

Perspectives

Hebdomadaire – N°23/151 – 26 mai 2023

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Les marchés financiers peinent à y voir plus clair !	2
☞ France : le climat des affaires se dégrade en mai	4
☞ Zone euro : risque baissier sur la croissance au T1, mais les services sauveraient le T2	4
☞ Grèce : Nouvelle Démocratie s'affirme aux législatives	5
☞ Royaume-Uni : les chiffres d'inflation créent la surprise	7
☞ Thaïlande : après les élections, place aux négociations	9
☞ Moyen-Orient – Afrique du Nord : l'intégration commerciale régionale est la plus faible au monde. Un handicap certain pour le développement	11
☞ Ghana : le coup de pouce tant attendu du FMI	13

Les marchés financiers peinent à y voir plus clair !

Les marchés financiers mondiaux ont poursuivi leur examen minutieux des signaux susceptibles de devenir décisifs pour les investisseurs. Leur loupe s'est penchée tour à tour sur l'inflation britannique, les risques encourus en cas d'absence de compromis politique sur le relèvement du plafond de la dette américaine, la montée des tensions commerciales avec la Chine et *in fine* la résilience de la croissance en dépit d'une inflation encore élevée et du resserrement monétaire à l'œuvre.

Aux États-Unis, la croissance du PIB sur le T1-2023 a été légèrement révisée à la hausse en deuxième estimation à +1,3% en rythme annualisé (versus +1,1% précédemment), atténuant ainsi le ralentissement de l'activité constaté, après une progression du PIB de 2,6% au T4-2022. Les inscriptions hebdomadaires au chômage n'ont par ailleurs que modérément augmenté (+4 000 personnes) pour atteindre 229 000 demandes, tandis que les chiffres des deux précédentes semaines ont été révisés à la baisse, suggérant que l'économie pourrait encore bénéficier d'un mois de forte hausse de l'emploi. Cette vigueur du marché du travail fait craindre des pressions inflationnistes plus persistantes et continue d'interroger sur le rythme et l'ampleur des hausses de taux d'intérêt de la Fed. La question de la fin du cycle de resserrement monétaire semble prématurée et il est probable qu'une fois atteint le point haut, les taux demeurent à des niveaux élevés sur une assez longue période. Les minutes du FOMC n'ont guère apporté d'éclairage à cette question, les décideurs politiques étant face à une incertitude plus élevée quant aux perspectives économiques.

Les négociations sur le relèvement du plafond de la dette (aujourd'hui fixé à 31 400 Mds \$) entre démocrates et républicains s'éternisent un peu plus qu'à l'accoutumée, faisant craindre un possible défaut de paiement à partir du 1^{er} juin, date à laquelle le Trésor américain estime qu'il ne sera plus en capacité d'assurer les paiements auxquels il doit faire face. Une situation qui s'accompagnerait de turbulences financières majeures et ferait grimper les taux d'intérêt obligataires. La recherche d'un accord bipartisan reste primordiale mais délicate. La Maison Blanche souhaite réduire le déficit en augmentant l'impôt des plus riches et en réduisant les dérogations fiscales dont bénéficient certaines industries, tandis que le camp républicain préconise des coupes franches dans les dépenses sociales. Dans l'attente d'un accord politique entre les deux camps, les agences de notations *Fitch* et *DBRS* ont placé sous surveillance la note américaine, renforçant l'inquiétude d'une répétition du scénario de dégradation de la note souveraine de 2011. Sur le plan commercial, le pays a fait les frais de la stratégie chinoise visant le plus grand fabricant de puces américain, *Micron Technology*, qui se retrouve dorénavant privé de débouchés en

Chine. Une politique de ciblage des entreprises américaines accentuant les tensions commerciales entre les deux puissances mondiales. Lors de leur dernier sommet, les pays du G7 sont convenus de « réduire les risques sans les dissocier » de l'engagement économique avec la Chine, une formule de distanciation cordiale mais néanmoins annonciatrice de tumultes économiques à venir.

En zone euro, l'indicateur composite des directeurs d'achat inscrit un cinquième mois consécutif d'expansion de l'activité au mois de mai, mais ce dernier est néanmoins ponctué par un ralentissement marqué de l'indice (à 53,3 points après 54,1 points le mois précédent). De surcroît, la deuxième estimation de la croissance allemande au T1-2023 a révélé un recul du PIB de 0,3% en variation trimestrielle, matérialisant ainsi un deuxième trimestre consécutif de baisse caractérisant une entrée en récession du pays. Ce repli de l'activité résulte d'une inflation élevée durant les mois d'hiver ayant pesé fortement sur la consommation privée. Les perspectives à court terme restent également teintées de pessimisme avec un indice du climat des affaires en baisse significative en mai, un indice PMI manufacturier qui se contracte davantage et des commandes industrielles à leur plus bas niveau depuis novembre 2022.

Au Royaume-Uni, l'inflation globale a diminué à 8,7% sur un an au mois d'avril, après 10,1% en mars, mais est ressortie nettement au-dessus du consensus et des prévisions de la BoE. De plus, l'indice des prix sous-jacents, hors prix de l'énergie, de l'alimentation et du tabac, a continué d'augmenter, passant de 6,2% à 6,8%, une hausse qui plaide pour de nouvelles hausses de taux d'intérêt à venir. Le risque que l'inflation n'entretienne une hausse plus durable des salaires s'est accentué et pousse la banque centrale à une plus grande vigilance. Ces chiffres d'inflation plus élevés qu'attendu ont entraîné une vive hausse des taux britanniques (le Gilt à 10 ans a gagné plus de 30 pb sur la semaine à 4,3%).

Les marchés actions mondiaux ont nettement réduit leur appétit pour le risque en raison des doutes, toutefois très relatifs, sur l'aboutissement des négociations sur le relèvement du plafond de la dette américaine. *L'Eurostoxx 50* et le *S&P500* ont ainsi baissé respectivement de 2,9% et 1%. Sur les marchés obligataires, la persistance d'une inflation sous-jacente élevée des deux côtés de l'Atlantique a renforcé l'idée que l'inflation n'était pas encore totalement maîtrisée et que le resserrement monétaire pourrait se poursuivre. Les rendements des obligations américaines et allemandes ont continué d'augmenter substantiellement, renforçant l'inversion de la courbe des taux, tandis que les primes de risques françaises, italiennes et

espagnoles face au Bund allemand sont globalement restées stables. La devise européenne s'est légèrement dépréciée, de 0,8% face au dollar, impactée par la récession allemande et des perspectives de reprise potentiellement plus

modestes. Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord a augmenté de 1% avec en toile de fond l'inquiétude sur de nouvelles réductions de la production des pays de l'OPEP+ suscitée par les déclarations du ministre saoudien de l'Énergie.

Zone euro

France : le climat des affaires se dégrade en mai

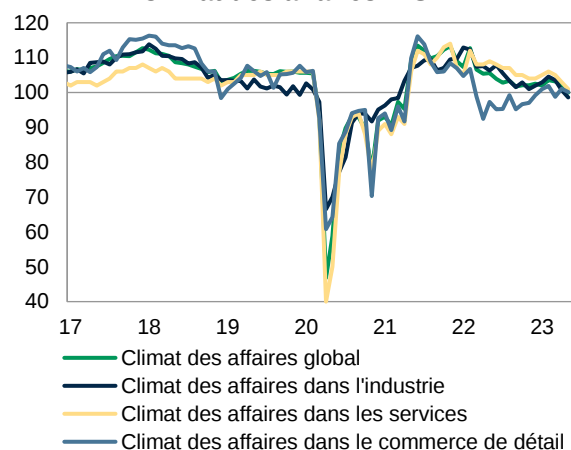
Si, contrairement à l'Allemagne, la France n'est pas entrée en récession au premier trimestre, les perspectives économiques s'assombrissent selon les chefs d'entreprise. Le climat des affaires perd deux points par rapport au mois d'avril et atteint 100, soit sa moyenne de long terme. Le climat des affaires baisse dans tous les secteurs d'activité, il perd deux points dans l'industrie à 99, deux points dans les services à 101, un point dans le commerce de détail à 100 et trois points dans le bâtiment où l'indice reste tout de même à un niveau élevé (108).

Dans l'industrie manufacturière, le recul du climat des affaires concerne la quasi-totalité des sous-secteurs à l'exception des matériels de transport hors automobile. L'industrie aéronautique poursuit en effet son redressement progressif. En détail, l'enquête nous apprend que la baisse du climat des affaires est notamment due à une dégradation des perspectives d'activité. Les soldes d'opinion sur les perspectives de production sont en baisse tout comme ceux sur les carnets de commandes. Notons également un net recul des tendances prévues des prix de vente, indice supplémentaire que le pic d'inflation devrait être derrière nous.

Dans les services, les tendances sont assez similaires, le climat des affaires recule dans tous les sous-secteurs sauf l'information-communication. La demande de services qui a jusqu'à présent soutenu la croissance pourrait s'essouffler et comme dans l'industrie, le nombre d'entreprises envisageant d'augmenter leurs prix dans les prochains mois est en baisse.

Le climat de l'emploi se dégrade également, mais reste à un niveau élevé.

Climat des affaires INSEE



Sources : Insee, Crédit Agricole SA / ECO

Du côté des consommateurs, la confiance se stabilise à un niveau très bas (83) et nettement inférieur à sa moyenne de long terme. Les soldes d'opinion prospectifs semblent toutefois progresser légèrement avec une amélioration des perspectives d'évolution de la situation financière personnelle des ménages. De même, les craintes de hausses futures des prix sont en baisse, mais les ménages ne sont toujours pas décidés à déclencher d'importants achats.

Notre opinion – Alors que la consommation des ménages est déjà en net recul depuis deux trimestres et que l'inflation reste élevée, les entreprises semblent également constater une dégradation progressive de la demande qui leur est adressée. En parallèle, la remontée des taux et des contraintes de financement devrait limiter l'investissement des entreprises. Côté ménages, la demande reste atone et la croissance sera probablement à nouveau proche de 0 au deuxième trimestre. Toutefois, les perspectives financières s'améliorent et les craintes de hausses de prix diminuent ce qui laisse espérer une légère reprise de la consommation des ménages au second semestre.

Zone euro : risque baissier sur la croissance au T1, mais les services sauveraient le T2

Après une croissance annoncée à 0,1% dans la zone euro au T1 2023, les enquêtes de mai signalent sur les deux premiers mois du T2 une croissance encore positive. Cependant, après la révision à la baisse de la croissance du PIB allemand au T1 (de 0% à -0,3%), le risque d'une révision à la baisse du rythme de progression du PIB est élevé avec une bascule probable en territoire négatif (à -0,1%).

L'activité dans l'industrie s'est en effet encore contractée au T1 2023 bien qu'à un rythme plus modéré (-0,2% sur le trimestre après -0,3% au T4 2022). Le secteur des produits informatiques a

fortement impacté le recul du mois de mars avec des possibles problèmes de désaisonnalisation de la production en Irlande qui, une fois corrigés, pourraient conduire à une importante révision à la hausse. Le trimestre a été néanmoins témoin d'un net recul de la production dans les secteurs de l'extraction, de l'habillement et dans des secteurs intensifs en énergie tels que les producteurs de verre et céramique, l'imprimerie et la pharmacie. La production automobile a en revanche poursuivi son redressement.

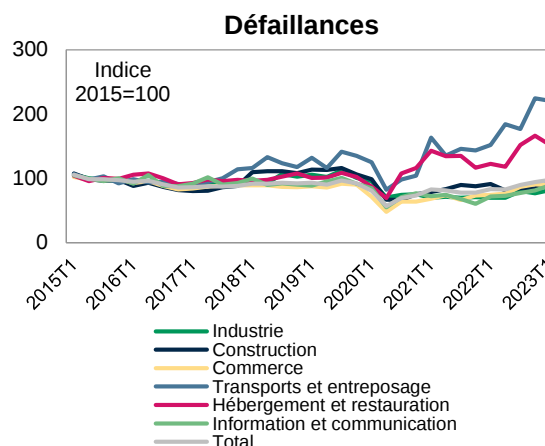
L'activité dans la construction a fortement rebondi. En dépit de la baisse enregistrée au mois de mars dans les deux composantes du bâtiment et du génie civil, la croissance moyenne du trimestre a été bien supérieure à celle de la fin 2022 (+2,6% au T1 2023 après 0,4% au T4 2022).

Au cours du deuxième trimestre l'activité est encore en expansion. La première publication des enquêtes PMI du mois de mai confirment sa progression en cours pour un cinquième mois consécutif, même si celle-ci s'annonce en voie de modération. Deux forces contrastées expliquent cette évolution : une croissance encore très forte dans les services, bien qu'en voie de modération et un recul de l'activité qui se renforce dans l'industrie. Cette divergence entre les deux secteurs n'a pas été aussi forte depuis l'existence de l'enquête et elle l'est davantage en ce qui concerne les commandes, ce qui n'augure pas d'une normalisation de la tendance. Dans l'industrie, le rythme de croissance de la production est supérieur à celui des commandes puisque les entreprises satisfont les commandes passées en réduisant leurs arriérés de production et en réduisant leurs stocks. L'activité industrielle devrait donc s'affaiblir davantage au cours des prochains mois. Elle profite néanmoins d'un allègement des tensions sur les prix des intrants qui baissent pour le troisième mois consécutif.

Au contraire, la forte demande de services alimente la production mais aussi la hausse des prix du secteur. Bien qu'en voie de modération l'inflation demeure encore très soutenue, alimentée aussi par des salaires dynamiques.

Après une croissance de 0,6% au cours du T1 2023, l'emploi maintient son dynamisme au cours des deux premiers mois du T2. Il est encore en légère hausse dans l'industrie au mois de mai, même si le

rythme des créations d'emplois est le plus faible depuis un an. Dans les services, bien qu'encore très soutenu, le rythme des créations d'emplois est le plus faible depuis un an. Cette modération de la création d'emploi est aussi visible dans la stabilisation du taux d'emplois vacants (à 3,1% au T1 2023), qui n'augmente plus depuis trois trimestres.



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

L'affaiblissement de l'activité dans l'industrie ne s'est pas encore traduite par une montée des destructions d'entreprises. Le nombre des défaillances y reste encore inférieur à la période pré-Covid. Le nombre des défaillances reste relativement faible dans l'ensemble de l'économie. La remontée en cours depuis un an ramène leur nombre à un niveau de peu supérieur à celui d'avant la pandémie. Seuls les secteurs de l'hébergement et restauration et des transports et entreposages dépassent le nombre de défaillances d'avant la Covid.

Grèce : Nouvelle Démocratie s'affirme aux législatives

La Grèce tiendra de nouvelles élections après que les trois partis ayant recueilli le plus de votes le 21 mai dernier aient refusé la mission de former un nouveau gouvernement de coalition, n'ayant pas obtenu la majorité absolue. Les résultats sont les suivants : le parti de centre-droit Nouvelle Démocratie (ND), dirigé par le Premier ministre grec actuel, Kyriakos Mitsotakis, a obtenu 40,8% des voix, devenant ainsi le parti ayant recueilli le plus de voix. Le parti de gauche Syriza, dirigé par l'ancien Premier ministre entre 2015 et 2019, Alexis Tsipras, est parvenu à être la deuxième force politique la plus soutenue, avec plus de 20% des voix. L'alliance de centre-gauche PASOK-KINAL, dirigée par Nikos Androulakis, a remporté 11,5% des suffrages. Finalement, Le Parti communiste de Grèce (KKE), dirigé par Dimitris Koutsoumpas, s'est classé quatrième avec 7,2% des voix.

Selon la loi grecque, la présidente du Parlement encore en fonction, Katerina Sakellariopoulou, devait confier la formation d'un nouveau gouvernement aux trois partis les plus votés selon les résultats. Ainsi, lundi dernier, cette opportunité a été offerte à Mitsotakis, qui a refusé de nouer des pactes avec d'autres formations politiques et a rendu son mandat. De leur côté, les leaders de Syriza et du PASOK-KINAL ont également rejeté la formation d'un gouvernement en raison de l'impossibilité d'obtenir une majorité en coalition avec les autres partis de gauche. Le Parlement grec devrait convoquer de nouvelles élections lundi prochain, prévues pour fin juin et incluant une prime de jusqu'à 50 sièges pour le parti le plus voté.

Le leader de la Nouvelle Démocratie s'est prononcé en faveur de la tenue de nouvelles élections, espérant ainsi obtenir la majorité absolue pour gouverner seul.

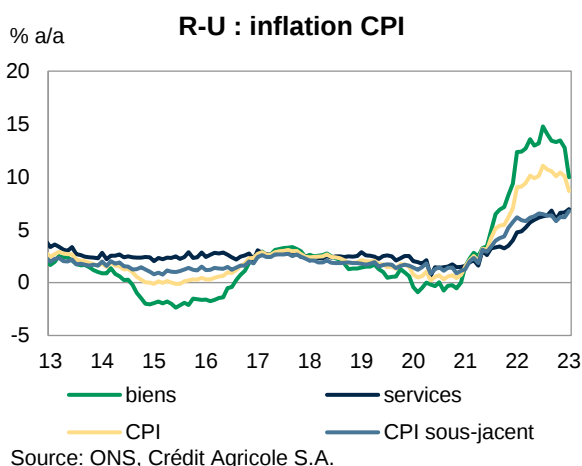
☑ **Notre opinion** – Concrètement, le parti Nouvelle Démocratie a remporté 145 des 300 sièges du Parlement, tandis que Syriza a obtenu 72 sièges. Les rendements des obligations grecques à 10 ans ont baissé de 11 points de base à 3,948% les investisseurs estimant que les résultats des élections générales ne devraient pas entraîner de déviation par rapport à la discipline budgétaire actuelle. Compte tenu du soutien financier européen et du faible coût de financement de la dette, le gouvernement grec pourrait réduire de manière significative le ratio de la dette par rapport au PIB, ce qui serait crucial pour que la dette grecque retrouve le statut tant attendu d'Investment grade. La Grèce a déjà atteint un équilibre budgétaire primaire en 2022 et affiche une croissance solide en 2022 (6,1%) et 2021 (8,1%).

Royaume-Uni

Royaume-Uni : les chiffres d'inflation créent la surprise

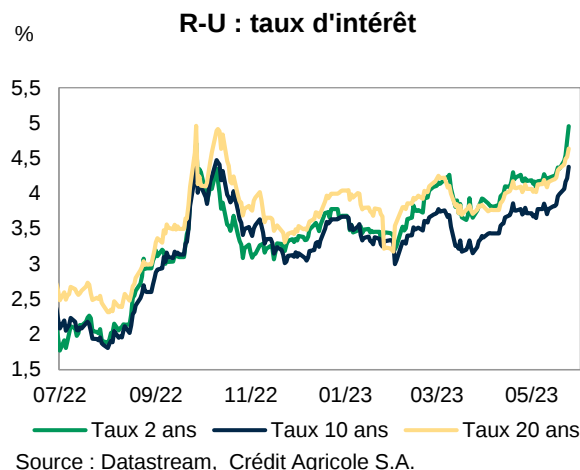
Les chiffres d'inflation du mois d'avril, publiés mercredi 24 mai, devaient apporter un soulagement outre-Manche et ancrer les anticipations de taux directeur sur un pic en juin. Une nette baisse de l'inflation était anticipée en raison de la sortie du calcul du glissement annuel de la hausse substantielle des prix du gaz et d'électricité en avril 2022 (+54% en moyenne). Grâce à ces effets de base, le taux d'inflation CPI devait passer de 10,1% en mars à 8,4% en avril, selon la prévision de la BoE, et à 8,2% selon le consensus (8,1% pour nous). Les anticipations de taux devaient continuer de tabler sur un ultime relèvement du *Bank rate* en juin de 25 points de base (à 4,75%).

L'inflation a fortement déçu. Le taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation (CPI) s'est établi à 8,7%, avec un rebond des prix de 1,2% sur le mois. La surprise est venue surtout de l'inflation sous-jacente qui, au lieu de se stabiliser à 6,2%, a accéléré à 6,8%, ce qui représente un record depuis mars 1992. L'indice CPI hors énergie, alimentaire, alcool et tabac enregistre une hausse de 1,3% sur le mois. Il s'agit d'un plus haut depuis le début de la série en 1996. Le taux d'inflation des biens a diminué, passant de 12,8% à 10% (dû à la baisse des prix de l'énergie), tandis que celui des services est passé de 6,6% à 6,9%.



Un choc pour la BoE et pour les marchés ! Les anticipations de taux des marchés se sont envolées avec des taux swap pointant vers un taux directeur à 5,4% en décembre (contre 4,8% la semaine dernière). Les taux de la dette d'État (*gilts*) ont grimpé vers des niveaux comparables à ceux de septembre l'année dernière, lorsque l'éphémère Première ministre, Liz Truss, a provoqué la défiance des investisseurs avec son « mini-budget » et qu'une crise de solvabilité a menacé alors les fonds de pension. Le taux dix ans sur la dette d'État a atteint 4,2% mercredi, et a continué de monter jeudi à 4,4%, contre un pic à 4,5% au moment du « mini-budget ». Le gouverneur de la BoE Andrew Bailey a

avoué mardi qu'il y avait « de très grandes leçons à tirer » après les erreurs de prévision d'inflation de son institution.



Les prix des services au logement (« *housing services* »), dont la hausse est passée de 26,2% à 12,3%, sont la composante qui a contribué le plus à la baisse du taux d'inflation totale, grâce aux effets de base sur les tarifs de gaz et d'électricité (une légère baisse en avril 2023 contre une forte hausse en avril 2022). Cette composante a ainsi contribué pour -1,72 point de pourcentage (pp) à la baisse du taux d'inflation totale entre mars et avril. Les prix dans les hôtels, cafés et restaurants (pour -0,12 pp) et les équipements ménagers (pour -0,05 pp) ont également apporté une contribution négative à l'évolution des prix, mais de beaucoup plus faible ampleur.

Ces contributions négatives ont été partiellement compensées par des contributions positives venant des composantes « culture et les loisirs » (+0,21 pp), « boissons alcoolisées et tabac » (+0,16 pp), « transport » et « communication » (+0,10 pp chacun). Des facteurs temporaires ont joué dans certains cas (hausse de la taxe sur le tabac, palmarès des best-sellers dans la culture, hausse des tarifs de téléphone et d'internet, etc.).

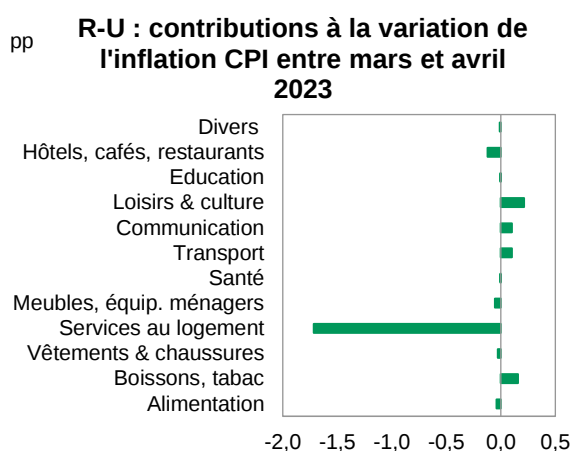
- Les prix des biens et services dans la culture et les loisirs ont accéléré, passant de 4,6% en variation sur un an en mars à 6,3% en avril, avec des contributions positives de la part de quasiment toutes les sous-composantes. Parmi les plus fortes hausses des prix sur un an, on peut noter celle du prix des livres (de 4,6% en mars à 18% en avril sur un an) ou encore des voyages organisés, qui ont encore accéléré, progressant de 12,7% (contre 11,9% en mars).
- Le taux d'inflation des boissons alcoolisées et tabac a augmenté à 9,1% après 5,3% en

mars. La plus forte contribution à cette hausse vient du tabac, dont le taux d'inflation a atteint 11% (contre 4,7% en mars) et s'explique par une hausse de la taxation.

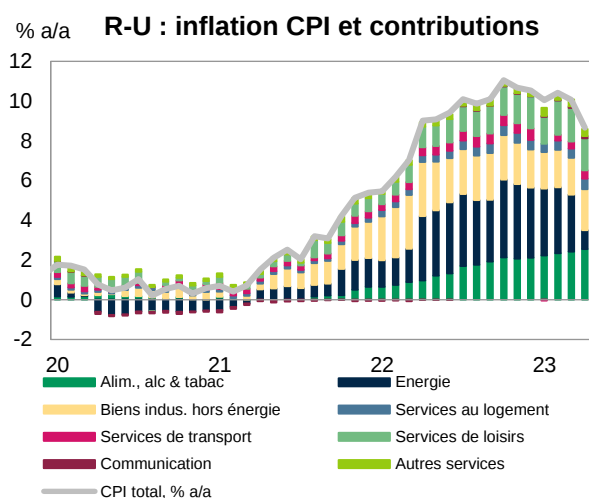
- Dans le transport, le taux d'inflation rebondit de 0,8% à 1,5%, mettant fin à une baisse continue depuis juillet dernier. C'est dû à une reprise des prix des voitures d'occasion (à +1,2% contre -4,5% en mars) tandis que le prix des carburants accélère sa chute (à -8,9% contre -5,9% en mars).
- Enfin, dans la communication, le taux d'inflation a plus que doublé en avril (à +7,9% contre +3,7% en mars) en raison de hausses des prix des services de télécommunication (+7,9% sur un an) et des services postaux (+5,7%).

Au total, la contribution des prix de l'énergie au taux d'inflation CPI a chuté fortement, passant de 2,9 pp à 1 pp, mais cette baisse est partiellement compensée par des hausses des contributions de presque tout le reste.

C'est notamment le cas des prix de l'alimentation, de l'alcool et du tabac. Leur contribution au taux d'inflation atteint 2,5 pp (2,4 pp en mars). L'inflation des prix des produits alimentaires seuls recule légèrement en avril (à 19% après 19,1% en mars) mais celle des boissons alcoolisées et du tabac a accéléré comme expliqué plus haut. Les biens industriels hors énergie (dont le taux d'inflation monte à 6,6% après 5,7% en mars), voient également leur contribution rebondir à 2,1 pp après 1,8 pp en mars.



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – Nous continuons d'anticiper une forte baisse du taux d'inflation dans les prochains mois. L'inflation CPI chuterait à environ 4,5% au dernier trimestre 2023 et à 5% pour le sous-jacent (contre 3,9% et 4,3% anticipés en avril), des prévisions qui restent assorties de risques haussiers. Ces risques sont liés aux tensions sur le marché du travail, elles-mêmes dues principalement à un taux de participation très bas. Même si le pic des tensions sur le marché du travail semble derrière nous, elles persistent et favorisent les hausses des salaires. À 6,7% au premier trimestre (7,1% dans le privé), la croissance des salaires n'est pas compatible avec la cible d'inflation de la BoE. Une boucle prix-salaires s'est installée et, selon la BoE, elle mettra plus longtemps à disparaître qu'elle n'a mis à se mettre en place.

La BoE compte en partie sur la baisse de l'inflation pour voir reculer dans son sillage les anticipations d'inflation. Mais voilà que les données récentes défont une fois de plus les prévisions, ne permettant pas à la BoE de baisser sa garde. Sa forward guidance, réitérée en mai dernier, conditionne toute hausse de taux future à l'apparition de preuves que les pressions inflationnistes persistent. La BoE avait dit qu'elle prêterait une attention particulière à l'évolution du marché du travail, à la croissance des salaires et à l'inflation dans les services. Les données récentes fournissent de telles preuves en abondance.

Une inflation qui ne baisse que trop lentement devrait continuer de soutenir les anticipations d'inflation des ménages et augmente la pression sur la BoE pour poursuivre son resserrement monétaire. Un resserrement du taux directeur jusqu'à au moins 5% moyennant deux hausses de 25 points de base semble à présent très probable.

Pays émergents

Asie

Thaïlande : après les élections, place aux négociations

Alors que les résultats définitifs, certifiés par la Commission électorale, seront publiés le 15 juillet prochain, les estimations déjà disponibles font état d'un vaste renouvellement du paysage politique thaïlandais et ont déjoué les prévisions des sondages.

Le scrutin, marqué par une participation record de 75%, a ainsi consacré la victoire des deux principaux partis d'opposition démocratiques : le PKK (« Aller de l'avant » ou *Move Forward*, centre gauche), souvent identifié comme le parti de la jeunesse urbaine et progressiste, et Pheu Thai (centre droit), parti traditionnel ayant déjà été au pouvoir, renversé par deux fois par des coups d'État (2006 et 2014).

La coalition au pouvoir, menée par les généraux de la junte et notamment le Premier ministre Prayut Chan-o-cha, en poste depuis 2014, est quant à elle la grande perdante du scrutin. Partie en ordre dispersé, puisque le général Prayut se présentait sous les couleurs d'un nouveau parti, le Parti de la Nation thaï unie, et non avec le Palang Pracharat (national conservateur, favorable à la monarchie et à la junte militaire), ces deux formations récolteraient 77 sièges, contre 116 en 2019. Les deux partis alliés traditionnels de cette coalition (Parti démocrate, conservateur et Parti de la fierté thaïe, populiste conservateur) rassembleraient 94 sièges, contre 104 en 2019.

Le système électoral thaïlandais est complexe, et de surcroît régulièrement remanié pour favoriser la junte militaire. Les 500 députés du Parlement sont élus suivant un mode de scrutin mixte : 400 sièges pourvus au scrutin uninominal à un tour, 100 au scrutin proportionnel plurinominal. Il faut y ajouter les 250 sénateurs, nommés par un panel de grands électeurs, tous acquis à la junte.

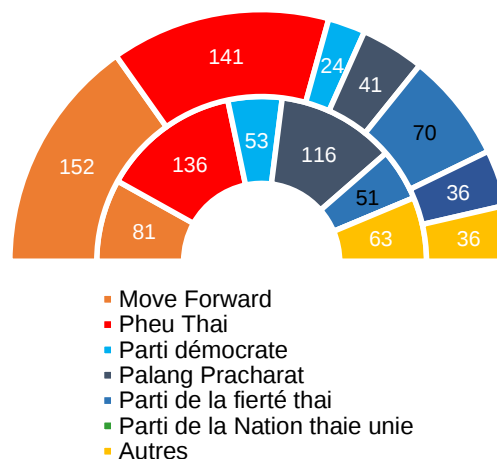
Aller de l'avant, et après ?

En gagnant 152 sièges lors des dernières élections, le PKK a créé la surprise, déjoué les sondages qui donnaient la victoire à Pheu Thai et s'est imposé comme le premier parti thaïlandais. La vague orange a notamment déferlé dans la municipalité de Bangkok, où elle remporterait 57 des 65 sièges mis en jeu. Mais malgré une performance historique – et ce d'autant que le parti avait été dissous en 2020 par la Cour constitutionnelle, accusé de ne pas avoir respecté les lois de financement sur les partis politiques – le PKK demeure très loin de la majorité absolue (251 sièges), et devra s'appuyer sur une coalition pour gouverner.

Allié à Pheu Thai, toujours très implanté dans les régions plus rurales du nord-est du pays, le *Move Forward* disposerait bien de cette majorité absolue

(environ 300 sièges en ajoutant les petits partis indépendants) au Parlement. Mais en prenant en compte le Sénat, qui participe au vote de nomination du Premier ministre, il faudra en réalité réunir 376 voix pour espérer renverser la junte et le général Prayut. Ce dernier s'était déjà assuré de pouvoir rester au pouvoir si nécessaire, en modifiant la Constitution qui fixait à huit le nombre d'années d'exercice maximal pour un Premier ministre. La junte a néanmoins promis qu'elle respecterait les résultats de l'élection et laisserait le temps aux vainqueurs de l'élection pour négocier.

Dans ce contexte, le faiseur de roi aurait pu être le Parti de la fierté thaïe (70 sièges), mené par Anutin Charnvirakul, le ministre de la Santé du général Prayut. En progression de 19 sièges et troisième du scrutin, ce dernier a toutefois annoncé qu'il refuserait de soutenir un gouvernement mené par Pita Limjaroenrat, chef de file des *Move Forward*, en raison de son positionnement sur la monarchie. Conservateur et proche du roi et de la junte, le Parti de la fierté thaïe voit d'un mauvais œil les ambitions démocratiques de *Move Forward*.



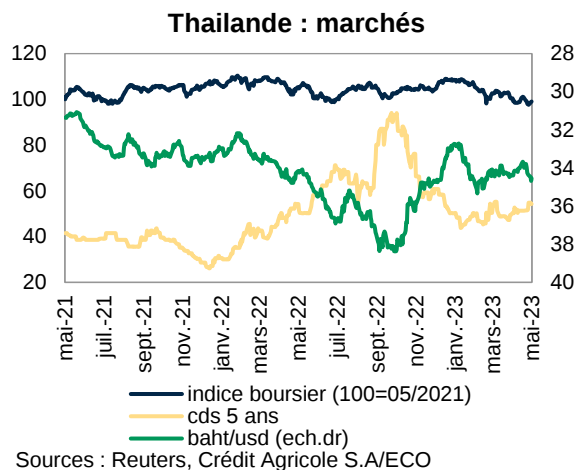
Quel gouvernement pour quelles réformes ?

Le 22 mai, Pita a présenté un accord de coalition comprenant huit partis dont Pheu Thai et rassemblant 313 députés. Il lui faudra donc convaincre un peu plus de 60 sénateurs pour accéder au poste de Premier ministre. En cas d'échec, Pheu Thai, parti en faveur de la démocratie mais plus conservateur, pourrait à son tour tenter de conclure un accord de gouvernement afin de porter au pouvoir Paethongtarn Shinawatra, fille de Thaksin, ancien Premier ministre destitué par le coup d'État de 2006 et en exil.

L'accord de coalition *Move Forward* incarne l'espoir d'une troisième voie, entre le populisme de Pheu Thai et le paternalisme des militaires. La dissolution de son ancienne forme (*Future Forward*) en 2020 avait déclenché des manifestations monstres, notamment parmi les étudiants. Le programme de *Move Forward* s'inspirait donc largement de leurs revendications, avec au premier plan l'abolition du crime de lèse-majesté, actuellement puni par des peines d'emprisonnement allant de trois à quinze ans, et dont la junte abuse pour faire taire les opposants.

Un point bloquant pour les partis alliés, qui n'a pas été repris dans l'accord. Ce dernier prévoit cependant l'écriture d'une nouvelle Constitution, la fin du service militaire obligatoire, l'abolition de certains monopoles en vigueur dans de nombreux secteurs, et souvent détenus par des proches de l'armée et de la monarchie, ou encore la légalisation du mariage homosexuel. De manière générale, l'objectif de *Move Forward* était de démilitariser le pays, afin notamment de limiter le risque de coup d'État (la Thaïlande en a connu dix-huit depuis 1932). Une transition qui pourrait être plus lente que prévue afin d'obtenir l'adhésion du Sénat.

Les marchés n'ont que modestement réagi aux résultats des élections et attendent sûrement la conclusion des négociations et le passage devant le Sénat. Le baht s'est très légèrement déprécié (2%), et les primes de risque (CDS 5 ans) ont pris 3 points de base. Une réaction d'autant plus modeste que les actifs thaïlandais ont pu par le passé être victimes de mouvements de repli brutaux, hérités des mauvais souvenirs des crises asiatiques de la fin des années 1990.



✓ Notre opinion – *Le futur gouvernement héritera quoiqu'il arrive d'une situation compliquée. Pour s'imposer, Move Forward devra faire de nombreux compromis, notamment sur la réforme de la monarchie. Pheu Thai en embuscade n'attend que de revenir au pouvoir après les deux coups d'État de 2006 et 2014. Quant aux militaires, ils n'ont certainement pas dit leur dernier mot, et gardent la mainmise sur le Sénat. Malgré la volonté claire pour plus de démocratie exprimée dans les urnes, le système électoral qu'ils ont bâti à leur profit pourrait encore leur permettre de se maintenir au pouvoir.*

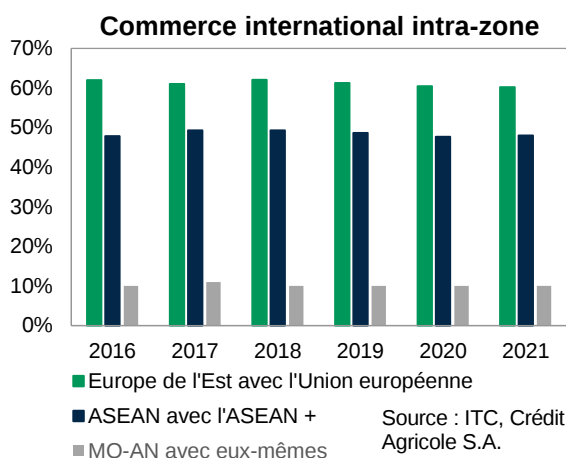
Alors que la situation économique demeure fragile, et que le pays souffre encore des séquelles du Covid, en particulier dans le secteur du tourisme, l'instabilité politique prolongée pourrait coûter cher au pays, surtout si elle se manifeste par une forte volatilité du taux de change. Si la dette externe demeure encore modérée (environ 40% du PIB), et ne représente pas un danger identifié, une dépréciation du baht pourrait de nouveau déséquilibrer le compte courant, et ce surtout si la situation politique venait à décourager la reprise du tourisme.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Moyen-Orient – Afrique du Nord : l'intégration commerciale régionale est la plus faible au monde. Un handicap certain pour le développement.

Le constat est sans appel : le Moyen-Orient et l'Afrique du Nord forment la région du monde où **l'intégration commerciale régionale est la plus faible**. Les pays commercent principalement avec les pays européens et asiatiques et très peu entre eux, y compris avec les pays de leur voisinage proche. Les statistiques sont sans conteste très parlantes : le commerce intra-régional ne représente que 10% des échanges de biens. À titre de comparaison, 40% à 60% des échanges commerciaux au sein de l'Union européenne se réalisent entre les pays partenaires de l'UE, où la libre circulation des biens et des personnes est l'un des piliers économiques fondateur de l'union et plus encore entre ceux de la zone euro où l'unité monétaire a fortement dynamisé les relations intra-zone. Une situation par ailleurs confirmée par la forte intégration commerciale des pays d'Europe de l'Est avec les pays de l'UE. Les échanges des biens entre eux atteignent 60% du total. En Asie, l'intégration des pays par le canal du commerce interrégional est également très élevée car la complémentarité industrielle y est assez forte. Ainsi 49% des échanges commerciaux se réalisent entre les pays de l'ASEAN et ceux de l'ASEAN élargi. À part le Mexique, plus intégré aux États-Unis, les pays d'Amérique latine commercent entre eux à hauteur de 15% à 33% de leurs échanges, un pourcentage qui monte à plus de 50% pour les pays enclavés, ne disposant pas de façade maritime.

La situation très particulière du Proche-Orient qui consiste en la quasi-absence de commerce avec ses voisins existe depuis de très nombreuses années et aucune évolution majeure n'est constatée. Parfois, les échanges intra-zone ont même diminué depuis quelques années.



Il existe néanmoins un certain nombre de pays un peu mieux intégrés que la moyenne dans la zone. Tout d'abord, **l'Égypte**, dont l'économie est plus diversifiée que la moyenne régionale en termes

d'exportations et se distingue par la présence d'une nombreuse diaspora dans les pays du Golfe. Ainsi 20% des flux commerciaux de l'Égypte (importations et exportations) sont réalisés avec des pays du Proche-Orient. La **Jordanie**, pays enclavé où l'agriculture joue un rôle important dans les exportations, réussit à exporter un tiers de ses produits dans son voisinage proche. Une situation que l'on retrouve aussi dans le cas du Liban pour les exportations. Et enfin l'**Iran**, pays à l'économie plutôt diversifiée, qui ne commerce régionalement qu'avec pratiquement trois pays de son voisinage : l'Irak, les Émirats et Oman, et ce à hauteur de 20% de ses exportations et d'un tiers de ses importations (presque exclusivement en provenance des Émirats).

Entre **les six pays du Golfe**, les échanges commerciaux sont un peu plus intenses qu'ailleurs dans la région. C'est notamment le cas du Koweït ou de l'Arabie pour les importations (16% et 23%) et des Émirats dont la fonction de réexportation régionale est assez élevée (21% du total). Malgré tout, ces pourcentages restent très modestes comparés aux autres régions du monde. En fait, les pays du Golfe les plus ouverts commercialement ont traditionnellement des relations assez développées avec les pays du sous-continent indien et d'Asie, une tradition liée au commerce maritime et qui date du Moyen Âge.

En revanche, l'absence d'intégration commerciale régionale est encore plus flagrante pour **les pays du Maghreb** : les relations commerciales sont au plus bas, voire quasi inexistantes entre le Maroc et la Tunisie. L'Algérie ne commerce pas non plus avec ses deux voisins (cf. les explications ci-dessous).

Au total, on constate donc un très fort contraste avec les économies intégrées d'Asie, d'Europe et d'Amérique du Nord. C'est une situation particulière qui interroge.

Les raisons sont effectivement anciennes et multiples. D'une part, la région se caractérise par son économie très rentière, orientée en premier lieu sur les matières premières énergétiques et donc avec un faible niveau de diversification des productions. 61% des exportations régionales en valeur sont assurées par les matières premières énergétiques et sont donc orientées vers les grands marchés consommateurs mondiaux que sont les pays développés européens et les grands importateurs asiatiques. Le corollaire de cette situation est la quasi-absence de complémentarités des produits industriels usinés localement.

L'industrialisation de la région est d'ailleurs assez faible, y compris dans les pays producteurs de pétrole pour lesquels la pétrochimie et la production d'aluminium sont les principales productions hors

pétrole et gaz. La valeur ajoutée y est donc contrainte. Par ailleurs, la culture entrepreneuriale et le poids des entreprises privées dans la production sont généralement moins développés dans de nombreux pays de la région où les structures étatiques pèsent encore beaucoup dans l'activité économique.

Autre obstacle à une meilleure intégration : les lacunes régionales en termes d'**infrastructures de transport**. Elles sont assez profondes et, régulièrement, pointées du doigt par de nombreux observateurs comme la Banque mondiale ou l'OCDE. Elles concernent principalement les routes et les réseaux de transport d'énergie, mais aussi les technologies de l'information et de la communication. En termes de transport public, les déficiences sont également importantes dans de nombreuses villes. Nombreux sont les exemples de projets de connections inter-étatiques qui n'ont jamais vu le jour comme le train Muscat-Dubaï-Abu-Dhabi ou l'autoroute trans-maghrébine, inachevée au niveau des frontières entre pays d'Afrique du Nord. Les défaillances de transport, parfois exacerbées par l'indisponibilité de certaines routes commerciales en cas de conflit, ne favorisent pas, bien évidemment, le commerce des biens et des services.

Enfin, il faut aussi citer les **tensions géopolitiques** entre pays qui sont assez récurrentes et constituent un frein aux relations commerciales à long terme. Les détroits maritimes (Ormuz, Bab-el-Mandeb) et les infrastructures de transport sont parfois l'objet d'enjeux de puissance et donc générateurs de tensions. De plus, les frontières fermées sont nombreuses dans la région, même en dehors des zones de conflit comme la frontière Maroc-Algérie ou celle entre la Libye et l'Égypte.

Par ailleurs, des taxes douanières pénalisantes constituent souvent des barrières commerciales rigides. Les politiques commerciales inter-États sont parfois « punitives » (comme parfois le blocage des exportations pour soutenir la consommation locale) et elles perturbent donc le bon déroulement de la marche des affaires.

Enfin, le commerce international est aussi souvent utilisé comme une arme politique ou géopolitique comme l'ont illustré récemment les embargos contre le Qatar de 2017 à 2021 ou contre le Liban en 2021, ou encore récemment la rupture des relations entre le Maroc et l'Algérie, en raison des tensions sur la question du Sahara occidental. Ces exemples paraissent plus fréquents dans la région Moyen-

Orient – Afrique du Nord que dans d'autres régions du monde où les tensions interétatiques n'aboutissent pas forcément à une rupture brutale des relations commerciales entre États.

Ce qui est vrai des marchandises et des services l'est aussi en grande partie pour **les personnes**. La région se partage ainsi en deux zones bien distinctes et assez clairement identifiées : les ressortissants de l'un des six pays du Golfe (Arabie, Bahreïn, Émirats, Koweït, Oman et Qatar) peuvent se déplacer assez largement dans les pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord sans nécessité de visa. Ailleurs dans la zone, c'est l'inverse qui prévaut : la circulation des habitants des autres pays est rendue très difficile par l'obligation de visas dont la délivrance n'est pas toujours systématique. Ainsi, un ressortissant marocain devra disposer d'un visa préalable pour voyager dans onze des dix-huit pays de la région quand un Émirati n'aura besoin que de six visas (trois préalables et trois obtenus à l'arrivée). L'obligation de visa pour se déplacer est bien sûr encore plus vraie pour les habitants des pays en guerre (Irak, Syrie et Yémen).

Les conséquences d'un très faible commerce intra-zone sont dommageables pour l'ensemble de l'économie. D'une part, les marchés domestiques sont trop étroits et brident significativement la croissance économique en l'absence de dynamique commerciale endogène. La région ne génère donc que peu d'économies d'échelle en l'absence de complémentarités. La croissance est en outre souvent trop volatile car excessivement liée aux rentes des matières premières ou du tourisme. Et ces économies disposent de trop peu d'amortisseurs en cas de crise. Par ailleurs, hors pays du Golfe, les investissements directs étrangers (IDE) sont assez contraints ou alors souvent utilisés comme des aides ponctuelles ou des mesures de sauvetage des pays riches du CCG lors de crises financières (comme récemment en Tunisie, en Égypte et, au cours des précédentes crises d'avant 2019, au Liban).

Au total, si le déficit de complémentarité industriel et commercial et le manque de diversification économique dans la région sont bien les principaux facteurs qui brident les échanges intra-zone et donc le développement économique, des tensions plus politiques et géopolitiques fréquentes freinent significativement l'intégration commerciale. Un autre exemple malheureux du caractère peu inclusif du développement économique de la région.

✓ Notre opinion – Des espoirs existent malgré tout avec les accords d'Abraham et l'intégration régionale d'Israël, la construction d'oléoducs ou de gazoducs au Moyen-Orient pour développer les champs gaziers méditerranéens ou contourner les détroits, les récentes mesures prises par les Émirats pour mieux s'intégrer dans l'économie mondiale, l'ouverture progressive de l'Arabie au tourisme non religieux et l'apaisement récent des relations des pays arabes avec l'Iran, et notamment de l'Arabie saoudite. Bien que la région soit sujette aux tensions récurrentes, la volonté politique régionale d'un développement industriel plus vigoureux afin de susciter une meilleure intégration commerciale existe probablement plus que dans le passé.

Afrique sub-saharienne

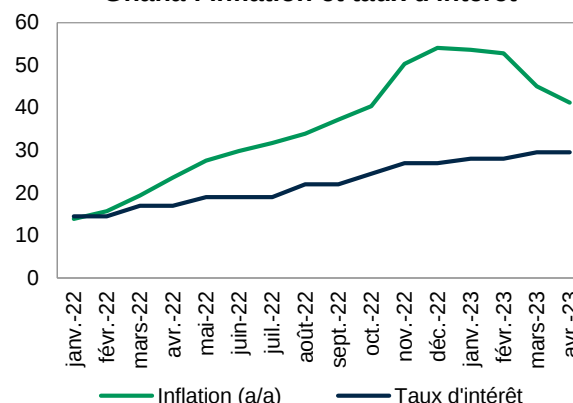
Ghana : le coup de pouce tant attendu du FMI

Le conseil d'administration du FMI a enfin approuvé un prêt de 3 Mds USD au Ghana, après que ce dernier ait apporté les garanties suffisantes pour débloquent cette aide. Ce programme de trois ans, au titre de la facilité élargie de crédit, vise à restaurer la stabilité macroéconomique du pays et replacer la dette sur une trajectoire soutenable. C'est une bouffée d'oxygène apportée par un premier décaissement immédiat de 600 millions USD pour ce pays en proie à une grave crise économique.

En juillet 2022, le Ghana s'était résolu à faire appel au FMI pour obtenir ce programme d'aide et un pré-accord avait été conclu fin 2022. Le Fonds a tenu compte du programme de restructuration des dettes locales qui a été clôturé avec succès pour le pays en enregistrant un taux de participation de 80% des détenteurs d'obligations, et des négociations en cours avec les principaux pays créanciers pour la restructuration de la dette externe. En effet, les créanciers officiels d'Accra ont formé un comité coprésidé par la France et la Chine et se sont engagés à négocier avec le pays pour la restructuration de leurs créances. Le soutien du FMI accompagnera le Programme pour la croissance économique post-Covid (PC-PEG) présenté par le gouvernement ghanéen l'année dernière. Il se décline en sept points clés : une meilleure mobilisation des recettes intérieures, la rationalisation des dépenses, le renforcement des capacités productives locales, la promotion et la diversification des exportations, la protection des pauvres et des personnes vulnérables, le développement des infrastructures numériques et physiques adaptées au climat et la mise en œuvre de réformes structurelles. Les conditions qui accompagnent ce prêt sont ainsi semblables aux objectifs du PC-PEG, en particulier l'assainissement budgétaire avec une meilleure mobilisation des recettes qui sera favorisé par la mise en place de réformes structurelles (politique fiscale, gestion des finances publiques) et la réduction de l'inflation.

Outre la lourde dette publique (90% du PIB), l'économie est à bout de souffle. Le renchérissement des importations du fait des conséquences de la guerre en Ukraine est largement ressenti par la population, confrontée à une forte hausse des prix. L'inflation tend néanmoins à s'assagir depuis le pic de décembre 2022 (54%) et atteint 41,2% en avril (a/a). Par ailleurs, la monnaie ghanéenne, le cedi, était devenue l'une des devises les moins performantes au monde en 2022 en se dépréciant de 45% face au dollar américain. Depuis l'annonce du plan FMI, la monnaie s'est légèrement redressée et s'est appréciée de 9% depuis le début du mois de mai. En outre, la position extérieure du pays s'est détériorée avec des réserves de change équivalentes à 2,2 mois d'importations. Néanmoins, l'activité économique se montre résiliente pour le moment, avec une croissance de 3,2% en 2022 (contre 5,4% en 2021), soutenue par une industrie extractive et un secteur des services très dynamiques. Elle devrait tout de même poursuivre ce ralentissement à un niveau en deçà de son niveau moyen pré-pandémique de 7% et atteindre 1,6% cette année (FMI).

Ghana : inflation et taux d'intérêt



Sources : Ghana Statistical Services, Crédit Agricole S.A/ECO

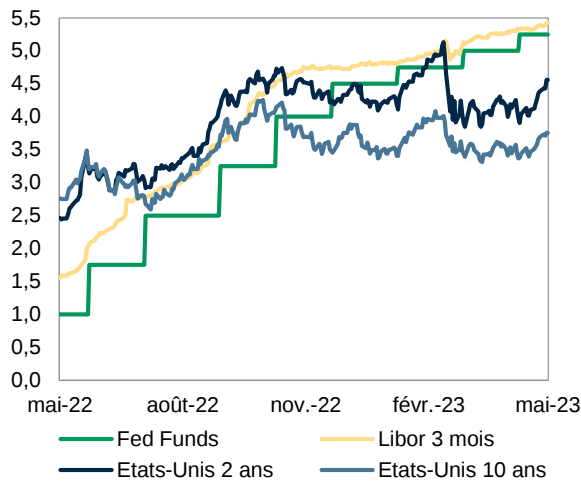
Notre opinion – Ce plan de soutien du FMI permettrait de réduire à court terme les pressions sur les réserves de change et sur le cedi ghanéen, et devrait débloquent davantage de fonds de la communauté internationale (la Banque mondiale prévoit une aide de 1,6 Md USD). Le Ghana fait preuve de beaucoup de volonté pour assurer la stabilité économique et enrayer l'hémorragie budgétaire. Ainsi, d'une part, la Banque centrale du Ghana poursuit son resserrement monétaire avec une hausse de son taux directeur, passé de 14,5% en janvier 2022 à 29,5% aujourd'hui, pour endiguer l'inflation. D'autre part, le budget 2023 présenté par le gouvernement prévoit un déficit budgétaire de 7,7% du PIB, contre 9,9% en 2022. Les revenus fiscaux devraient ainsi augmenter de 15,9% du PIB en 2022 à 18% du PIB en 2023, soutenus par la hausse de 2,5 points de la TVA, à 15%, la mise en œuvre de la plate-forme sur les impôts fonciers, et une baisse du taux E-Levy (sur les transactions électroniques) de 1,5% à 1%. Par ailleurs, le gouvernement ghanéen a introduit en avril diverses mesures fiscales visant à augmenter le droit sur certains produits soumis à accise, à réviser les taux d'imposition sur le revenu applicable aux particuliers et à introduire une retenue sur les rendements des placements.

Enfin, 22 milliards USD sur une dette extérieure totale de 30 milliards USD font l'objet d'une restructuration, dont 14 Mds USD sont détenus par des créanciers commerciaux (y compris les détenteurs d'eurobonds) et 5,4 Mds USD sont détenus par des créanciers bilatéraux comme la Chine et le Club de Paris. Même si avec ce plan FMI le gouvernement espère obtenir un allègement de 10,5 Mds USD entre 2023 et 2026, les conditions de restructuration avec les principaux bailleurs n'ont pas encore été convenues.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

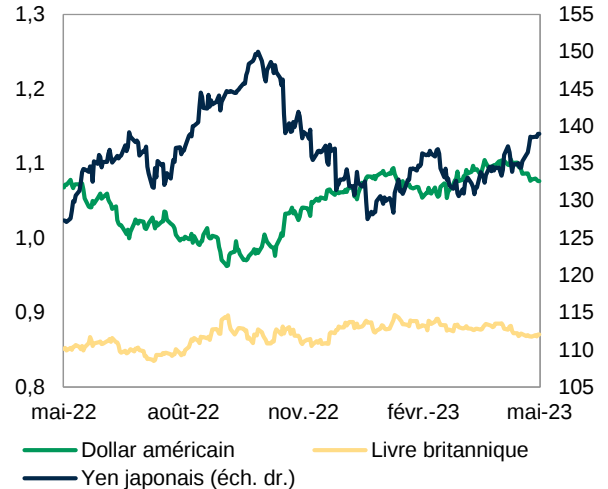
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

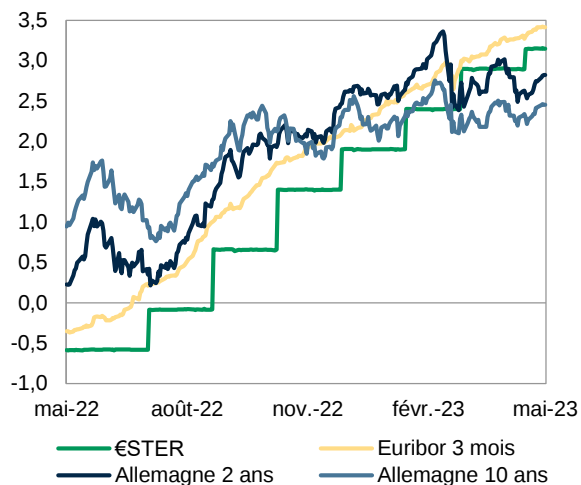
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

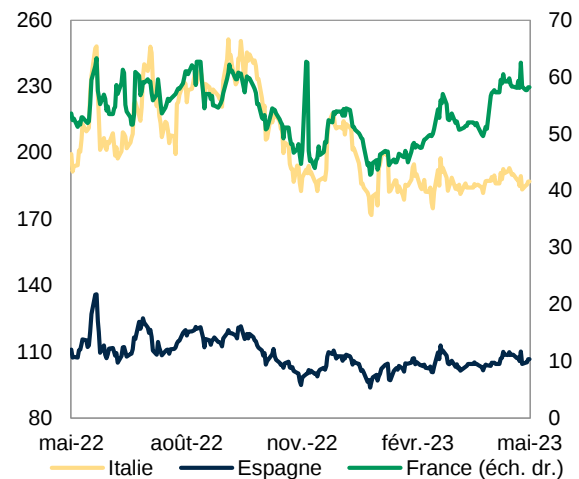
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

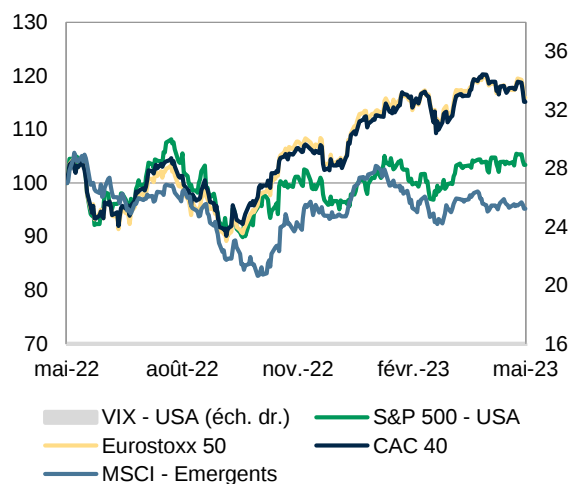
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

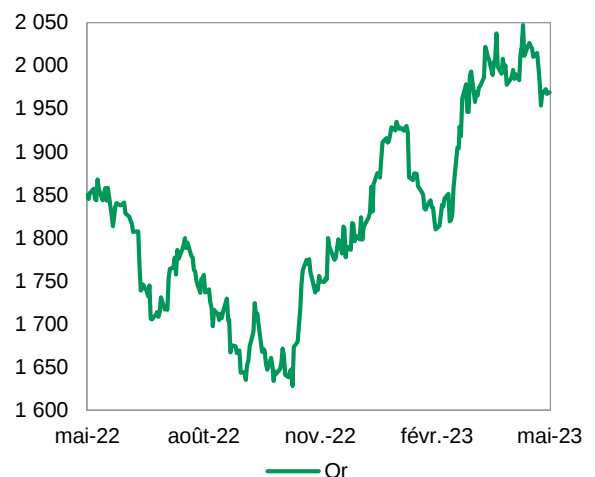
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

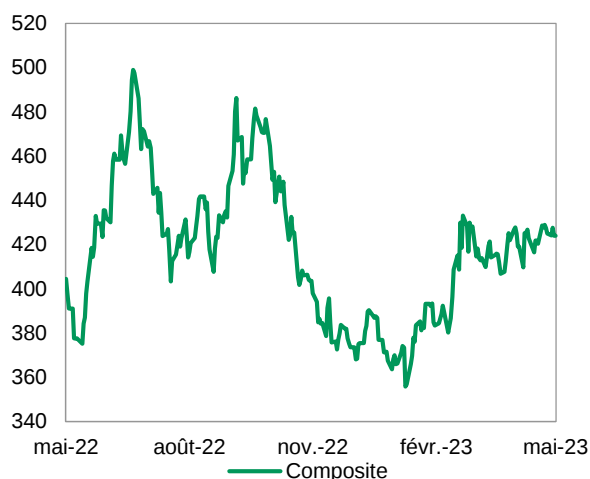
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

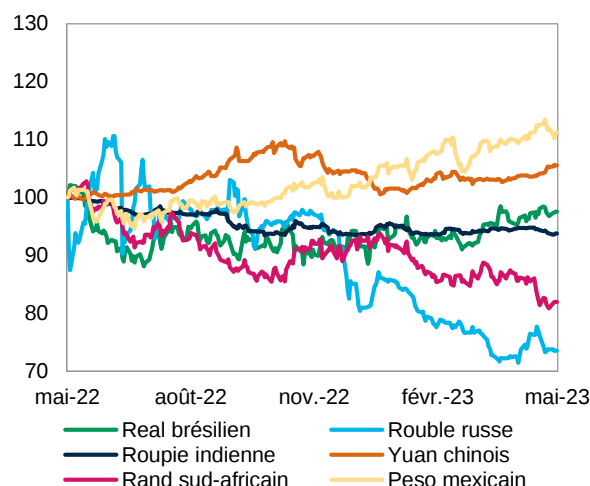
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

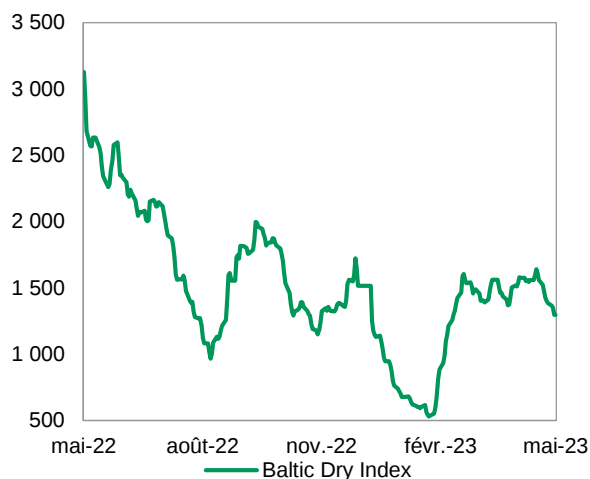
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

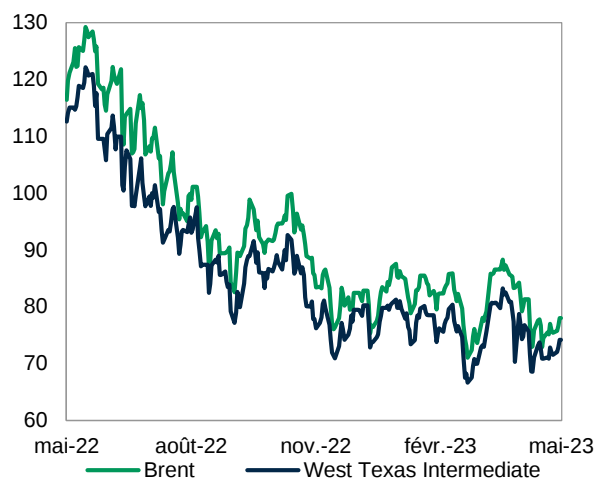
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

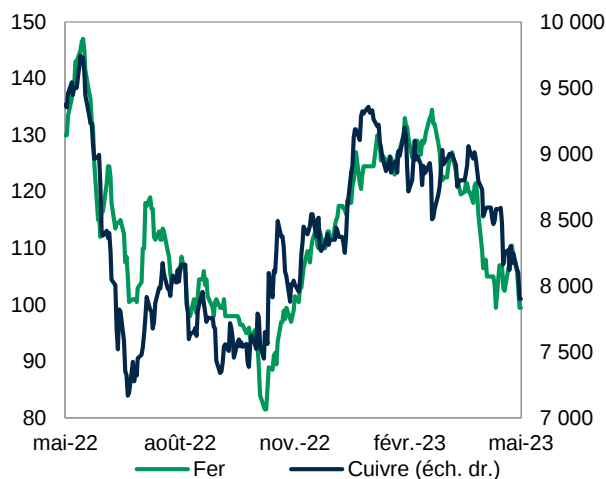
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

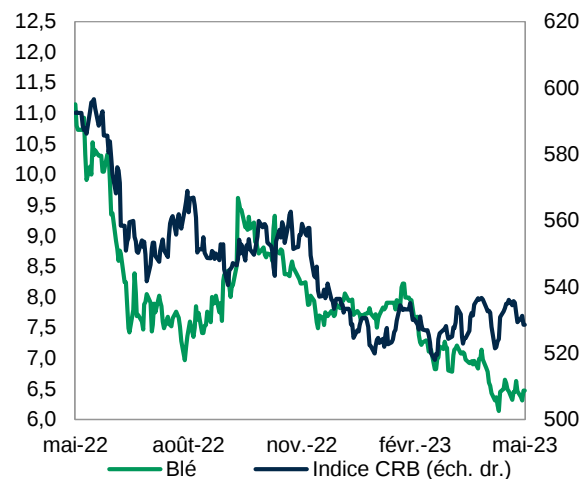
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



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

[Un ralentissement « baroque »](#)

Date	Titre	Thème
25/05/2023	La grande polarisation	Monde
22/05/2023	L'Observatoire financier des entreprises agroalimentaires - Ensemble des IAA	Agroalimentaires
17/05/2023	Japon-Corée – Les lignes de force de la géo économie asiatique bougent vite	Asie
16/05/2023	Royaume-Uni – Conjoncture : le PIB croît de 0,1% au T1-2023	Royaume-Uni
15/05/2023	Parole de banques centrales – La BOE augmente ses taux de 25 pbs à 4,5% et révisé fortement ses prévisions	Royaume-Uni
12/05/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
12/05/2023	Les nouvelles dépendances	Europe
11/05/2023	Brésil – « Patience et sérénité »	Brésil
10/05/2023	Asie – Conjuguer développement et transition écologique	Asie
10/05/2023	Italie – La "botte" crée la surprise au T1-2023	Italie
09/05/2023	Parole de banques centrales – Réserve fédérale : pause possible en juin, mais sans garantie	États-Unis
05/05/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
04/05/2023	L'indésirable blé ukrainien	Ukraine
04/05/2023	Brésil – Vers un nouveau cadre budgétaire	Brésil

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 BENADJAUD, 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 WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Ayathassen BENSARD

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : DATALAB ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION

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

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

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

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

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