

Perspectives

Hebdomadaire – N°22/173 – 20 mai 2022

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Net renforcement de l'euro, vers un retour au premier plan des faucons ?.....	2
☞ Qui gagnera la guerre idéologique mondiale ?.....	3
☞ France : taux de chômage en (très) léger recul au premier trimestre.....	6
☞ Allemagne : les défaites régionales s'accumulent et affaiblissent le chancelier.....	6
☞ Espagne : le plafond du prix du gaz.....	7
☞ L'inflation britannique atteint 9% en avril sur fond de hausse des tarifs de l'énergie.....	8
☞ Le marché du travail britannique continue de manquer cruellement de main-d'œuvre.....	8
☞ Chine, Hong Kong : le coût du zéro Covid.....	10
☞ Maroc : hausse de l'inflation et peu d'amélioration du chômage.....	12
☞ République tchèque : les premiers effets de l'inflation sur la notation.....	13
☞ Centrafrique : l'adoption du Bitcoin, une décision qui interroge.....	14

Net renforcement de l'euro, vers un retour au premier plan des faucons ?

Alors que la BCE a confirmé lors de sa dernière réunion de politique monétaire qu'elle mettrait probablement fin à son programme d'achats d'actifs au troisième trimestre, la lecture du compte-rendu de cette réunion laisse entendre qu'une fin du programme d'achats d'actifs dès la fin du mois de juin est possible, ce qui ouvrirait la porte à une hausse de taux (de 25 pdb) dès le mois de juillet, une possibilité déjà prise en compte par les marchés et en ligne avec nos analyses. Les membres du Conseil des gouverneurs de la BCE semblent également préoccupés par la persistance de l'inflation et ont souligné à plusieurs reprises la hausse de l'inflation sous-jacente tout en nuancant le caractère durable de cette inflation suite au ralentissement de la croissance au cours des derniers mois et à des hausses de salaire toujours limitées. Cette semaine, Klaas Knot, gouverneur de la banque centrale néerlandaise et figure de proue des « hawks »¹ au Conseil des gouverneurs, a même évoqué une potentielle hausse de 50 pdb (points de base) du taux de dépôt dès le mois de juillet. Une remontée trop brutale des taux d'intérêt pourrait toutefois entraîner un freinage brutal de la croissance et nous estimons plus probable des hausses de taux graduelles (par paliers de 25 pdb) d'ici la fin de l'année.

Cette annonce a toutefois fait réagir les investisseurs. Les taux obligataires souverains ont nettement augmenté cette semaine avec une hausse de 28 pdb du taux du Bund à 2 ans qui atteint 0,4%. Signe que les anticipations d'inflation à plus long terme restent modérées, le taux du Bund à 10 ans ne progresse que de 4 pdb sur la semaine, à 1%. Les primes de risque sur les obligations italiennes et espagnoles à 10 ans augmentent également de 7 pdb et 4 pdb respectivement, tandis que le *spread* OAT/Bund recule de 4 pdb. L'inflation reste en effet plus modérée en France et les données du chômage parues cette semaine confirment le dynamisme du marché de l'emploi en France, malgré le ralentissement de la croissance en début d'année.

L'anticipation du resserrement monétaire en Europe et les craintes d'un freinage brutal de la croissance aux États-Unis ont également contribué à la dépréciation du dollar qui perd 1,6% de sa valeur face à l'euro cette semaine et cède également 1,6% face au yen. En outre, les données économiques ont été décevantes. Les enquêtes sur le climat des affaires indiquent une dégradation de l'activité dans le secteur manufacturier. *L'Empire State Manufacturing Survey* a ainsi nettement déçu et passe en dessous de 0 (en zone de dégradation de l'activité). La dégradation de la situation sanitaire et la politique zéro Covid menée en Chine pourraient à nouveau exacerber les tensions sur les chaînes de valeur au niveau mondial.

Par ailleurs, les craintes d'un ralentissement de la demande augmentent face aux pressions inflationnistes aux États-Unis, après une période de surchauffe liée à la reprise de l'activité en 2021. Face à une baisse de la demande, les entreprises ne seraient pas en mesure de répercuter la hausse des coûts de production sur les prix de vente ce qui menacerait leurs marges. Le rythme du resserrement monétaire, déjà bien entamé, par la Fed pourrait en outre s'accélérer au cours des prochains mois et les marchés anticipent désormais un retour du taux des *Fed Funds* à son niveau « neutre » soit entre 2,25% et 2,5% d'ici la fin de l'année, c'est-à-dire 150 pdb au-dessus de son niveau actuel. Les marchés actions américains sont ainsi en nette baisse cette semaine, pénalisés en premier lieu par les grands groupes de distribution et les valeurs technologiques. Le Nasdaq 100 recule ainsi de 4,1% sur la semaine et l'indice S&P 500 de 3,1%.

L'orientation des investisseurs vers les actifs sans risques s'est d'ailleurs confirmée cette semaine puisque parallèlement à la baisse des marchés actions, le rendement des obligations américaines à 10 ans perd 5 pdb à 2,9% et reste proche du taux à 2 ans (2,6%).

¹ Les hawks ou faucons sont en faveur d'une politique monétaire moins accommodante en opposition aux doves (colombes).

Focus

Qui gagnera la guerre idéologique mondiale ?

Derrière le conflit en Ukraine, il y a plusieurs guerres, plusieurs espaces d'affrontement et plusieurs temporalités. Chacun de ces espaces et de ces temps doit être perçu par les entreprises qui cherchent désormais à tracer les lignes de leur propre politique étrangère. Car chacun de ces espaces et de ces temps peut un jour se matérialiser en risque opérationnel.

Sur le plan idéologique, la guerre est déjà mondiale, et c'est une bataille qui va se poursuivre bien après que les armes se seront tues, car le temps de l'affrontement des idées est plus long que celui du militaire. En fait, quelle que soit l'évolution sur le terrain, quel que soit l'affaiblissement – et même l'affaîssement – économique ou géopolitique russe, la façon dont le conflit sera digéré idéologiquement dans le monde va contribuer à dessiner les nouveaux équilibres politiques et géopolitiques globaux, tout autant que la guerre elle-même.

Où en sommes-nous dans la lecture idéologique de la guerre, hors coalition occidentale ?

D'une certaine façon, la dimension idéologique du conflit telle que le voit le Kremlin – une proxy-guerre entre l'Ouest et le reste du monde, dont Moscou ne serait que la tête de pont² – est en train d'échapper à la Russie, en se mondialisant. Ainsi, même lorsque leurs pays ont condamné l'intervention à l'ONU, et même si cela ne se traduit pas par un soutien pour Moscou, beaucoup d'intellectuels et de responsables politiques de pays non occidentaux soulignent néanmoins l'idée d'une responsabilité de l'Otan dans les causes profondes de cette guerre et réclament un nouvel ordre mondial qui ne serait pas défini par la coalition occidentale.

Le cœur de l'affrontement idéologique global semble donc posé : c'est à la fois celui de la responsabilité du conflit, voire même de la légitimité à le mener, et de la future place idéologique de l'Occident dans le monde, qui se perçoit, quant à lui, en champion des Droits de l'Homme. C'est à l'aune de ce contexte qu'il faudra lire les effets de l'élargissement de l'Otan à la Suède et à la Finlande.

C'est aussi sur ce thème de la responsabilité du conflit que la connexion se fait entre politique intérieure et géopolitique dans beaucoup de pays d'Europe de l'Ouest. En effet, passé le choc psychologique des premiers mois et de la violence, le débat sur les causes de la guerre est en train de devenir un puissant facteur de montée de la conflictualité dans les opinions publiques, répercuté par le travail de polarisation des partis antisystèmes,

de gauche comme de droite, qui se chargent de faire le lien entre ce thème et celui de l'effondrement des valeurs occidentales.

Pas un bloc uni mais une nébuleuse antioccidentale

Cependant, il n'y a pas pour autant à ce stade formation d'un bloc uni derrière un leader antioccidental, et cela pourrait bel et bien être l'échec à la fois de la Russie et de la Chine. On peut même se demander si le thème n'est pas en train de leur échapper, bien qu'ils en aient convoité le leadership depuis trente ans.

Pour sa part, Pékin a pris très tôt une position consistant à ne pas se mettre en menace de sanctions économiques, donc à ne pas apporter d'aide directe, mais à s'aligner idéologiquement avec la Russie sur le thème anti-Occident. Cette stratégie a été qualifiée d'ambiguë mais, en procédant ainsi, la Chine cumule les avantages stratégiques : pas de rupture économique ou financière nette avec l'Occident, qu'elle serait sans doute incapable d'assumer aujourd'hui, et une récupération du capital idéologique russe, y compris si Moscou sort totalement affaibli du conflit. Il faut dire qu'à Pékin, la guerre idéologique mondiale a été théorisée très tôt – mais pas plus ni moins qu'aux États-Unis et en URSS – avec le concept des « trois guerres » – à savoir la guerre de l'opinion (rallier à sa cause, déclencher des émotions), la guerre psychologique (démoraliser les forces armées, briser la confiance entre le peuple et le gouvernement des pays ennemis) et la guerre du droit (utiliser ou créer des lois pour dissuader, contraindre ou punir)³.

Ce détournement et cette utilisation institutionnalisée du droit international pour faire évoluer un rapport de force géopolitique ont même donné naissance à un concept, issu au départ des milieux néoconservateurs américains, mais qui prend partout, depuis plusieurs années, une énorme importance stratégique : le « lawfare »⁴. Comme le détaille Amélie Ferey dans une étude de l'Ifri, le *lawfare* adopte aujourd'hui quatre formes principales : « l'aménagement des contraintes juridiques par la réinterprétation de normes existantes ; l'émission de nouvelles normes au moyen d'un lobbying juridique mis au service d'une stratégie de puissance ; la mobilisation des effets du droit pour contraindre un acteur par une judiciarisation stratégique ; l'utilisation du droit comme arme réputationnelle ».

² "This war is a kind of proxy war between the West and the rest – Russia being, as it has been in history, the pinnacle of "the rest" – for a future world order". S. Karaganov, avril 2022, interview dans *The New Stateman*

³ https://www.liberation.fr/international/asie-pacifique/operations-dinfluence-les-trois-guerres-du-parti-communiste-chinois-20210921_BVEZX45WV5GRZDWJITVOFQLU6E/
⁴ https://www.ifri.org/sites/default/files/atoms/files/ferey_guerre_d_es_normes_2022.pdf

La puissance du *lawfare*

Décuplé par la puissance des réseaux sociaux, qui rendent l'espace intellectuel global fragile et de plus en plus « liquide⁵ », le *lawfare* est en train de devenir l'un des outils les plus puissants de la guerre idéologique et, *de facto*, la source de nombreux risques opérationnels pour les entreprises. Le *lawfare* nourrit le travail des services de conformité. Il est à la fois l'arme de guerre de toutes les puissances révisionnistes de l'ordre mondial, mais aussi un instrument de domination hégémonique des États-Unis. En Russie, le discours juridique alternatif a même eu une visée de propagande intérieure quand il a donné le support légal d'une redéfinition de l'espace post-soviétique à partir d'une définition extensive de la diaspora. Ce discours juridique qui donne aussi de la substance à l'obsession politique d'une réécriture de l'histoire se construit en fait depuis très longtemps puisque, dès 2008, était créée une organisation intitulée « Russkiy mir », dédiée aux 30 millions de personnes qui résident en dehors des frontières de la Russie mais qui entretiennent avec elle des liens ethniques, juridiques et culturels.

Reste que pour l'instant, il n'y a pas encore de vrai bloc idéologique antioccidental mais plutôt une nébuleuse hétéroclite dans laquelle se côtoient différents types de régimes et différentes stratégies géopolitiques. Toutes ont cependant deux choses en commun : d'une part, cette contestation de la légitimité occidentale à redessiner l'ordre du monde et, d'autre part, une forme de non alignement géopolitique, qui permet donc à beaucoup de pays d'affirmer leur indépendance idéologique, tout en poursuivant la collaboration économique avec l'Occident. C'est à peu près la position de l'Inde et des Emirats par exemple.

L'aréopage hétéroclite du non-alignement

Derrière cette posture, on retrouve, selon les pays, plusieurs raisons, plus ou moins mêlées, plus ou moins vindicatives. À l'extrême, il y a la dénonciation d'un double discours occidental sur les Droits de l'Homme, instrumentalisé pour affirmer une pure hégémonie. Dans le même registre, mais de façon plus soft, il y a la simple « méfiance » des régimes autoritaires vis-à-vis de cette géopolitique des Droits de l'Homme. Il y a également les positions ambiguës de certains pays vis-à-vis de l'idée même de souveraineté territoriale, surtout pour ceux ayant des ambitions de conquête ou des conflits territoriaux larvés. À tout cela se greffe enfin l'héritage du tiers-mondisme et du non-alignement des années 60, où le rejet de l'Occident fait écho à celui du capitalisme financier. L'entretien du Brésilien Lula dans le *Times* est très révélateur de ce qui se passe dans de nombreux pays d'Amérique latine, qui renvoient dos à dos les présidents russe et ukrainien dans la responsabilité de la guerre et dénoncent le blocage

des Nations Unis, appelant à une réforme des institutions mondiales.

Alors, où en sommes-nous ? Eh bien, la guerre idéologique plus large dans laquelle s'inscrit le conflit en Ukraine semble avoir, pour l'instant, deux effets. Le premier c'est que la matérialisation par les armes russes d'une critique radicale d'un Occident ennemi trouve un certain écho idéologique, dans de nombreux pays, même si la guerre est condamnée. Le second, c'est aussi la réouverture, par des pays non alignés, d'un débat déjà ancien sur la refonte des organisations internationales. Ce débat va devenir important, y compris dans un processus de paix éventuelle sur le terrain ukrainien, qui ne pourra faire l'économie de cette réflexion institutionnelle plus globale. Car nous sommes aujourd'hui face à des puissances révisionnistes de l'ordre mondial, et il ne faut pas se tromper sur ce que cela signifie.

Qu'est-ce qu'une puissance révisionniste ?

Dans l'introduction de sa thèse sur le Congrès de Vienne, Kissinger invite ainsi à réfléchir à la fois à la nature des puissances révisionnistes, à leur comportement géopolitique, mais aussi à ce que leur apparition révèle du moment géopolitique que l'on est en train de vivre. « Chaque fois qu'une puissance dénonce l'oppression que lui paraît incarner l'ordre existant où la manière dont il est légitimé, ses relations avec les autres puissances prennent un tour « révolutionnaire » [...]. *Lorsqu'il en est ainsi, il ne s'agit plus d'accidents, dans le cadre du système existant. C'est celui-ci dont le sort va se jouer. [...]. Ce qui est particulier à une puissance révisionniste, c'est que rien ne peut rassurer ses dirigeants [...]. La sécurité absolue à laquelle aspire une puissance révisionniste se solde par l'insécurité absolue de toutes les autres [...]. La puissance révisionniste est jusqu'au-boutiste ».*

En fait, la grande bataille idéologique que la Russie soulève avec cette guerre est une bataille révisionniste de l'ordre mondial. Elle ne fait cependant que prolonger, en la radicalisant, ce qui existait déjà dans l'affrontement États-Unis/Chine ou dans la proposition chinoise, avec sa nouvelle route de la soie, d'un autre ordre mondial. Cette bataille illustre donc aussi, dans le domaine des idées, ce moment de déséquilibre profond du système de relations internationales dans lequel nous sommes. Enfin, cet affrontement idéologique pointe aussi la double tendance du scénario géopolitique global que l'on constate dans d'autres domaines, comme dans le commerce par exemple : d'une part un conflit dur entre un Occident de plus en plus aligné idéologiquement et quelques pays radicalement ennemis et, d'autre part, dans le reste du monde, une fragmentation, une redistribution de la puissance et un refus des blocs.

⁵ Voir les travaux de Zygmunt Bauman sur le concept de société liquide

Face à cette fragmentation, le rétablissement d'un équilibre global passera donc certainement par une réforme des institutions internationales, poussée évidemment par tous les non-alignés. Mais, en attendant, plus la guerre s'intensifie, plus la

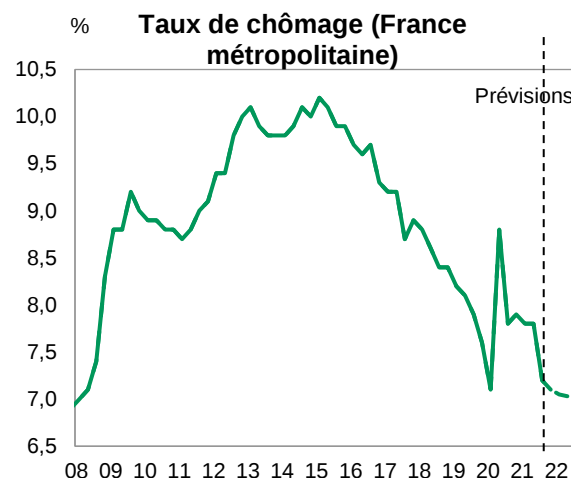
neutralité idéologique devient difficile et plus la bataille de la narration va s'intensifier. Nous en sommes aussi, chacun à notre niveau, les cibles privilégiées.

Zone euro

France : taux de chômage en (très) léger recul au premier trimestre

Le taux de chômage est pratiquement stable au premier trimestre. Il perd 0,1 point par rapport au quatrième trimestre pour atteindre 7,3% (France entière), en nette baisse par rapport à son niveau d'avant-crise (8,2%). Malgré une stagnation du PIB, et même un recul de la demande intérieure au premier trimestre, l'emploi est ainsi resté dynamique. En outre, cette légère baisse n'est pas compensée par une hausse du halo autour du chômage (personnes souhaitant un emploi mais n'étant pas comptabilisées comme au chômage pour des critères de disponibilité, par exemple) qui recule lui aussi de 0,1 point.

Le dynamisme des embauches se traduit également par une hausse du taux d'emploi qui atteint 68% des 15-64 ans (+0,2 point par rapport au T4 2021), un record depuis que la mesure existe.



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

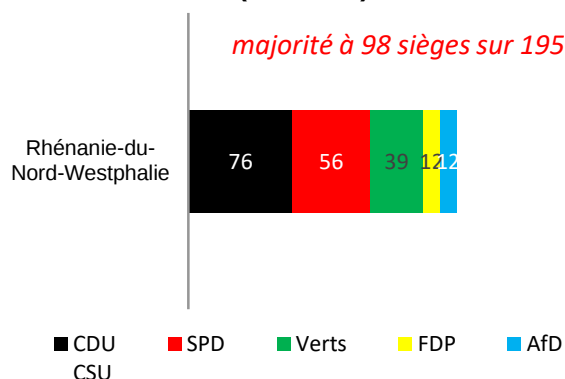
Notre opinion – Malgré l'accélération de l'inflation au cours des derniers mois et la hausse de l'incertitude, le marché du travail reste dynamique en France. La population active dépasse nettement son niveau du T42019, tandis que l'emploi salarié est également plus élevé qu'avant la pandémie. Plus de 500 000 emplois salariés ont été créés dans le secteur privé en 2021, conséquence directe du redémarrage de l'activité dans les secteurs de services. Nous anticipons désormais un atterrissage en douceur du marché de l'emploi avec un ralentissement des embauches. Cependant, malgré le ralentissement de la croissance et en particulier de la demande domestique, nous n'envisageons pas de retournement brutal du marché de l'emploi à moyen terme. Le taux de chômage devrait ainsi se stabiliser autour de 7% dans les prochains trimestres.

Allemagne : les défaites régionales s'accumulent et affaiblissent le chancelier

Les élections régionales en Rhénanie du Nord-Westphalie se sont soldées par une victoire des conservateurs de la CDU/CSU qui obtiennent la première place des suffrages avec 76 sièges, loin devant les sociaux-démocrates à 56 sièges en baisse de 13 points comparativement aux élections de 2017. Le parti libéral du FDP ressort comme le perdant de ces élections avec 12 sièges, en chute de 16 points. Le parti des Verts est en revanche le grand gagnant des élections, en troisième position avec 39 sièges (+25 points). Le parti Afd perd 4 sièges mais réussit néanmoins à conserver sa place au parlement régional malgré cette débâcle. La reconduite de l'alliance sortante CDU/CSU et FDP serait insuffisante pour atteindre la majorité parlementaire et pourrait être remplacée par une coalition CDU/CSU et les Verts assez probable. C'est la deuxième fois que le parti social-démocrate subit un revers électoral depuis le début de l'année. Les élections dans le Schleswig-Holstein, une semaine auparavant ont dévoilé un repli significatif

du SPD à la sortie des urnes tandis que les Verts sont apparus comme les faiseurs de rois.

Distribution des sièges au parlement (mai-2022)



Sources : Landeswahlleiter, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – Cette victoire des conservateurs dans le Land le plus peuplé (13,2 millions d'habitants) conforte la politique du parti d'opposition et de son nouveau leader Friedrich Merz dans sa reconquête du pouvoir au niveau fédéral. Elle met à mal la coalition en place et plus particulièrement la politique du chancelier social-démocrate Olaf Scholz, jugée hésitante et sans cap réel par l'opposition. La percée des

Verts dans les deux dernières élections régionales donne en revanche plus d'espace aux écologistes dans l'alliance tripartite. Le FDP, et son représentant Christian Lindner, est davantage affaibli par ces élections en raison de sa position assumée pour un retour rapide à des finances publiques plus saines alors que la guerre en Ukraine, la crise sanitaire et les pressions inflationnistes pèsent plus lourdement sur les perspectives de croissance du PIB au risque de réduire la consommation des ménages, principal pilier de la croissance du pays de ces dernières années.

Espagne : le plafond du prix du gaz

Le Conseil des ministres du gouvernement a fixé un plafond de 50 € par mégawattheure (MWh) pour le gaz utilisé pour produire de l'électricité. Un mécanisme qui permettra de réduire les prix de l'électricité sur le marché de gros de près de 40% et de passer de la moyenne de 210 €/MWh au dernier trimestre à environ 130 €. Cela représente une réduction de 30% sur la facture d'électricité pour les ménages concernés par le tarif réglementé, soit 40%

de l'ensemble des ménages, et pour 70% des consommateurs industriels.

Les entreprises disposent d'un délai de 12 jours pour s'adapter. Cela permettrait au nouveau mécanisme d'entrer en vigueur en juin. Pendant les six premiers mois, le plafond du gaz est fixé à 40 euros MWh. Ensuite, il augmentera de 5 € par mois, jusqu'à atteindre 7 €/MWh, ce qui signifiera un plafond moyen sur les douze mois de 48,80 €.

 **Notre opinion** – *En limitant le prix du gaz, le prix global de l'électricité est automatiquement abaissé, puisque cette énergie est la plus chère et dans le système de fixation des prix marginaux, c'est elle qui finit par établir le prix final. Cela bénéficiera directement aux consommateurs à tarif réglementé (PVPC). Le mécanisme actuel de formation des prix a montré qu'il fonctionnait bien en période de stabilité, mais il est devenu un élément d'instabilité à l'heure actuelle, lorsque le prix élevé de l'une des énergies, le gaz, définit le prix global. L'Espagne avait d'abord proposé de changer le système dans toute l'Europe, mais il s'est heurté à la ferme résistance de la plupart des pays et de la Commission européenne. Enfin, lorsque la situation s'est aggravée, l'exception ibérique a été acceptée : quelques règles particulières pour l'Espagne et le Portugal compte tenu de leur connectivité réduite avec le reste de l'Europe.*

Royaume-Uni

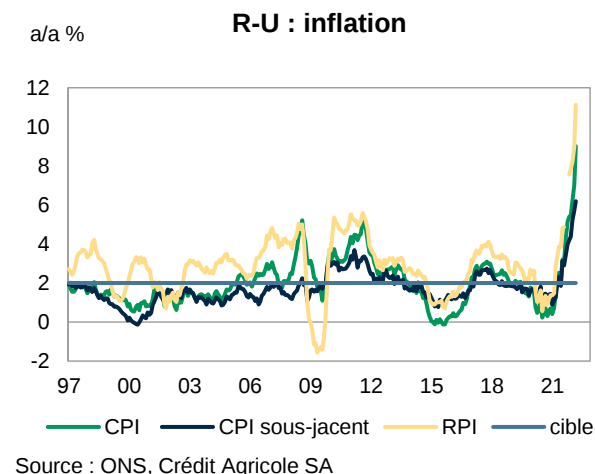
L'inflation britannique atteint 9% en avril sur fond de hausse des tarifs de l'énergie

L'indice CPI a accéléré de 7% en variation sur un an en mars à 9% en avril (consensus : 9,1%), un nouveau record depuis le début de la série en 1998. L'inflation sous-jacente (mesurée par le CPI hors énergie, produits alimentaires, tabac et alcool) a augmenté de 5,7% à 6,2% (consensus : 6,2%). Quant à l'inflation RPI (indice incluant différentes dépenses liées au logement, dont le coût du crédit hypothécaire entre autres), elle a atteint 11,1%, un plus haut depuis janvier 1982.

Le rebond spectaculaire de l'inflation CPI s'explique principalement par une augmentation de 54% des prix régulés de l'énergie (gaz et électricité). Ceux-ci contribuent pour 1,6 point de pourcentage (pp) à la variation de 2 pp du taux d'inflation entre mars et avril. Des contributions plus modestes mais néanmoins positives (d'environ 0,1 pp chacune) ont été apportées par d'autres catégories telles que l'alimentation, les loisirs et la culture, la restauration et l'hôtellerie et « biens et services divers ». Seuls les prix dans le vestimentaire ont contribué négativement (-0,1 pp).

Dans le même temps, l'office des statistiques nationales ONS a publié les chiffres d'inflation des

prix à la production (indices PPI). Le taux d'inflation des prix des intrants s'est stabilisé à 14,6% en avril par rapport au mois de mars. En revanche, celui des prix sortants a grimpé à 14% sur un an depuis 11,9% en mars et atteint ainsi un plus haut depuis juillet 2008.



✓ Notre opinion – Les chiffres d'inflation ont surpris à la hausse par rapport à nos prévisions qui tablaient sur une inflation totale CPI à 8,5% en variation sur un an en avril et sur une inflation sous-jacente à 6,6%. Les résultats d'avril font remonter notre prévision sur les mois à venir à un pic à 9,6% en octobre pour l'inflation totale et à 6,3% en septembre pour l'inflation sous-jacente. Ces nouvelles prévisions prennent aussi en compte une révision à la hausse des prix de l'énergie anticipés pour octobre (avec une augmentation de 40% contre 20% anticipée précédemment). Nous continuons d'anticiper une modération des rythmes d'inflation à partir de fin 2022 avec une inflation CPI tombant vers la cible de la BoE au T4-2023. Cette modération résulterait d'effets de base et d'un tassement anticipé de la demande induisant des baisses de prix. Néanmoins, les risques sont clairement orientés à la hausse en raison des pressions sur les prix des matières premières, y compris agricoles, et de risques d'effets de second tour, notamment d'une boucle prix-salaires, plus prononcés que prévu.

Le marché du travail britannique continue de manquer cruellement de main-d'œuvre

Le taux de chômage des personnes âgées de plus de 16 ans est en baisse à 3,7% au T1-2022 après 4,1% au T4-2021 et atteint un plus bas depuis 1974. Le nombre des créations nettes d'emplois augmente de 84 000, dont une hausse du nombre d'autoentrepreneurs de 50 000. Le nombre de postes à pourvoir poursuit sa trajectoire ascendante, quoiqu'à un rythme ralenti, et atteint un nouveau niveau record à 1 295 000. Pour la première fois depuis le début de la série, le nombre de postes à pourvoir excède celui des chômeurs.

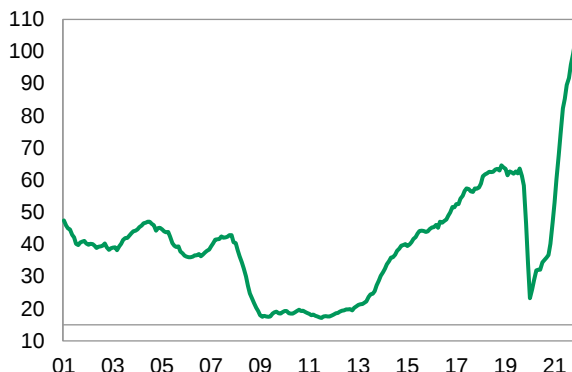
Ces bons chiffres masquent un constat moins reluisant : celui d'une nouvelle dégradation de la participation. L'emploi augmente certes (+83 000 sur le trimestre) mais si le taux de chômage baisse c'est aussi parce des gens ont quitté le marché du travail. Le nombre d'inactifs dans la tranche d'âge

16-64 ans a rebondi de 65 000 sur le trimestre et leur taux d'inactivité a augmenté à 21,4%, de retour à son niveau du T1-2021. C'est surtout dû à la hausse du taux d'inactivité parmi les + de 50 ans. Les raisons mentionnées sont avant tout des raisons familiales, des études ou encore une maladie de courte durée. Par ailleurs, à peu près la moitié des personnes qui ont quitté le marché du travail ne souhaitent pas de travail, suggérant qu'elles n'envisagent probablement pas de réintégrer le marché dans un avenir proche.

La croissance de la rémunération salariale (bonus compris) a augmenté à 7%, beaucoup plus que prévu (consensus : 5,4%) et celle des salaires à 4,2% (consensus : 4,1%). En termes réels (ajustée de l'inflation CPIH, indice incluant les dépenses liées au logement des occupants propriétaires), la

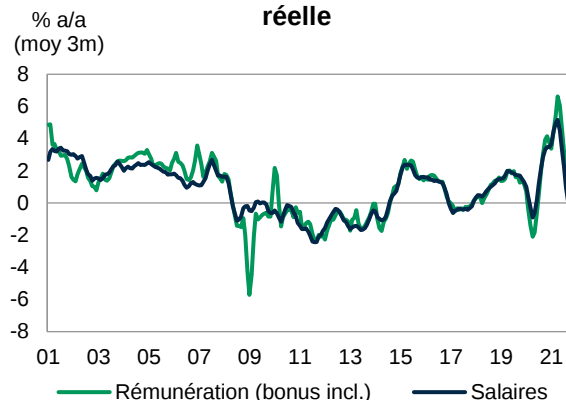
croissance de la paye totale s'élève à 1,4%, marquant ainsi un retour en territoire positif grâce à l'octroi de bonus généreux, tandis que la croissance des salaires réels tombe à -1,2%.

R-U : nombre de postes vacants par chômeur



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

R-U : croissance de la rémunération réelle



Source : ONS

✓ **Notre opinion** – L'évolution du marché du travail est d'une importance capitale pour la conduite de la politique monétaire de la BoE car il nous renseigne sur les pressions inflationnistes sous-jacentes générées par l'économie domestique. Les données plaident clairement en faveur d'une poursuite du resserrement monétaire : baisse du taux de chômage (sous le NAIRU estimé à 4,2%), hausse des emplois à un rythme toujours soutenu et forte demande de main-d'œuvre. Les salaires continuent d'accélérer, et malgré la hausse des coûts de production, les employeurs octroient des bonus élevés permettant aux ménages de préserver leur pouvoir d'achat comme le suggère le maintien de la croissance des salaires réels en territoire positif. Alors, il n'est pas étonnant de voir que les dépenses de consommation des ménages montrent une certaine résilience avec un rebond de 1,4% des ventes au détail en avril. **Les indicateurs tombés au cours de la semaine sont donc résolument hawkish.** Seul point noir de la semaine, cet effondrement de la confiance des ménages à un plus bas depuis la crise de 2008 (indice Gfk publié cette semaine en baisse à -40 en mai), ce qui devrait inaugurer un ralentissement imminent de la consommation des ménages. **En attendant, la BoE va sans doute mettre plus de poids sur les conditions du marché du travail que sur les enquêtes et procéder à un nouveau tour de vis en juin de 25 points de base de son taux directeur à 1,25%.**

Pays émergents

Asie

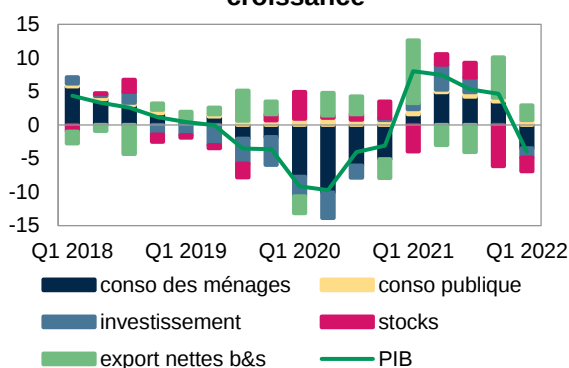
Chine, Hong Kong : le coût du zéro Covid

Alors que Hong Kong et Taïwan se sont prudemment engagés sur la voie de l'assouplissement, la Chine s'accroche fermement à sa politique zéro Covid, sur laquelle aucun compromis n'est attendu avant le 20^e Congrès du PCC qui aura lieu à l'automne.

Le point commun de ces trois économies ? La faible vaccination des personnes âgées et l'inefficacité des vaccins utilisés (en majorité Sinovac et Sinopharm, sauf à Hong Kong où la population a pu avoir accès aux vaccins à ARN messager), qui augmentent le risque de surmortalité lors des vagues épidémiques. C'est d'ailleurs ce qui s'est passé à Hong Kong en début d'année.

Mais après des chiffres du premier trimestre désastreux, et sous la pression des acteurs économiques locaux, l'exécutif hongkongais a accepté de desserrer le niveau de contraintes. Il faut dire que le PIB s'est contracté de 4% au premier trimestre, et que les autorités tablent maintenant sur une croissance entre 1 et 2% en 2022, une prévision revue largement à la baisse qui reste toutefois supérieure à celle du consensus, qui se situe plutôt autour de 0,5-1%.

Hong-Kong : contributions à la croissance



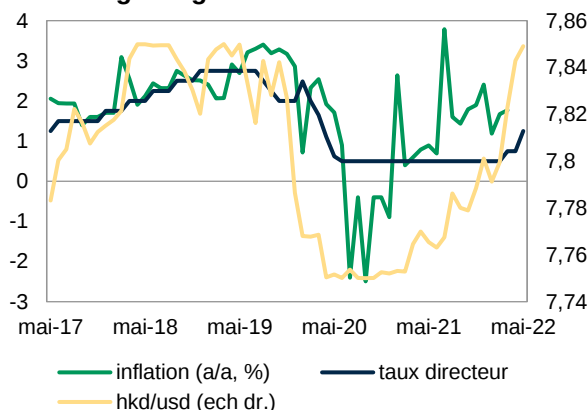
Sans surprise, c'est la consommation privée qui a apporté la contribution la plus négative à la croissance (-3,5 points de PIB). Afin d'inverser la tendance, les autorités ont de nouveau misé sur une politique budgétaire ciblée sur la demande, et les résidents hongkongais ont reçu début avril un premier chèque de 5 000 HKD (environ 600 €). Mais alors que les frontières – en particulier celles avec la Chine – restent fermées depuis plus de deux ans, et qu'une partie de la classe aisée – résidente ou expatriée – a quitté le pays (la population a baissé de 1,2% en 2021, et le nombre de départs observés depuis le début de l'année fait craindre un recul encore plus important pour 2022), l'âge d'or hongkongais semble être révolu.

Hong Kong subit également un triple choc externe : la hausse du prix des matières premières (énergétiques et alimentaires) dont elle est importatrice nette ; le blocage du commerce mondial, alors qu'elle se situe en bout de chaîne de valeur (Hong Kong est traditionnellement une plateforme logistique réexportant des produits chinois) ; et le resserrement monétaire américain.

En effet, alors que l'inflation reste très contenue (sous les 2% en g.a. en mars), en raison justement de l'atonie de la demande, mais aussi des liens commerciaux avec la Chine, où la hausse des prix demeure aussi modérée, le système monétaire hongkongais (système de peg indexé sur le dollar) entraîne une perte d'autonomie en termes de politique monétaire. Si bien que la HKMA (*Hong Kong Monetary Authority*) n'a pas eu d'autre choix que de répercuter la hausse des taux américains sur sa propre courbe. Le taux directeur s'élève depuis le 5 mai dernier à 1,25%. Un niveau encore bas qui pourrait toutefois pénaliser les ménages et surtout les PME, dont les marges d'endettement vont nécessairement se réduire dans un contexte économique peu porteur.

Ce resserrement monétaire s'est également accompagné de sorties de capitaux, l'arbitrage rendement/risque s'effectuant en défaveur de Hong Kong, et ont à leur tour provoqué des pressions sur le change : alors que le dollar hongkongais flirtait avec le plafond de sa bande de fluctuation (7,85 HKD = 1 USD), la HKMA a dû intervenir pour soutenir sa monnaie pour la première fois depuis 2019, lorsque les manifestations contre la loi d'extradition avaient impacté le taux de change.

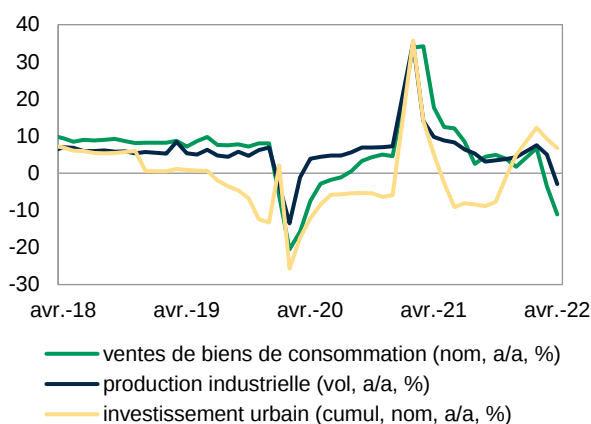
Hong Kong: indicateurs monétaires



Devant toutes ses contraintes et alors que l'épidémie reculait, les autorités hongkongaises ont ainsi décidé de passer d'une « stratégie zéro Covid » à une « dynamique zéro Covid ».

Côté Chine continentale en revanche, aucune inflexion, et ce malgré les très mauvais chiffres d'activité d'avril présentés en début de semaine. Recul des ventes au détail (-11,1% en g.a.), de la production industrielle (-2,9%) : le net ralentissement du commerce extérieur (croissance de 3,9% des exportations contre 14,6 en mars, croissance nulle des importations) ainsi que les PMI (47,4 dans l'industrie, 41,9 pour les services, très largement dans la zone de contraction) laissaient présager d'une mise au pas de l'économie. Il n'empêche que ces niveaux ont surpris le consensus, qui doit se préparer à un mois de mai relativement similaire, le relâchement du confinement de Shanghai n'étant pas prévu avant le 1^{er} juin et alors que les mesures de restrictions se multiplient à Pékin.

Chine : indicateur d'activité

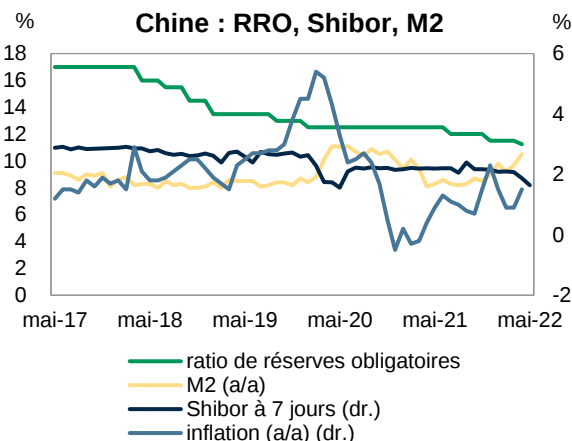


Source : NBS

C'est dire si la cible officielle de croissance 2022 (« autour de 5,5% ») semble de plus en plus inatteignable. Avec une croissance autour de 1,5% en g.a. au deuxième trimestre – il semble difficile de faire plus compte tenu des mois d'avril et mai – il faudrait que cette dernière dépasse les 7% au second semestre pour atteindre ces 5,5%. Un scénario extrêmement peu probable, surtout que les autorités chinoises sont elles aussi confrontées à des arbitrages difficiles : poursuivre la politique zéro Covid, soutenir l'activité, ne pas surendetter l'économie plus qu'elle ne l'est déjà.

Un triangle d'incompatibilités, tant ces dernières semblent être à la peine quand il s'agit de proposer des politiques de relance centrées sur la demande plutôt que sur l'offre. Alors c'est encore et toujours la politique monétaire qui est convoquée – Pékin

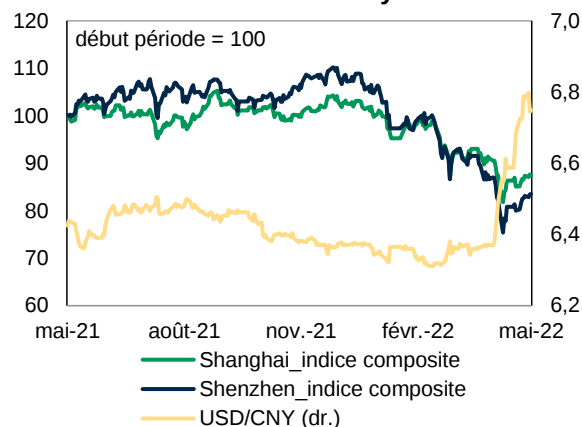
possède cet avantage sur Hong Kong – pour éviter les crises de liquidités et les faillites : baisse du taux de réserves obligatoires et du taux directeur, réaccélération de la production de crédits et même relâchement des contraintes sur l'immobilier, mais avec le risque de voir s'accroître les déséquilibres et les bulles qui pèsent déjà sur l'économie chinoise.



Source : PBoC

Les marchés ne s'y trompent pas et sanctionnent de plus en plus durement les indices chinois, qui ont cédé environ 15% en cinq mois. Le yuan s'est déprécié d'un peu plus de 6% depuis janvier, alors que les autres monnaies de la zone (à l'exception du won coréen), pourtant historiquement plus fragiles, affichent de meilleures performances. Un climat plutôt inhabituel, qui ne devrait cependant pas détourner Pékin de sa ligne de conduite.

Chine : bourse et yuan



Moyen-Orient et Afrique du Nord

Maroc : hausse de l'inflation et peu d'amélioration du chômage

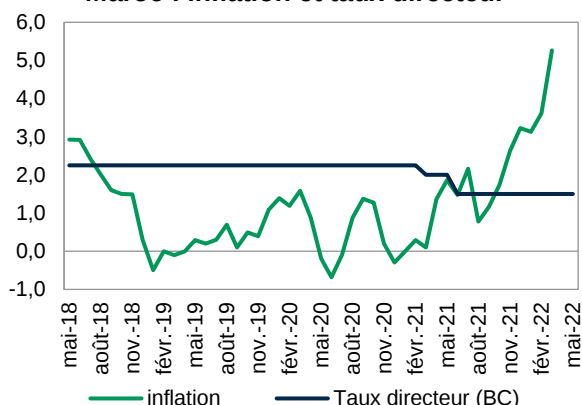
Généralement limités par le régime de change fixe au panier euro-dollar et par la politique monétaire très conservatrice de la Banque centrale, les risques inflationnistes sont historiquement faibles au Maroc. Au cours des douze dernières années, elle a oscillé entre zéro et 1,9%. Elle s'est établie à 0,3% en 2019, à 0,6% en 2020 et 1,4% l'année dernière en 2021.

Pourtant une hausse assez significative de l'inflation va se matérialiser au cours des prochains trimestres en raison de la conjoncture mondiale *post-Covid* et des conséquences de la guerre en Ukraine sur le prix des matières premières importées. Au total, l'inflation s'est établie à 4% au premier trimestre 2022 et atteint 7,3% en avril. Cette forte hausse est surtout due à la hausse des produits alimentaires (6,3% au T1) et du prix des transports (6,5%), conséquence de la hausse des prix du pétrole et alors que ces deux indicateurs sont fortement pondérés à 33% et 13% dans l'indice des prix global. Au total, les prévisions d'inflation pour 2022 sont révisées à la hausse et il est probable qu'elles s'établissent au-delà de 5% (5,4%) pour l'ensemble de l'année 2022.

Il faudra être attentif au risque de spirale inflation-salaire et aussi aux pertes de pouvoir d'achat des ménages et aux risques d'instabilité sociale qui pourraient en résulter.

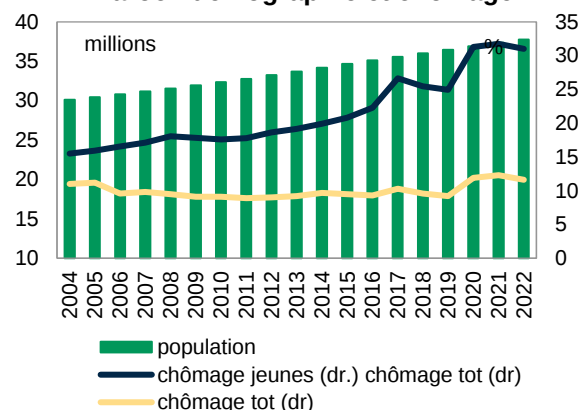
De son côté, le chômage s'est établi à 12,1% à fin mars 2022, en très légère hausse par rapport à fin 2021 (11,9%) mais en baisse par rapport au pic de la pandémie de 12,8% en juin dernier. Selon le HCP (Haut-Commissariat au Plan) qui publie les statistiques nationales, le chômage en zone rurale est de 5,1% et de 16,3% en zone urbaine. Le chômage des femmes a baissé à 17,3% et le chômage des jeunes a baissé de 0,9% à 33,4% en un an. Le chômage des diplômés reste élevé à 18,9%. Le HCP publie également le niveau de sous-emploi, c'est-à-dire les personnes qui travaillent de façon intermittente sans disposer d'un travail stable ni d'un contrat de travail officiel. Le sous-emploi concernerait presque un million de Marocains, soit 9,2% de la population active. Un chiffre stable et plus élevé dans les zones rurales que dans les villes.

Maroc : inflation et taux directeur



Source : BCM, Credit agricole sa

Maroc : démographie et chômage



Sources : Banque mondiale, EIU, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – Le chômage va-t-il baisser au cours des prochains trimestres de 2022 ? Compte tenu des prévisions de croissance très médiocres, et de la récession de 10% dans le secteur agricole, il est probable qu'il se stabilise sans connaître de baisse significative. Ce sera un défi supplémentaire pour la politique sociale du gouvernement compte tenu du choc inflationniste qui va peser sur le pouvoir d'achat des ménages.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

République tchèque : les premiers effets de l'inflation sur la notation

L'agence de notation Fitch est la première à poser une perspective négative sur la notation AA- de la République tchèque. Les analystes mettent en avant les fortes pressions inflationnistes et le ralentissement des perspectives de croissance du PIB. Comme partout ailleurs, les effets de la crise sanitaire de 2020 sont suivis des effets de la guerre russe en Ukraine et cela provoque un affaiblissement global de l'économie. Les finances publiques encaissent également une hausse de l'endettement depuis la crise sanitaire, alors qu'il faudra faire face à la hausse des prix qui engendrera probablement des frais supplémentaires de subventions de prix des énergies notamment.

En revanche, le changement du gouvernement tchèque est un signe d'amélioration des relations avec l'UE et un pas en avant pour le respect de l'état de droit. Les électeurs tchèques ont réussi à écarter A. Babis du pouvoir. Les fonds européens liés au plan de relance pourront aider à dynamiser les investissements publics et privés.

Le secteur automobile est une composante très significative de l'économie tchèque. Non seulement il représente environ 9% du PIB mais il est à la source du quart des exportations globales.

Les difficultés d'approvisionnement apparues lors de la crise sanitaire n'étant pas complètement résolues, notamment sur les semi-conducteurs, d'autres difficultés apparaissent en raison de la guerre en Ukraine. La hausse des prix et certaines pénuries de métaux vont encore impacter le secteur.

Plus précisément, l'inflation devrait atteindre 13,5% en 2022 : une des plus fortes hausses de la région. La Banque centrale a d'ores et déjà fortement resserré sa politique monétaire avec un taux directeur à 5,75% actuellement. Cette hausse pourrait selon nos prévisions, aller jusqu'à 6,75% avant de se stabiliser vers la fin de l'année.

La croissance du PIB devrait être portée, d'une part, par la consommation des ménages dans un pays avec le plus haut revenu par habitant de la région. D'autre part, la consommation publique devrait être également soutenue. Les prévisions ont certes été

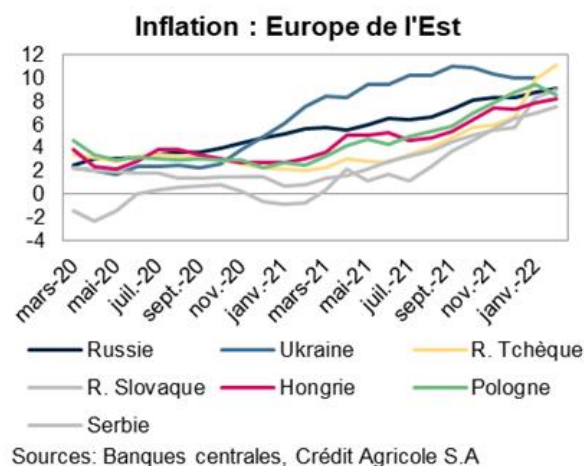
révisées à la baisse mais l'économie devrait enregistrer une croissance du PIB de 1,6% en 2022 pour ensuite accélérer à 3,5% en 2023.

Les investissements devraient également contribuer positivement à la dynamique économique et grâce en partie aux fonds de relance européens, dont la République tchèque est bénéficiaire à hauteur de 6,7 milliards d'euros.

Les élections d'octobre 2021 ont renversé le gouvernement de A. Babis de plus en plus accusé d'autoritarisme et de corruption. Désormais, une coalition de cinq partis gouverne le pays avec à la tête Petr Fiala, le leader de Civic Democratic Party (ODS).

Malgré la montée des tensions internes au sein de la coalition, le gouvernement est résolument pro-européen et s'est donné comme objectif de maîtriser les finances publiques bien que la tâche demeure complexe dans le cadre de la guerre en Ukraine et de la forte montée des prix, surtout en République tchèque. Néanmoins, les relations avec l'UE devraient donc nettement s'améliorer pendant ce mandat.

La situation internationale reste toujours très agitée et la République tchèque est un des pays les plus proches du conflit, avec un risque non négligeable de débordement ou d'incidents sur son territoire.



Afrique sub-saharienne

Centrafrique : l'adoption du Bitcoin, une décision qui interroge

À la fin du mois d'avril, la Centrafrique a annoncé accorder au Bitcoin le statut de monnaie officielle dans le pays, à côté du franc CFA. Le pays d'Afrique centrale devient le deuxième État seulement, après le Salvador en septembre dernier, à adopter cet actif numérique comme monnaie ayant cours légal.

Plus encore qu'au Salvador, l'annonce interroge. La Centrafrique est l'un des pays les plus pauvres du monde. Seulement 10% de la population du pays avait accès à Internet en 2020, selon l'Union internationale des Télécoms. La décision apparaît donc à première vue surtout symbolique.

L'annonce du président Touadéra n'a pour le moment pas eu de traduction concrète. Les réactions ont en revanche été nombreuses. La plus virulente est naturellement venue des autorités de la Communauté économique et monétaire d'Afrique centrale (CEMAC), qui regroupe les pays avec lesquels la Centrafrique partage le franc CFA. Les dirigeants de la Banque centrale des États d'Afrique centrale (BEAC) ont condamné une décision qui contrevient aux traités et représente un défi pour la stabilité de l'Union monétaire.

À terme, et selon les développements, la décision de la Centrafrique pourrait conduire à son exclusion de la zone CEMAC et l'abandon du franc CFA comme

monnaie du pays. Les conséquences déstabilisatrices seraient massives, alors que le CFA apporte au pays un ancrage monétaire relatif et un facteur de stabilité dans un pays qui en manque sur de nombreux aspects.

Par cette décision, Bangui peut chercher à attirer des fonds pour abonder les recettes publiques. La suspension de l'aide de certains bailleurs (France, Banque mondiale, FMI), notamment à cause d'un manque de transparence sur l'usage des fonds, a fortement fragilisé le pays, l'aide extérieure représentant environ la moitié du budget. Les autorités ont par conséquent annoncé il y a quelques semaines des coupes de 40% à 60% dans le budget de certains ministères.

En toile de fond, la détérioration continue de la relation avec la France apparaît également. Par cette décision, la Centrafrique, très proche de la Russie qui soutient le pouvoir en place depuis 2018, peut souhaiter s'éloigner d'une monnaie, le CFA de la zone CEMAC, dont le lien avec la France reste important. À la différence de la zone UEMOA depuis la réforme de 2019, la BEAC est ainsi toujours tenue de déposer la moitié de ses réserves de change auprès du Trésor français, en contrepartie de la garantie de convertibilité de la monnaie.

✓ Notre opinion – L'annonce de la Centrafrique a été accueillie, à raison, avec beaucoup de scepticisme. Mais cette initiative fantaisiste ne doit cependant pas occulter la façon dont le continent africain s'est véritablement emparé de ces nouvelles technologies monétaires. Dans une région où le taux de bancarisation demeure faible, le recours aux téléphones mobiles pour des transferts d'argent a très vite connu un succès important, à l'image du système M-Pesa au Kenya et en Tanzanie à la fin des années 2000. L'utilisation des crypto-actifs tels que le Bitcoin s'est donc développée de façon importante en Afrique ces dernières années, comme dans le reste du monde. Cela s'est particulièrement fait à la faveur de la hausse massive de leurs cours, une tendance qui s'est largement inversée en 2022.

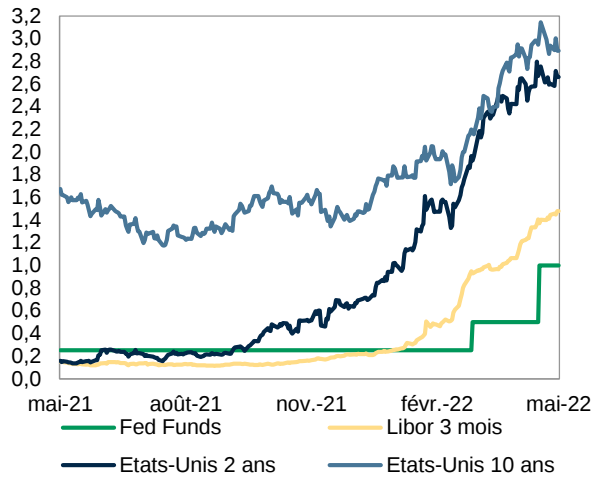
Ainsi, selon le rapport 2021 de Chainalysis, six pays africains se classent parmi les vingt premiers pays dans son classement d'adoption des crypto-actifs, dont trois dans les dix premiers (Kenya, Nigeria, Togo). En ce qui concerne les monnaies numériques de banque centrale (MNBC), émanations virtuelles des devises officielles, les États africains sont là encore bien positionnés. Treize banques centrales du continent travaillent à de tels projets. En Afrique du Sud et au Ghana, les MNBC sont en phase pilote alors que le Nigeria est devenu en octobre dernier l'un des premiers pays à lancer officiellement sa monnaie virtuelle, avec le e-naira, qui se déploie en plusieurs phases.

Si les MNBC n'en sont encore qu'à leurs débuts, cet outil peut présenter plusieurs intérêts pour les pays africains. D'une part, il permettrait une meilleure traçabilité des transactions et pourrait donc constituer un moyen pour les pays où le secteur informel constitue la majeure partie de l'économie d'élargir leur base fiscale pour mobiliser des ressources. D'autre part, ces technologies peuvent faciliter l'accès à certaines populations isolées géographiquement et des institutions. Ces formes virtuelles de monnaie représentent donc un outil potentiel de mise en œuvre de programmes sociaux, à l'image de qu'a fait le Togo durant la pandémie avec le programme Novissi.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

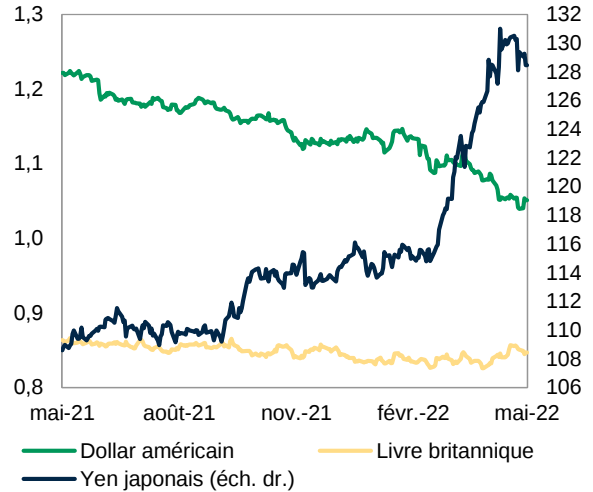
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

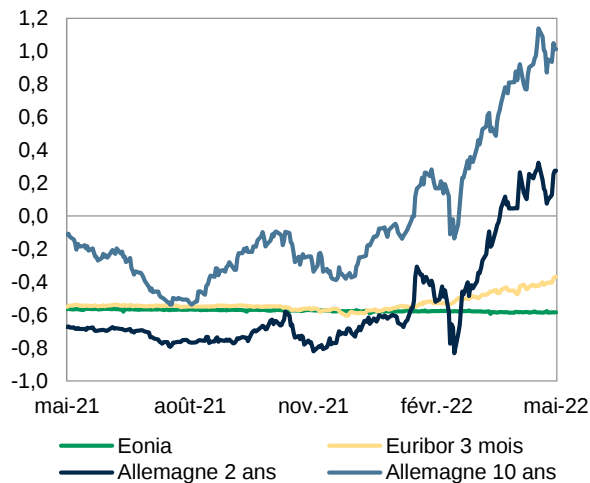
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

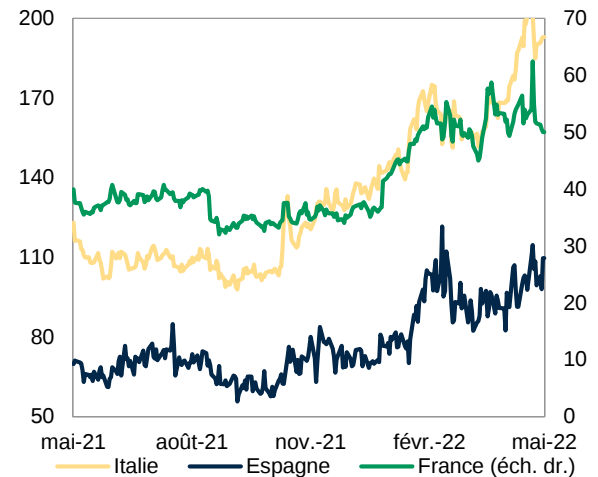
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

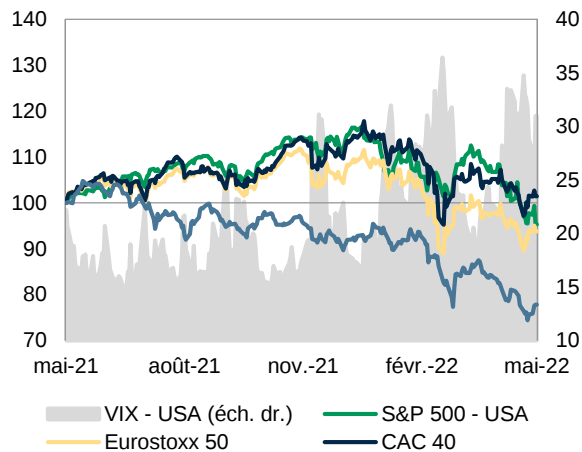
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

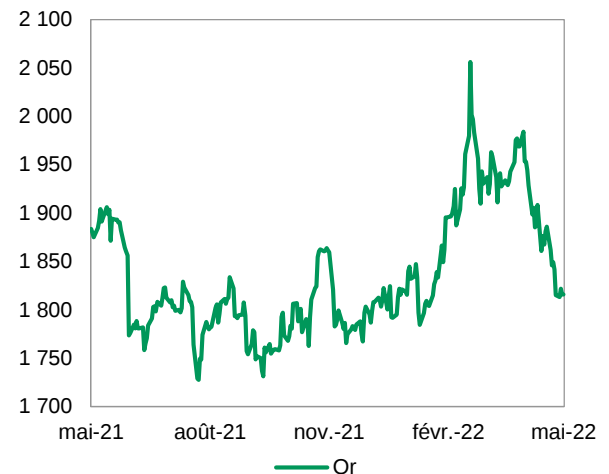
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

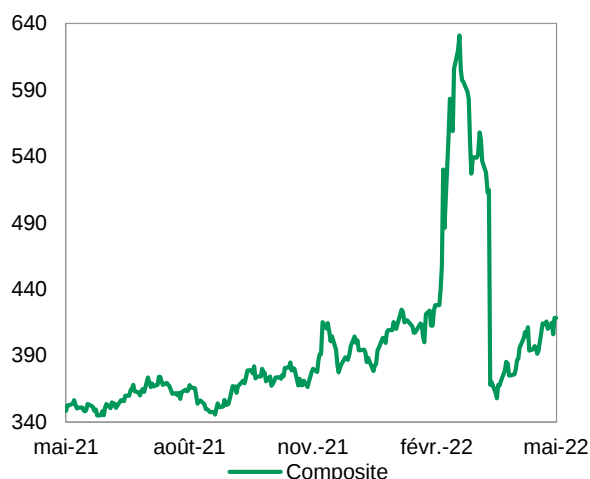
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

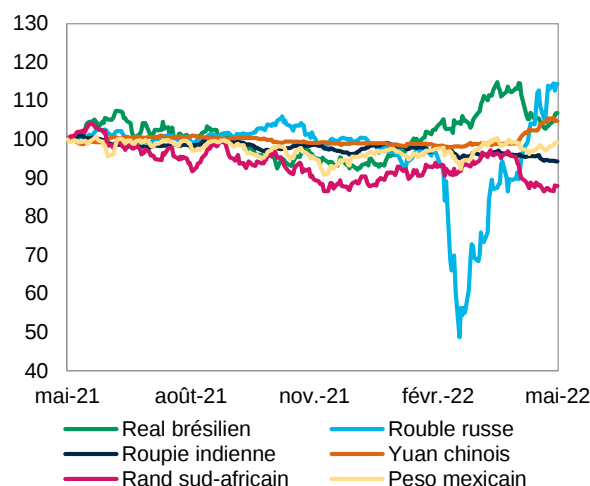
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

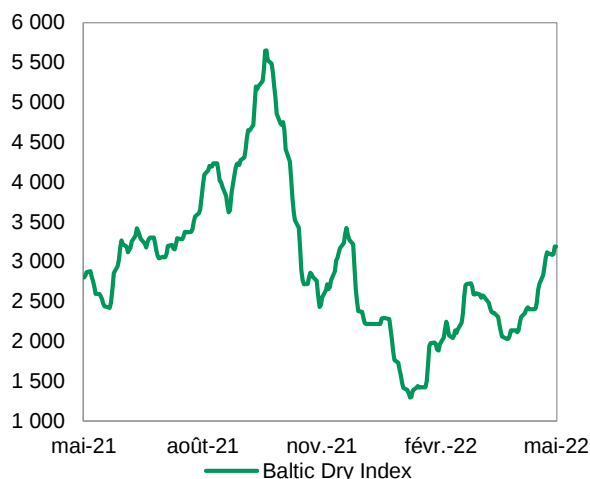
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

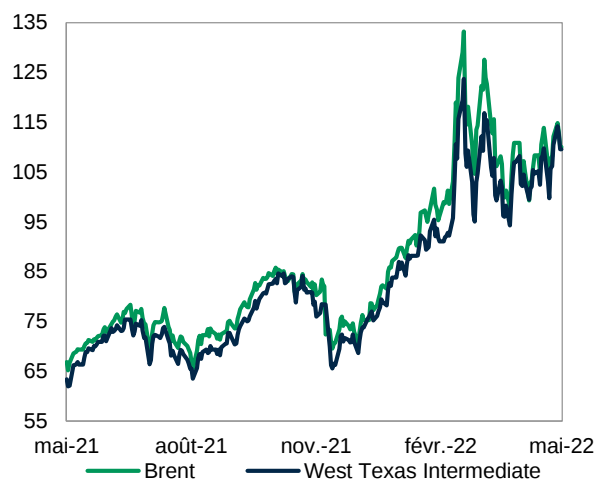
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

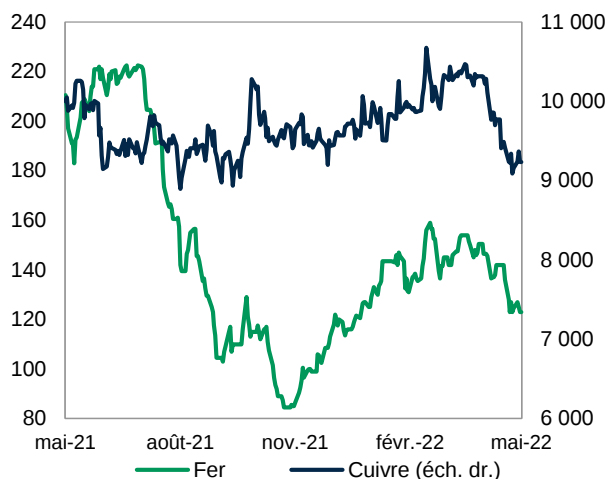
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

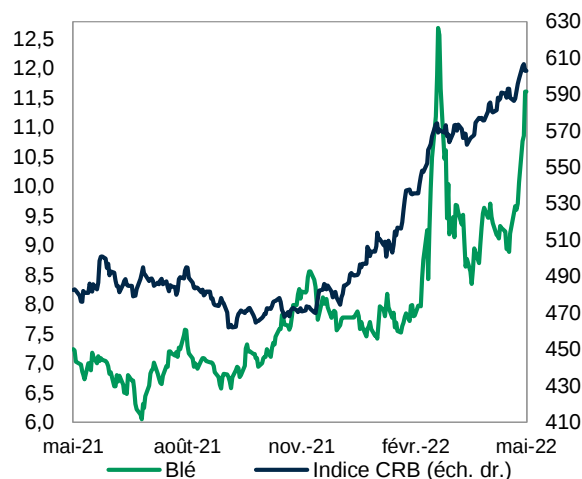
USD/tonne métrique



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 2022-2023 – Avril 2022

[Un scénario sous haute tension](#)

Date	Titre	Thème
19/05/2022	<u>Géo-économie et investissements directs : la puissance auto-réalisatrice des anticipations</u>	Géopolitique
18/05/2022	<u>Philippines – Un peuple qui oublie son passé se condamne à le revivre</u>	Asie du Sud-Est
16/05/2022	<u>Espagne – L'industrie résiste, sous pression</u>	Espagne
13/05/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
11/05/2022	<u>Afrique du Sud – Les indices PMI témoignent des difficultés du mois d'avril</u>	Afrique du Sud
10/05/2022	<u>Zone euro – Production industrielle et ventes au détail en repli en mars</u>	Zone euro
09/05/2022	<u>Parole de banques centrales – La BoE poursuit son resserrement afin de freiner les effets de second tour</u>	Royaume-Uni
06/05/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
06/05/2022	<u>La guerre en Ukraine intensifie la crise de l'huile de palme en Indonésie</u>	Asie
05/05/2022	<u>Éclairages – Dépendance au gaz russe : comment en réduire l'impact en Europe ?</u>	Union européenne

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

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

Europe centrale et orientale, Asie centrale : Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Ada ZAN

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Thibault ALIX

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER, Alexis MAYER

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.