



Perspectives

Hebdomadaire – N°23/117 – 21 avril 2023

MONDE – L'actualité de la semaine

⇒ Une semaine sans enthousiasme sur les marchés	2
⇒ Zone euro : l'activité accélère en avril malgré la contraction dans l'industrie	3
⇒ Italie : le bon élève mais pauvre (une consolidation qui ne dit pas son nom).....	3
⇒ Portugal : résilience du PIB au T1 2023	4
⇒ Chine : les paradoxes de la reprise chinoise	6
⇒ Amérique latine – Un peu de prévision, un peu de prospective	8
⇒ Arabie saoudite : le Fonds souverain PIF abondé par l'État pour diversifier l'économie	10
⇒ Égypte : le FMI multiplie les appels aux réformes structurelles	10
⇒ Israël : les perturbations politiques internes commencent à affecter (un peu) l'économie	10
⇒ Europe centrale : l'indésirable blé	11
⇒ Maurice : une reprise dynamique de l'activité en 2022	13
⇒ Asie centrale : une zone stratégique pour la Chine	14
⇒ Asie : les entreprises peuvent-elles s'aligner sur les États ?	14
⇒ Brics : entre autonomie stratégique, multi-alignement, ou neutralité, l'ambiguïté de l'entre-deux	15
⇒ Chine et Inde : garder l'œil sur la ligne du Nord	15

Une semaine sans enthousiasme sur les marchés

La semaine a été peu fournie en données économiques de premier ordre et les marchés ont fait du sur-place des deux côtés de l'Atlantique. L'indice Eurostoxx 50 affiche une croissance nulle sur la semaine, tandis que le S&P 500 se replie de 0,1%. Le CAC 40 surperforme avec une progression de 0,5% sur la semaine, atteignant de nouveaux records historiques. Les taux des obligations d'État sont également relativement stables, de même que les primes de risque en Europe. Les courbes de taux restent inversées, avec le taux allemand à dix ans à 2,49% ce vendredi (+5 pdb sur la semaine) et son homologue américain à 3,56% (+5 pdb également), contre 2,92% et 4,18% pour les taux respectifs à deux ans (+6 et +8 pdb). La publication des résultats des entreprises pour le premier trimestre de l'année n'a pas suscité l'enthousiasme des investisseurs, même s'ils ont été jugés globalement meilleurs qu'au trimestre précédent à la fois aux États-Unis et en Europe.

Les anticipations de marchés pour les *Fed funds* ont peu évolué cette semaine, tablant sur une forte probabilité de hausse de taux en mai (de 25 pdb avec une probabilité de plus de 80%) suivie d'une autre hausse pour juin. Le taux moyen des *Fed funds* atteindrait donc 5,11%. Les marchés continuent d'anticiper des baisses de taux au cours de la seconde moitié de l'année (environ 50 pdb, contre 100 pdb immédiatement après la faillite de SVB), allant à l'encontre de la *forward guidance* de la Fed. Nous continuons d'anticiper un tour de vis supplémentaire de 25 points de base en mai avant que les taux ne restent inchangés pour le reste de l'année.

Même si l'économie a relativement bien résisté jusqu'à présent, les signes de ralentissement s'accumulent. Cette semaine, les enquêtes de climat des affaires en avril ont été mitigées : l'indice manufacturier de la Fed de New York a surpris à la hausse (rebond à 10,8 contre -24,6 en mars) mais l'enquête de la Fed de Philadelphie dans l'industrie a fortement chuté à -31,1 contre -23,2 le mois précédent. Les deux indices suggèrent un ISM manufacturier national proche de 46-47, en territoire de contraction de l'activité pour le sixième mois consécutif.

Le marché immobilier a été sévèrement touché par les hausses de taux agressives de la Fed, mais montre des signes de stabilisation depuis le début de l'année. Les données publiées cette semaine pour le mois de mars ont certes toutes reculé : mises en chantier (-0,8% sur le mois), permis de construire (-8,8%) et ventes dans l'ancien (-2,4%). Mais ces replis interviennent après des rebonds significatifs au mois de février.

Le *Beige Book* de la Fed publié le 19 avril tend à confirmer le ralentissement économique. Ce rapport détaillé, qui présente l'évolution de la situation économique dans 12 districts des *Fed* régionales, décrit une croissance économique nulle à légèrement négative, avec une désinflation en cours et un apaisement des tensions sur le marché du travail. Depuis la dernière publication du *Beige Book* le 8 mars, la consommation, l'activité manufacturière et le volume de transport et de fret ont été au mieux stables. L'offre et la demande de crédits (de la part des ménages mais aussi des entreprises) ont baissé. Sur le marché du travail, les entreprises interrogées ont signalé une résorption des tensions et un ralentissement des salaires, même s'ils restent à des niveaux élevés.

Au Royaume-Uni, la publication de données d'importance pour la *Bank of England* (inflation et conditions sur le marché du travail) n'a fait que renforcer la probabilité d'une hausse de taux supplémentaire au mois de mai. Les taux d'inflation totale et sous-jacente ont fortement surpris à la hausse ainsi que la croissance des salaires. La BoE, qui avait conditionné toute hausse de taux future à l'apparition de signaux de persistance des tensions inflationnistes, aura du mal à justifier un *statu quo* sur les taux lors de sa prochaine réunion, d'autant plus que les perspectives d'activité s'améliorent. Enfin, les PMI d'avril publiés ce matin se sont inscrits en hausse, en territoire d'expansion pour le troisième mois consécutif.

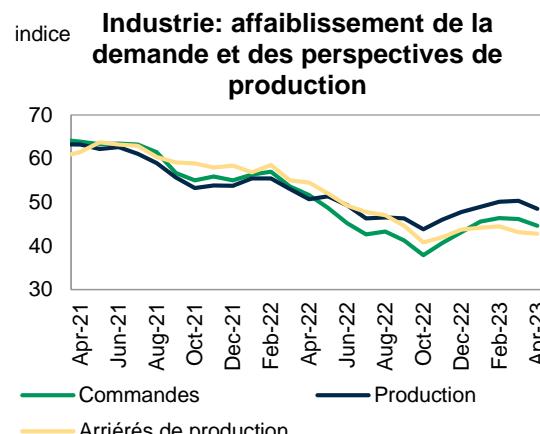
Zone euro

☞ Zone euro : l'activité accélère en avril malgré la contraction dans l'industrie

Le deuxième trimestre 2023 débute sur une nouvelle accélération de l'activité qui poursuit ainsi son expansion déjà en cours depuis quatre mois. L'indice PMI composite atteint 54,4 points après 53,7 points en mars. On observe néanmoins une divergence croissante entre les performances de l'industrie et celles des services ; l'écart entre les deux n'a jamais été si élevé depuis 2009. En effet, après deux mois de redressement modéré, l'enquête indique que la production s'est de nouveau contractée dans l'industrie (indice à 45,5 points après 47,3) tandis que l'expansion observée dans les services atteint son niveau le plus élevé depuis un an (indice à 55,7 points après 53,7).

Les perspectives d'activité dans l'industrie sont moroses : la contraction des commandes ayant été plus marquée que celle de la production, les entreprises satisfont les carnets déjà existants et réduisent leurs arriérés de production. Leurs besoins en termes de capacités (intrants et main-d'œuvre) seront donc réduits au cours des prochains mois. La baisse de leurs achats de biens intermédiaires et la moindre expansion de leurs stocks en témoignent aussi. Cet affaiblissement de la demande s'accompagne d'une baisse des délais de livraison et déplace le pouvoir de fixation des prix des fournisseurs vers les producteurs. Cela est déjà visible dans la baisse des prix des intrants manufacturiers qui est à l'œuvre depuis deux mois, mais qui ne s'est pas encore répercute sur les prix de vente ; ces derniers continuent d'augmenter bien qu'à un

rythme moindre. La prise de marges signalée au cours du quatrième trimestre par les comptes des entreprises industrielles se poursuit encore au début du deuxième trimestre.



Sources : S&P, PMI, Crédit Agricole S.A.

Dans les services, la plus forte demande continue d'augmenter les arriérés de production et augure d'une demande accrue de facteurs de production. Par conséquent, les prix des intrants continuent de progresser bien qu'à un rythme moindre alors que le ralentissement des prix de vente se renforce et signale une érosion accrue des marges. En dépit de cette baisse du pouvoir de fixation des prix des entreprises du secteur, l'inflation y reste historiquement élevée.

☞ Italie : le bon élève mais pauvre (une consolidation qui ne dit pas son nom)

Le gouvernement italien a publié la semaine dernière le document économique et financier (DEF) présenté dans le cadre du semestre européen, donnant ainsi plus d'éléments sur la trajectoire des finances publiques à l'horizon 2026. Très attendu par les observateurs, le DEF présente également les nouvelles prévisions établies par le ministère de l'Économie et des Finances, revues à la hausse par rapport à la mise à jour de septembre 2022. Ainsi, selon le DEF, la croissance devrait atteindre 1% en 2023 (contre une prévision de 0,6% en septembre 2022). La trajectoire de croissance a cependant été revue à la baisse pour les années suivantes, passant de 1,8% à 1,5% en 2024 et de 1,5% à 1,3% en 2025.

Le gouvernement confirme également ses prévisions de déficit public par rapport à la loi de finances de 2023, passant d'un déficit public de 8% en 2022 à 4,5% en 2023. Pour rappel, le déficit public pour 2022 était estimé à 5,7%. Cependant, une nouvelle règle de comptabilisation des crédits d'impôt introduite par Eurostat en début d'année impose aux autorités d'intégrer les montants alloués

au Super bonus et à l'Ecobonus au moment de leur réalisation, c'est-à-dire entre 2020 et 2022, soit 2,8 milliards d'euros en 2020, 37 milliards en 2021 et 50 milliards en 2022. Il en résulte un creusement du déficit public de 0,2 point de PIB en 2020, de 1,8 en 2021 (soit -9%) et de 3 points en 2022. Pour 2023, le besoin de financement de l'État est évalué à 4,4% du PIB, soit 0,1 point de moins que l'objectif fixé par la loi de finances grâce à des tirages moins importants sur les mesures de soutien budgétées pour le premier trimestre. La marge de manœuvre budgétaire de 3 milliards qui en découle sera allouée à la réduction des cotisations de Sécurité sociale à la charge des salariés à revenus faibles ou moyens. De même, le besoin de financement pour l'année 2024 est évalué à 3,5%, permettant une économie de 4 milliards par rapport à la trajectoire fixée en décembre (-3,7%). Elle sera également allouée à des mesures de soutien aux ménages. Cette impulsion budgétaire supplémentaire permet ainsi une révision à la hausse de la trajectoire de croissance des deux prochaines années par rapport au taux de croissance tendanciel (à politique

inchangée) initialement établi à 0,9% en 2023 et 1,4% en 2024. À noter que le rapport prévoit également une réduction progressive du besoin de financement pour les années suivantes, avec -3% en 2025 et -2,5% en 2026, soit en dessous de l'objectif de 3%.

La baisse du déficit public s'accompagnera d'une amélioration du solde primaire dès 2024, qui passera d'un déficit de -0,8% du PIB en 2023 (-3,6% du PIB en 2022) à un excédent de 0,3% en 2024, 1,2% en 2025 et 2% en 2026. La hausse des taux

d'intérêt devrait dans le même temps jouer défavorablement sur les dépenses d'intérêt à moyen terme. Ces dernières sont estimées par le MEF à 3,7% du PIB en 2023, mais devraient augmenter pour les trois années suivantes, avec 4,1% du PIB en 2024, 4,2% en 2025 et 4,5% en 2026. Le ratio dette/PIB devrait continuer de baisser, bien qu'à un rythme plus lent que celui observé au cours des deux dernières années (au total 10 points de PIB par rapport à 2020), et passer de 144,4% en 2022 à 140,4% en 2026.

☒ Notre opinion – *Un budget inspiré par la prudence et la fiabilité, tels sont les mots retenus par le ministre des Finances pour défendre son budget. Avec ce programme, l'Italie veut être un bon élève en matière de finances publiques. Publié un peu plus d'un mois après que la Commission européenne a donné les premières lignes directrices sur la révision de la gouvernance économique¹, le plan soumis par l'Italie prend déjà en compte certains objectifs préliminaires fixés le 8 mars, tels que le retour progressif vers un ratio de déficit public sur le PIB en dessous de 3%, une trajectoire de la dette à la baisse et un ajustement par les dépenses primaires nettes, qui devient l'indicateur opérationnel unique pour la surveillance budgétaire annuelle.*

Le retrait progressif des mesures de soutien dès le second semestre 2023 devrait faciliter la tâche du gouvernement, qui projette une baisse des dépenses primaires en pourcentage du PIB de 49,5% en 2023 à 45,1% en 2026, soit un niveau proche de celui de 2019. Le sérieux budgétaire équivaut cependant à des marges de manœuvre budgétaires très limitées, soit le prix à payer pour confirmer les objectifs de réduction du déficit public dans un contexte moins favorable de hausse des dépenses d'intérêts. Sur les deux prochaines années, les enveloppes budgétaires supplémentaires inscrites dans le DEF ne s'élèvent qu'à 7 milliards d'euros.

Malgré ces efforts, la baisse effective du ratio dette/PIB vers son niveau d'avant la crise prendra du temps. Après avoir perdu près de 10 points en deux ans, il ne convergerait vers son niveau d'avant la Covid-19 qu'en 2034, et cela en prenant en compte des ajustements budgétaires supplémentaires à partir de 2027². A court terme, les défis auxquels les finances publiques devront faire face sont encore nombreux, tels que les effets des crédits d'impôt liés au super bonus pris en compte dans le déficit public mais pas encore dans la dette, la possible matérialisation des garanties publiques allouées pendant la pandémie et un risque toujours présent de surenchérissement du coût de financement dans ce contexte de resserrement monétaire.

👉 Portugal : résilience du PIB au T1 2023

La bonne tenue des indicateurs d'activité indique que le Portugal échappera à une contraction de l'activité au T1. Il convient de noter en particulier la bonne performance des indicateurs de consommation, notamment les ventes de voitures et le trafic aérien, qui suggère que le tourisme reste un moteur important de l'activité. Les indicateurs de confiance montrent également une tendance positive dans tous les secteurs, à l'exception de la construction. Les signaux sont plus mitigés sur le marché du travail : le nombre de chômeurs a enregistré une baisse en février (-2,0% en glissement mensuel), pour la première fois en sept mois, et les offres d'emploi ont augmenté (+8,7% en glissement mensuel). En revanche, le taux de chômage a augmenté en janvier, pour le troisième mois consécutif, pour atteindre 7,1%, le taux le plus

élevé depuis janvier 2021. La croissance de l'emploi ne suffit donc plus à absorber la hausse de la population active.

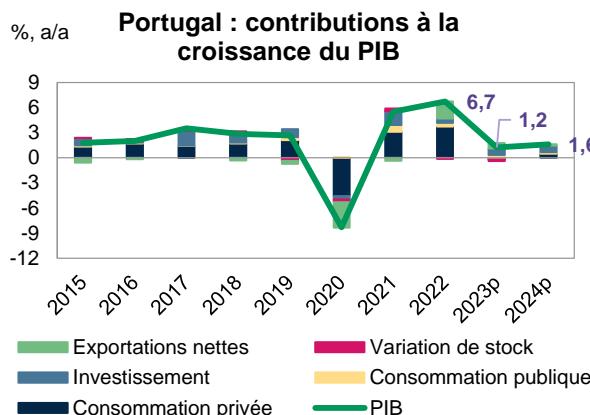
L'inflation globale se modère, mais l'inflation sous-jacente se maintient. Selon les données provisoires de mars, l'inflation a ralenti de 0,8 point pour atteindre 7,4%, grâce à l'effet de base dû à la comparaison avec la forte hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires en mars de l'année dernière. Cependant, l'inflation de base reste à des niveaux très élevés et n'a baissé que de 0,2% en mars pour atteindre 7%. Si les prix de l'énergie sur les marchés internationaux restent stables, un nouveau ralentissement de l'IPC global est attendu en avril, mois au cours duquel les effets de la mesure

¹UE – Application des règles budgétaires : un exercice d'équilibrisme de la Commission avec des conséquences immédiates, publié le 14 mars 2023

² Baisse du solde primaire structurel conformément à une trajectoire d'ajustement sur sept ans qui est globalement cohérente avec la proposition de révision des règles budgétaires actuellement en cours de discussion par la commission européenne.

de TVA zéro devraient également se faire sentir sur plusieurs produits du panier alimentaire.

Le compte courant redevient positif en 2023. La balance des transactions courantes a affiché un excédent de 268 Mn€ en janvier (contre un déficit de 380 Mn€ un an plus tôt), grâce à l'amélioration du solde des biens non énergétiques et surtout des services, principalement le tourisme.



Notre opinion –L'économie réelle n'est cependant pas immune des évolutions monétaires. Les perspectives sur le marché immobilier sont moins bonnes. Les prix de l'immobilier résidentiel ont augmenté de 12,6% en 2022. Toutefois, les dernières données indiquent un refroidissement du marché : l'indice des prix de l'immobilier au T4 2022 a enregistré un ralentissement (11,3% sur un an contre 13,1% précédemment) et les nouveaux prêts immobiliers en janvier ont chuté de 13% sur un an. Le déficit budgétaire a surpris positivement en 2022. Il s'établit à 0,4% du PIB (2,9% en 2021) ramenant le solde primaire en territoire positif (1,6% du PIB), grâce à une croissance des recettes nettement supérieure à celle des dépenses (10,2% contre 4,4%), portée par l'augmentation significative des recettes fiscales (16,6%) et des cotisations sociales (8,5%). Du côté des dépenses, les dépenses d'intérêt ont poursuivi leur tendance à la baisse (-9,4%) et se sont établies à 2,0% du PIB, le niveau le plus bas historique. Nous tablons sur une croissance du PIB de 1,2% en 2023 et 1,4% en 2024.

Pays émergents

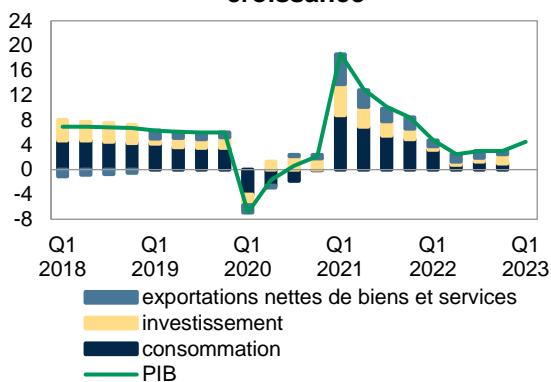
Asie

➡ Chine : les paradoxes de la reprise chinoise

La croissance chinoise a positivement surpris le consensus, en rebondissant à 4,5% en glissement annuel au premier trimestre. Elle doit encore se consolider pour atteindre la cible officielle (« autour de 5% »), mais devrait pour cela être aidée par des effets de base très favorables, notamment au deuxième trimestre. La croissance du T2 2022 avait été particulièrement faible (0,4%), en raison du poids du confinement de Shanghai.

La décomposition de la croissance par composantes n'est pas encore publiée, mais les indicateurs d'activité (production industrielle, investissement, ventes au détail, exportations) en donnent déjà un bon aperçu.

Chine : contributions à la croissance

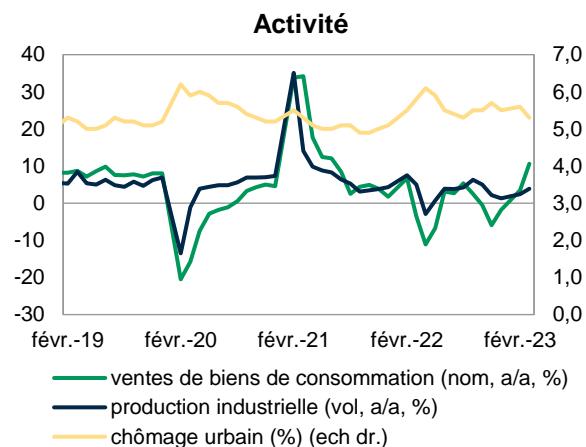


Sources : nationales, Crédit Agricole S.A/ECHO

Cet aperçu, c'est celui d'une reprise commençant enfin à être tirée par la consommation des ménages. Les ventes au détail ont ainsi affiché une belle progression en mars (+10,6% en glissement annuel), dépassant donc le rythme de la croissance de l'économie, ce qui ne s'était pas produit depuis mi-2021.

Au contraire, la production industrielle, qui avait largement été soutenue par la demande du secteur exportateur en 2021 et 2022, a déçu le consensus : +3,9% en mars en glissement annuel, contre une prévision de 4,4%. Pourtant, les exportations sont reparties à la hausse en mars (+14,8%), signalant une reprise de la demande mondiale, venue cette fois-ci plutôt des pays d'Asie, et notamment de l'Asean, ainsi que de la Russie, et portée par les ventes d'automobiles et d'acier.

Mais les indices PMI, indicateurs avancés de la production manufacturière, tendent effectivement à indiquer que les directeurs d'entreprises ne sont pas très optimistes sur leurs carnets de commande futurs : en mars, le PMI Caixin se situait ainsi à 50, à la limite entre zone d'expansion et de contraction de l'activité.



Source : NBS

Il ne s'agit pas du seul signal contradictoire que nous donne l'économie chinoise. Entre anciennes et nouvelles cicatrices, les chiffres révèlent des fractures sectorielles que le pays doit encore refermer.

La première, c'est ce problème persistant de chômage des jeunes. Ce dernier a une nouvelle fois accéléré en mars, passant de 18,1% à 19,6% chez les 16-24 ans, proche du record de juillet 2022 (19,9%). La déconnexion entre le marché du travail des jeunes et le reste de l'économie n'est pas rassurante, d'autant que le taux de chômage urbain pour l'ensemble de la population a lui reculé entre février et mars (de 5,6 à 5,3%). Même si ce dernier mesure mal les contours du chômage en Chine, puisqu'il ne prend pas en compte les travailleurs migrants, qui servent de variable d'ajustement mais représentent de 250 à 300 millions de travailleurs, il indique que les jeunes demeurent exclus de ce mouvement.

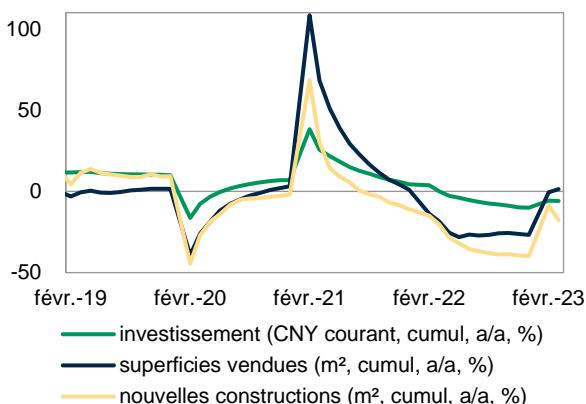
La création d'emplois est pourtant un objectif prioritaire, comme l'a répété l'ancien Premier ministre Li Keqiang lors de son dernier discours devant le Congrès. Si le redémarrage du secteur de la tech, dont le resserrement réglementaire semble maintenant être achevé, devrait aider à absorber une partie de la main-d'œuvre jeune et qualifiée, il faudrait aussi que le secteur des services, particulièrement touché par les restrictions Covid, récupère totalement. Les dépenses liées aux déplacements, à l'hôtellerie-restauration, aux loisirs, etc., ont augmenté mais demeurent toujours sous leur niveau de 2019. Or, ce secteur fournit des emplois peu qualifiés à bon nombre de jeunes Chinois.

Deuxième paradoxe de l'économie chinoise : l'investissement privé. Ce dernier est toujours plombé par les dérives du secteur immobilier. Les

superficies vendues sont de nouveau en territoire positif (+1,4% en mars en glissement annuel), en raison notamment d'effets de base plus favorables, mais les nouvelles constructions plongent toujours (-17,8% sur douze mois). Si le choc de confiance commence donc peut-être à légèrement se résorber du côté des ménages, avec une légère reprise des transactions, il ne l'est pas suffisamment pour permettre la mise en chantier de nouveaux projets.

L'investissement privé, pénalisé par la faiblesse du secteur immobilier mais aussi par des marges en baisse, n'a donc progressé que de 0,6% au premier trimestre.

Chine : immobilier résidentiel

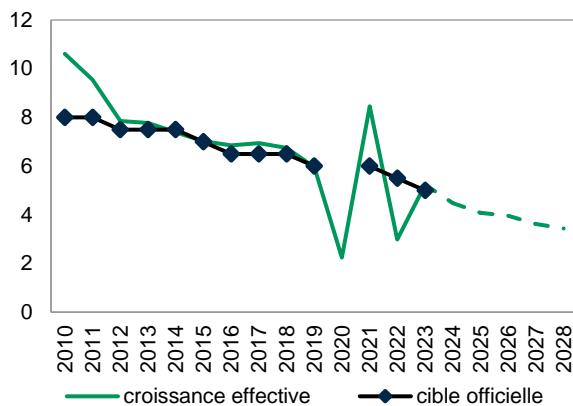


Sources : NBS, Crédit Agricole S.A/ECO

Ce paysage économique est finalement cohérent avec un indicateur : celui de l'inflation, toujours très faible (0,7% en mars en glissement annuel). Cette dernière signale que malgré la reprise, l'économie chinoise est encore loin, très loin de la surchauffe. Il faudra d'abord que la pression de la demande des ménages soit telle que les entreprises puissent augmenter leurs prix d'équilibre, et donc alimenter de nouveau l'inflation.

Enfin, la réaction des autorités semble toujours identique : assouplir la politique monétaire en baissant les taux de réserves obligatoires pour les banques, et les encourager à augmenter leur production du crédit. Pas de quoi régler la question du chômage des jeunes à court terme.

Chine : croissance et cible officielle



Sources : FMI, Crédit Agricole S.A/ECO

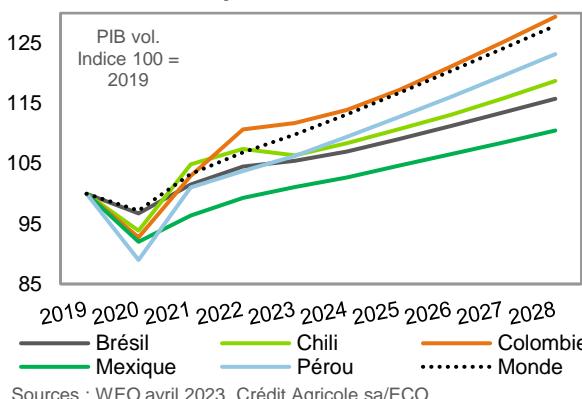
Notre opinion – Au-delà de 2023, c'est la croissance des prochaines années qui doit préoccuper la Chine. Le FMI anticipe ainsi une croissance sous les 4,5% en 2024, et sous les 3,5% en 2028. De nouveau, la question du ralentissement chinois (« hard » ou « soft » lending) se pose, d'autant que les trois années de Covid ont peut-être détourné l'attention des autorités des questions structurelles fondamentales que sont la démographie et le système de protection sociale, au cœur pourtant des modèles d'économies avancées que la Chine aspire à rejoindre avant 2049, année du centenaire de la proclamation de la République populaire.

Amérique latine

☞ Amérique latine – Un peu de prévision, un peu de prospective

À l'occasion de la publication du *World Economic Outlook* d'avril, le FMI livre un diagnostic désormais répandu : meilleure tenue qu'anticipé de la croissance en 2022, net ralentissement mais risque d'inflation sous-jacente résistante en 2023. Après s'être révélée encore soutenue en 2022 (3,7%), la croissance régionale³ moyenne ralentirait sensiblement en 2023 (1,7% puis 2,2% en 2024) tout en évitant une récession. Seul le Chili enregistrerait en 2023 une croissance négative (-1%) alors que le Pérou et le Mexique afficheraient des croissances plus soutenues (respectivement, 2,4% en 1,8%). Sur la totalité de la période (horizon 2028), le Mexique n'aurait néanmoins toujours pas comblé son retard, imputable à la lenteur de la sortie de crise post-pandémie. Malgré la baisse de l'inflation totale due surtout au repli des prix des matières premières, l'inflation sous-jacente resterait élevée. Une demande interne encore soutenue, des salaires en hausse et la diffusion à l'aval des pressions sur les prix en amont font, en effet, planer le risque d'une inflation régionale en repli (7,8% sur 12 mois en décembre 2022) mais encore trop élevée (5,4% fin 2023 puis 3,7% fin 2024). En 2023, seuls les taux d'inflation du Pérou (3%) et de la Colombie (8,4%) s'éloigneraient de la moyenne régionale. Enfin, afin de ramener l'inflation vers leurs objectifs respectifs à horizon de deux-trois ans, les banques centrales risquent de devoir conserver des taux d'intérêt directeurs élevés en 2023 et, probablement, en 2024.

Amérique latine - Croissance



Le FMI livre également une étude (déjà citée⁴) des conséquences potentielles de la fragmentation géo-économique⁵ sur les investissements directs

étrangers (IDE). Le ralentissement de la mondialisation n'est pas nouveau puisqu'il a débuté au lendemain de la grande crise financière avec un recul des IDE mondiaux passant de 3,3% du PIB dans les années 2000 à 1,3% entre 2018 et 2022. Dans le sillage du Brexit, des tensions commerciales sino-américaines, de la guerre en Ukraine, les entreprises (mais aussi les décideurs) envisagent désormais des stratégies de relocalisation des processus de production vers des pays dotés de « préférences politiques alignées » afin de diminuer la fragilité des chaînes d'approvisionnement aux tensions géopolitiques.

Pour évaluer la fragilité des pays hôtes de stocks d'IDE susceptibles d'être relocalisés, l'étude recourt à un indice multidimensionnel de vulnérabilité. Cette appréciation du risque combine elle-même trois critères : la distance géopolitique entre le pays source et le pays d'accueil, le pouvoir de marché dont est doté le pays d'accueil dans chaque industrie accueillant des IDE et la dimension stratégique du stock d'IDE⁶. Les critères géopolitiques et stratégiques de vulnérabilité sont non corrélés et capturent différents aspects de la vulnérabilité. Si la vulnérabilité géopolitique est concentrée sur les économies émergentes, de nombreuses grandes économies avancées (dont États-Unis, Allemagne, Corée) sont susceptibles d'être affectées au titre de la dimension stratégique. Au sein des pays doublement fragiles apparaissent certains grands marchés émergents (comme le Brésil, la Chine et l'Inde). La fragmentation des IDE est donc susceptible d'être un problème pour un grand nombre de pays.

Par ailleurs, bien que la mesure soit loin d'être parfaite (tous les types de flux y sont agrégés), les flux nets de capitaux à destination des pays émergents signalent déjà une désaffection : on est loin des entrées nettes massives du début des années 2010. Alors que la Chine continue d'être exportatrice nette de capitaux, la reprise des flux nets post-pandémie profite à l'Inde, à l'Europe émergente, à l'Amérique latine. Au sein de cette dernière, trois récipiendaires se distinguent favorablement : le Brésil, le Chili et la Colombie. Il faudra néanmoins « zoomer » sur la nature exacte des flux afin d'éviter de tirer des conclusions trop hâtives.

³ Amérique latine et Caraïbes hors Argentine et Venezuela.

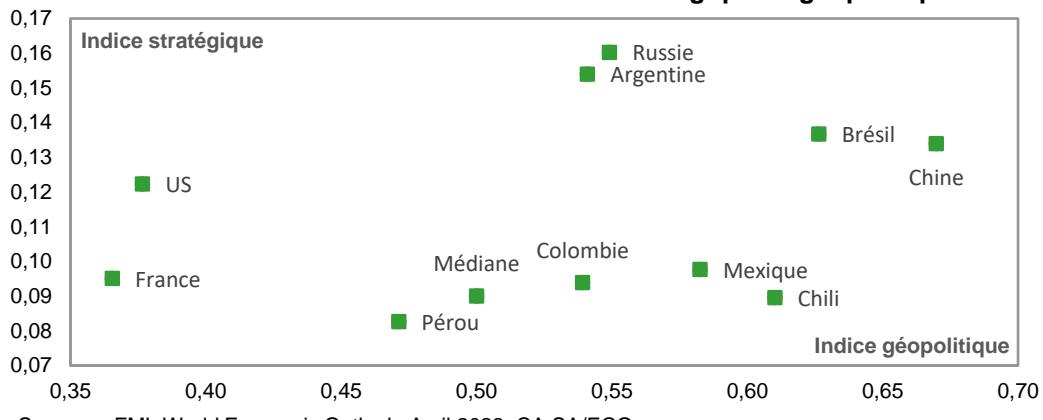
⁴ Hebdomadaire – N°23/101 – 7 avril 2023 (éditorial)

⁵ *World Economic Outlook*, "Geo-economic Fragmentation and Foreign Direct Investment", FMI, avril 2023.

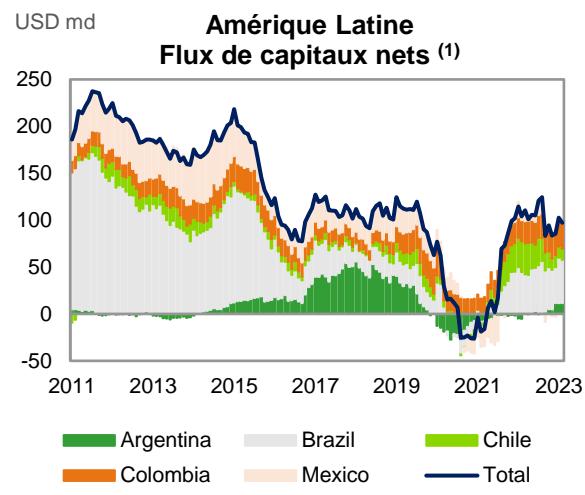
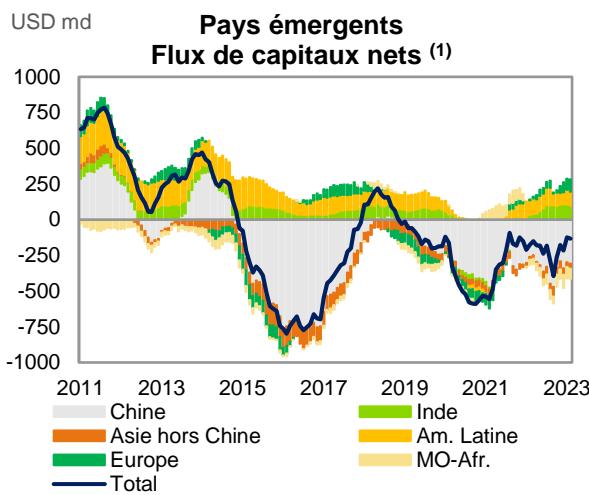
⁶ *Distance géopolitique* : les IDE sont principalement le fait des économies avancées alors que les économies émergentes en sont les récipiendaires. Par définition, les pays émergents sont géopolitiquement plus vulnérables que les économies avancées.

Pouvoir de marché : les pays disposant de parts de marché élevées dans le commerce d'un secteur donné sont censés être moins vulnérables car les investisseurs étrangers peuvent disposer de moins d'options pour relocaliser les investissements. Les gros exportateurs dans un secteur particulier (appartenant au « top 10 ») sont ainsi considérés moins vulnérables. *Dimension stratégique* : l'indice mesure la part des IDE accueillis par le pays hôte dans les secteurs stratégiques.

Vulnérabilités selon deux critères : stratégique et géopolitique



Sources : FMI, World Economic Outlook, Avril 2023, CA SA/ECO



(1) Entrées (+) ou sorties (-) nettes de capitaux = tous les types de flux financiers de la balance des paiements (résidents, non-résidents, portefeuille, investissements directs, dette, autres) ; cumul sur 12 mois.

Sources : IIF, Crédit Agricole SA/ECO

Moyen-Orient et Afrique du Nord

👉 Arabie saoudite : le Fonds souverain PIF abondé par l'État pour diversifier l'économie

L'État saoudien vient de transférer 4% du capital de la compagnie pétrolière nationale Aramco à Sanabil une filiale à 100% du Fonds souverain PIF (*Public Investment Fund*). Ce transfert de capital représente la somme colossale de 80 milliards d'USD. D'une pure holding publique regroupant les principales participations capitalistiques de l'État dans les différentes entités et entreprises publiques, le PIF se transforme peu à peu en un fonds d'investissements,

en Institut financier et en stratégique du développement public et, au final, en fer de lance de la diversification économique souhaitée par les dirigeants.

Fait inhabituel pour un fonds souverain, il emprunte désormais assez massivement sur les marchés pour financer, par son intermédiaire, le développement des entreprises stratégiques, utilisant sa forte capitalisation comme un effet de levier financier pour optimiser ses financements.

☒ Notre opinion – Le PIF a été investi par le pouvoir saoudien comme la cheville ouvrière des projets de réformes inscrits dans le programme « Vision 2030 ». Le rôle central du Fonds souverain est à la fois capitaliste et financier. À ce titre, le PIF ne ressemble donc à aucune autre structure connue étant désormais à mi-chemin entre un Fonds souverain, une holding publique d'investissement, un gestionnaire d'actifs domestiques mais aussi un stratégique de développement ayant une forte capacité d'emprunt.

👉 Égypte : le FMI multiplie les appels aux réformes structurelles

En l'espace de quelques jours, le Fonds a fait plusieurs annonces sur l'Égypte qui vont toutes dans le même sens d'un appel à accélérer les projets de réformes inscrits dans son programme de soutien financier, programme qui intègre les aides financières des pays du Golfe aux côtés des 4 mds USD apportés par le Fonds. Il a ainsi demandé aux autorités égyptiennes de suspendre ou de retarder certains grands travaux d'infrastructures, probablement trop coûteux en devises, de poursuivre la flexibilisation du régime de change (laisser la livre flotter selon l'offre et la demande

de devises afin de réduire la pression sur les réserves en devises) et de poursuivre la réduction du rôle de l'État (et de l'armée) dans l'économie grâce aux cessions d'actifs étatiques non stratégiques. Le FMI a repoussé la date de sa première revue intermédiaire du programme en l'attente de signes plus tangibles de l'avancée des réformes souhaitées. Cette revue doit décider du décaissement de la deuxième tranche de prêt de 354 millions USD après celle de décembre dernier.

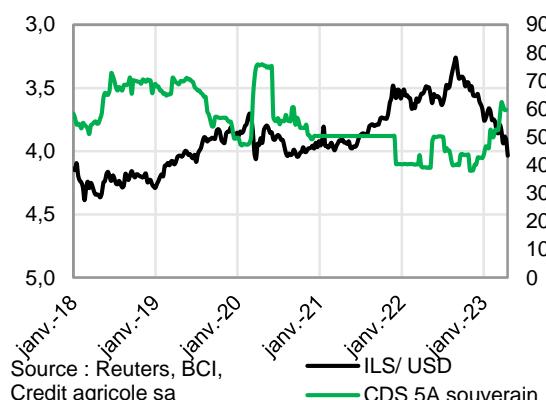
👉 Israël : les perturbations politiques internes commencent à affecter (un peu) l'économie

Le retour au pouvoir du gouvernement Netanyahu, très marqué à droite et dont la politique nationaliste est devenue plus clivante en raison de la nomination de ministres controversés, a engagé des modifications juridiques et institutionnelles visant à réduire les prérogatives de la Cour suprême, garante du respect de la Constitution. Devant les nombreuses manifestations et le fort mécontentement de la population mais aussi celui des milieux d'affaires et des fonctionnaires (et jusqu'à l'armée et les syndicats), le gouvernement a renoncé à publier le décret d'application de la loi. Ces tensions internes se manifestent également dans les territoires palestiniens où le regain de violence est tel que certains observateurs craignent une nouvelle intifada.

Ces tensions politiques et sociales commencent à avoir des conséquences sur l'économie comme l'illustre la récente baisse du shekel, la baisse de la bourse et la dégradation de la perspective de notation par l'agence Moody's. Ces événements ont d'ailleurs provoqué une augmentation de la prime de risque (prix des CDS à 5 ans) de 40 à 60 points de base. Des observateurs locaux

ont également constaté la délocalisation dans des pays étrangers de certaines entreprises de la technologie informatique. Ces dernières représentent 15% du PIB du pays.

Israël: Change et CDS



☒ Notre opinion – Le risque de tensions avec les Émirats, signataires des accords d'Abraham, n'est pas inexistant mais les partenaires du Golfe sont actuellement dans une position attentiste compte tenu des évolutions contrastées de la situation locale.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Europe centrale : l'indésirable blé

En provenance d'Ukraine et à destination des marchés internationaux, les débouchés des céréales ukrainiennes ont été un des sujets majeurs des conséquences immédiates de la guerre, qui a très fortement perturbé les circuits des exportations et les conditions de productions agricoles⁷.

Le grand intérêt de la vente des céréales est tout d'abord de permettre à l'économie du pays d'avoir des ressources d'exportations. Ensuite, l'écoulement des stocks est une des conditions nécessaires à la poursuite des activités agricoles à la fois en termes de cycles agricoles, mais aussi en termes de financements des récoltes et des plantations, dans un cadre de hausse des prix des entrants et des très nombreuses difficultés engendrées par la guerre. Enfin, l'Ukraine est un des grands producteurs mondiaux dont la production permet de fournir une nourriture de base aux régions qui ne sont pas autosuffisantes notamment au Moyen-Orient et en Afrique subsaharienne. Il y a donc, derrière cet enjeu céréalier, celui de la sécurité alimentaire mondiale. Les laborieuses négociations avec la Russie ont permis d'ouvrir momentanément un couloir d'exportations *via* la mer Noire (accord prolongé en mars dernier jusqu'au 18 mai), et d'acheminer ainsi 24 millions de tonnes de grains sur les marchés mondiaux. Évidemment, l'accord reste fragile. Parallèlement, l'UE dans un principe de solidarité a décidé de supprimer les droits de douanes sur les céréales ukrainiennes pour en faciliter le transfert, dont les coûts ont explosé, vers les régions d'Europe et du monde qui en ont besoin. L'Europe centrale devait donc surtout servir de zone de transit. Ceci a bien fonctionné pour les marchandises en grande quantité, acheminées par plusieurs réseaux. Seulement, les plus petites quantités, qui intéressent moins les grands importateurs, se sont accumulées sur les marchés locaux des pays frontaliers. Ainsi, les marchés polonais, hongrois, roumain, bulgares, slovaques ont été « submergés » de blé ukrainien à un prix défiant la concurrence des producteurs locaux.

Dans un contexte inflationniste, particulièrement sur l'inflation alimentaire, la baisse du prix du blé aurait pu être bien accueillie, si seulement les pays étaient uniquement importateurs, mais ce n'est pas le cas. Les agriculteurs des pays frontaliers se trouvent donc en concurrence avec le blé ukrainien sur les marchés domestiques.

Face aux fortes pressions de ces producteurs, qui dans certains pays sont le cœur de l'électorat des gouvernements en place (Pologne et Hongrie, par exemple), les gouvernements de cinq pays membres de l'UE (la Pologne, la Hongrie, la Roumanie, la Bulgarie et la Slovaquie) ont décidé de

façon unilatérale d'interdire l'importation et l'acheminement du blé ukrainien, et ceci malgré les décisions communes prises par l'UE pour le marché commun. Cette surprenante décision mérite quelques réflexions : premièrement, parmi les cinq pays qui ont décidé l'interdiction des importations des céréales ukrainiennes, la Pologne et la Roumanie par exemple ont démontré une solidarité géopolitique sans faille vis-à-vis de l'Ukraine. Cette solidarité s'est exprimée à travers l'accueil des réfugiés et les aides financières accordées aux familles. L'aide militaire européenne et américaine a transité et continuer à arriver en Ukraine à travers les pays d'Europe centrale et orientale. Et la Pologne est le quatrième pays à apporter le plus d'aide, en % de son PIB, derrière les trois baltes⁸, et juste devant les États-Unis (mais évidemment le PIB polonais n'est pas le PIB américain !). Deuxièmement, les pays ont voté et mis en place les sanctions contre la Russie pour lesquelles ils ont payé le prix fort des effets de hausse des tarifs, notamment des énergies dont ils sont tous très dépendants pour leurs industries et le chauffage des habitations. Les pays d'Europe centrale ont quasi-tous enregistré des taux d'inflation à deux chiffres parfois avoisinant les 20%, fragilisant ainsi très sensiblement les finances publiques et les niveaux de vie des populations. Donc l'arrivée d'une concurrence provoquant la baisse des prix a déclenché les hostilités et la colère des agriculteurs poussant les gouvernements, pour des raisons essentiellement électorales, on le comprend bien, à enfreindre les règles du marché commun. La surprise consiste justement à voir les pays d'Europe centrale aller à l'encontre de ces principes de concurrences qui ont précisément fait et font toujours la croissance et le rattrapage des pays d'Europe centrale dans le marché européen.

Cours du Blé



Sources: US Dept. of Agriculture, Crédit Agricole SA/ECO

⁷ Voir « Géopolitique du blé », de Sébastien Abis, édition Armand Colin

⁸ [How Much Aid Has the U.S. Sent Ukraine? Here Are Six Charts.](https://www.cfr.org/article/how-much-aid-has-u-s-sent-ukraine-here-six-charts) | Council on Foreign Relations (cfr.org)

Notre opinion – Cette décision, au-delà de l'Europe centrale pose également la question de l'endurance dans le temps de l'opinion publique européenne, qui continue d'encaisser les effets des sanctions et de la hausse des prix suite à la guerre en Ukraine. Assiste-t-on, à travers la question du blé, aux premiers signaux d'une certaine fatigue des populations ? Est-ce que l'effort de guerre en Ukraine pourra être soutenu dans le long terme sans mécontentement ? Est-ce que d'autres phénomènes comme celui-là pourront se reproduire ou se multiplier montrant au fond une certaine fragmentation de l'unité au sein de l'Europe ?

La Commission européenne a assez rapidement apporté une réponse à cette embarrassante situation avec un chèque de 100 millions d'euros pour soutenir les agriculteurs des cinq pays concernés à condition que l'interdiction, qu'elle condamne par ailleurs, soit levée. D'autres discussions pour d'autres produits agricoles seront sur la table des négociations, afin de poursuivre le soutien à l'Ukraine tout en garantissant un certain équilibre pour les producteurs européens. Mais les arbitrages risquent de devenir de plus en plus épineux.

Afrique sub-saharienne

Maurice : une reprise dynamique de l'activité en 2022

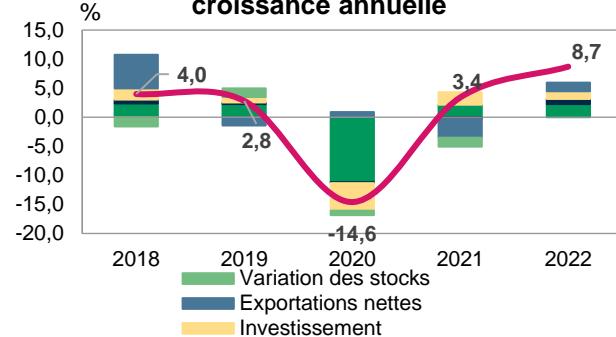
L'activité économique mauricienne a poursuivi son redressement en 2022 après avoir connu la pire contraction de la région en 2020 (-14,9%). La croissance du PIB a ainsi rebondi de 8,7%, une meilleure performance qu'en 2021 (+3,9%) et un niveau d'activité jamais atteint auparavant (570 Mds MUR soit environ 12,6 Mds USD). Par ailleurs, la croissance a été au-dessus des prévisions du FMI qui tablait sur +6%.

Cette reprise vigoureuse a été largement soutenue par le secteur de l'hébergement-restauration fortement impacté durant la pandémie et dont la valeur ajoutée enregistre une croissance exceptionnelle de 200,8% par rapport à 2021. Cette expansion a été favorisée par le rétablissement du tourisme après une année 2020 morose et une année 2021 encore marquée par les mesures de restrictions sanitaires. Le nombre de touristes en 2022 a doublé par rapport au total enregistré au cours des deux années précédentes, à 997 290 visiteurs. Ce niveau reste néanmoins 27,9% inférieur à son niveau pré-pandémique de 2019.

Les secteurs industriels (+10,4%) et miniers (+8,8%) sont également d'importants contributeurs, ainsi que le reste des secteurs d'activité qui enregistrent tous une croissance positive. Du côté des dépenses, la consommation publique et privée a crû de 3,8% et représente 86,2% du PIB, l'investissement FBCF en hausse de 7,8% (à 19,8% du PIB), les importations et exportations de biens et services progressent de 10% et 38,3%, respectivement. Les exportations nettes enregistrent toujours un déficit de 6,9% du PIB, mais moins important qu'en 2021 à 9,8% du

PIB. Ces résultats témoignent d'une résistance de l'activité malgré les différents chocs et le climat d'incertitude auxquels l'économie a été confrontée cette année.

Maurice : contributions à la croissance annuelle



Sources : Statistics Mauritius, Crédit Agricole S.A/ECO

La croissance devrait néanmoins décélérer en 2023 à 5% d'après *Statistics Mauritius* mais avec un niveau du PIB en valeur qui sera bien plus élevé (616 Mds MUR). Ce ralentissement reflète le repli de l'activité mondiale et la hausse des prix (qui se répercute sur les prix des billets d'avion). Cette hausse, même moins élevée, pèsera sur le nombre de visiteurs, en particulier européens puisque la France, le Royaume-Uni et l'Allemagne constituent les trois premiers pays d'origine des touristes. Par ailleurs, l'inflation continuera également de peser sur le pouvoir d'achat des ménages et freinera quelque peu la consommation privée.

 **Notre opinion** – Pour Maurice, la crise avait plongé l'économie dans sa pire récession depuis son indépendance. Ce résultat catastrophique émane de la forte dépendance de Maurice au tourisme (environ 15% du PIB). À noter que l'île avait été remarquable dans sa gestion de la pandémie, n'enregistrant que 315 cas entre janvier et décembre 2020. Un protocole sanitaire strict avait permis de contrôler la propagation du virus à l'intérieur du pays (confinement et restrictions sur les voyages internationaux), mais celui-ci a été très coûteux. Bien que générale, la crise a touché particulièrement l'activité touristique, avec une chute de 76,4% du nombre de visiteurs entre 2019 et 2020. Le secteur se redresse mais peine encore à retrouver son niveau pré-pandémique. L'économie est par ailleurs assez diversifiée et jouit donc de piliers économiques résilients qui tirent la croissance vers le haut.

Géo-économie

☞ Asie centrale : une zone stratégique pour la Chine

Plus que jamais, le gouvernement chinois encourage ses entreprises à investir en Asie centrale. Ainsi, un nouveau plan sur 5 ans de coopération économique et commerciale est en discussion avec l'Ouzbékistan. Pékin est d'ailleurs la première source d'investissements étrangers en Ouzbékistan, devant la Russie. Surtout, la construction d'une voie ferrée entre Chine, Kirghizstan et Ouzbékistan est désormais actée, et devrait démarrer à l'été 2023. Ce projet permettrait de relier l'Europe par le Turkménistan et la Turquie, au lieu d'emprunter la route actuelle qui passe par le Kazakhstan et la Russie (plus longue de 900 km). Evidemment, tout cela n'est pas pour demain mais prouve que la Chine est loin d'avoir abandonné sa route de la soie en Asie centrale. Bien au contraire.

Dans le contexte géopolitique actuel, l'Asie centrale est en effet devenue une zone encore plus stratégique pour Pékin (le commerce de la Chine avec la région a augmenté de 40% en 2022) – ce qu'avait déjà montré le premier voyage à l'extérieur du pays du président chinois, après le Covid, pour une réunion des Brics dans la région. D'ailleurs, c'est au Kazakhstan que la route de la soie terrestre avait été lancée en 2013. Xi Jinping a annoncé récemment avoir un « projet grandiose » pour l'Asie centrale, qu'il dévoilera lors du premier sommet Chine-Asie centrale, en mai prochain, à Xian.

☞ Asie : les entreprises peuvent-elles s'aligner sur les États ?

Chaque semaine, les signaux d'un *containment* géopolitique de la Chine par les États-Unis et leurs alliés se multiplient. Le Japon a ainsi annoncé un plan de financement pour aider des pays à développer leur défense, rompant avec des années de neutralité dans ce domaine (rappelons la participation du Japon en juin 2022 à un sommet de l'OTAN). Le premier bénéficiaire de ce programme pourrait être les Philippines afin de surveiller les activités chinoises dans la zone. Ce pays a par ailleurs révélé la position des quatre bases militaires supplémentaires ouvertes aux soldats américains, bases situées au sud de Taïwan.

Du côté économique, en revanche, les signaux ne vont pas tous dans le sens d'un *containment strict*... Par exemple, avec cette déclaration du CEO d'Apple, de visite en Chine pour le *China Development Forum*. Il aurait ainsi loué la capacité chinoise à innover rapidement (« *I believe it will further accelerate...* ») et rappelé les liens « symbiotiques » entre Apple et la Chine. Une telle accélération de l'innovation chinoise serait en fait l'exact inverse de ce qui est souhaité par le *Chip act* américain... Tim Cook aurait par ailleurs annoncé qu'Apple augmenterait ses investissements dans un programme d'éducation rurale en Chine (Apple y emploie 5 millions de personnes). Quant aux photos

L'Asie centrale est, de fait, l'hinterland partagé entre Pékin et Moscou ; la zone pivot de dégagement terrestre chinois (d'autant plus importante que la Chine est contrainte géopolitiquement sur son pourtour maritime) ; la zone pivot, également, de la route eurasiatique vers l'Europe.

Poursuivre le désenclavement de l'Asie centrale est enfin le meilleur moyen pour développer le Xinjiang, et Pékin essaie donc toujours de faire de Kashgar un point central de commerce, cherchant à reproduire dans les terres le succès de Shenzhen. Mais ce genre d'exercice est difficile dans la région, et le développement du port sec de Khorgos, à la frontière kazakhe, est là pour le prouver. Certes, ses capacités vont être doublées en 2023, pour passer d'une dizaine de trains par jour à une vingtaine, et décongestionner le trafic. Mais Khorgos reste surtout un lieu de passage et une zone d'échange de produits hors taxes, non, une vraie zone industrielle. Surtout, c'est aussi une zone endémique de corruption, régulièrement dénoncée par les autorités kazakhes, qui sont par ailleurs tout aussi régulièrement embarrassées, dans leur relation avec le voisin chinois, par la question du traitement des Ouigours d'origine kazakhe.

de sa visite dans un magasin Apple, elles sont devenues virales.

Le ministre du commerce chinois a par ailleurs rencontré Tim Cook et les dirigeants de nombreuses entreprises (Nestlé, Pfizer, Mercedes, BMW...) pour tenter, selon les communiqués officiels, de stabiliser les chaînes de valeur (on peut imaginer d'inciter les investisseurs à rester en Chine).

Les déclarations de Tim Cook sont diplomatiques mais elles révèlent le décalage temporel et stratégique entre la géopolitique et le business (et même entre la géopolitique et l'économie). Elles pointent la nécessité, pour beaucoup de grandes entreprises, de préserver un minimum de bonne relation avec la Chine, où est encore située une part de leur chiffre d'affaire et de leur chaîne de valeur. Cela montre aussi l'écart, à court terme, entre l'agenda de découplage des gouvernements et la lenteur, voir la difficulté, à mettre tout cela en musique dans la réalité. Enfin, surtout, cela pose la question plus profonde de l'alignement de la stratégie des entreprises sur celle des États. Les grands groupes peuvent-ils avoir leur propre politique étrangère ? Tout dépend du niveau de tension, ce qu'a montré la guerre en Ukraine. Mais on ne manque pas d'exemples historiques d'entreprises dont le business est discrètement

passé au travers des guerres. Quant à Elon Musk, il prouve que la marge d'indépendance existe... Avec la Chine cependant, la question n'est pas « seulement » celle de la taille du marché mais de l'interdépendance des modèles économiques et industriels, du « symbiotique », comme le note Tim Cook : le développement de secteurs technologiques entiers a été appuyé sur l'émergence chinoise, de même qu'on ne peut penser l'essor de l'automobile indépendamment du secteur pétrolier, et au fond, du pacte du Quincy de 1945 entre Arabie et États-Unis. Le secteur des nouvelles technologies a été lié à un modèle de mondialisation par les chaînes de valeur, sur lequel la Chine a elle-même appuyé sa trajectoire de croissance. **Tout cela**

Brics : entre autonomie stratégique, multi-alignement, ou neutralité, l'ambiguïté de l'entre-deux

Le chef de la diplomatie saoudienne poursuit la normalisation des relations avec la Syrie, avec une réunion des pays de la région pour une éventuelle réintégration syrienne dans la Ligue arabe. Après l'annonce choc du rapprochement avec l'Iran, sous médiation chinoise, l'Arabie continue donc à explorer sa marge d'autonomie vis-à-vis des États-Unis. Dans le même esprit, l'obtention du statut de partenaire de dialogue au sein de l'Organisation de Coopération de Shanghai (OSC), est un signal important de rapprochement saoudien avec l'idée d'une « troisième voie » géopolitique, moteur d'un monde multipolaire vers lequel les pays du Grand Sud espèrent orienter le scénario géopolitique global, et redessiner un peu plus à leur avantage les normes internationales.⁹ L'Arabie est aussi candidate aux Brics (ainsi que l'Égypte, la Turquie, l'Iran, l'Algérie et l'Argentine) dont le prochain sommet aura lieu fin août en Afrique du Sud.

La visite de Lula en Chine et ses déclarations sur la guerre en Ukraine est un autre exemple de cet activisme géo économique des grands pays émergents. Un accord a également été signé entre Chine et Brésil pour que les échanges commerciaux puissent être réglés dans leurs propres monnaies. Lula a ensuite poursuivi son voyage aux Émirats

forme le socle géo économique du cycle de mondialisation dont nous voyons à présent les limites.

Il est à parier que les États occidentaux ne referont pas la même erreur avec l'Inde : ils vont chercher à s'y développer tout en limitant les interdépendances sur les segments les plus stratégiques des chaînes de valeur. **C'est à l'aulne de ce critère de sécurité que la mondialisation va donc être réorganisée. Là-dessus États et entreprises sont en accord.** Apple est donc parfaitement aligné avec la stratégie américaine de *friendshoring* en Inde, et Tom Cook est d'ailleurs passé par Dehli pour y inaugurer le premier magasin physique dans ce pays.

Chine et Inde : garder l'œil sur la ligne du Nord

Les tensions sont endémiques le long de la frontière entre la Chine et l'Inde. Pékin a récemment annoncé le changement de nom de onze lieux en Arunachal Pradesh, et la réponse de l'Inde n'a pas tardé avec une visite récente du ministre de l'Intérieur dans la région, accompagnée par l'annonce d'un plan de développement de 585 millions de dollars. Cette visite a évidemment soulevé des tensions diplomatiques : le porte-parole du ministère chinois des Affaires étrangères l'a qualifiée de violation de

Arabes Unis, avec lesquels il a conclu une large série d'accords notamment sur le commerce, les biocarburants et la sécurité alimentaire. Et c'est à Abou Dhabi que le président brésilien a lancé sa proposition de formation d'un G20 politique et d'une médiation conjointe avec la Chine et les Émirats dans la guerre en Ukraine, proposition mal accueillie par les États-Unis.

Les pays du Grand Sud semblent de plus en plus unis pour réclamer un nouvel ordre mondial, mais il s'agit aussi d'une union de circonstance, qui profite de certains vides de puissance, et qui reste très hétéroclite en termes de types de régimes ou de niveaux de développement. De plus, la rivalité sino-indienne ne cesse de croître, qui peut fragiliser le Grand Sud. Également, l'asymétrie économique entre la Chine et les autres membres devrait rendre ces derniers prudents. Enfin, la neutralité est difficile dans un conflit sino-américain qui bi polarise le monde. Ne pas soutenir l'un, est-ce l'affaiblir et renforcer l'autre ? L'Inde a bien capté le problème, qui vante non plus seulement le « non alignement » mais le « multi alignement ». Logique, en fait, quand on précise que les États-Unis sont le premier client de l'Inde et la Chine, le premier pays fournisseur.

l'intégrité du territoire. En fait, les tensions ne se sont guère apaisées, dans cette région, depuis les affrontements de 2020 à Galwan, qui avaient réveillé le contentieux sino-indien de 1962. Le déploiement permanent de troupes et la construction d'infrastructures des deux côtés de la frontière semblent éloigner d'autant un règlement du contentieux territorial sino-indien. Par ailleurs, la maîtrise des ressources en eaux régionales est un sujet de tension, ressources que la Chine contrôle

intégrante d'une stratégie internationale chinoise avec, par exemple, en 2018, l'affirmation d'un soutien des pays membres au projet chinois des nouvelles routes de la soie.

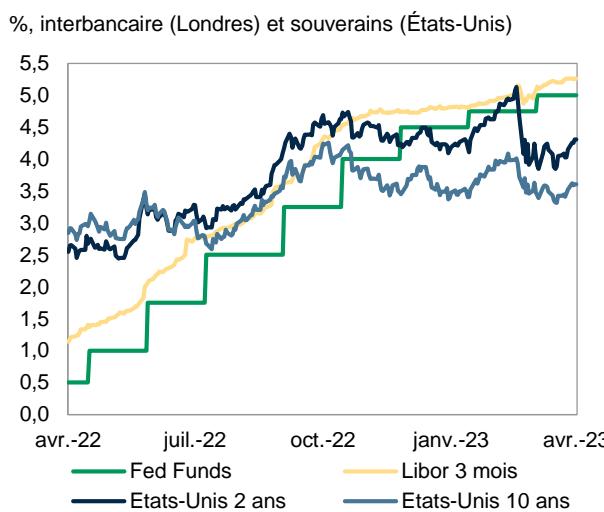
⁹ L'OSC est une organisation internationale créée en 2001 par la Russie, la Chine et quatre États d'Asie centrale. La vocation géopolitique première reste essentielle, autour d'un objectif de pacification régionale. Peu à peu, les missions de l'OSC se sont néanmoins étendues au développement du commerce. Même si elle s'élargit à de nouveaux membres, l'OSC fait par ailleurs partie

en amont *via* le Gange, le Brahmapoutre, le Mékong et le Yangtze. 48% des eaux du plateau tibétain chinois coulent vers l'Inde et approvisionnent notamment le *rice bowl* indien. Il est en fait difficile de savoir quelle quantité exacte d'eau la Chine maîtrise, car les pluies en aval limitent *de facto* le

pouvoir de blocage chinois. Mais les risques de litiges sont nombreux, les instances de coordination insuffisantes, le partage des données également et les infrastructures fluviales (les barrages) sont utilisées comme nouvelles lignes de démarcation territoriales.

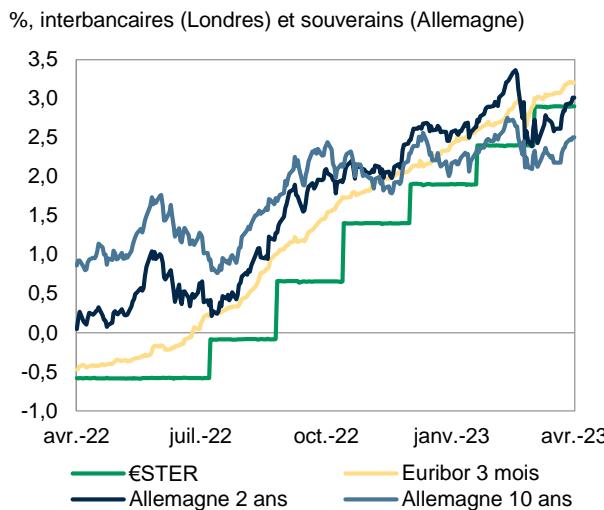
Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain



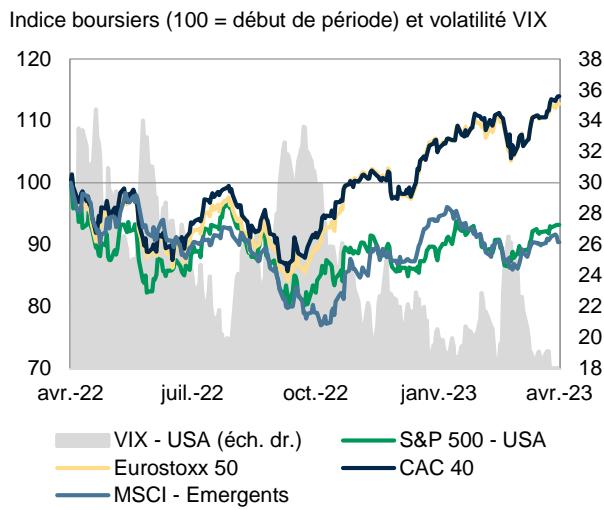
Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro



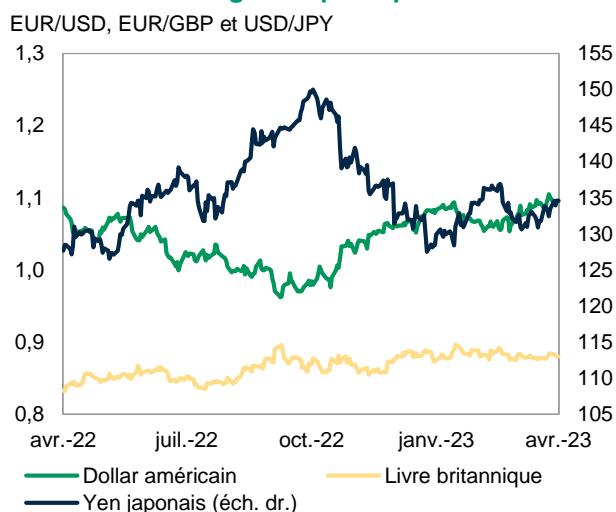
Source : Thomson Reuters

Marché actions



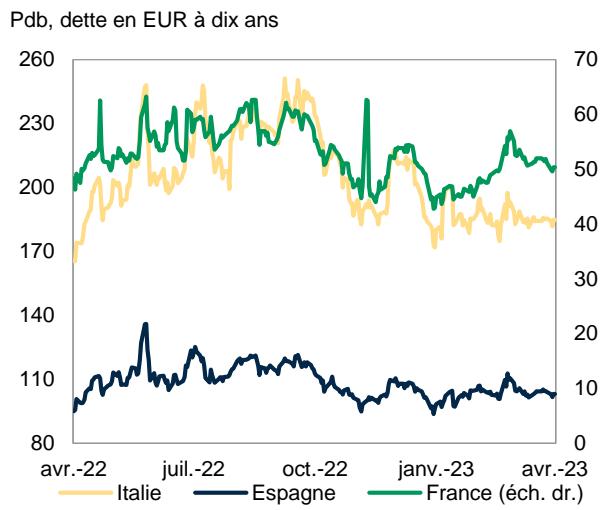
Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises



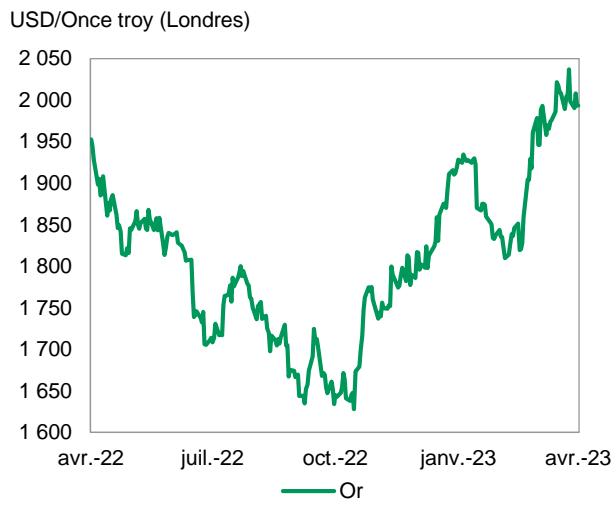
Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund



Source : Thomson Reuters

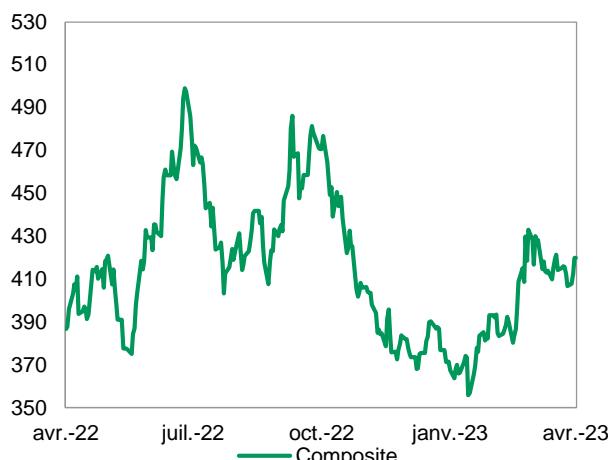
Cours de l'once d'or



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

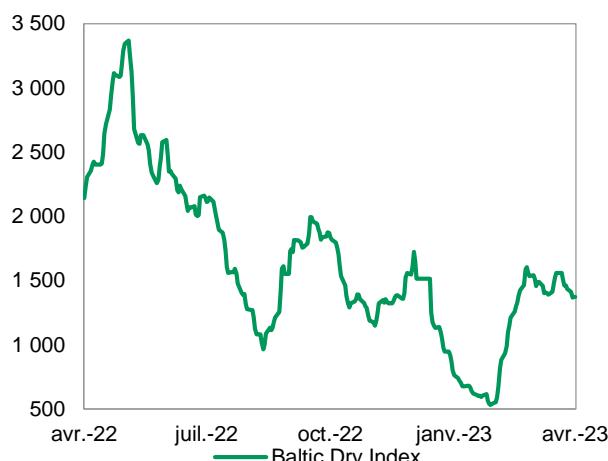
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Coût du transport maritime de vrac sec

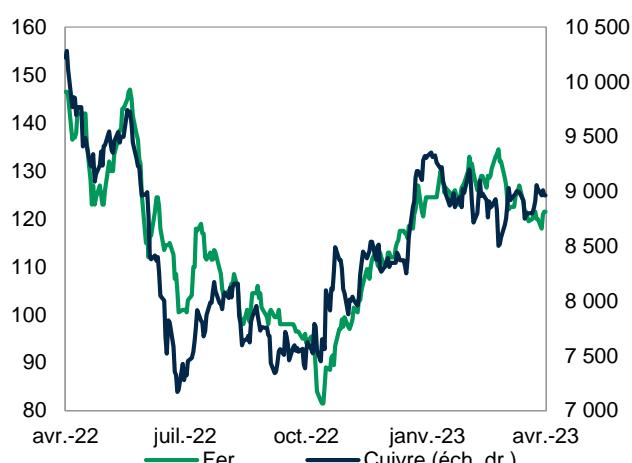
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours des métaux

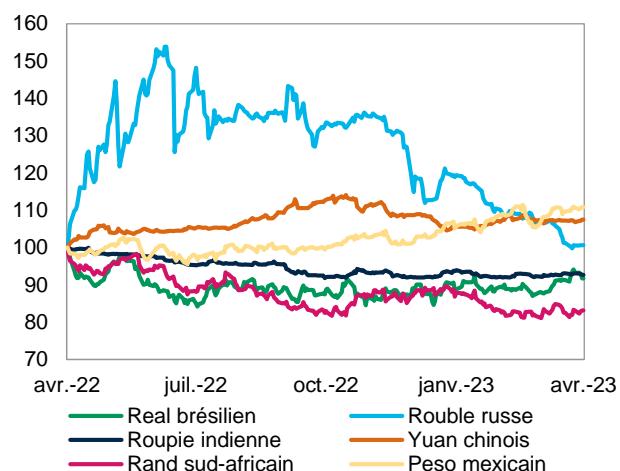
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Devises émergentes

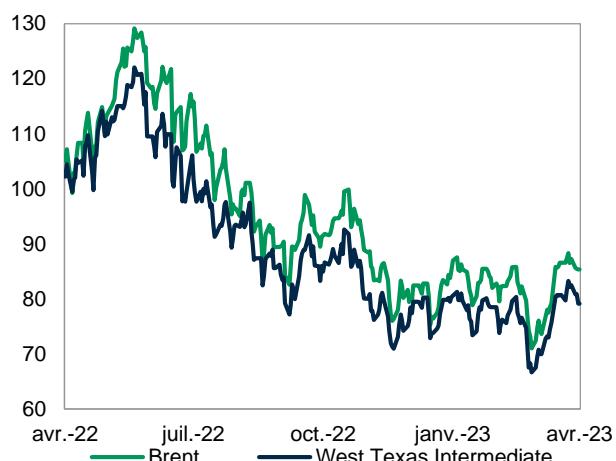
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Cours du baril de pétrole brut en USD

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



Source : Thomson Reuters

Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 – Avril 2023

[Un ralentissement « baroque »](#)

Date	Titre	Thème
20/04/2023	Inde – Derrière le "moment indien", le domino géopolitique	Asie
20/04/2023	Inde – Derrière le "moment indien", le paradoxe économique	Asie
20/04/2023	Immobilier non résidentiel en France – À cause de la hausse des taux d'intérêt, les valeurs vénale ont globalement baissé en 2022 et devraient continuer à baisser en 2023	Sectoriel
20/04/2023	L'Asie concentre toujours les espoirs de la croissance mondiale future	Asie
19/04/2023	Allemagne – Scénario 2023-2024 : le chemin sinueux de la reprise	Zone euro
18/04/2023	Zone euro – Scénario 2023-2024 : un mélange insolite de puissants facteurs de soutien et de freinage	Zone euro
17/04/2023	Émirats arabes unis – Un environnement favorable pour engager des réformes structurantes	Moyen-Orient
14/04/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
13/04/2023	Italie : compte d'agent au T4-2022, la consommation des ménages faiblit et les marges des entreprises se maintiennent	Italie
13/04/2023	Fragmentation du commerce mondial – Tentations et évaluations	Monde
12/04/2023	France – Scénario 2023-2024 : l'activité plie mais ne rompt pas	France
07/04/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
07/04/2023	Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 : un ralentissement "baroque"	Monde
06/04/2023	La Chine, un prêteur en dernier ressort sélectif et gourmand	Asie
05/04/2023	Fintech Outlook T1 2023 – Muscler son jeu !	Fintech
04/04/2023	Zone euro – L'inflation sans surprise à la baisse en mars	Zone euro
03/04/2023	France – Recul anticipé de l'inflation en mars	France

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

Zone euro : Pierre BENADJAOUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE,
Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS, Clara BULTEAU

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

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

Asie : Sophie WIEVORAKA

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Ayathassen BENSAID

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Alexis MAYER, Jorge MAMANI SORIA ET Youyiming WANG

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

Application Etudes ECO disponible sur l'[App store](#) & sur [Google Play](#)

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.