

Perspectives

Hebdomadaire – N°23/343 – 15 décembre 2023

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Les subtilités du statu quo.....	2
☞ Zone euro : un pas de plus vers une double normalisation.....	3
☞ France : l'Insee revoit sa copie, moins d'inflation mais aussi moins de croissance pour 2023.....	4
☞ Allemagne : des mesures pour combler le trou dans le budget.....	5
☞ Italie : l'emploi augmente au troisième trimestre.....	5
☞ Espagne : la réduction des inégalités salariales.....	6
☞ La Bank of England reste prudente et continue de voir des risques haussiers sur l'inflation.....	8
☞ Chine : les temps difficiles.....	10
☞ Émirats arabes unis : fin de la COP 28 et « transition » hors des énergies fossiles.....	12
☞ Afrique sub-saharienne/UE : une taxe carbone à fort enjeu économique pour la région.....	13
☞ Guinée-Bissau, Sierra Leone : nouvelles tentatives de coups d'État en Afrique de l'Ouest.....	13

Les subtilités du *statu quo*

À la fin de la semaine passée, le rapport sur l'emploi aux États-Unis, en indiquant un assagissement graduel plutôt qu'une correction brutale, avait « déçu » les marchés et provoqué un sursaut des taux d'intérêt américains, en particulier des taux courts. Cette résistance du marché du travail contrariait leur scénario (trop optimiste selon nous) de desserrement monétaire précoce et massif (baisse des *Fed Funds* de plus de 100 points de base en 2024). Brutal revirement cette semaine au cours de laquelle les marchés ont été rassurés par une inflation américaine en demi-teinte mais conforme à leurs attentes et des banques centrales optant pour le *statu quo*.

Les taux souverains américains (2 et 10 ans) se replient ainsi de plus de 30 points de base (pb) suivis par les taux européens à 10 ans qui se contractent de près de 25 pb. Cette baisse s'accompagne de celle des primes de risque offertes par les souverains de la zone euro (Italie en tête, dont le *spread* est à moins de 170 pb contre Bund) mais aussi des pays émergents et par le marché des *corporate*. Les indices actions progressent nettement, tout particulièrement aux États-Unis où le S&P 500 progresse de 2,5% au cours de la semaine, portant la hausse sur un an à près de 23%. Bref, les marchés ont fait preuve d'un enthousiasme qui mériterait d'être un peu tempéré.

Aux États-Unis, si l'inflation totale s'est en effet très légèrement repliée en novembre (de 3,2% à 3,1% sur un an), l'inflation sous-jacente est, en revanche, restée inchangée et trop soutenue (4%) : la modération des prix des biens (en recul de 0,3% sur un mois, stables sur un an) a été compensée par l'accélération du prix des services (en hausse de 0,5% sur un mois soit 5,5% sur un an). Déjà souvent évoquée pour les États-Unis mais aussi pour le reste du monde (pays émergents inclus), la résistance des prix des services explique celle de l'inflation totale : la partie la plus facile de la décélération, notamment celle permise par des effets de base très favorables sur les prix des composantes *non core* à commencer par l'énergie, est révolue.

Par ailleurs, la *Fed* a maintenu ses taux inchangés (fourchette cible à 5,25-5,50%) : une stabilité largement anticipée mais assortie d'éléments jugés prometteurs par les marchés.

Les prévisions ont été révisées. L'inflation totale (prévision médiane de l'indice *Personal Consumption Expenditures*) de base atteindrait 2,4% en 2024 et 2,1% en 2025. Inflation totale et sous-jacente n'atteindraient l'objectif de 2% qu'en 2026. La croissance se replierait de 2,6% (2,1% prévus en septembre) en 2023 à 1,4% en 2024 avant de rebondir en 2025 à 1,8%, (2026 à 1,9%). Les prévisions de chômage ont été peu modifiées : à 3,8% en 2023, le taux de chômage se redresse modestement pour se stabiliser dès 2024 (4,1%).

Ces nouvelles prévisions, notamment celles de l'inflation revue à la baisse jusqu'en 2025, ont été assorties d'un nouveau « *dot plot* » qui prévoit toujours une baisse cumulée 2024-2025 du taux directeur de 175 pb mais envisage un assouplissement plus important dès l'année prochaine (75 pb contre 50 précédemment). Le point médian à long terme est inchangé (2,5%).

Les commentaires de la *Fed* signalent que les hausses de taux ont désormais atteint leur terme, même si la *Fed* ne peut pas encore clamer que tout resserrement est exclu. L'inflation à 2% reste l'objectif mais il est précisé que la *Fed* souhaite réduire son taux avant que la cible ne soit atteinte. À la différence du marché qui anticipe une trajectoire d'assouplissement plus agressive, notre scénario envisage une pause assez longue. Celle-ci prendrait fin en juillet 2024, avec une baisse de 25 pb, suivie d'une seconde baisse de même ampleur en novembre.

En Europe, la BCE a maintenu ses taux (taux de dépôt et de refinancement à, respectivement, 4% et 4,50%). Ses prévisions économiques se révèlent plus favorables, notamment en termes d'inflation, mais son discours reste ferme, indiquant qu'il ne fallait pas baisser prématurément la garde (cf. infra). Enfin, la *Bank of England* a laissé les taux inchangés mais en signalant que de nouvelles hausses ne pouvaient être exclues (cf. infra).

Zone euro

Zone euro : un pas de plus vers une double normalisation

Personne n'en doutait : le Conseil des gouverneurs de la BCE a laissé les taux directeurs inchangés à 4,5% pour le taux des opérations principales de refinancement et à 4% pour le taux de dépôt.

Plus incertaine était la date de la décision concernant le PEPP. La BCE a tranché : elle poursuivra le réinvestissement intégral des titres arrivant à échéance jusqu'à fin juin 2024. Ensuite, elle réduira le portefeuille du PEPP de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne au second semestre 2024 et mettra un terme aux réinvestissements fin 2024.

La BCE se dit confiante dans la capacité de l'inflation à retrouver sa cible. Et elle le traduit par des prévisions d'inflation fortement révisées à la baisse qui dessinent une trajectoire plus aplatie que les précédentes, prévisions qui constituent un des trois critères sur lesquelles se fondera la décision de modifier le niveau des taux directeurs.

Les prévisions ont été abaissées pour l'année en cours (de 5,6% à 5,4%) et plus fortement pour l'année prochaine (de 3,2% à 2,7%) ; elles continuent de tabler sur une inflation à 2,1% en 2025 et à 1,9% en 2026. Dès le T3 2025, l'inflation atteindrait la cible, soit environ un an et demi après la dernière hausse des taux (de septembre 2023), qui correspond au délai standard de transmission de la politique monétaire. Ces prévisions ont cependant été réalisées avant que soit disponible l'inflation de novembre qui, à 2,4%, est inférieure à ce qui était anticipé et fait peser un risque baissier sur la prévision du T4 2023 de la BCE (à 2,8%).

L'autre indicateur, duquel la BCE fera dépendre sa décision en termes de taux d'intérêt, est l'inflation sous-jacente (hors composantes volatiles) dont toutes les composantes déclinent. La prévision d'inflation sous-jacente a aussi été révisée à la baisse en 2023 (de 5,1% à 5%) et en 2024 (de 2,9%

à 2,7%), mais dans une moindre mesure que l'inflation totale. En revanche, la prévision de l'inflation core a été rehaussée pour 2025 (de 2,2% à 2,3%) et demeure plus élevée que l'inflation totale en 2026 (2,1%). L'inflation sous-jacente n'atteindrait 2,1% qu'au T4 2025. En effet, la progression des salaires (plus exactement des rémunérations par salarié) resterait encore soutenue en 2025 (3,8% après 4,6% en 2024) et en 2026 (3,3%) selon la BCE.

Troisième critère déterminant pour toute décision sur les taux, la puissance de la transmission de la politique monétaire semble satisfaire pleinement la BCE. Le ralentissement du crédit s'est désormais traduit par une compression de la demande agrégée, condamnant ainsi le canal d'alimentation de l'inflation par la dépense des agents économiques.

En revanche, la BCE n'a pas complètement écarté le risque d'effets de second tour et constate que la composante domestique de l'inflation baisse peu. Si les salaires par salarié au T3 2023 ont ralenti (de 5,4% à 4,9%), ce n'est pas le cas d'autres indicateurs des salaires. Par ailleurs, si les marges se sont comprimées, la BCE souhaite continuer de surveiller les profits unitaires pour être sûre que les hausses de salaires à venir seront bien absorbées par les marges et non répercutées sur les prix de vente. Une confirmation du ralentissement des salaires et des profits à partir des données de comptabilité nationale du dernier trimestre 2023 et du premier trimestre 2024 sera donc nécessaire à la BCE avant toute décision de baisse des taux directeurs. D'autant plus que 50% des salaires couverts par le « *wage tracker* » de la BCE feront l'objet de négociations au premier semestre 2024 et que c'est aussi en début d'année que les entreprises réadapteront leurs grilles des prix.

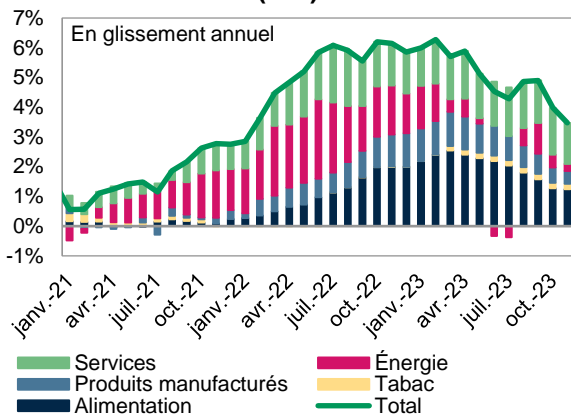
☑ Notre opinion – Ces nouvelles prévisions d'inflation de la BCE ne remettent pas en cause notre calendrier prévoyant une première baisse de taux de 25 points de base en septembre. Deux autres de même ampleur devraient suivre jusqu'à la fin 2024 ainsi que deux baisses plus importantes, de 50 points de base, au premier semestre 2025. Elles porteraient le taux de refinancement à 2,75%, soit le nouveau taux neutre ou d'équilibre compatible avec une inflation à la cible. Les critères d'une nouvelle normalité post-déflation seraient atteints. Mais ce « nouveau normal » n'est pas l'ancien, celui d'avant la grande crise économique et financière. Bien que la BCE s'engage dans une normalisation de la taille de son bilan, celui-ci demeurera surdimensionné par rapport à 2008. La nouvelle taille optimale de son bilan sera discutée par la BCE en 2024 avant les conclusions de sa revue de stratégie opérationnelle. Il est néanmoins évident que les facteurs autonomes de la liquidité excédentaire et les réserves obligatoires sont encore le triple d'avant la crise et que les besoins des banques à des fins réglementaires justifient un bilan de la BCE structurellement plus élevé qu'avant.

 **France : l'Insee revoit sa copie, moins d'inflation mais aussi moins de croissance pour 2023**

L'Insee a publié ce jeudi sa [note de conjoncture de décembre](#), l'occasion de revenir sur les dernières informations conjoncturelles mais aussi de présenter ses nouvelles prévisions, cette fois à horizon mi-2024. L'institut statistique revoit ainsi sa copie pour l'année 2023, avec une inflation mais aussi une croissance moindres qu'anticipé dans ses précédentes prévisions (octobre).

l'énergie, les services et les produits manufacturés expliquent principalement la baisse de l'inflation ce mois-ci. L'inflation sous-jacente diminue aussi en novembre, à +3,6% sur un an (après +4,2% en octobre et +4,6% en septembre). Dans l'ensemble, les prix sont par ailleurs en baisse sur un mois (-0,2%) et en diminution de 0,6% par rapport à août.

Inflation totale (IPC) et contributions



Derniers points : novembre 2023
Sources : Insee, calculs Crédit agricole S.A./ECO

L'Insee salue la décélération des prix avec le titre « *La désinflation en bonne voie* ». La prévision d'inflation totale (au sens de l'indice des prix à la consommation, ou IPC) est ainsi révisée légèrement en baisse, à +4,9% en moyenne annuelle pour 2023 (contre +5,0% dans sa note de conjoncture précédente), tout comme celle d'inflation sous-jacente¹, à +5,1% (contre +5,2%). En glissement annuel, l'inflation diminuerait progressivement d'ici juin où elle atteindrait +2,6% (+2,0% pour l'inflation sous-jacente). À noter aussi ce vendredi la publication des [résultats définitifs d'inflation de novembre](#), avec une inflation révisée légèrement en hausse, à +3,5% en glissement annuel (contre +3,4% dans les résultats provisoires), demeurant toutefois en forte baisse par rapport à octobre (+4,0%) et surtout septembre (+4,9%). Les prix de toutes les composantes décélèrent sur un an, et

Dans sa note de conjoncture, l'Insee revient aussi sur la légère baisse de l'activité au troisième trimestre (-0,1%, contre +0,1% dans la première estimation), et dresse un tableau plus sombre pour le quatrième trimestre que dans sa précédente note de conjoncture, avec une activité qui serait atone (+0,0% contre +0,2% dans ses prévisions d'octobre). L'institut table ainsi sur une stagnation de la consommation des ménages au dernier trimestre (+0,0%), tandis que l'investissement se replierait (-0,4%), en particulier celui des ménages (-1,0%), en lien avec la hausse des taux d'intérêt. Le commerce extérieur permettrait d'éviter une contraction de l'activité (et donc une récession technique), avec des exportations (+1,6%) plus dynamiques que les importations (+0,2%), en lien avec des livraisons aéronautiques et navales. L'économie française renouerait ensuite avec la croissance, avec une hausse modérée de l'activité, prévue à +0,2% aux premier et deuxième trimestres 2024. Celle-ci serait permise par le redressement de la consommation des ménages (+0,6% au premier trimestre puis +0,4% au deuxième) en lien avec la désinflation. L'investissement serait en revanche en repli (-0,2% chaque trimestre) toujours pénalisé par le resserrement des conditions financières. Les importations seraient un peu plus dynamiques début 2024 du fait du dynamisme de la demande intérieure, tandis que les exportations progresseraient quelque peu en lien avec la demande extérieure, notamment au deuxième trimestre avec de nouvelles livraisons prévues dans le secteur aéronautique et naval. L'acquis de croissance² pour 2024 à l'issue du premier semestre serait ainsi modeste, s'élevant à +0,5%.

☑ Notre opinion – Les perspectives de l'Insee sont plus pessimistes que celles de notre scénario, notamment concernant la croissance au quatrième trimestre (+0,0% contre +0,2%), malgré une contribution du commerce extérieur plus forte. Pour cette fin d'année, cela s'explique par une demande intérieure (hors stocks) – consommation et investissement – atone dans le scénario de l'Insee alors que nous prévoyons une légère progression, et surtout par une plus forte contribution à la baisse des variations de stocks. La réalisation pourrait toutefois s'avérer être un entre-deux, avec une croissance trimestrielle de +0,1% comme prévu par la Banque de France dans sa [dernière enquête mensuelle de conjoncture](#) (début décembre). Dans le scénario de l'Insee comme dans celui de la Banque de France, la croissance annuelle pour 2023 s'élèverait à +0,8%, contre +0,9% dans notre scénario. De nouvelles révisions de l'Insee sur le passé pourraient aussi nous surprendre et changer la donne pour l'ensemble des prévisionnistes. La bonne nouvelle reste le consensus sur la poursuite du phénomène de désinflation et les gains de pouvoir d'achat prévus pour les ménages, même s'il faudra surveiller la compétitivité et la santé financière des entreprises.

¹ L'IPC sous-jacent exclut les prix volatils et administrés.

² L'acquis de croissance est la croissance annuelle qui résulterait d'une croissance nulle sur le reste de l'année.

Allemagne : des mesures pour combler le trou dans le budget

Les autorités allemandes ont annoncé un accord de dernière minute pour répondre à la problématique budgétaire résultant de l'arrêt du mois dernier de la Cour constitutionnelle fédérale ayant créé un besoin de financement supplémentaire de 60 milliards d'euros.

Après avoir réglé les dépenses excédentaires de cette année en suspendant ex post le frein à l'endettement, le gouvernement doit arbitrer en 2024 entre continuer à enregistrer des déficits supérieurs à ce qui est permis par la règle constitutionnelle de limitation de la dette, soit combler un déficit d'environ 17 milliards d'euros pour l'année. La coalition a finalement décidé de ne pas prolonger la suspension du frein à l'endettement pour la cinquième année consécutive. L'exécutif s'attend désormais à ce que le déficit atteigne 1,5% du PIB en 2024, après 2,5% en 2023. Suite à cet accord, le ministère allemand des Finances a levé le gel des nouvelles dépenses imposé le 21 novembre.

Le projet de Loi de finances pour 2024 implique une combinaison de réductions de dépenses et de création de nouvelles recettes. D'une part, les primes pour l'achat de voitures électriques et les subventions pour les panneaux solaires, qui devaient expirer à la fin de l'année prochaine, prendraient fin plus tôt que prévu. Aussi, 1,4 milliard

d'euros par an pourrait être économisé en répercutant sur les entreprises le coût d'une taxe sur les emballages en plastique non recyclables, précédemment versée par le gouvernement allemand à l'UE. En outre, le gouvernement prévoit d'économiser 1,5 milliard d'euros en réduisant des prestations sociales.

Côté recettes, le gouvernement compte sur une augmentation des taxes sur les carburants de chauffage et de transport à 45 euros par tonne de CO₂ contre 30 euros (au lieu des 40 euros initialement prévus), et de nouvelles taxes sur le kérosène pour les vols intérieurs. Le Fonds pour le climat et la transformation (KFT), visant à relancer et décarboner l'économie, serait réduit de 12 milliards d'euros en 2024, et de 45 milliards d'euros supplémentaires entre 2025 et 2027. Le fonds disposera néanmoins encore de 160 milliards d'euros. La KFT ne serait plus utilisée pour moderniser le système ferroviaire, dont les améliorations seraient plutôt financées par la vente de propriétés et de terrains autour du réseau et par la cession de Schenker, une filiale de la Deutsche Bahn. Par ailleurs, le paquet de 15 milliards d'euros de réductions d'impôts pour les ménages se poursuivrait comme prévu.

✓ Notre opinion – *Ni la suspension ex post du frein à l'endettement pour 2023 ni le comblement du trou budgétaire pour 2024 ne résoudre la problématique des milliards d'euros de dépenses supplémentaires qui restent à financer entre 2025 et 2027. Par ailleurs, le débat sur l'équilibre entre soutien au tissu industriel et orthodoxie budgétaire ne s'arrêtera pas après l'annonce de mercredi. Toutefois, le premier semble avoir prévalu. Le plan présenté maintient des subventions d'une valeur de 28 milliards d'euros destinées à soutenir les industries allemandes confrontées aux prix élevés de l'énergie, (mesures discutées dans notre hebdomadaire du 1^{er} décembre).*

La reprise en Allemagne devrait être favorisée par la baisse de l'inflation ainsi que par la hausse des salaires et une augmentation conséquente du pouvoir d'achat. Toutefois, le risque est qu'une légère récession se prolonge. La plus grande économie d'Europe continue d'être à la traîne par rapport à ses voisins alors que la décennie alimentée par de faibles taux d'intérêt, une énergie bon marché et des exportations en plein essor a pris fin.

Italie : l'emploi augmente au troisième trimestre

Malgré le ralentissement de l'activité, le marché du travail se porte bien. L'enquête trimestrielle sur l'emploi publiée cette semaine par l'Istat dresse un état des lieux positif de la situation de l'emploi en Italie.

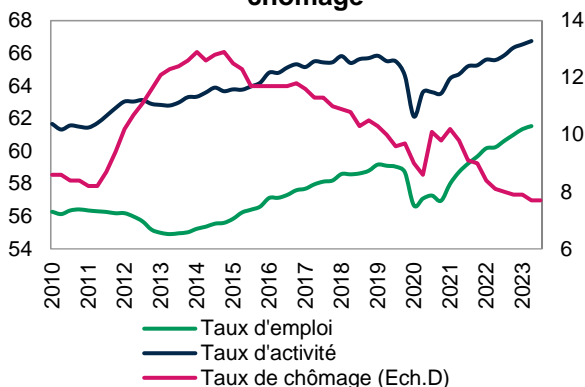
Premièrement, la progression du PIB au troisième trimestre s'est accompagnée d'une hausse des heures travaillées de 0,4%, tirée par une reprise dans l'agriculture (+2,1%), dans la construction (+2,2%) et dans l'industrie (+0,5%).

Le nombre de personnes occupées progresse également avec une hausse de 65 000 unités sur le trimestre, soit une croissance de l'emploi de +0,3%.

Les salariés sous contrat à durée indéterminée et les indépendants constituent le gros de ce contingent avec +75 000 unités pour le premier groupe et +10 000 pour le second, ce qui a largement compensé la baisse du nombre de salariés sous contrat à durée déterminée (-19 000 unités).

Sur un an, le nombre de personnes occupées a progressé de + 48 000 unités soit +2,1%, une tendance qui se traduit également par une hausse du taux d'emploi de +1,3 point par rapport au troisième trimestre 2022 soit un taux à 61,5%.

Offre de travail : emploi , activité, chômage



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

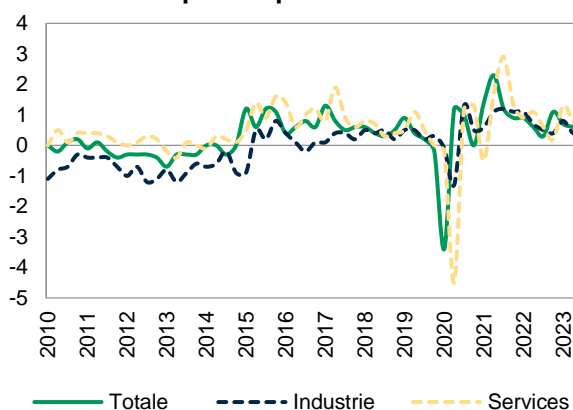
Parallèlement, le taux de chômage reste stable à 7,6% malgré une légère hausse du nombre de chômeurs (+2 000, +0,1% en trois mois) et une baisse du nombre d'inactifs. Sur un an, le nombre de demandeurs d'emploi est tombé à 1 847 000 avec une baisse de la proportion des chômeurs de longue durée de 1,5 point (des personnes à la recherche d'un emploi depuis au moins 12 mois).

Parallèlement, la demande de travail des entreprises continue de progresser mais à un rythme plus contenu que lors des trimestres précédents. La hausse du nombre de salariés a été tirée par la demande de postes à temps plein principalement dans les services et dans une moindre mesure dans l'industrie. Le nombre d'heures travaillées par salarié a également augmenté (+0,5%) tandis que le

recours au chômage partiel a diminué à 6,1 heures pour mille heures travaillées en raison d'une baisse dans les services. Il augmente cependant dans l'industrie.

Le taux d'emplois vacants tombe à 2,2% dans l'industrie mais se stabilise à 2,3%, dans les services et au niveau national. Dans le même temps, les coûts salariaux par unité de salariés ont augmenté de 0,7% par rapport au trimestre précédent, tirés par la progression des salaires (+1,0%). Les cotisations de Sécurité sociale sont restées stables. Sur un an, les coûts salariaux ont augmenté de 3,3%, tirés par les revalorisations salariales issues des négociations de conventions collectives notamment dans l'industrie.

Demande de travail : nombre de postes par secteurs



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

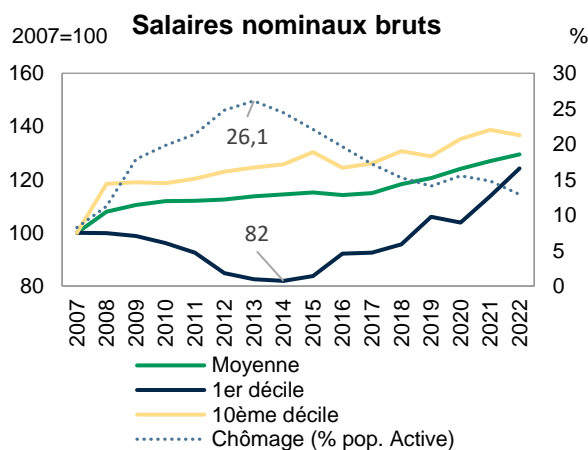
Notre opinion – Les fondamentaux du marché du travail restent bons. L'emploi progresse encore au troisième trimestre. Le taux de chômage se stabilise à un niveau historiquement bas malgré un marché du travail encore attractif avec un taux d'inactivité qui recule. Mais les premiers signes liés à la dégradation de l'activité commencent à se matérialiser à travers le recul de l'emploi à durée déterminée, qui a constitué la variable d'ajustement à la hausse à la sortie du Covid-19 et qui semble être celle à la baisse dans cette période de moindre activité.

Espagne : la réduction des inégalités salariales

L'INE a publié les statistiques salariales actualisées par déciles jusqu'en 2022 à partir de l'enquête sur la population active. Ces données montrent que de 2014 à 2022, les salaires nominaux mensuels bruts de l'emploi principal du premier décile de salariés ont augmenté de 52%, tandis que ceux du dernier décile, avec les salaires les plus élevés, ont augmenté de 9%.

Cette évolution a été affectée par les augmentations du salaire minimum interprofessionnel (SMI), mais aussi par le cycle économique.

Lorsqu'on compare la situation de 2022 avec celle de 2007, avant la Grande crise économique et financière, on remarque que les salaires du premier décile ont baissé entre 2007 et 2014, période de forte remontée du chômage, tandis que ceux du



Source : INE, Crédit Agricole S.A.

dernier ont maintenu une tendance à la hausse de 2006 à 2022. En effet, les salaires des déciles plus élevés affichent une moindre sensibilité au chômage. Ainsi, sur cette période de 15 ans, les salaires du premier décile ont augmenté de 24% et ceux du dernier décile de 37%.

La baisse du chômage dès 2014 a permis une réduction de l'inégalité des salaires entre les différents déciles et, en 2022, elle se rapproche de celle de 2007, après avoir atteint un maximum en 2014, un an seulement après le pic de chômage, à 26,1%.

☑ Notre opinion – Cette relation étroite entre inégalités salariales et chômage est due au fait que son incidence est plus élevée parmi les travailleurs moins qualifiés, dans des professions et des entreprises moins productives, et avec une plus grande probabilité d'avoir un contrat à temps partiel. Dans les phases d'expansion, l'intensité de l'emploi (en jours et en heures) augmente et les salaires mensuels augmentent davantage dans la partie inférieure de la distribution, réduisant ainsi les inégalités salariales. En effet, c'est dans cette tranche de la population active que les écarts entre le salaire moyen et le salaire à temps plein sont les plus importants, ce qui indique que la proportion de personnes ayant des contrats à temps partiel est plus élevée.

Entre 2021 et 2023, l'administration Sánchez a profité de la sortie de crise, avec une économie espagnole en expansion et une réduction du chômage, pour essayer de modifier le plus rapidement possible la structure du marché de l'emploi. Des mesures telles qu'une augmentation du SMIC et une réforme du code du travail qui pratiquement force la conversion d'un contrat CDD en CDI, ont permis à l'Espagne de se rapprocher des niveaux européens en termes de salaire minimum et de précarité de l'emploi. Ce type de mesures, qui normalement pénalisent les entreprises en raison d'une augmentation de coûts et de la moindre flexibilité de l'emploi, n'ont finalement pas eu d'impact sur les créations d'emploi. Au contraire, le chômage a continué de se réduire et les postes des emplois vacants affichent une croissance exceptionnelle au T2 2023.

Certes ces mesures qui limitent la précarité et qui stimulent la consommation, ont renforcé la demande, mais du côté de l'offre il y a eu peu d'améliorations. La production de l'Espagne est toujours concentrée sur des secteurs à faible valeur ajoutée, qui pénalisent la productivité. Dans ce sens, la réussite du Plan de relance semble être la carte à jouer par le gouvernement pour essayer de modifier, ou au moins de rendre plus productive, sa structure économique. Ce renforcement de l'offre est un préalable pour maintenir les créations d'emploi une fois épuisée la phase de rattrapage de l'emploi en cours depuis 2014.

Royaume-Uni

La Bank of England reste prudente et continue de voir des risques haussiers sur l'inflation

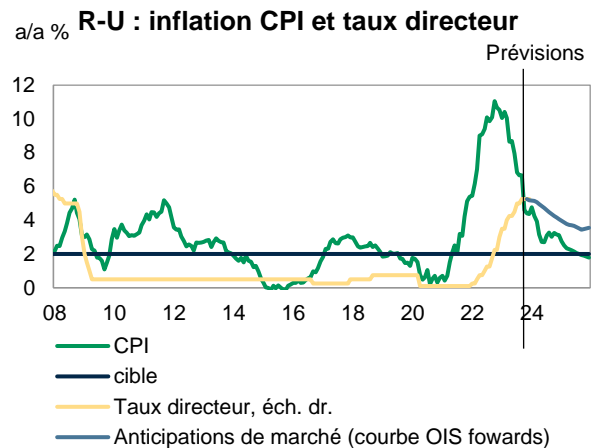
La banque centrale d'Angleterre (BoE) a laissé son taux directeur inchangé à l'issue de sa réunion de politique monétaire de décembre. Le *Bank rate* a été maintenu à 5,25% pour la troisième fois consécutive, un plus haut depuis 15 ans. Le résultat des votes au sein du comité de politique monétaire (MPC) a été inchangé par rapport à novembre : six membres ont voté en faveur du *statu quo*, tandis que les trois « faucons » (Catherine Mann, Megan Greene et Jonathan Haskel) auraient préféré une hausse de taux supplémentaire de 25 points de base à 5,5%.

Le MPC a gardé inchangé son guidage des anticipations selon lequel « *la politique monétaire devrait rester restrictive pour une période prolongée* » afin de ramener l'inflation à la cible de 2% de manière soutenable à moyen terme. Il considère que « *les indicateurs clés de persistance de l'inflation restent élevés* » et n'exclut toujours pas la possibilité d'un resserrement supplémentaire des taux si les pressions inflationnistes venaient à persister. À cet égard, « *le MPC continuera de surveiller de près les indicateurs de persistance de l'inflation et de résilience de l'économie dans son ensemble, notamment un ensemble de mesures des tensions des conditions sur le marché du travail, la croissance des salaires et le taux d'inflation des prix dans les services* ».

Pourtant, les récentes données côté prix, salaires et activité ont été plus faibles que prévu, ce qui a poussé les marchés à anticiper davantage de baisses de taux. Avant la réunion du MPC de ce jeudi 14 décembre, les investisseurs tablaient sur un total de 125 points de base de baisses de taux en 2024, avec une première baisse attendue le mois de mai prochain. Un excès d'optimisme auquel la BoE ne semble pas adhérer. Pour la majorité du MPC, « *il est encore trop tôt pour conclure que l'inflation dans les services et la croissance des salaires sont sur une tendance baissière ferme* ». Une prudence qui s'explique par le fait que ces deux mesures clés de persistance de l'inflation restent à des niveaux plus élevés que dans la plupart des autres pays avancés, probablement en raison d'effets de second tour plus lents à se dissiper et des conditions d'offre plus détériorées. « *Il y a encore du chemin à parcourir* », a déclaré le gouverneur Andrew Bailey, trouvant que la baisse de l'inflation CPI à 4,6% en octobre (0,2% en-dessous des anticipations de novembre) depuis plus de 10% en début d'année n'est pas satisfaisante. Il souhaite notamment voir une tendance baissière plus claire de l'inflation dans les services (6,6% en octobre).

La majorité du MPC continue de juger que les risques autour de l'inflation CPI à moyen terme sont orientés à la hausse, en partie en raison de la guerre au Proche-Orient. La BoE anticipe que l'inflation CPI

resterait proche des rythmes actuels au tournant de l'année. L'inflation des prix dans les services est attendue en hausse en janvier en raison d'effets de base défavorables, avant une modération progressive ensuite. Sur une note plus encourageante, les minutes de la réunion de politique monétaire indiquent que les prévisions d'inflation à court terme ont été révisées à la baisse en raison des prix de l'énergie plus bas.



Source : ONS, Crédit Agricole SA

Les conditions sur le marché du travail restent le principal déterminant des pressions domestiques sur l'inflation et du sentiment *hawkish* au sein du MPC. Les données publiées cette semaine pour la période à fin octobre montrent une stabilisation du taux de chômage à 4,2% (soit en-dessous du taux de chômage d'équilibre de moyen terme, révisé récemment par la BoE à 4,5%), du taux de participation (à 63,6%) et du taux d'emploi (à 75,7%). Mais les postes vacants ont continué de reculer (-45 000 sur trois mois à fin novembre pour s'établir 949 000, soit près de 150 000 au-dessus de leur niveau de pré-Covid). La croissance des salaires se replie plus fortement que prévu, à 7,3% contre 7,9% en août. Pour la BoE, la croissance des salaires reste encore trop élevée et il y a un risque que les tensions sur le marché du travail continuent de générer des pressions à la hausse sur les salaires. De plus, le MPC voit des risques haussiers sur l'inflation des salaires en lien avec la hausse de 9,8% du salaire minimum (*National Living Wage*) prévue pour avril prochain.

En ce qui concerne l'économie réelle, le PIB a été stable au troisième trimestre et les perspectives sont celles d'une stagnation prolongée. La BoE anticipe une croissance nulle au quatrième trimestre ainsi qu'au cours des prochains trimestres. Sa prévision du quatrième trimestre (0,1% prévu en novembre) a été révisée à la baisse après la publication des données du PIB pour le mois d'octobre (-0,3% sur le mois).

L'assouplissement budgétaire annoncé par le Chancelier dans son *Autumn statement* du 22 novembre, qui inclut notamment une baisse des cotisations sociales et une pérennisation de l'abattement fiscal sur les dépenses d'investissement, ferait augmenter le niveau du PIB d'environ 0,25% au cours des prochaines années. Les

principales mesures gouvernementales ont surtout pour effet d'améliorer le potentiel d'offre de l'économie. Les implications en termes d'*output gap* et d'inflation sont de moindre ampleur. Néanmoins, bien qu'à la marge, l'assouplissement budgétaire récemment annoncé constitue pour la BoE un développement inflationniste.

☑ Notre opinion – À la différence de la Fed, qui a donné un signal clair que des baisses de taux, de 75 ppb au total, sont probables en 2024, la BoE a surpris par une tonalité plus hawkish que prévu. L'institution britannique reste hantée par les risques haussiers sur l'inflation, notamment en lien avec un marché du travail toujours tendu, bien qu'en voie d'assouplissement, et souhaite voir une tendance baissière plus prononcée dans la croissance des salaires et l'inflation dans les services. Elle ne baisse pas la garde, de peur d'encourager les effets de second tour qui ne se dissipent que lentement. De plus, l'assouplissement budgétaire annoncé par le gouvernement en novembre, contenant des baisses de taxes et une hausse du salaire minimum, a davantage fait pencher la balance en faveur du maintien de taux élevés pour plus longtemps. Ainsi, la probabilité d'une baisse de taux au premier semestre 2024 semble avoir diminué, d'autant plus que le gouvernement va sans doute annoncer un assouplissement budgétaire supplémentaire dans le cadre du budget 2024 au printemps prochain, dans l'optique de sa campagne électorale pour des élections législatives probables au second semestre 2024.

Pays émergents

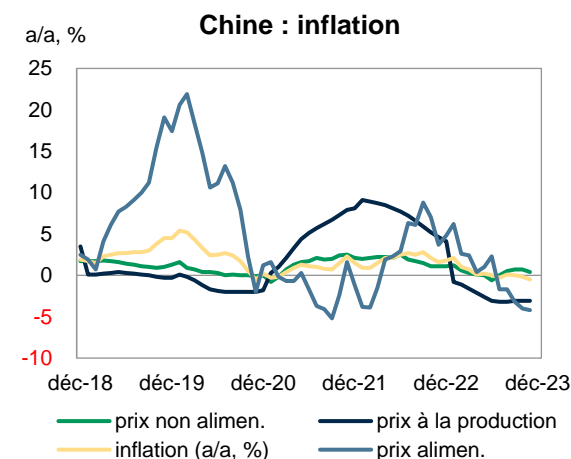
Asie

Chine : les temps difficiles

Les dernières données d'activité tombées cette semaine sont venues conforter la décision de l'agence Moody's – qui a abaissé la perspective de la notation souveraine chinoise de « stable » à « négative ». Elles sont le reflet d'une économie chinoise tournant en dessous de son potentiel de croissance et engluée dans ses problèmes structurels, en particulier dans le secteur immobilier.

Le piège de la déflation

S'il ne fallait retenir qu'un chiffre, ce serait celui de l'inflation : avec une contraction de l'indice des prix de 0,5% en novembre, la Chine s'enfonce un peu plus dans la déflation. Bien que les prix soient surtout tirés à la baisse par les composantes volatiles (énergie et alimentation) et que l'inflation sous-jacente demeure légèrement positive (0,6% en novembre en glissement annuel), ils sont le reflet de la faible demande domestique et du comportement attentiste des ménages, qui continuent de privilégier l'épargne de précaution plutôt que la consommation.



Si les ventes au détail ont autant accéléré en novembre (+10,1% en g.a.), c'est uniquement parce qu'elles ont bénéficié d'un effet de base très positif. Et encore, elles ont déçu le consensus, qui les attendait plutôt autour de 12%. En 2022 à la même période, la Chine connaissait en effet une vague de Covid de grande ampleur, qui avait lourdement pesé sur l'économie, avant que le gouvernement ne se résigne à abandonner définitivement la stratégie zéro-Covid qui avait tant pénalisé l'activité.

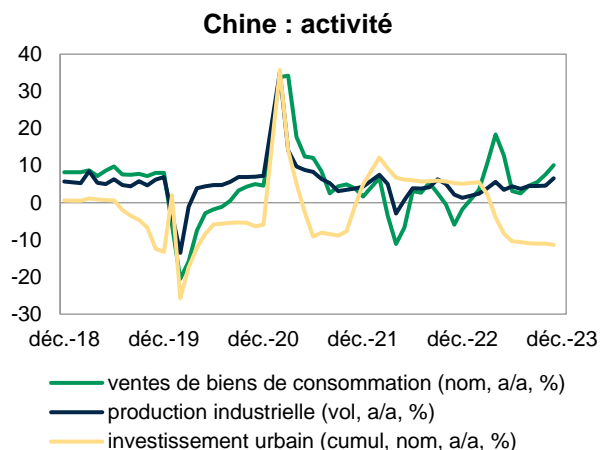
Sur les deux dernières années, les ventes au détail n'ont progressé que de 2,7%, soit à un rythme bien plus lent que celui de la croissance totale de l'économie.

Si la déflation est aussi dangereuse, c'est parce qu'elle ancre des comportements de consommation chez les ménages, qui prennent l'habitude de

différer leurs achats dans l'attente de baisses de prix, ce qui a bien sûr une incidence sur la production et la gestion des stocks des entreprises.

En Chine, le phénomène est accentué par le blocage du secteur immobilier. Malgré toutes les mesures mises en place ces derniers mois – assouplissement des conditions d'achat, hausse des crédits, fonds pour les promoteurs, baisse des taux d'intérêt –, les indicateurs ont déçu en novembre. Transactions, mises en chantier, permis de construire, prix de vente : tout demeure en contraction, sans réel signe d'amélioration.

Les villes de Pékin et Shanghai ont annoncé de nouvelles mesures de soutien, comme l'allongement de la maturité des prêts et la baisse du taux d'apport obligatoire, mais la crise immobilière se joue surtout dans les villes plus périphériques.



Seule éclaircie dans ce tableau plutôt sombre, la production industrielle rebondit plus qu'anticipé (+6,6% en g.a.). Cette dernière est alimentée non par la demande interne, mais par les exportations, qui ont progressé de 0,5% en novembre, après six mois de baisses consécutives. Si le commerce mondial est plutôt entré dans une phase de ralentissement, après les records des années 2021 et 2022, la Chine bénéficie d'une compétitivité-prix forte, accentuée par un yuan plutôt faible. Ce dernier s'est réapprécié face au dollar depuis quelques semaines, sous l'impulsion des interventions de la banque centrale chinoise qui cible un taux de change autour de 7,10 CNY pour 1 USD, mais a profité à la Chine. Le niveau des importations (-0,6% en g.a.) reflète quant à lui bien l'atonie de la demande interne.

Cap sur 2024

L'année 2023 se termine, et si la reprise post-Covid a déçu, la cible de croissance fixée « autour de 5% »

devrait cependant être atteinte. La question est donc maintenant de savoir quelle sera celle fixée par les autorités chinoises en 2024. Annoncée lors des sessions parlementaires de mars, cette cible fait déjà l'objet de suppositions parmi les économistes. Certains la voient « autour de 5% », afin d'envoyer un signal fort aux acteurs économiques, celui que les autorités seraient prêtes à accentuer leur soutien à la croissance, en débloquant de nouveaux moyens budgétaires. Pour autant, il semble plus probable que le gouvernement privilégie une approche plus prudente et conservatrice avec une cible autour de 4,5%, afin de ne pas prendre le risque politique de passer à côté.

Si le président Xi Jinping a indiqué que la reprise était « encore à un stade critique », et qu'elle demeurerait pénalisée par « *des facteurs défavorables croissants dans l'environnement politique et économique international* », l'heure ne semble

toujours pas à un changement radical au niveau des politiques publiques.

Les autorités continuent d'avoir une approche mesurée, afin de ne pas retomber dans les travers ayant justement mené au surendettement de l'économie qui inquiète tant Moody's. Le problème est qu'en annonçant des mesures au compte-goutte, elles donnent l'impression de réagir plus que de planifier, et donc d'avoir sous-estimé l'ampleur du ralentissement.

Enfin, en continuant de cibler une relance par les infrastructures et le crédit, elles ne s'attaquent toujours pas au cœur du problème chinois qui se situe chez les ménages. Tant que le choc positif de confiance qui les fera reprendre le chemin de la consommation n'aura pas eu lieu, il sera difficile de regarder la Chine avec des yeux optimistes.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Émirats arabes unis : fin de la COP 28 et « transition » hors des énergies fossiles

Une forme de consensus a été trouvée pour le communiqué final de la Conférence pour le climat qui se tenait cette année à Dubaï, aux Émirats arabes unis, qui est l'un des principaux producteurs de pétrole de la planète et dans le peloton de tête des pays émetteurs de CO₂. À ce titre, il faut sans doute souligner que si le communiqué signé par 198 pays ne parle pas de « sortie » des énergies fossiles, il invite « à transitionner hors des énergies fossiles » et il désigne ces combustibles comme les principaux responsables du réchauffement planétaire. C'est une avancée fondamentale dans un pays qui est un des plus grands producteurs et exportateur de pétrole.

Mais quel est le bilan carbone des Émirats et quels sont leurs engagements en terme de CO₂ ? Alors que le pays s'est engagé à atteindre la neutralité carbone en 2050, il reste, avec 175 millions de tonnes de CO₂ émises, le 29^e pays le plus pollueur de la planète en 2021. Mais en émissions par habitant, il monte à la 4^e place (à titre de comparaison, la France est 73^e sur ce critère). Le chemin est donc encore long pour parvenir à la neutralité carbone promise d'ici 27 ans.

Pourtant, les Émirats sont le pays de la région qui a fait le plus d'avancées dans ce domaine depuis de nombreuses années, et en mobilisant des moyens financiers importants. Pour y parvenir, ils développent des centrales solaires en plein désert (Makhtoum Solar Park et Noor Abu Dhabi) et mettent l'accent sur les recherches en matière d'énergie à partir de l'hydrogène. Pour produire de l'électricité sans émission de CO₂, les Émirats ont aussi investi dans une centrale nucléaire entrée en activité il y a

plus de deux ans. L'objectif est de produire un quart de l'électricité à partir du nucléaire. Lors de la COP 28, les Émirats ont annoncé neuf nouvelles initiatives avec notamment la création d'un système national d'enregistrement des crédits carbone, des directives pour réduire la pollution des avions, la création d'une société pour l'alimentation électrique des voitures et une stratégie nationale pour protéger la biodiversité.

Le communiqué final ne prône donc pas la fin à terme des énergies fossiles comme le souhaitent de nombreux scientifiques mais plutôt de se diriger vers leur remplacement par des énergies moins polluantes.

C'est donc un certain paradoxe de constater que les pays du Golfe prennent des mesures volontaristes pour réduire leur impact carbone, alors que leur stratégie économique à long terme est d'exploiter la rente des hydrocarbures en totalité, jusqu'à l'épuisement total des champs pétroliers et gaziers en affirmant vouloir, au fur et à mesure, en réduire l'impact en CO₂. Une transition énergétique qui prônerait l'abandon total du pétrole au profit d'autres sources d'énergie moins polluantes n'est donc pas partagée dans une région où la rente pétrolière reste centrale dans l'économie.

Les pays du Golfe plaident donc plutôt pour des avancées technologiques permettant une atténuation des effets néfastes de la consommation d'énergies fossiles comme le captage et le stockage de CO₂, le développement de l'hydrogène, et le recyclage des produits en matière plastique.

✓ Notre opinion – *Cette opinion reste assez inchangée depuis de nombreuses années. Malgré le lobbying actif des compagnies pétrolières, la préconisation de se passer progressivement des énergies fossiles et d'évoluer vers des énergies non émettrices de CO₂ peut être mise au crédit d'un pays qui a entamé depuis de nombreuses années une transition et une diversification économique pour être beaucoup moins dépendant de la rente pétrolière.*

Afrique sub-saharienne

Afrique sub-saharienne/UE : une taxe carbone à fort enjeu économique pour la région

Le projet de l'Union européenne (UE) d'imposer une taxe sur la pollution carbone émise par la fabrication des biens importés a déclenché un débat lors de la conférence des Nations unies sur le climat à Dubaï, car les pays les plus pauvres, notamment en Afrique sub-saharienne, affirment que la taxe nuira à leur croissance économique.

Plus connu sous l'appellation de la taxe carbone européenne, le mécanisme européen d'ajustement carbone aux frontières (MACF) a été mis en œuvre le 1^{er} octobre 2023, mais ne devrait rentrer en vigueur qu'à partir de 2026.

Cette taxe sur les exportations vers l'UE s'appliquera, dans un premier temps, à sept secteurs (ciment, acier, fer, aluminium, engrais, électricité et hydrogène) qui représentent une part importante des exportations africaines vers l'Europe.

Le mécanisme européen d'ajustement carbone aux frontières constitue donc à la fois un moyen d'atteindre l'objectif d'une diminution de 55% des émissions de gaz à effet de serre (GES) à l'horizon 2035 ainsi qu'une mesure de défense commerciale. Il vise, en effet, à rendre plus équitables les conditions de concurrence entre les entreprises de l'UE et celles des pays tiers en attribuant un prix du carbone à certains produits importés.

En effet, le MACF exige des importateurs qu'ils paient un prix du carbone équivalent à celui payé par les producteurs européens. Il est donc conçu pour compléter le système d'échange de quotas d'émission (SEQUE) qui s'applique depuis 2005 à l'ensemble des pays membres de l'UE en obligeant les entreprises

européennes à acquérir un nombre de quotas d'émission de GES correspondant à la quantité réelle de leurs rejets de CO₂ ou de gaz équivalents pour décarboner leur processus de production. Pour éviter des délocalisations, induites par l'absence de taxation du carbone à l'étranger, l'UE a décidé de soumettre les produits importés au même prix carbone imposé aux biens produits dans l'espace européen.

Or, l'application du mécanisme européen d'ajustement carbone aux frontières (MACF) pourrait nuire à la compétitivité et engendrer une baisse de 30 à 35% des exportations africaines vers l'UE dans les sept secteurs qu'il couvre, selon M. Adesina, président de la Banque africaine de développement (BAD).

« L'Afrique est confrontée à un nouveau défi en matière d'exportations, en particulier vers l'Europe, son principal partenaire commercial, avec le mécanisme d'ajustement de la taxe carbone aux frontières de l'Union européenne (UE) qui limitera considérablement ses exportations de produits à valeur ajoutée tels que le ciment, le fer, l'acier, l'aluminium et les engrais », a-t-il déclaré lors d'une conférence sur le commerce durable tenue à Dubaï, en marge de la COP28.

De plus, compte tenu du déficit énergétique de l'Afrique et de sa dépendance à l'égard des combustibles fossiles, en particulier du diesel utilisé par les entreprises, l'Afrique serait contrainte d'exporter à nouveau des matières premières vers l'Europe, ce qui accentuerait la désindustrialisation du continent, a ajouté M. Adesina, indiquant que l'Afrique « pourrait perdre jusqu'à 25 milliards de dollars par an à cause du mécanisme d'ajustement de la taxe carbone aux frontières de l'UE ».

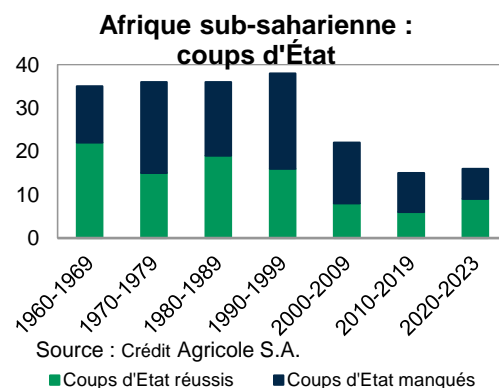
✓ Notre opinion – Si le mécanisme européen d'ajustement carbone aux frontières (MACF) vise à étendre les normes environnementales et encourager les pays où l'Union européenne s'approvisionne à adopter une production plus propre, il risque d'affecter, à contrecoup, les pays d'Afrique sub-saharienne. Si la région, touchée par le changement climatique, devait également subir des taxes sur le carbone aux frontières, cela pourrait entraîner des restrictions au commerce préjudiciables au développement, tant industriel qu'économique et social, de l'Afrique sub-saharienne.

Guinée-Bissau, Sierra Leone : nouvelles tentatives de coups d'État en Afrique de l'Ouest

Ce 1^{er} décembre, des éléments de la garde nationale de la Guinée-Bissau ont pris d'assaut les locaux de la police nationale pour libérer deux responsables du gouvernement arrêtés pour une affaire de corruption. Les événements ont été qualifiés de « tentative de coup d'État » par le président Embaló qui, suite aux affrontements, a ordonné la dissolution de la législature du pays. Cet événement a succédé à une autre tentative de coup d'État en Sierra Leone où des affrontements entre militaires et forces de sécurité ont mené à l'arrestation de près de 57 personnes selon le gouvernement.

Plus généralement, les situations actuelles en Sierra Leone et en Guinée-Bissau s'inscrivent dans un

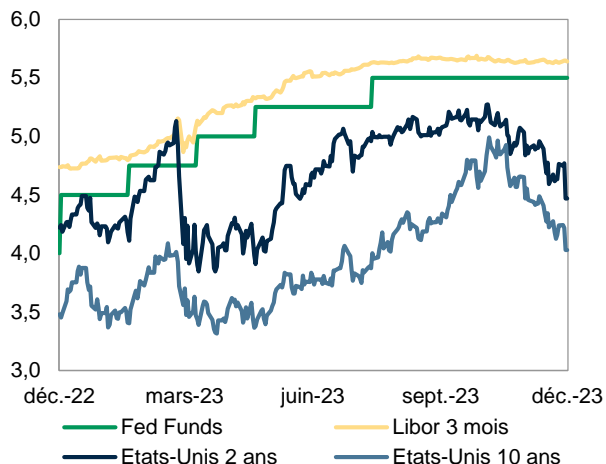
contexte de retour de l'instabilité politique en Afrique sub-saharienne, et en particulier dans la région ouest-africaine qui fut marquée depuis 2020 par la multiplication des coups d'État au Mali, au Burkina Faso, au Niger et en Guinée.



Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

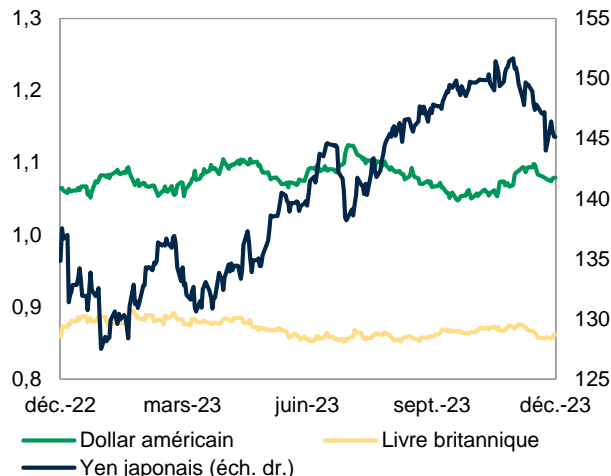
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

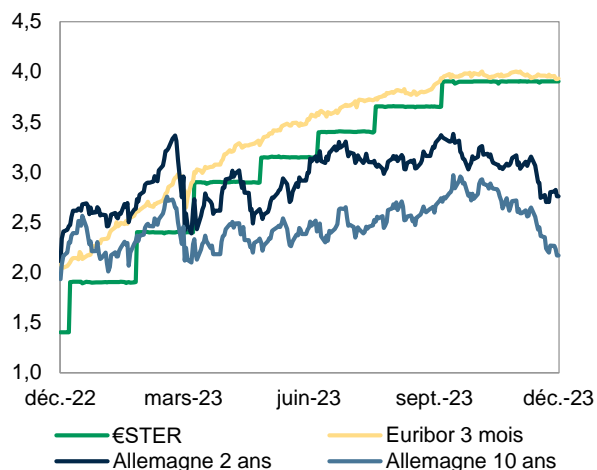
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

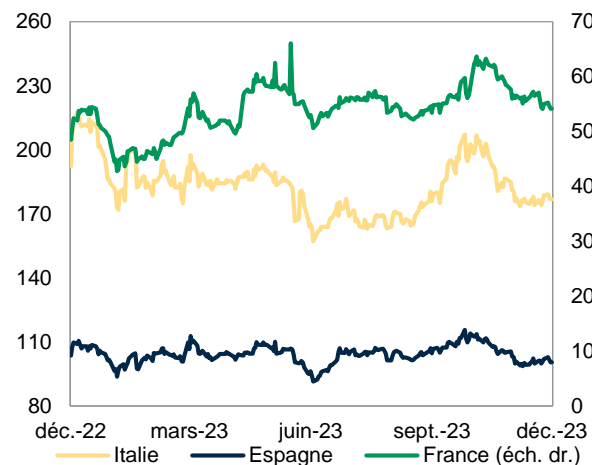
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

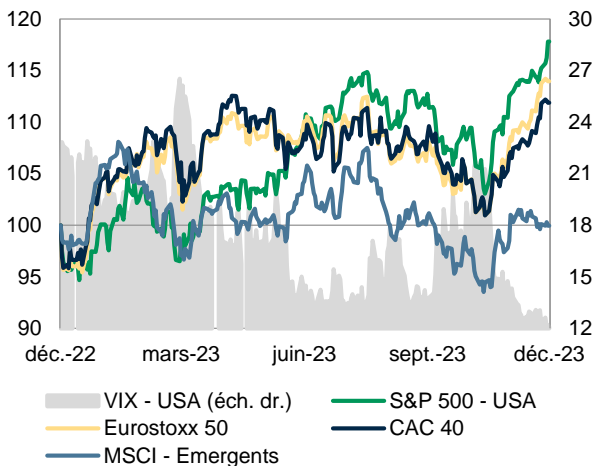
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

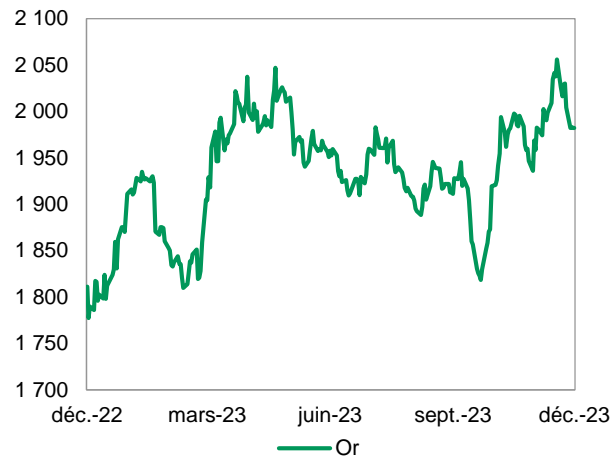
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

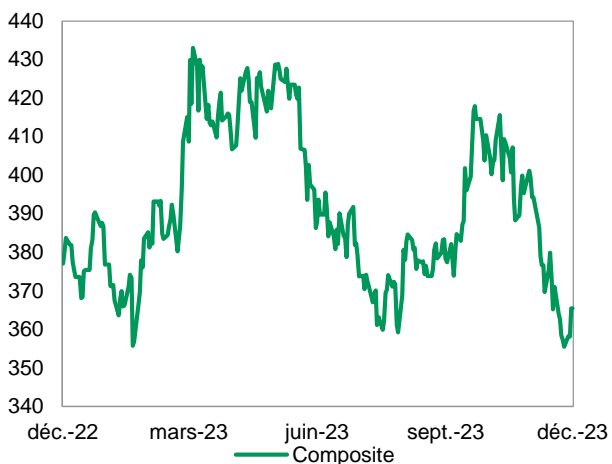
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

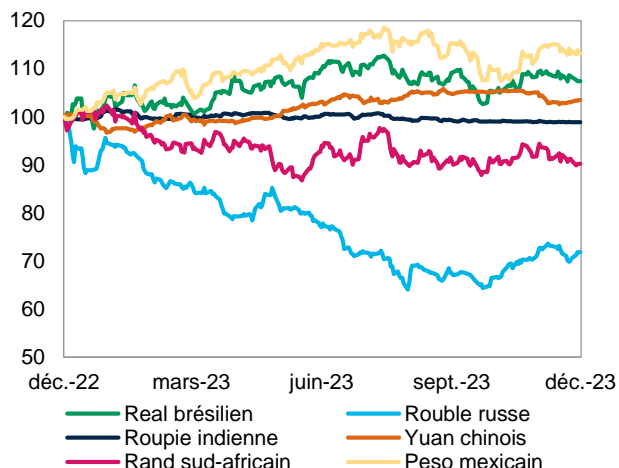
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

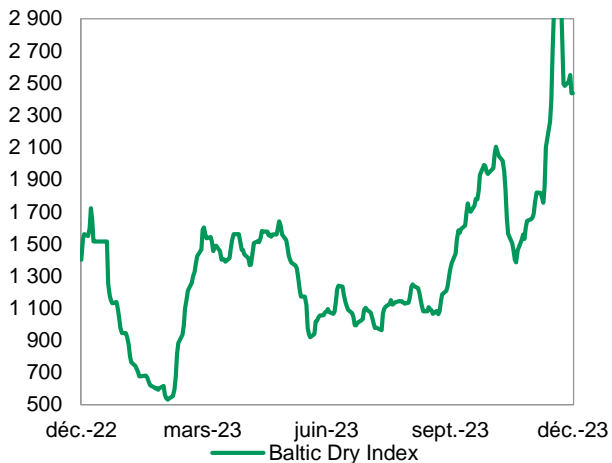
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

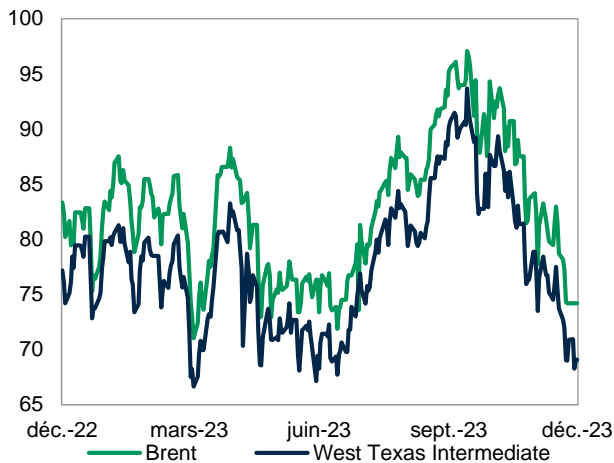
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

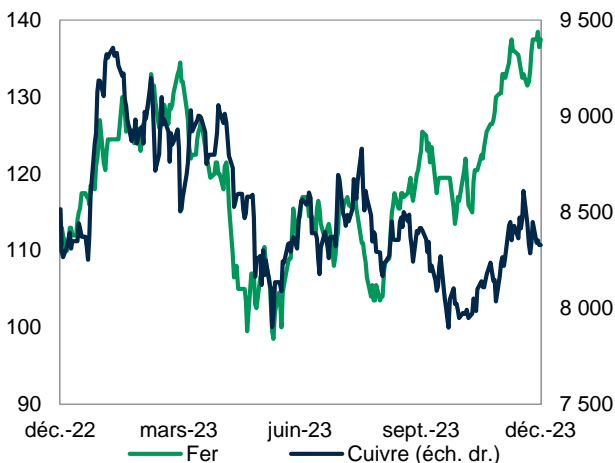
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

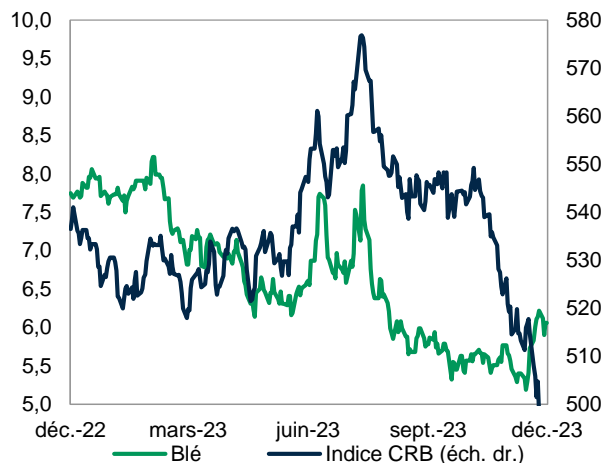
USD/tonne métrique



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 – Octobre 2023

Un équilibre délicat

Date	Titre	Thème
14/12/2023	<u>Allemagne – Un grand trou dans les finances publiques</u>	Allemagne
14/12/2023	<u>Arabie saoudite – Croissance zéro ou récession attendue cette année, l'économie pétrolière reste trop pro-cyclique</u>	Arabie saoudite
14/12/2023	<u>Afrique sub-saharienne : quels effets du changement climatique sur les économies de la région ?</u>	Afrique
14/12/2023	<u>Argentine – Une histoire sans fin</u>	Amérique latine
12/12/2023	<u>France – La Banque de France propose une autre lecture de la baisse de la productivité récente</u>	France
08/12/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
08/12/2023	<u>Chimie – Le graphène va-t-il détrôner la fibre de carbone ?</u>	Chimie
07/12/2023	<u>Égypte – Une probable extension du plan de soutien du FMI dans un contexte difficile</u>	Égypte
07/12/2023	<u>Entre la Chine et les États-Unis, la Corée a toujours besoin de la mondialisation heureuse</u>	Asie
06/12/2023	<u>France – La croissance révisée à -0,1% au troisième trimestre, une histoire pas tellement modifiée</u>	France

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

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

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

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

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LÉBOUGRE (coordination scénario), César MEZHER

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Thomas MORAND

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : DATALAB ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION

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

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.