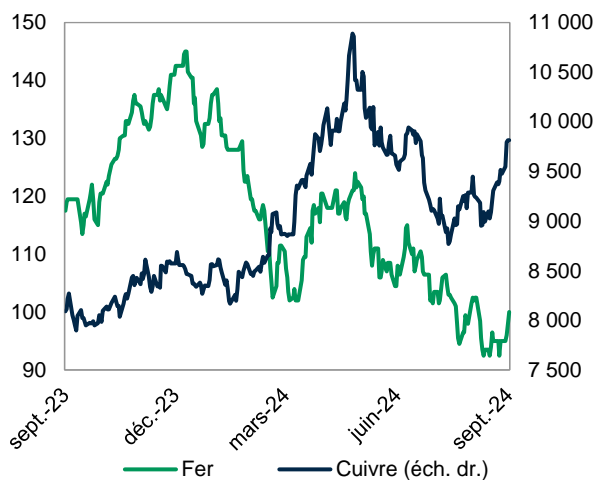
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

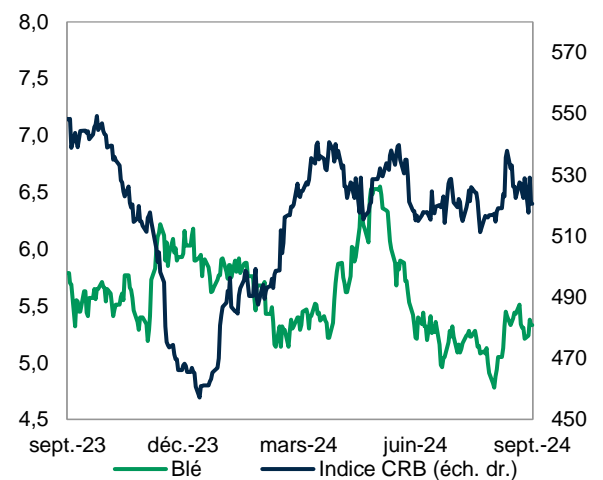
USD/tonne métrique



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 – Juin 2024

### Prolongement sans bouleversements

Date	Titre	Thème
26/09/2024	<u>L'Arabie saoudite a-t-elle les moyens de ses ambitions ?</u>	Arabie saoudite
26/09/2024	<u>Corée du Sud – Entre les États-Unis et la Chine, la Corée du Sud cherche la troisième voie commerciale</u>	Corée du Sud
24/09/2024	<u>France – Croissance en hausse en 2025-2026 selon la BdF...</u>	France
23/09/2024	<u>Royaume-Uni – La BoE privilégie une approche graduelle dans son processus d'assouplissement monétaire</u>	Royaume-Uni
20/09/2024	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
20/09/2024	<u>Turquie – La lutte contre l'inflation a-t-elle pris le pas sur la croissance ?</u>	Turquie
20/09/2024	<u>Immobilier commercial en France – Situation et perspectives : les valeurs d'actifs ont arrêté de baisser au T2 2024</u>	Immobilier commercial
19/09/2024	<u>Maroc – La croissance, au cœur des enjeux de réformes</u>	Maroc
19/09/2024	<u>Le protectionnisme à l'américaine</u>	USA/Chine

### Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la publication :** Isabelle JOB-BAZILLE

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

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

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

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

**Asie :** Sophie WIEVIORKA, Matteo GUERRAZ

**Amérique latine :** Catherine LEBOUGRE (coordination scénario)

**Afrique du Nord, Moyen-Orient :** Laure DE NERVO

**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.*