

# Perspectives

Hebdomadaire – N°25/344 – 12 décembre 2025

## MONDE – L'actualité de la semaine

- |  |   |
|--|---|
| ☞ La Fed, divisée, baisse ses taux et son discours est moins <i>hawkish</i> qu'anticipé .....          | 2 |
| ☞ France : enquête de conjoncture et défaillances d'entreprises, les bonnes nouvelles de la BdF .....  | 4 |
| ☞ Corée du Sud : un an après la crise politique, les marchés achètent les promesses de stabilité ..... | 6 |
| ☞ Sahel : le projet souverainiste se heurte à la question sécuritaire .....                            | 9 |

## 👉 La Fed, divisée, baisse ses taux et son discours est moins *hawkish* qu'anticipé

Cette semaine, les marchés se sont, naturellement, concentrés sur la réunion de politique monétaire de la Réserve fédérale du 10 décembre. En ligne avec les anticipations, la Fed a baissé la fourchette-cible de ses taux directeurs d'un quart de point à [3,5%, 3,75%]. Après cette troisième baisse consécutive, les taux des *fed funds* retrouvent leur niveau le plus bas depuis trois ans. Avec la détérioration du marché du travail, les risques baissiers pesant sur l'emploi l'ont emporté sur les risques de persistance de l'inflation. Les niveaux actuels de l'inflation sont « quelque peu élevés », mais le marché du travail est jugé « moins dynamique et quelque peu affaibli ». Si une grande part de cette détérioration reflète une baisse de la croissance de la population active, due à une immigration plus faible et à un taux de participation moindre, la Fed observe que « la demande de main-d'œuvre s'est également clairement affaiblie ». Le communiqué du FOMC note qu'il est « attentif aux risques pesant sur les deux aspects de son double mandat et estime que les risques baissiers pour l'emploi ont augmenté au cours des derniers mois. ».

La décision de décembre n'a pas été unanime : Stephen Miran, le conseiller économique de Donald Trump, a de nouveau voté pour une baisse de 50 points de base, tandis que les présidents régionaux de la Fed, Austan Goolsbee (Chicago) et Jeffrey Schmid (Kansas City) se sont prononcés en faveur du maintien des taux à leurs niveaux actuels. Lors de sa conférence de presse, le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, a qualifié la décision de baisse des taux de 25 points de base de « serrée » (« close call »), reflétant les divergences au sein du FOMC sur la pondération des risques entre emploi et inflation.

La tonalité du discours de J. Powell est globalement équilibrée. Il souligne que les tarifs douaniers constituent le principal facteur expliquant le dépassement de l'objectif d'inflation et que leur impact sur les prix sera temporaire. Parallèlement, il note que la dynamique de désinflation se maintient dans le secteur des services. Il décrit en outre les risques baissiers sur le marché du travail comme "significatifs". Tout cela plaide en faveur de l'assouplissement monétaire. Il maintient cependant une certaine prudence, soulignant à plusieurs reprises que la Fed restait en mode attentiste (« *wait and see* »), la conduite de la politique monétaire étant déterminée par l'évolution des indicateurs économiques. Une pause plus ou moins prolongée dans l'assouplissement monétaire est donc tout à fait probable, en ligne avec notre scénario. Enfin, selon J. Powell, le taux directeur se situe désormais dans la fourchette des estimations du taux neutre et n'est plus considéré comme « modérément restrictif ».

Le graphique à points (« dot plot ») n'a réservé aucune véritable surprise, avec des médianes inchangées, indiquant des baisses de taux en 2026 et en 2027. En revanche, il fait état d'une dispersion encore plus importante des opinions, rendant difficile tout consensus. Enfin, il suggère un taux « terminal » très légèrement supérieur à 3%. Les projections économiques actualisées recèlent plus de changements que prévu : la croissance a été revue à la hausse à +1,7% en 2025 et à 2,3% en 2026, tandis que la prévision d'inflation est légèrement abaissée (à 2,9% en 2025 et 2,4% 2026), de même que l'inflation sous-jacente (à 3,0% et 2,5%). Quant au taux de chômage prévu, il est stable à 4,5% en 2025 et baisse à 4,4% en 2026.

Enfin, la Fed a surpris les marchés en annonçant le début des achats de gestion des réserves (« *reserve management purchases* » ou RMP) pour un total de 40 milliards de dollars en bons du Trésor de maturité courte (*Treasury bills*) au cours des 30 prochains jours. L'annonce du RMP plus précoce et de montant plus important qu'anticipé conduit certains à y déceler un signe d'assouplissement monétaire. Or, selon la Fed, il s'agit d'un ajustement technique visant à maintenir un niveau de réserves abondantes mais n'ayant aucune implication sur l'orientation de la politique monétaire.

Du côté des données publiées au cours de la semaine aux États-Unis, l'enquête JOLTS des nouvelles offres d'emploi (*Job Openings and Labor Turnover Survey*) du *Bureau of Labor Statistics* pour les mois de septembre et d'octobre continue de décrire un marché du travail caractérisé par un niveau faible tant des licenciements que des embauches. Si les nouvelles offres d'emploi ont augmenté plus que prévu, le taux de démission a diminué (suggérant que les salariés ont moins confiance en leur capacité à retrouver un emploi en cas de départ de leur poste actuel) et le taux de licenciements s'est redressé tout en restant à des niveaux très bas. Les inscriptions hebdomadaires au chômage ont également envoyé des signaux mitigés : si les inscriptions initiales ont fortement augmenté, les inscriptions continues ont chuté. Enfin, le déficit commercial (biens et services) s'est replié plus fortement que prévu en septembre, à 52,8 milliards de dollars contre 59,3 milliards de dollars en août, la hausse des exportations (3% sur le mois) excédant celle des importations (0,6%).

Les marchés actions, globalement en retrait en début de semaine, dans l'attente de la décision de politique monétaire de la Fed, se sont repris, portés par cette nouvelle baisse de taux et la tonalité du discours de la Fed. L'indice S&P 500 termine en hausse de 0,4% sur la semaine : si la progression est limitée en raison des résultats décevants d'Oracle, elle porte l'indice à de nouveaux records

historiques, au-delà de 6 900 points. La courbe des taux des obligations souveraines américaines s'est très légèrement pentifiée (baisse des taux à 2 ans, hausse des taux à 10 ans). Pour le FOMC de janvier, les investisseurs estiment la stabilité des taux directeurs plus probable qu'une baisse (probabilité proche de 25%), mais anticipent un peu plus de deux baisses de taux pour l'ensemble

de l'année 2026. La tonalité plus accommodante qu'anticipé du FOMC et l'annonce du début des achats de gestion des réserves par la Fed se sont traduites par une dépréciation du dollar. L'euro s'apprécie de 0,7% contre dollar sur la semaine, à 1,17. Le cours de l'or progresse de 2,7% sur la semaine, à 4 332, s'approchant de son record atteint en octobre dernier.

## Zone euro

### 👉 France : enquête de conjoncture et défaillances d'entreprises, les bonnes nouvelles de la BdF

La Banque de France a publié mardi 9 décembre les résultats de son enquête mensuelle de conjoncture. Elle avait par ailleurs dévoilé vendredi 5 décembre le nombre de défaillances d'entreprises à fin octobre. Les nouvelles sont plutôt positives, puisque l'institution anticipe une nouvelle progression de l'activité au quatrième trimestre (+0,2%, après +0,5%), et que les défaillances d'entreprises sont en légère baisse par rapport à septembre, à un peu plus de 68 000 en cumul sur douze mois.

Dans son enquête mensuelle de conjoncture de début décembre, la Banque de France estime que l'activité a continué de progresser en novembre, avec, en particulier, une hausse plus importante dans l'industrie que ce qui était anticipé un mois plus tôt par les chefs d'entreprises. La progression de l'activité dans l'industrie a ainsi été supérieure à sa moyenne de long terme pour le sixième mois consécutif. Elle a notamment été tirée en novembre par l'accélération dans les produits informatiques, électroniques et optiques – grâce aux ventes aux secteurs de la défense, de l'aéronautique et du nucléaire –, mais aussi par un redémarrage dans l'agroalimentaire – ventes de boissons en prévision des fêtes de fin d'année, et produits laitiers d'hiver – et l'automobile – résorption des difficultés d'approvisionnement et réouverture des sites fermés en octobre. L'activité a, en revanche, déçu dans d'autres secteurs industriels, dont l'industrie pharmaceutique et l'habillement-textile-chaussures. Le taux d'utilisation des capacités de production a continué de se redresser, dans l'ensemble, à 76,7% en novembre (+0,4 point de pourcentage par rapport à octobre), même s'il reste sous sa moyenne de long terme (77,1%). Les stocks de produits finis ont, en outre, légèrement augmenté, à un niveau élevé, et les difficultés d'approvisionnement sont restées stables (avec 8% des entreprises les mentionnant). L'emploi industriel (en incluant l'intérim) aurait progressé sensiblement. Les carnets de commandes restent jugés dégarnis à fin novembre en moyenne dans l'industrie, du fait d'une concurrence étrangère exacerbée et de la morosité générale – avec des reports de commandes. L'aéronautique et les chantiers navals tirent toutefois leur épingle du jeu, avec des plans de charge conséquents, sur plusieurs mois, voire plusieurs années.

Dans les services marchands, l'activité a également progressé en novembre, un peu moins fortement qu'en octobre, comme l'avaient anticipé les chefs d'entreprises le mois dernier. Elle est restée bien orientée dans l'édition, certains services aux entreprises (services d'information, activités juridiques et comptables) et la

restauration, et s'est renforcée dans la location et la réparation automobile, un secteur qui bénéficie de l'allongement de la durée de vie des véhicules. À l'inverse, les activités de loisirs, de services à la personne et de l'hébergement se sont repliées, et la baisse s'est poursuivie dans la publicité pour le quatrième mois consécutif.

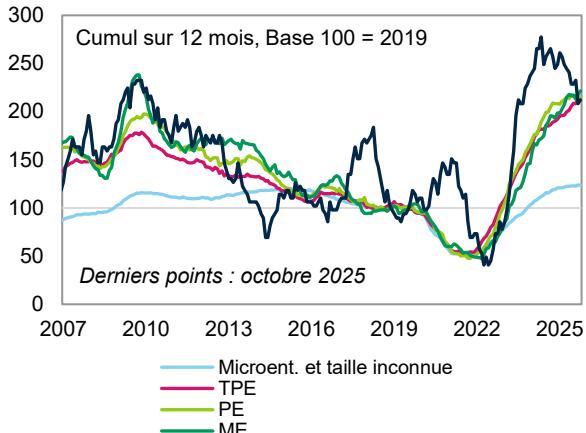
L'activité a continué de progresser en novembre dans le bâtiment, à un rythme supérieur à la moyenne de long terme. Les travaux de rénovation et d'isolation thermique ont, en effet, porté le second œuvre. La construction de bâtiments industriels – pour des clients en datacenters, énergie ou défense – et la reprise des ventes de maison individuelle ont, par ailleurs, soutenu le gros œuvre. Ce sous-secteur affiche maintenant des carnets de commandes un peu plus fournis, en raison notamment de commandes publiques de rénovation de bâtiments d'envergure.

L'indicateur d'incertitude est resté à un niveau élevé en novembre, sur fond de situation nationale dégradée (absence de visibilité sur le budget 2026 et climat économique morose), mais il s'est replié dans les trois grands secteurs d'activité. Les difficultés de recrutement ont diminué d'un point, à 16% pour l'ensemble des secteurs ; elles restent toutefois élevées dans le bâtiment (23%).

D'après les anticipations des chefs d'entreprises, l'activité progresserait de nouveau dans l'industrie en décembre, mais à un rythme plus modéré qu'en novembre, et elle évoluerait peu dans les services marchands (légère hausse) et le bâtiment (légère baisse). Sur la base des résultats de l'enquête, ainsi que des données disponibles à date, la Banque de France estime ainsi que l'activité progresserait au quatrième trimestre, malgré un ralentissement par rapport au trimestre précédent, qui avait été particulièrement porteur. La croissance du PIB s'élèverait ainsi à environ 0,2% (T/T) d'après l'institution, après +0,5% au troisième trimestre. Elle serait portée par l'industrie manufacturière et les services marchands, mais aussi l'énergie, avec toutefois un ralentissement dans ces trois branches d'activité.

Le nombre de défaillances d'entreprises à fin octobre confirme le mouvement de décélération constaté depuis le début de l'année, avec un léger recul par rapport au mois précédent, à 68 145 en cumul sur douze mois (après 68 335 en septembre). Le constat est partagé pour la plupart des secteurs d'activité et des catégories de petites et moyennes entreprises (PME). Sur un an, la hausse (cumul sur douze mois) s'établit ainsi à +4,4% (après +6,1% en septembre, et +15,7% en janvier 2025).

### Défaillances d'entreprises par taille



Sources : Banque de France, calculs Crédit Agricole S.A./ECO

**Notre opinion** – Nous maintenons notre prévision – réalisée après la publication des comptes nationaux trimestriels du troisième trimestre<sup>1</sup> – d'une croissance annuelle de 0,8% en 2025, avec une prévision prudente de +0,1% (T/T) au quatrième trimestre. Une progression plus forte, comme désormais anticipée par la Banque de France (+0,2% au T4), se traduirait – sauf en cas de révision à la baisse sur le passé – par une croissance annuelle un peu plus importante en 2025 (+0,9%), et un acquis de croissance plus élevé pour l'année 2026. La première estimation de la croissance du quatrième trimestre 2025 ne sera dévoilée par l'Insee que le 30 janvier 2026, mais la nouvelle année pourrait donc nous réserver de bonnes surprises.

Après la baisse (en cumul sur douze mois) du nombre de défaillances d'entreprises de taille intermédiaire et de grandes entreprises (ETI-GE), dont l'impact économique – notamment en termes d'emplois – est particulièrement important, il est rassurant (en tant que macroéconomiste, mais également en tant que banque) de constater une inflexion également pour les entreprises de plus petite taille.

<sup>1</sup> Voir notamment notre publication du 30 octobre : [France – Conjoncture – Flash PIB : la croissance déjoue les pronostics et augmente de nouveau au troisième trimestre \(+0,5%, après +0,3%\)](#)

## Pays émergents

### Asie

#### ☞ Corée du Sud : un an après la crise politique, les marchés achètent les promesses de stabilité

Le 3 décembre 2024, la Corée du Sud basculait dans la crise politique. Mis en difficulté au sein du Parlement où il n'avait plus la majorité, le président Yoon avait proclamé la loi martiale, justifiée selon lui par des ingérences nord-coréennes et chinoises.

La mobilisation immédiate et massive des députés de l'opposition et de la société civile avait alors permis de mettre fin à cette tentative de coup de force et d'entamer une procédure, qui s'était achevée par la destitution du président Yoon, puis par l'élection du *leader* de l'opposition Lee Jeae-myung en juin.

Dès son investiture, le président Lee s'est attelé à mettre en œuvre ses trois priorités : rétablir une certaine stabilité politique, en s'engageant dans une réforme institutionnelle, mettre en œuvre un agenda de réformes de la gouvernance des entreprises, afin de soutenir les marchés boursiers, et enfin sécuriser un accord commercial avec les États-Unis.

#### Les dessous d'une affaire d'État

Premier chantier, et non des moindres, celui de la stabilité politique.

La résolution de cette grave crise a certes été une victoire éclatante pour la jeune démocratie coréenne, servant d'exemple au monde entier, mais elle a également exacerbé de profondes fractures dans la société. Fractures de genre et de génération, les divisions se polarisent autour des discours populistes, alimentés notamment par le camp Yoon.

Traduit devant la justice, l'ancien président est maintenant poursuivi pour insurrection, espionnage, trahison et abus de pouvoir, et risque théoriquement la peine de mort. Parmi les éléments retenus contre lui figure l'envoi de drones vers la Corée du Nord dans le but de provoquer une riposte et de justifier la proclamation de la loi martiale.

Il reste toutefois soutenu par une partie de la population qui adhère à sa ligne de défense – selon lui, des ingérences étrangères (nord-coréennes et chinoises) lors des élections législatives de 2024 auraient permis la victoire des démocrates et conduit à un blocage du Parlement, notamment sur le vote du budget – malgré un comportement peu coopératif face à la justice (lors des premiers interrogatoires, il n'avait pas hésité à enlever sa tenue de prisonnier avant de s'allonger sur le sol en sous-vêtements).

Au-delà du ridicule de la situation, l'ensemble de cette séquence, de la loi martiale à la destitution, a achevé de convaincre l'opinion publique qu'une vaste réforme des institutions était nécessaire. Trois des quatre derniers présidents coréens ont en effet déjà été condamnés à l'issue de leur mandat pour des affaires de corruption.

Le président Lee s'est ainsi engagé à réformer la Constitution, afin notamment de mieux encadrer l'utilisation de la loi martiale, et a également entamé une refonte du parquet général. Cette institution très puissante a en effet l'habitude de mener des enquêtes dirigées contre l'opposition ou les anciens dirigeants, et est régulièrement accusée d'ingérences politiques. Ses pouvoirs vont donc être répartis entre les services de police pour les enquêtes, et le ministère de la Justice pour les mises en examen.

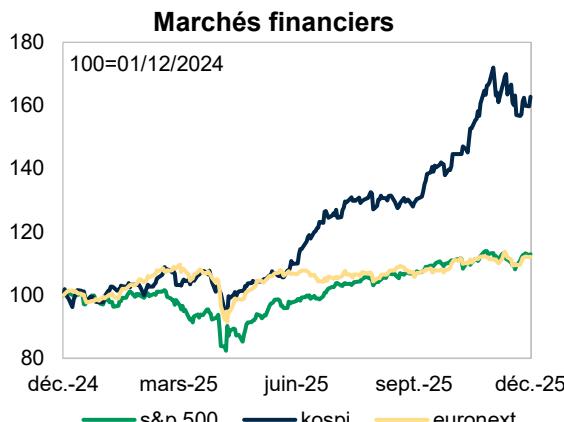
Réputé proche du parti conservateur (le président destitué Yoon avait lui-même été procureur), le parquet porte le poids d'un héritage controversé : collaboration présumée avec l'ennemi pendant l'occupation japonaise de la Seconde Guerre mondiale, puis utilisation massive comme instrument de contrôle et de répression sous la dictature, ce qui justifie aujourd'hui son affaiblissement au profit de la police. Sa perte de pouvoir ne mettra sûrement pas fin aux affaires qui entachent la vie politique coréenne (collusion avec le secteur privé, corruption, favoritisme), mais marque un premier pas nécessaire vers la régulation de la sphère politique.

#### Les marchés achètent les promesses du président Lee

La stabilité politique retrouvée est sans nul doute l'un des facteurs expliquant l'envolée des cours boursiers coréens. Durant la campagne des élections présidentielles, le candidat Lee s'était engagé à porter le Kospi – le principal indice boursier coréen – à 5 000 points, alors qu'il dépassait à peine les 2 500 points en avril dernier. Avec des cours de clôture autour des 4 000 points ces dernières semaines, l'objectif ne paraît plus si loin.

La Corée du Sud devrait finir l'année en affichant la meilleure performance boursière mondiale. Les valeurs sont portées par les entreprises du secteur des semi-conducteurs, notamment Samsung Electronics et SK, qui composent à elles seules 31% de la capitalisation boursière coréenne. Ces deux firmes sont extrêmement bien placées dans les chaînes de valeur des nouvelles technologies,

puisqu'elles fournissent les composants mémoires utilisés dans les puces Nvidia.

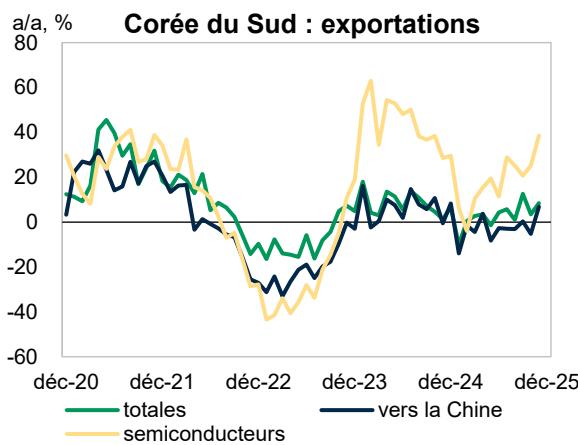


Sources : KOSPI, Crédit Agricole S.A./ECO

Alors que les flux demeuraient essentiellement domestiques, les capitaux étrangers commencent également à affluer en masse : les achats nets de titres coréens par des non-résidents s'élèvent à 11 milliards de dollars depuis début mai. Ces derniers parient maintenant sur une transition « à la japonaise », où un ensemble de réformes liées à la gouvernance des entreprises avait fait décoller les indices boursiers dans les années 1980.

La structure actionnariale des groupes coréens est encore largement dominée par quelques grandes familles. Or, le régime fiscal coréen encourage ces familles à modérer la hausse des prix des titres qu'elles détiennent, ce qui explique en partie que les actifs soient autant sous-valorisés, surtout quand on les compare aux entreprises de la tech américaine.

Parmi les premières réformes du gouvernement de Lee, figure donc une refonte des droits des actionnaires minoritaires, afin de rendre la gouvernance des grands conglomérats (chaebols) plus transparente. Les mesures visent ainsi à limiter le pouvoir des actionnaires de contrôle, et à élargir la responsabilité fiduciaire et la composition des conseils d'administration (plus grand pouvoir de représentation pour les actionnaires minoritaires).

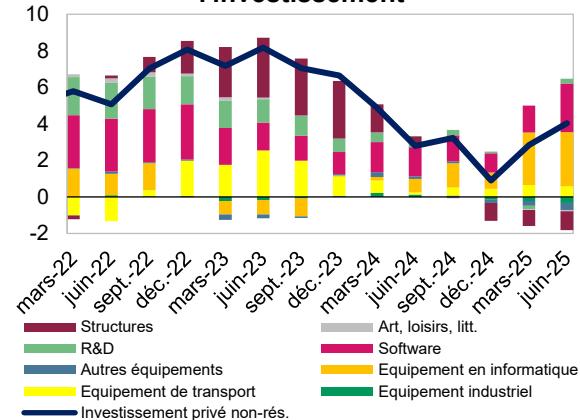


Sources : Kostat, Crédit Agricole S.A./ECO

Ces performances viennent récompenser les premières réformes du président Lee, mais aussi le positionnement industriel coréen, qui se maintient à la frontière technologique dans le secteur des semi-conducteurs.

Après un ralentissement en début d'année, lié aux incertitudes autour de la politique commerciale américaine et aux anticipations des importateurs, qui avaient accru leurs achats en prévision des annonces de Donald Trump, le cycle s'est de nouveau retourné. Les exportations de semi-conducteurs affichent une croissance à deux chiffres depuis mars 2025, portées notamment par l'investissement américain dans le *software*, qui bénéficie largement aux entreprises coréennes placées sur cette chaîne de valeur. Elles alimentent également un excédent commercial qui a atteint un niveau historique en dépassant les 80 milliards de dollars cumulés sur douze mois.

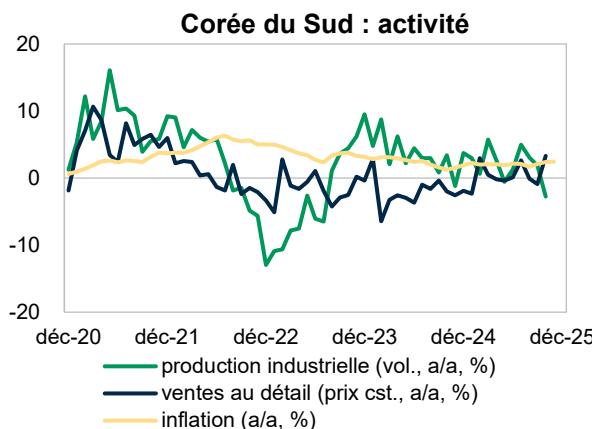
#### États-Unis: l'IA porte l'investissement



Sources : BEA, Crédit Agricole SA/ECO

À l'exception des exportations, les performances boursières se reflètent cependant encore timidement dans les autres indicateurs d'activité, notamment du côté de la demande. Les gains en termes de pouvoir d'achat et d'emplois restent faibles, les activités liées au secteur étant surtout intensives en capital. Un autre canal de transmission aurait pu être celui de l'effet de richesse, mais ce dernier est encore peu efficace en Corée du Sud où la détention d'actifs financiers par les ménages est limitée, l'essentiel de leur patrimoine (75%) étant placé dans le secteur immobilier.

Le risque, pour la Corée du Sud, est donc de s'enfermer dans un modèle à deux vitesses qui se concentre sur l'apport des chaebols les plus compétitifs (notamment Samsung et SK), et ce alors même que leur succès ne profite que moyennement au reste de l'économie, notamment en termes de marché du travail (les chaebols assurent environ 20% de l'emploi total en prenant en compte les emplois indirects) et de gains de pouvoir d'achat.



### Avec les États-Unis, un accord déséquilibré mais pas désastreux

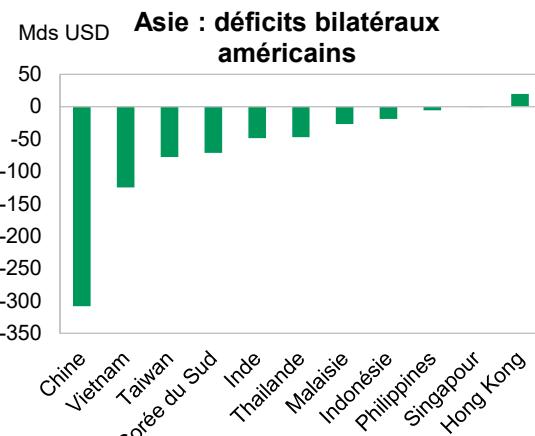
Troisième priorité du président Lee, sécuriser un accord commercial avec les États-Unis.

La Corée du Sud partait pourtant avec plusieurs handicaps pour mener à bien cette négociation. Paralysée par la crise politique au moment de l'annonce des tarifs, la procédure de destitution lancée contre Yoon, puis la période électorale, avaient créé un vide à la tête de l'État. Le président par intérim n'avait ni l'autorité, ni les pouvoirs nécessaires, pour mener des entretiens à haut niveau avec l'administration américaine et signer un accord.

Avec un excédent commercial bilatéral supérieur à 70 milliards de dollars, la Corée du Sud se savait de surcroît dans le viseur américain, Donald Trump ayant régulièrement cité le pays parmi ceux qui « profitait » le plus du marché américain.

Les enjeux pour la Corée étaient donc d'atterrir à un niveau de droit inférieur à celui du 2 avril (25%), et comparable à celui de ses principaux voisins et concurrents (Japon et Taïwan), ainsi que d'obtenir des exemptions sur certains produits-clés (automobiles, pharmaceutique et semi-conducteurs). Avec un taux « réciproque » de 15%, s'appliquant également sur le secteur automobile (contre 25% pour le reste du monde) et certaines exemptions (génériques, semi-conducteurs), la Corée du Sud obtient un accord qui reste

déséquilibré, mais en ligne avec ceux du Japon et de Taïwan. Elle réussit en outre à protéger son marché agricole en évitant de s'ouvrir au bœuf et au riz américains, un sujet politiquement très sensible.



Sources : US Customs, Crédit Agricole S.A./ECO

En échange, les engagements coréens sont multiples : levée de barrières non tarifaires, notamment dans le secteur automobile, où les modèles de voiture et pièces détachées américains bénéficieront d'une homologation directe et sans quota, intensification des importations de GNL (les États-Unis sont déjà le deuxième fournisseur de gaz de la Corée du Sud, mais loin derrière le Qatar). La Corée prévoit également des achats de matériel de défense américain de l'ordre de 25 milliards de dollars d'ici 2030, et une enveloppe de soutien totalisant environ 33 milliards de dollars pour les forces américaines en Corée, un point très souvent mis en avant par Donald Trump.

Le pays s'est aussi engagé à investir 350 milliards de dollars aux États-Unis (200 milliards en numéraire et 150 milliards en investissements) dans la coopération pour la construction navale, incluant la construction de sous-marins nucléaires. Cette coopération est cruciale, car les États-Unis ont besoin des compétences et des capacités de production coréennes pour relancer leur secteur de la construction navale, surtout s'ils souhaitent augmenter leurs exportations d'hydrocarbures, les chantiers coréens étant spécialisés dans la production de tankers.

**Notre opinion** – Six mois après son élection, le président Lee s'est donc déjà attelé à ses chantiers prioritaires, avec certains succès, et bénéficie pour l'instant de la confiance des marchés. Il hérite toutefois d'un pays fracturé avec des défis structurels énormes qui viennent questionner le modèle de développement coréen. Évolution de la gouvernance des entreprises pour sortir du capitalisme familial, répartition des gains de la croissance, dépendance au commerce extérieur, positionnement géopolitique entre la Chine et les États-Unis : tous ces sujets supposent des choix stratégiques clairs, alors même que l'opinion publique reste très clivée, notamment sur les relations internationales. Enfin, n'oublions pas que ces choix se posent alors que la Corée du Sud traverse une crise démographique aiguë, dont les racines sont profondes et multiples (place de la femme et des jeunes dans la société, accès au logement, au marché du travail et aux études supérieures). Alors que la population pourrait avoir diminué de moitié d'ici 2100, l'enjeu des autorités sera donc de réussir à composer avec cette nouvelle donne démographique, en tentant au mieux de l'infléchir, et au pire de s'y adapter.

## Afrique sub-saharienne

### ☞ Sahel : le projet souverainiste se heurte à la question sécuritaire

La tentative de blocus de carburant, exercée par le GSIM<sup>2</sup> sur Bamako et d'autres localités maliennes depuis septembre, est l'illustration la plus récente, et l'une des plus marquantes, de l'« économisation » des stratégies des groupes terroristes au Sahel, qui n'investissent plus exclusivement le champ militaire. Cette hybridation pose un risque au projet souverainiste des jupes, qui ont pris le pouvoir au Mali, au Burkina Faso et au Niger, et établi l'Alliance des États du Sahel (AES) en septembre 2023. En effet, c'est autour de l'idéologie prônant le rétablissement d'une souveraineté « perdue » de ces États que s'est construite la base de la légitimité de la prise de pouvoir de ces jupes.

Le concept de souveraineté, selon le juriste français Raymond Carré de Malberg<sup>3</sup>, peut s'appréhender sous deux angles complémentaires : la souveraineté externe et la souveraineté interne. Cette distinction est intéressante en ce qu'elle semble correspondre à la double ambition des jupes. D'abord, la souveraineté externe se définit par la notion d'indépendance de l'État, c'est-à-dire l'absence de soumission à une ou plusieurs entités extérieures. Cette conception trouve une forte résonance dans la rhétorique anti-occidentale, plus particulièrement anti-française des jupes, et dans un rejet plus général des organisations régionales et internationales – retrait de la Communauté économique des États de l'Afrique de l'Ouest (CEDEAO), du G5 Sahel, de la Cour pénale internationale (CPI), etc. Les jupes s'appuient, pour cela, sur des références panafricanistes<sup>4</sup>, qui renforcent la popularité de leur discours au Sahel et même au-delà. Elles tentent de trouver écho auprès des populations locales en mobilisant les frustrations et déceptions d'un ordre jusque-là jugé défavorable à la région, et semé d'ingérences étrangères.

Ensuite, la souveraineté interne, *summa potestas*, correspond cette fois à la capacité de l'État à exercer son autorité suprême sur son territoire et ses sujets. Dans le cas du Sahel, cette seconde conception s'exprime via une ambition d'ordre sécuritaire. Les jupes se sont présentées dès leur arrivée au pouvoir comme des remparts contre l'expansion des groupes terroristes qui gangrènent la région depuis de nombreuses années. Mais ici, la crédibilité et la popularité des jupes se sont fortement affaiblies, avec une dégradation encore plus marquée des

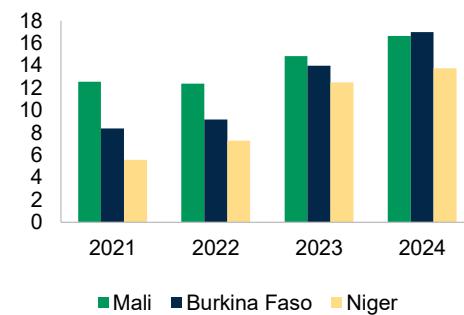
niveaux d'insécurité, et une capacité limitée des autorités à y faire face.

Alors, comment l'évolution de la stratégie des groupes extrémistes, qui intègre de plus en plus de considérations économiques, menace-t-elle le projet souverainiste des jupes, tant sur le plan externe qu'interne ? Comment cette évolution accentue-t-elle l'imbrication entre les deux dimensions de la souveraineté ?

### Les ressources minières, un levier souverainiste sous pression

Le contrôle des ressources minières est l'un des enjeux au cœur du projet souverainiste des jupes. Cette ambition revêt une dimension historique et symbolique forte, traduisant la volonté de rompre avec l'image d'un « pillage » des matières premières au profit d'acteurs étrangers. Mais, au-delà de l'aspect idéologique, les enjeux économiques sont importants. Les économies malienne, burkinabé et nigérienne sont caractérisées par des taux de pression fiscale faibles et peinent à mobiliser des revenus conséquents, dans un contexte où les nécessités de dépenses, notamment militaires, ne cessent d'augmenter.

Part du militaire dans les dépenses totales du gouvernement



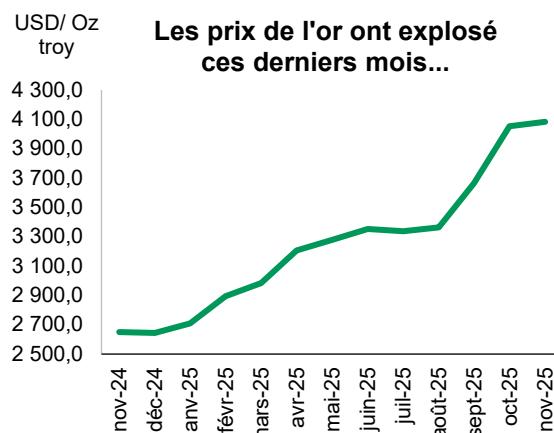
Sources : SIPRI, Crédit Agricole S.A./ECO

Par ailleurs, l'industrie minière joue un rôle crucial dans les recettes d'exportation et les finances publiques de la région. En particulier, depuis plusieurs mois, l'explosion du cours de l'or, qui représente près de 80% des exportations du Burkina Faso et du Mali, accroît l'importance stratégique du contrôle des recettes minières.

<sup>2</sup> Groupe de soutien à l'islam et aux musulmans, branche sahélienne d'Al-Qaïda

<sup>3</sup> Contribution à la théorie générale de l'État, Raymond Carré de Malberg, 1920

<sup>4</sup> Mouvement politique, culturel et idéologique qui prône l'unité, la solidarité et l'émancipation des peuples africains et de la diaspora africaine à travers le monde



Sources : *World Gold Council*, Crédit Agricole S.A./ECO

**Les autorités ont donc engagé des actions pour renforcer leur contrôle sur le secteur minier.** Parmi elles, la **révision des codes miniers** augmentant la participation de l'État dans les projets, qui passe de 15% contre 10% précédemment au Burkina Faso, et jusqu'à 30% contre une base de 10% précédemment au Mali. Également, un **durcissement de la fiscalité imposée aux entreprises étrangères**. Par exemple, *Barrick Gold*, un groupe industriel canadien qui exploite la plus grande mine d'or du Mali, aurait été contraint en octobre 2024 de verser 85 millions de dollars d'arriérés d'impôts à l'État. Pour finir, **dans certains cas, la nationalisation des sites**. L'un des exemples les plus marquants est la nationalisation par l'État nigérien de *Somaïr*, la filiale du groupe français *Orano*, spécialisée dans l'uranium. Niamey a récemment déclaré vouloir commercialiser son uranium sur le marché international.

Si ces décisions traduisent un raffermissement général de la posture des jupes vis-à-vis des entreprises étrangères, dans les faits, elles visent surtout les multinationales occidentales. La Chine a profité de ce recul pour renforcer sa présence dans le secteur minier sahélien. Car, en réalité, ces États restent dépendants de capitaux et de compétences étrangères pour assurer l'exploration, la production, et la maintenance des sites. **La stratégie des jupes apparaît ainsi moins comme une rupture totale que comme une tentative d'augmenter les recettes minières de l'État sans fragiliser trop brutalement un secteur vital de l'économie**, en privilégiant des partenaires jugés plus acceptables politiquement.

**L'activité croissante des groupes terroristes menace toutefois cette ambition.** Les attaques contre des sites et convois miniers perturbent la production, déjà affectée par les différends avec certaines multinationales. Au Burkina Faso, par exemple, plusieurs mines d'or industrielles ont été contraintes de fermer en raison de ce contexte général incertain ; **les prix élevés de l'or ont**

cependant permis de soutenir les revenus malgré la baisse de production. Il arrive également que les groupes terroristes prennent directement le contrôle de mines d'or artisanales, exploitées pour financer leurs opérations. D'autres stratégies de ces acteurs incluent la vente de services de protection ou l'imposition de taxes aux producteurs. De manière plus générale, le *modus operandi* des groupes terroristes (attaques de sites et convois, prises d'otages...) vise sur le plus long terme à **réduire l'attractivité de ces pays pour les investisseurs étrangers**. À cet égard, il n'est pas anodin que de nombreux **sites industriels chinois** aient été visés, principalement au Mali. L'objectif est clair : **décrédibiliser les nouveaux partenariats économiques privilégiés des jupes**, aux premiers desquels celui avec la Chine.

En définitive, en investissant le champ des ressources minières, les groupes terroristes s'en prennent à un pilier central de la **légitimation des jupes, tant d'un point de vue idéologique qu'économique**. L'incapacité à sécuriser les territoires et les infrastructures-clés, un élément constitutif de la souveraineté interne, met à mal l'ambition de renforcer la souveraineté externe de ces pays. Elle limite la capacité des États à tirer parti d'un meilleur contrôle des ressources et à pérenniser des partenariats censés promouvoir plus d'indépendance.

S'ajoute à ce tableau l'**importante contrainte de financement que représente le partenariat avec les paramilitaires d'Africa Corps (anciennement Wagner)**<sup>5</sup>. Les coûts exorbitants de ce soutien (estimés autour de onze millions d'euros par mois au Mali<sup>6</sup>) sont difficilement supportés par les seules caisses de l'État. Le groupe chercherait alors à obtenir une partie de sa rémunération via l'exploitation de mines d'or au Mali et au Burkina Faso. Si aucune source officielle ne permet à ce jour de confirmer l'obtention de concessions minières par le groupe, les allégations de paiement en nature, largement relayées par la presse, fragilisent le discours souverainiste des jupes. Ces dernières se verront abandonner une partie de leurs ressources, alors même que les résultats sur le terrain pour contrer la menace terroriste sont plus que décevants, et que les mercenaires russes sont accusés, aux côtés des jupes, d'exactions contre la population, **souvent au nom de la lutte contre le terrorisme**.

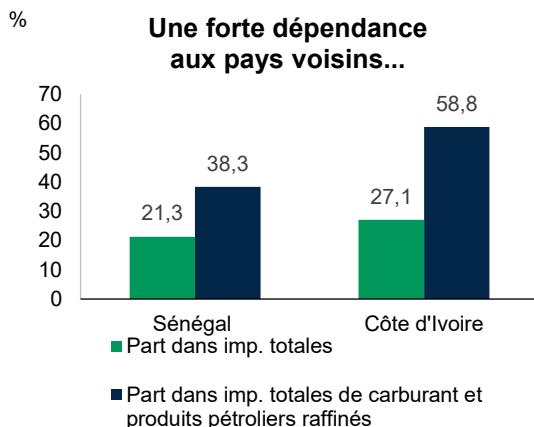
#### **Enclavement et vide étatique : des fragilités structurelles à exploiter**

Depuis plusieurs semaines, la stratégie du GSIM, qualifiée par de nombreux commentateurs de

<sup>5</sup> *Wagner's Business Model in Syria and Africa: Profit and Patronage*, RUSI, Février 2025

<sup>6</sup> *Mercenary Meltdown: The Wagner Group's Failure in Mali*, The Sentry, Août 2025

« djihad économique »<sup>7</sup>, consiste à asphyxier économiquement la capitale malienne, plus que de l'assiéger militairement. Ce mode opératoire n'est pas anodin. Il exploite l'une des fragilités structurelles des pays du Sahel, l'**enclavement**, en ciblant les camions-citernes transportant du carburant sur les quelques axes d'approvisionnement vitaux de Bamako, dans les régions de l'ouest du pays. Les corridors Dakar-Bamako et Abidjan-Bamako sont devenus en quelques semaines les cibles privilégiées des djihadistes, le Mali dépendant du Sénégal et de la Côte d'Ivoire pour la majorité de ses importations de carburant.



Sources : Trade Map, Crédit Agricole S.A./ECO

**Cibler les approvisionnements en carburant s'avère particulièrement stratégique, celui-ci étant un pilier essentiel de l'ensemble des activités économiques** (industrie, agriculture, mobilité, flux commerciaux, électricité, niveaux des prix...). À Bamako, les conséquences se font déjà ressentir : pénuries d'essence, flambée des prix, fermetures temporaires d'établissements scolaires, coupures d'électricité, perturbation du transport de marchandises, etc. **L'objectif principal semble être de déstabiliser le pouvoir en place en décrédibilisant les nouvelles autorités qui ont des difficultés à contenir l'activité des groupes terroristes. Ce stratagème met aussi en évidence certaines carences de l'État.** Par exemple, l'**absence de capacité de stockage de carburant**, entre autres à cause d'un déficit en infrastructures, rend l'approvisionnement au jour le jour particulièrement vulnérable à ce type de chocs.

**Une seconde fragilité exploitée par les groupes terroristes est le vide étatique, principalement dans les zones rurales.** La faiblesse chronique de présence étatique – administrative, militaire et socio-économique – favorise l'expansion des activités de ces groupes. Cela s'explique à la fois par l'immensité territoriale de ces pays et par des États fragilisés et fortement centralisés. **Sans exclure le maintien de l'utilisation de la**

coercition et de la violence, les groupes extrémistes investissent donc aussi le champ socio-économique (à des degrés divers néanmoins).

Par exemple, la collecte de la **zakat** (impôt islamique), prérogative étatique par excellence, est une pratique répandue. La rhétorique de redistribution des richesses et de promotion de justice sociale n'est cependant que partiellement crédible, puisque cette collecte constitue aussi et surtout l'un des moyens de financement des activités des groupes. Mais elle peut, par ailleurs, contribuer au versement de salaires, qui même maigres, constituent un levier efficace pour le recrutement de nouveaux membres, dans des zones où les perspectives économiques, notamment en termes d'emploi, restent limitées. Autre exemple, celui de la mise en place de systèmes de règlements des litiges fondés sur le droit islamique, exploitant notamment les griefs communautaires, socio-économiques et territoriaux.

**Ainsi, l'expansion du contrôle territorial par les groupes terroristes ne s'appuie plus seulement sur la violence et la coercition, mais aussi sur un cadre minimal de gouvernance auquel la population s'adapte pragmatiquement, dans un contexte d'absence d'alternative et de désenchantement vis-à-vis de l'État.**

*In fine*, la souveraineté interne des États, c'est-à-dire leur capacité exclusive à exercer leur autorité sur leur territoire et leur population, est mise à mal par des acteurs déployant des **stratégies hybrides, investissant notamment le champ de la fiscalité ou de la justice**.

#### Franc CFA: an elephant in the room ?

L'un des narratifs les plus disruptifs autour du projet souverainiste des jupes sahéliennes résiderait dans la volonté de **s'émanciper du Franc CFA, perçu comme un vestige colonial et symbole de dépendance monétaire**. Mais la création d'une monnaie propre à l'AES suppose un certain nombre de prérequis institutionnels et macroéconomiques et les défis sont nombreux. La crédibilité et la probabilité d'un tel scénario ne sont donc pas exclusivement tributaires de la question sécuritaire. Cette dernière y ajoute cependant son lot de difficultés.

D'abord, la concrétisation de ce projet exigerait la **constitution de solides réserves de change**. Cela serait nécessaire à la stabilisation de la nouvelle devise, alors que les pays de l'AES bénéficient actuellement des réserves mutualisées de la BCEAO<sup>8</sup> du fait de leur appartenance à l'UEMOA<sup>9</sup>. Les menaces posées aux revenus

<sup>7</sup> Offensive du JNIM : entre « jihad » économique et menace des intérêts étrangers, Timbuktu Institute, Novembre 2025

<sup>8</sup> Banque centrale des États d'Afrique de l'Ouest

<sup>9</sup> Union économique et monétaire ouest-africaine

miniers constituent donc, à ce titre, un premier obstacle sévère.

Par ailleurs, depuis les coups d'État et le changement de positionnement géopolitique au Sahel, l'accès aux aides internationales s'est restreint, augmentant la dépendance de ces pays vis-à-vis du marché régional. En effet, dans un contexte où l'accès au marché international demeure limité et où **les besoins de financement, notamment sécuritaires, sont élevés, la continuité de ces financements régionaux est essentielle**, rendant une potentielle sortie de l'UEMOA risquée.

L'insécurité constituerait également un facteur d'**affaiblissement de la crédibilité de la nouvelle monnaie**. Une confiance dégradée des

investisseurs et le risque d'un recours des agents économiques à des monnaies refuges, pourraient conduire à une dépréciation rapide de la nouvelle monnaie, alors même que la solidité des réserves de change ne serait pas garantie.

Pour finir, le manque de contrôle étatique sur l'intégralité du territoire pose un **défi à l'imposition d'une nouvelle monnaie**, avec le risque par exemple de voir émerger des marchés parallèles dans les zones sous contrôle des groupes terroristes. L'exercice effectif d'une souveraineté monétaire semble ainsi conditionné par la maîtrise complète du territoire et, donc, par une souveraineté territoriale intégrale.

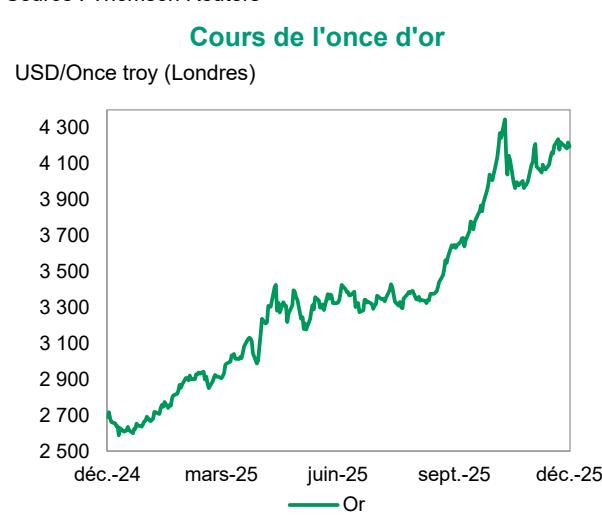
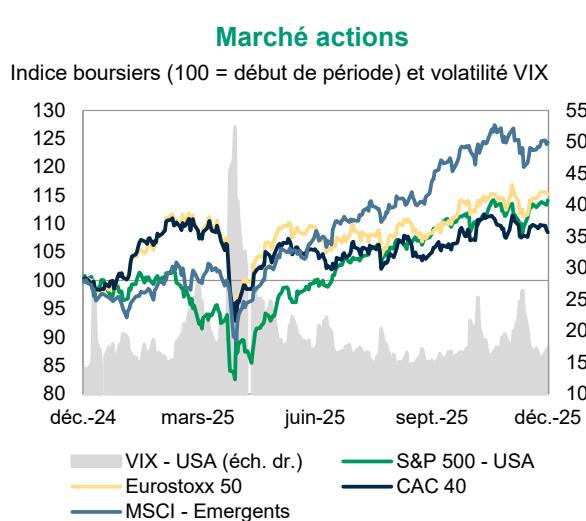
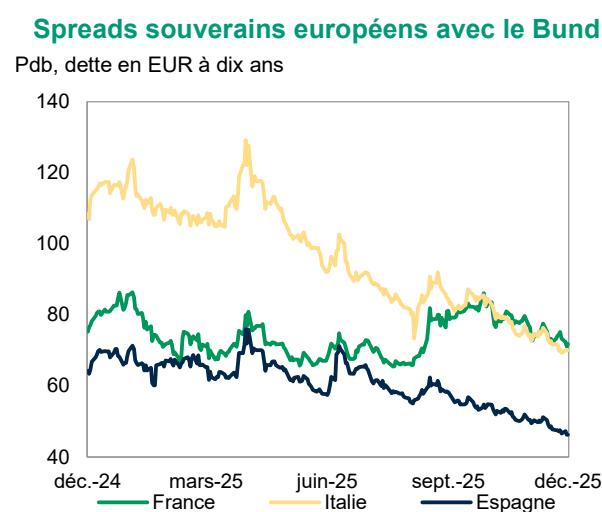
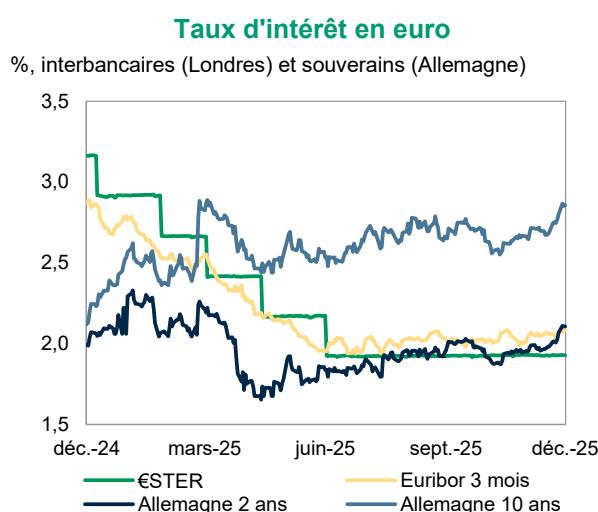
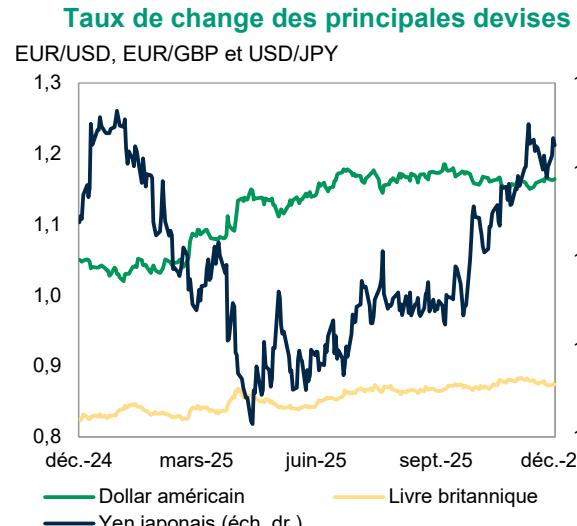
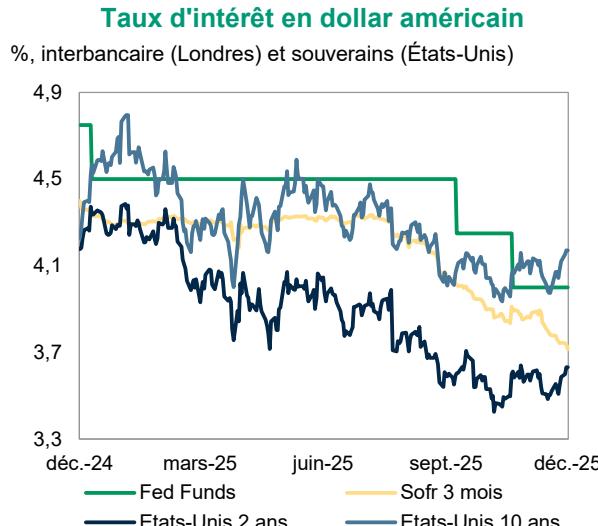
**Notre opinion – Le projet souverainiste des jupes sahéliennes est fragilisé, tant sur le plan externe qu'interne, par l'activité des groupes terroristes.** Ces derniers ont progressivement complexifié leur mode opératoire en investissant de plus en plus le champ économique : exploitation et ciblage des ressources naturelles, attaques des axes commerciaux ou encore reprise de fonctions régaliennes fondamentales dans les territoires laissés en périphérie par les jupes. Ces dynamiques affaiblissent la capacité des États de la région à contrôler leurs ressources et leur territoire, à maintenir l'attractivité vis-à-vis des nouveaux partenaires économiques, et à répondre aux besoins des populations.

Par ailleurs, si les jupes ont perdu en crédibilité sur le front sécuritaire, mais que leur rhétorique souverainiste reste attractive sur le plan externe, l'imbrication entre les deux fronts risque de se renforcer. En tentant de faire fuir les investisseurs étrangers ou d'empêcher l'État de renforcer son contrôle sur les ressources naturelles, c'est le projet d'émancipation économique qui est menacé. Par ailleurs, la mobilisation budgétaire et politique que nécessite la lutte contre le terrorisme complique la mise en œuvre d'initiatives structurantes à l'échelle régionale, comme la création d'une nouvelle monnaie, déjà confrontée à de multiples défis. Autre exemple marquant : les jupes, qui comptent sur les milices russes pour pallier l'échec de la coopération anti-terroriste avec les ex-alliés occidentaux, voient aujourd'hui ce partenariat fragilisé en raison des accusations d'exactions et d'exploitation des ressources, affaiblissant le prétendu gain d'autonomie sur la scène internationale.

Dans un contexte où le projet souverainiste peut difficilement exister sans véritable capacité à contenir le terrorisme, les enjeux économiques deviennent l'un des centres névralgiques de la confrontation des groupes terroristes aux jupes. Cela illustre de façon d'autant plus claire que la réponse à la question sécuritaire ne saurait être exclusivement militaire, et ne peut se passer de prendre en compte les failles profondes exploitées par les groupes terroristes, en particulier dans le champ de la gouvernance socio-économique et de l'intégration communautaire.

Ce constat révèle aussi les limites du projet souverainiste : il a certes offert aux jupes une rhétorique accessible et relativement attractive pour combler leur manque de légitimité politique, mais il peut être remis en cause avec la même facilité. En l'absence de nouveaux ressorts politiques, l'offre des jupes continuera d'entretenir les risques sécuritaires et l'instabilité politique.

## Tendances à suivre



### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

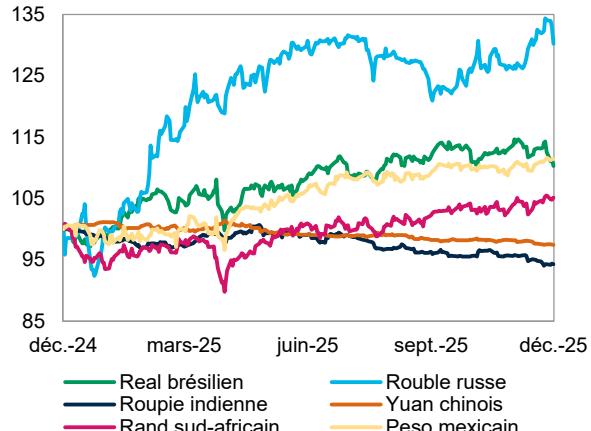
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

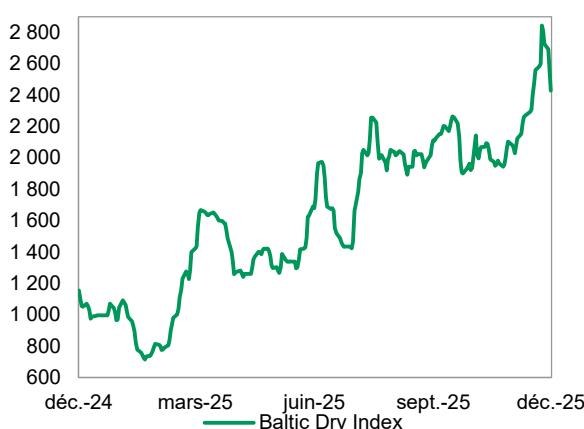
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

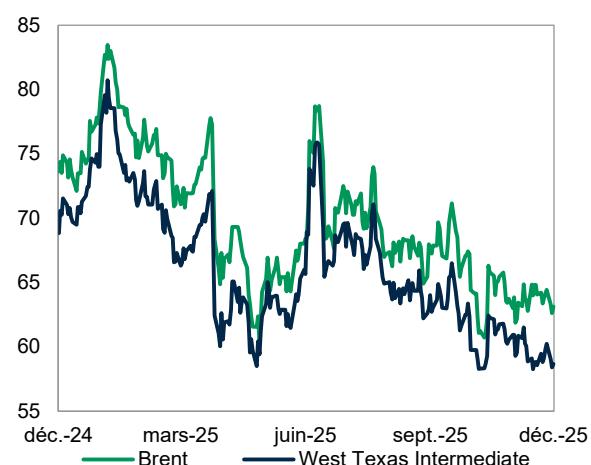
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

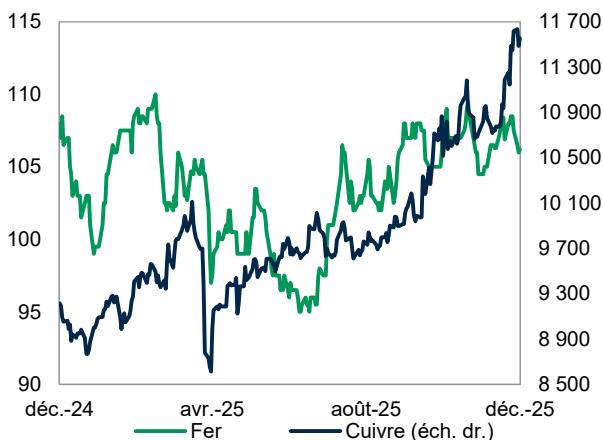
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

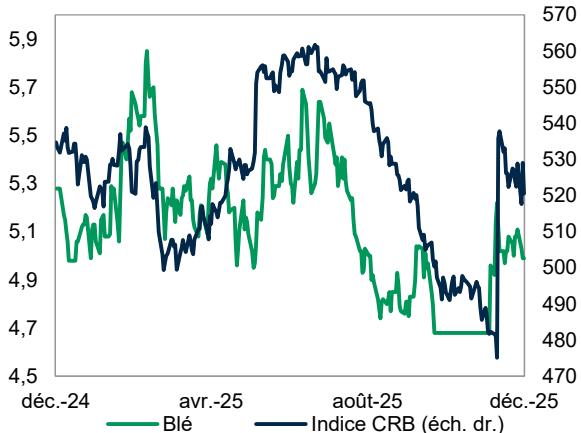
USD/tonne métrique



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 :

Date	Titre	Thème
08/12/2025	<a href="#">France – La production industrielle est restée élevée en octobre, en hausse notable sur un an</a>	France
05/12/2025	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
04/12/2025	<a href="#">New Delhi dans le brouillard</a>	Asie
03/12/2025	<a href="#">France – Immobilier résidentiel : mesurer le pouvoir d'achat immobilier des ménages</a>	France, immobilier
02/12/2025	<a href="#">France – Confirmation de la forte croissance de l'activité au troisième trimestre, l'emploi résiste</a>	France
01/12/2025	<a href="#">Royaume-Uni – Budget de l'automne 2025, la cigale ou la fourmi ?</a>	Royaume-Uni
28/11/2025	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
26/11/2025	<a href="#">Immobilier commercial en France – Situation et perspectives : taux de vacance toujours en hausse et stabilisation toujours fragile des valeurs véniales prime au T3 2025</a>	Immobilier, France
25/11/2025	<a href="#">France – Deux stratégies majeures des entreprises face aux vulnérabilités d'approvisionnement</a>	France
21/11/2025	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
19/11/2025	<a href="#">Royaume-Uni – Victime d'une cyber-attaque dans le secteur automobile, la croissance n'a été que de 0,1% au T3</a>	Royaume-Uni
17/11/2025	<a href="#">Zone euro – La production industrielle en hausse de 0,2% en septembre</a>	Zone euro
14/11/2025	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde



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

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

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

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

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

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

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

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

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

Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Nathan QUENTRIC

**Asie :** Sophie WIEVIORKA

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

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

**Documentation :** Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Datalab ECO

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Sophie GAUBERT

**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.