



Perspectives

Hebdomadaire – N°23/095 – 31 mars 2023

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Accalmie sur les marchés, mais les doutes persistent	2
☞ France : recul anticipé de l'inflation en mars	3
☞ Zone euro : l'inflation sans surprise à la baisse en mars	4
☞ Zone euro : recul de l'indice du sentiment économique	5
☞ Italie : optimisme et réalité.....	5
☞ Allemagne : le climat des affaires se redresse sans pour autant susciter d'emballement	7
☞ Espagne : l'inflation recule sous un effet de base important	8
☞ La Chine, un prêteur en dernier ressort sélectif et gourmand.....	9
☞ Géorgie : la douloureuse géo-politisation de la mer Noire.....	11
☞ Ghana : l'agence de notation Fitch révise à la hausse le rating du pays.....	13
☞ Afrique du Sud : les signaux économiques sont au rouge.....	13

Accalmie sur les marchés, mais les doutes persistent

Les inquiétudes des investisseurs au sujet de la situation des banques des deux côtés de l'Atlantique se sont quelque peu apaisées après le soutien à la liquidité déployé par la Fed depuis les faillites de Silicon Valley Bank et de Signature Bank. La Maison Blanche a publié le 30 mars un communiqué détaillant les priorités du président Joe Biden en matière de réglementation bancaire : elles incluent, notamment, un renforcement du cadre prudentiel des banques de taille intermédiaire (ayant entre 100 et 250 milliards de dollars d'actifs) et la restauration des règles prudentielles qui étaient applicables avant la loi de réglementation bancaire de 2018 adoptée par l'administration Trump.

En termes de données économiques, cette semaine, les chiffres du déflateur des dépenses de consommation sous-jacente (*core PCE deflator*), mesure d'inflation préférée de la Fed, sont ressortis légèrement sous les anticipations à 4,6% en février (+0,3% sur le mois) après 4,7% en janvier et légèrement sous les anticipations du consensus Reuters (4,7% sur un an et + 0,4% en variation mensuelle). Confirmant le ralentissement économique, les dépenses réelles de consommation accusent un repli sur le mois (-0,1%) malgré une hausse (+0,2%) du revenu disponible réel. Le taux d'épargne se redresse à 4,6% contre 4,4% en février. Enfin, en zone euro, la semaine a été dominée par les chiffres d'inflation (cf. « *Zone euro : l'inflation sans surprise à la baisse en mars* »).

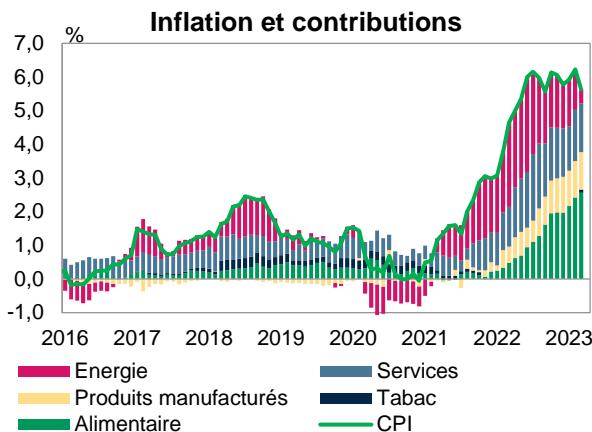
Tiré par les valeurs non-financières, notamment technologiques, l'indice S&P 500 gagne 2% cette semaine et retrouve un plus haut depuis le 20 février. Le VIX, mesure de sa volatilité, cède 2,5 points. En Europe, le rebond des bourses sur la semaine est encore plus marqué : +4% pour l'Eurostoxx 50 et le CAC 40. Le S&P 500 parvient à afficher un gain de 5,5% depuis le début de l'année, alors que les indices européens précités progressent de près de 13%. Valeur refuge en temps de stress, le dollar cède du terrain face à l'euro en cette semaine d'accalmie et la parité EUR/USD termine à près de 1,1 soit +1,5% depuis le début de l'année. Les indices obligataires cèdent du terrain et les courbes des rendements obligataires s'inversent davantage. Le taux deux ans US bondit de 36 points de base sur la semaine (à 4,1%) tandis que le taux dix ans gagne 18 points atteignant 3,6%. Les mouvements sont similaires en Europe sur les titres d'État allemands. Les primes de risque se resserrent légèrement.

L'inversion des courbes de taux s'explique par la combinaison d'anticipations de resserrement monétaire et de craintes de récession d'autre part. Cette semaine, les anticipations de hausses de taux se sont redressées parallèlement à l'apaisement de l'aversion au risque. Elles sont revenues à leur niveau de début 2023 avec un pic des taux des *Fed funds* à environ 4,9% à la mi-année. Néanmoins, les marchés continuent de tabler sur une baisse des taux directeurs dès juin, immédiatement après leur pic : un scénario en désaccord avec la banque centrale qui n'a pas signalé son intention de baisser ses taux à court terme. En effet, la récente débâcle bancaire et le ralentissement de l'économie américaine accroissent les doutes des marchés quant à la capacité de la Réserve fédérale à maintenir ses taux élevés. Les marchés s'interrogent, à juste titre, sur la capacité de la Fed à mener la lutte contre l'inflation sans exacerber les risques sur la stabilité financière. Le scénario de récession au cours de la seconde moitié de l'année reste de mise. À la différence des marchés toutefois, après une dernière hausse de taux de 25 points de base en mai (soit une fourchette des *Fed funds* à 5,00-5,25%), nous n'anticipons pas de baisses avant 2024. Comme elle l'a clairement indiqué, la Fed devrait continuer d'appliquer le principe de séparation et gérer les risques de stabilité financière avec des instruments de liquidité tout en concentrant la politique monétaire sur son objectif d'inflation.

Zone euro

France : recul anticipé de l'inflation en mars

L'inflation a reculé au mois de mars, s'établissant à 5,6% sur un an contre 6,3% en février. Sur un mois, le niveau des prix progresse de 0,8%. Ce recul de l'inflation était attendu car le mois de mars 2022 a été marqué par le déclenchement du conflit russe-ukrainien qui a entraîné une envolée des prix de l'énergie, notamment du baril de pétrole et donc des prix à la pompe. Ainsi, cette baisse de l'inflation est principalement due à l'atténuation d'effets de base sur les prix du pétrole qui a en outre reculé en mars. De plus, les prix de marché du pétrole sont assez modérés en mars 2023. Les prix de l'énergie progressent de 4,9% par rapport au mois de mars 2022 alors que l'inflation énergétique sur un an était encore de 14,1% en février.

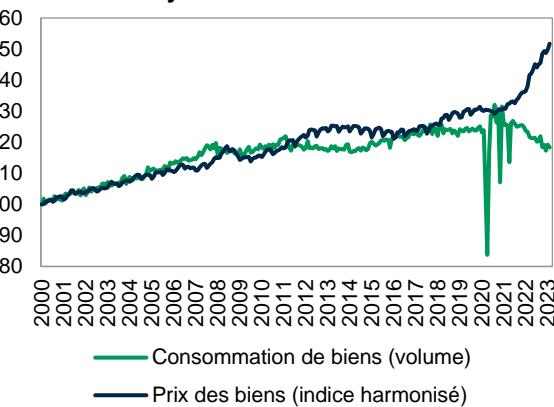


Sources : Insee, Crédit Agricole S.A./ECO

En revanche, l'inflation alimentaire atteint 15,8% sur un an après +14,8% et est plus que jamais la plus grosse contribution à la hausse du niveau des prix. La hausse des prix des biens manufacturés est relativement stable à +4,8% et celle du prix des services reste plus modérée à +2,9% sur un an.

Fort logiquement, l'inflation pèse sur la consommation des ménages et la consommation de biens recule de 0,8% sur un mois en février. Sur un an, la consommation de biens est même en repli de 4,1%. Les ménages réduisent en premier lieu leur consommation sur les postes les plus touchés par l'inflation. La consommation alimentaire est ainsi en baisse de 9% sur un an.

Consommation et prix des biens, janvier 2000=100



Sources : Eurostat, Insee, Crédit Agricole S.A./ECO

Notre opinion – L'inflation ne devrait pas retrouver le pic atteint au mois de février (6,3%). La disparition progressive des effets de base liés au déclenchement de la guerre en Ukraine va continuer à réduire la contribution de l'énergie à la hausse des prix. L'inflation alimentaire devrait être également proche de son pic et les résultats des négociations entre la grande distribution et l'industrie devraient se traduire par de nouvelles hausses de prix au deuxième trimestre avant une accalmie. Les industriels ont en effet réussi à transmettre la majeure partie des hausses de coûts subies aux consommateurs et la hausse des prix devrait ralentir dans les prochains mois. L'inflation resterait cependant élevée, autour de 5,5% jusqu'à la fin de l'été avant de ralentir de façon plus marquée en fin d'année et en 2024. L'inflation atteindrait ainsi 5,4% en moyenne en 2023 et autour de 3% en 2024.

La hausse des prix continuera cependant à pénaliser la consommation des ménages, qui continuent à se montrer très prudents dans leurs décisions d'achats comme en témoigne la nouvelle baisse de la confiance des ménages en mars. En particulier, les ménages réduisent leur consommation de biens et notamment de biens alimentaires. Cela ne veut pas dire qu'ils ne se nourrissent plus, mais plutôt qu'ils réduisent leurs achats de produits assez chers (viandes par exemple, produits frais) ou qu'ils descendent de gamme en privilégiant par exemple les marques distributeurs comme l'indique une étude récente de l'Insee.

Alors que la consommation des ménages représente plus de la moitié du PIB et que l'investissement pourrait également ralentir dans un contexte de resserrement monétaire, la croissance resterait atone dans les trimestres à venir et ralentirait nettement en 2023.

Zone euro : l'inflation sans surprise à la baisse en mars

Sans surprise, le taux d'inflation a fortement baissé au mois de mars dans la zone euro passant de 8,5% à 6,9% sur un an. Sans surprise puisqu'on anticipait le rôle joué par l'effet de base de la forte hausse de mars 2022, liée à l'accélération de la composante énergétique. En effet, la composante énergie de l'indice était en baisse en mars pour la première fois depuis deux ans (-0,9% après 13,7% sur un an). Toujours sans surprise l'inflation sous-jacente a continué d'augmenter (à 5,7% après 5,6% en février). L'accélération des prix des services et de l'alimentaire (transformé ou non) a compensé le ralentissement des prix des biens industriels non énergétiques. La baisse des prix des importations d'énergie, en cours depuis septembre 2022, s'est fortement accélérée en janvier et a pu se coupler avec la baisse des prix des biens intermédiaires importés, très sensibles à l'énergie, mais aussi au dénouement des contraintes sur les chaînes de valeur mondiales et sur le trafic maritime. Cette baisse n'a pas été entièrement répercutée sur les prix de production de l'énergie et plus généralement sur les prix de production dans l'industrie, ce qui pourrait être un signe de comportements opportunistes de marges. Elle a néanmoins déjà permis une décélération des prix à la consommation des services de logement et de distribution de l'énergie.

Si l'analyse de la variation des prix sur un an renseigne sur les dynamiques tendancielles de l'inflation, à ce stade il est intéressant de suivre aussi les variations mensuelles, qui nous signalent les mouvements les plus récents. Le taux de croissance

mensuel des prix à la consommation est en légère hausse depuis deux mois après une baisse ininterrompue de trois mois. L'accélération est plus marquée pour les prix de consommation hors composantes volatiles dont la baisse a été plus brève. Si les prix de l'énergie se replient de plus en plus rapidement, ceux des biens industriels sont en revanche en hausse plus marquée. Contrairement à l'évolution sur plus longue période, la hausse des prix des biens alimentaires et des services est en ralentissement sur le mois.

De ces évolutions différencierées on peut tirer une conclusion : la baisse de l'inflation liée à l'énergie est en train de se diffuser à toutes les autres composantes, mais la transmission de sa hausse passée aux prix des autres biens et services et aux salaires génère une inertie qui rend l'inflation plus persistante. Il ne faudra donc pas s'attendre à une baisse aussi marquée de l'inflation au cours des prochains mois, ce qui ne préjuge pas de la tendance baissière en cours. Un autre effet de base important des prix de l'énergie est attendu en juin prochain, qui pourrait imprimer de nouveau un ralentissement plus net sur l'indice des prix.

La baisse du taux d'inflation a été commune à toutes les économies de la zone euro. Le taux est passé de 9,3% à 7,8% en Allemagne, de 7,3% à 6,6% en France et de 9,8% à 8,2% en Italie. Un repli plus marqué de l'inflation a été enregistré en Espagne (de 6% à 3,1%) et aux Pays-Bas (de 8,9% à 4,5%).

☒ Notre opinion – Si la BCE continue de scruter l'inflation sous-jacente, les autres agents économiques répondent à l'évolution de l'inflation globale. Ainsi, les anticipations des prix sont en baisse depuis novembre pour les entreprises du secteur manufacturier, de la construction et du commerce de détail, tandis que dans les services la baisse est plus récente, selon l'enquête de la Commission européenne. Ces évolutions sont cohérentes avec celles signalées par les indices PMI, qui confirment une décélération des prix des intrants. Dans l'industrie, le prix des intrants a même enregistré la première baisse depuis l'été 2020 tandis que les prix de vente continuent de progresser, bien qu'à un moindre rythme, permettant encore la constitution des marges. Cet écart, et la hausse des marges qui s'en suit, est d'autant plus important dans le secteur des services, où les prix des intrants n'ont fait que décélérer. Ce renforcement du pouvoir de fixation des prix des entreprises de la zone et des comportements opportunistes facilités par la volatilité des prix relatifs ont bien été signalés par les données de comptabilité des secteurs au T4 2022. Les marges étaient de retour au pic de fin 2017 : élevées et en hausse dans l'industrie (surtout auprès des producteurs d'énergie) et pour les services financiers, dans une moindre mesure dans la construction, alors qu'elles se tassent déjà dans le commerce et dans les autres services non financiers.

Côté consommateur, les dernières enquêtes de la Commission signalent en mars une inversion de la récente tendance à la baisse des anticipations des prix, probablement influencée par la remontée des prix des biens alimentaires. La dernière enquête sur les anticipations des consommateurs conduite par la BCE en janvier continuait de signaler des anticipations bien inférieures à l'inflation récente perçue avec une baisse de l'inflation anticipée à un an (4,9%) ainsi qu'à trois ans (2,5%). Cette évolution est en contraste avec la révision à la hausse des anticipations d'inflation des professionnels de la prévision pour 2023 et 2024 dans l'enquête menée par la BCE au T1 2023. Cette hausse est commune aux résultats de l'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires pour l'année 2024. Dans les deux cas, les anticipations d'inflation à plus long terme restent ancrées à l'objectif de la BCE (respectivement à 2,1% et 2%). En revanche, les anticipations de marché de l'inflation à cinq ans dans cinq ans sont de nouveau remontées à 2,58%. La BCE continuera de suivre ces indicateurs d'anticipation, mais elle sera très attentive à l'évolution des marges, annonciatrices d'effets de second tour rendant l'inflation plus persistante.

☞ Zone euro : recul de l'indice du sentiment économique

Après avoir marqué le pas en février, l'indice du sentiment économique dans la zone euro enregistre un recul en mars à 99,3 points, contre 99,6 points le mois précédent. La ventilation par pays indique que le sentiment économique continue de s'améliorer en Italie (+2,0 points) et au Pays-Bas (+0,9 point), progresse en France (+0,7 point) et se maintient en Allemagne et en Espagne. Dans le même temps, les indicateurs par secteur soulignent un repli de l'indice dans le commerce de détail (-1,2 point), et de manière moins soutenue dans la construction (-0,6 point) et l'industrie (-0,6 point) alors qu'il reste relativement stable dans les services et chez les consommateurs.

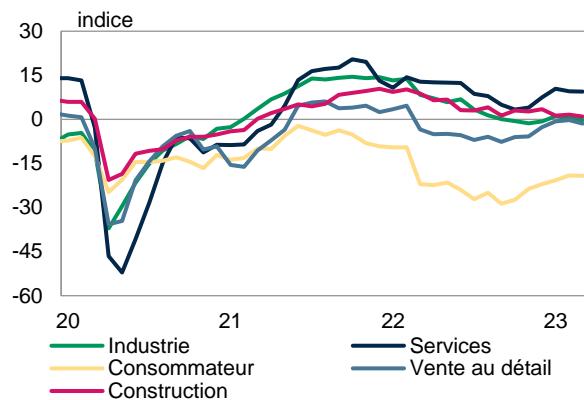
Sur le mois, la dégradation de la confiance dans le commerce de détail a été marquée par une détérioration des anticipations en termes d'activité et d'emploi ainsi que par un nombre croissant d'entreprises qui considèrent leur niveau de stocks comme supérieur à la normale. Dans le secteur de la construction, les entreprises sont également plus nombreuses à soulever des craintes quant à l'évolution future de la demande et de l'emploi malgré une activité jugée plus positive au cours des trois derniers mois. Si la demande et l'emploi pèsent largement sur l'activité du secteur, les tensions sur les matériaux et équipement continuent de s'atténuer.

Le recul de l'indice dans l'industrie a été, quant à lui, alimenté par un moindre optimisme des entreprises à l'égard de la production future alors que l'évaluation des carnets de commandes globaux est restée relativement stable, à des niveaux toujours

jugés insuffisants. Par rapport au T4-2022, les contraintes d'approvisionnement semblent moins peser sur l'activité mais continuent de constituer le principal facteur limitant la production au T1-2023 suivies par l'atonie de la demande.

Alors qu'il progressait depuis le mois de septembre, l'indice de confiance des consommateurs marque le pas au mois de mars, enregistrant un léger repli de 0,1 point. Plus spécifiquement, les consommateurs anticipent une détérioration de l'environnement économique global et une hausse plus rapide du niveau général des prix. Cependant, la consommation des ménages devrait se maintenir grâce à des intentions d'achats importants en légère amélioration et des intentions d'épargne sensiblement en baisse.

UEM : indicateurs de confiance



Sources : CE, Crédit Agricole S.A.

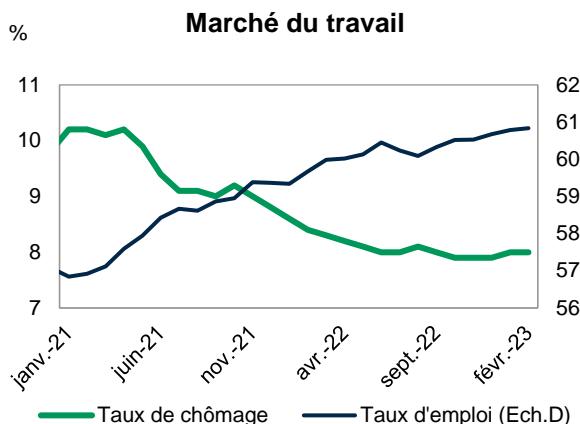
☒ Notre opinion – Les derniers indicateurs d'enquêtes suggèrent un léger essoufflement de l'activité dans le commerce de détail, la construction et l'industrie, secteurs où le sentiment économique affiche un repli ce mois-ci. Les entreprises de ces secteurs font notamment état d'une insuffisance de la demande et de craintes croissantes quant à son évolution future. La confiance des consommateurs, qui progressait depuis septembre, marque le pas en mars. Si les ménages n'anticipent pas pour l'instant un ralentissement de leur consommation, la détérioration de leur perception de l'environnement économique global futur couplée à celle d'une hausse plus rapide des prix constitue un sérieux risque pour l'évolution de leur demande de biens et services.

☞ Italie : optimisme et réalité

La publication des indicateurs du mois de mars nous renseigne davantage sur les tendances qui se dessinent au premier trimestre. L'amélioration de la confiance, observée depuis le début de l'année aussi bien chez les ménages que chez les entreprises, se confirme.

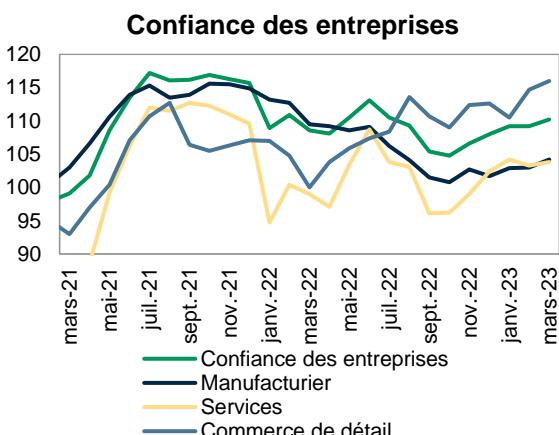
Après le rebond enregistré en février, l'indice de confiance des ménages augmente de nouveau en mars, passant de 104 à 105,1. La perception de l'environnement économique actuel enregistre son plus haut niveau depuis six mois mais reste loin des valeurs de février 2022. En ce qui concerne la

situation personnelle des ménages, on note également une légère hausse de l'indice relatif au climat personnel porté aussi bien par une meilleure appréciation de la situation actuelle des ménages que par des perspectives plus positives. Les contraintes sur le budget des ménages sont cependant encore bien visibles. En effet, les ménages continuent de témoigner d'une difficulté à épargner et n'anticipent pas non plus une hausse de l'épargne future. Ils sont cependant moins nombreux à percevoir une détérioration du marché du travail avec des anticipations de chômage toujours en recul.



Source : Istat, Crédit Agricole S.A.

Cependant, les premiers signes d'un retournement sur le marché du travail commencent à se confirmer. Le taux de chômage a augmenté pour la première fois en janvier après plusieurs mois de baisse ininterrompue. Il est resté stable en février malgré un léger repli du nombre de chômeurs. Le taux d'emploi continue cependant de croître, augmentant de 0,1 point en février pour se situer à 60,8%. La croissance de l'emploi a été portée par une légère reprise de l'emploi indépendant dont le niveau reste en deçà de son niveau prépandémique.

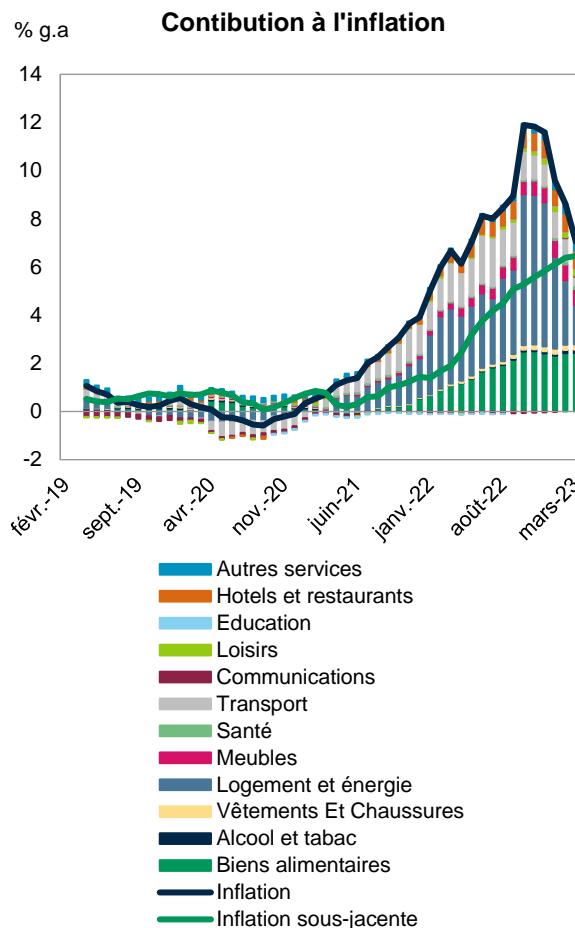


Source : Istat, Crédit Agricole S.A.

La confiance s'améliore également du côté des entreprises, en particulier dans les secteurs de la construction, du commerce et de l'industrie, avec des indices passant respectivement de 157,2 à 159,1, de 114,7 à 116,0 et de 103,0 à 104,2. Dans un contexte où le resserrement des conditions de financement et le ralentissement de la demande domestique sont considérés comme des facteurs limitant davantage la production, le ralentissement des prix à la production devrait offrir un certain répit, notamment dans le secteur industriel.

Après la baisse exceptionnelle de janvier, les prix à la production industrielle ont de nouveau baissé en février 2023, bien que plus modestement (-1%), passant de 11,1% en glissement annuel à +9,6%.

Cette dynamique s'explique principalement par les baisses des prix de l'énergie, plus marquées sur le marché intérieur, ainsi que par la baisse des prix des biens intermédiaires. Les moindres pressions sur les coûts semblent progressivement se répercuter sur les prix finaux. Ainsi, en mars, les prix des biens ont enregistré un net ralentissement, passant de +12,4% à +9,8%.



Sources : Istat, Crédit Agricole S.A.

La baisse des cours gaziers s'est également traduite par une nette modération du rythme de l'inflation, qui est passé, selon les estimations préliminaires de mars 2023, de 9,1% à 7,7%. Tandis que la baisse de l'énergie réglementée se poursuit, (de -16,4% en février à -20,4% en mars), les prix sur le marché non réglementé entament leur décélération (de +40,8% à +18,9% en glissement annuel). Les prix des aliments transformés baissent également mais modérément (+15,5% à +15,3%), mais cette baisse est en partie compensée par l'accélération des prix des aliments non transformés (de +8,7% à +9,3%), du tabac (de +1,8% à +2,5%) et des services récréatifs, culturels et de soins personnels (de +6,1% à +6,3%). Par conséquent, le panier ménager (alimentaire, ménager et personnel) reste stable (à +12,7%) et l'inflation sous-jacente hors énergie et produits frais continue de s'accélérer, bien que plus modérément (de +6,3% à +6,4%).

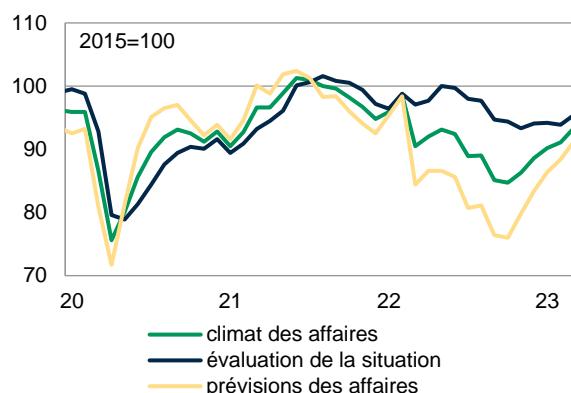
Notre opinion – Le vent d'optimisme qui porte les prévisions de croissance en Italie trouve un écho dans les données du premier trimestre. Le marché gazier se normalise, laissant penser que le pic inflationniste est derrière nous. Les données de mars vont dans ce sens, avec un retour à un niveau d'inflation qui n'a pas été observé depuis plus de six mois. Malgré un contexte économique difficile, marqué par un resserrement des conditions de financement, la confiance des entreprises est robuste et en amélioration. Les pressions sur les coûts faiblissent également, offrant un certain répit au secteur industriel qui devrait continuer de bénéficier d'un large soutien public. En effet, les mesures de soutien pour l'énergie ont été en grande partie reconduites pour le deuxième trimestre. Près de 4 milliards d'euros ont ainsi été mobilisés. Et pourtant, d'autres signes sont à même de modérer notre optimisme. La faiblesse de la demande, notamment, malgré un léger regain d'optimisme des ménages. Le marché de l'emploi montre également des premiers signes de retournement. Des éléments qui rappellent que les séquelles potentielles de ce double choc n'ont pas encore entièrement été révélées.

☞ Allemagne : le climat des affaires se redresse sans pour autant susciter d'emballement

L'indice Ifo du climat des affaires allemand est ressorti en hausse pour le cinquième mois consécutif en mars à 93,3 points après 91,1 pts. Ce moindre pessimisme est porté principalement par des anticipations d'activité en net redressement à 91,2 pts (versus 88,4 pts le mois précédent) mais aussi par une meilleure appréciation des entreprises de leur situation actuelle (95,4 pts versus 93,9 pts). Cette évolution favorable s'explique par une amélioration des perspectives dans les secteurs clés de l'industrie comme l'automobile, la chimie, l'électricité, l'électronique et les machines et équipements. La baisse du prix de l'énergie et l'absence de pénurie de gaz naturel dans le pays a permis aux entreprises de retrouver un peu de confiance dans leur activité, d'autant que l'activité industrielle résiste plutôt bien en ce début d'année et laisse entrevoir une possibilité de reconstitution des marges. Le climat des affaires s'est également nettement redressé dans les services (8,9 pts versus 1,3 pt en février) alors qu'il ne progresse que faiblement dans les activités de commerce (-10 pts

vs -10,6 pts) et la construction (-17,9 pts vs -19 pts). Les indicateurs plaident pour un redressement progressif de l'activité allemande même si plusieurs freins demeurent comme une inflation encore élevée ou le resserrement monétaire encore à l'œuvre.

Allemagne : climat des affaires



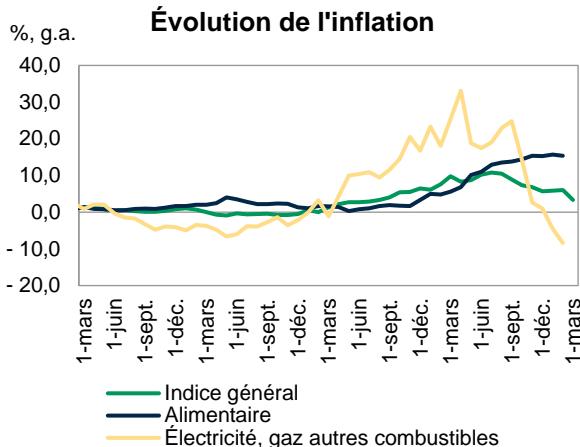
Sources : IFO, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – L'indice du climat allemand poursuit son redressement au mois de mars porté par la baisse des prix de l'énergie qui laisse entrevoir un recul des coûts de production notamment dans le secteur industriel, plus sensible à ce changement. Le secteur des services pourrait cependant endurer plus fortement la hausse des salaires négociés dans différentes branches. Si la dynamique de reprise semble s'enclencher au cours du premier trimestre, il convient néanmoins de rester prudent sur le rythme attendu qui reste toujours très dépendant de la vitesse à laquelle s'opère la désinflation et du coup de frein que fera porter la hausse des taux d'intérêt à l'activité, celui-ci opérant généralement avec plusieurs trimestres de retard par rapport aux premières hausses de taux observées.

Espagne : l'inflation recule sous un effet de base important

L'inflation a fortement diminué en mars pour atteindre 3,3% sur un an (après 6,0% en février), selon la première estimation publiée par l'INE. Cette baisse est due à l'important effet de base généré par la hausse des prix de l'énergie en mars 2022, qui aurait soustrait environ 3 p.p. à l'inflation de mars. Pour sa part, l'inflation sous-jacente (qui exclut l'énergie et les biens alimentaires non transformés) n'a que légèrement diminué et est restée élevée à 7,5% (7,6% en février).

L'indice harmonisé des prix à la consommation (IPCA), qui permet de comparer les données espagnoles avec celles des autres pays de la zone euro, a également fortement baissé, de trois points, pour s'établir à 3,1%.



 **Notre opinion** – *L'important effet de base de l'énergie détermine l'évolution de l'inflation. Selon les données du Réseau électrique espagnol, le tarif réglementé de l'électricité (PVPC) s'élevait en moyenne à 159 €/MWh en mars, soit une baisse de 42 € par rapport à février. Cette baisse, combinée à l'important effet de base dû à l'augmentation du PVPC observée il y a un an (de 286 € en février 2022 à 387 € en mars), a conduit à une variation annuelle du PVPC de -60% en mars (après -30% il y a un mois). Une situation similaire s'est produite pour le prix du pétrole. Le prix moyen du Brent en mars était de 74 €, soit une baisse modérée par rapport à février de seulement 4 €. Cependant, l'effet de base généré par la forte hausse du Brent en mars 2022 (de 83 € en février 2022 à 102 € en mars) a porté l'inflation énergétique en glissement annuel à -27% (-5,8% il y a un mois). Au cours de la dernière année, le gouvernement a multiplié les mesures budgétaires pour soutenir le pouvoir d'achat des ménages, fortement affecté par l'inflation, qui s'est établie l'an dernier à 8,4% en moyenne. L'exécutif a annoncé fin décembre la suppression de la TVA sur les produits de première nécessité, dans le cadre d'un programme d'aides de 10 000 millions d'euros visant à freiner la hausse des prix alimentaires.*

Pays émergents

Asie

La Chine, un prêteur en dernier ressort sélectif et gourmand

Après avoir massivement investi dans le programme des Routes de la Soie entre 2012 et 2018, la Chine fait face depuis 2019 à une hausse des difficultés de paiement de ses créateurs, qui s'est encore accentuée depuis le Covid. Une récente étude de l'AID¹ montre ainsi que devant le surendettement de certains de ses débiteurs, la Chine a dû s'adapter et accroître son rôle de prêteur en dernier ressort.

Il pourrait au premier abord s'agir d'une bonne nouvelle : la Chine avait largement été critiquée pour sa tendance à surendetter certains États, puis à ne pas venir s'asseoir à la table des négociations (le Club de Paris, par exemple) et à partager ses données en cas de défaut partiel ou total. Le montant des prêts accordés ces trois dernières années à des États en défaut ou quasi-défaut représente environ 40% du total des programmes FMI et n'est donc pas du tout négligeable.

Le problème est que, bien qu'assumant un peu plus un rôle de prêteur en dernier ressort, la Chine ne s'est pas entièrement départie de ses mauvaises habitudes.

Quelles modalités de (re)financement ?

Alors que l'essentiel des financements dans le cadre des Routes de la Soie était passé par des grandes banques d'État (*China Development Bank* et *Exim*), deux instruments ont principalement été utilisés dans le cas des procédures de sauvetage : des lignes de swap conclues entre banques centrales et des apports de liquidités directs, passant par des banques publiques chinoises.

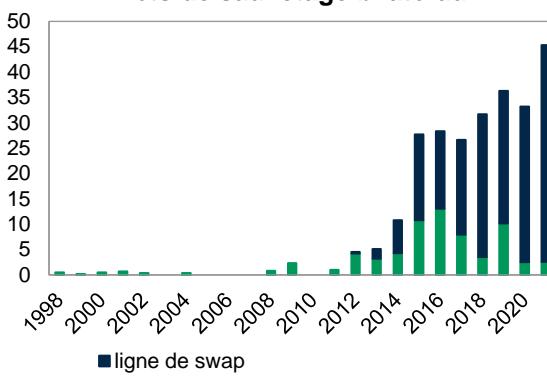
Depuis 2008, la banque centrale chinoise a ainsi développé un réseau de lignes de swap avec une quarantaine de banques centrales. Le but affiché était de développer l'internationalisation du renminbi, en permettant à ces pays de régler directement leurs importations depuis la Chine dans cette devise.

Mais les études comme celle de l'AID montrent qu'elles ont surtout servi aux États en situation de déséquilibre macroéconomique et financier, afin de pallier une tension sur les réserves de change ou une baisse de rating compliquant l'accès aux marchés internationaux de la dette. Sur les dix-sept pays ayant effectivement tiré sur leur ligne de swap, seuls quatre l'ont fait dans des conditions macroéconomiques normales, et sans signe de stress sur leur équilibre budgétaire ou externe. Dans certains cas, comme celui de l'Argentine, la ligne de swap a même été convertie en dollars et utilisée

pour le service de la dette, alors que le pays était sur le point de faire défaut.

Au total, les opérations en lien avec la PBoC (création de lignes de swap ou renouvellement presque illimité de lignes existantes) dans le cadre d'opérations de sauvetage s'élèvent à 170 Mds de dollars sur la période 2001-2021.

Mds USD Prêts de sauvetage bilatéraux



Sources : AID Data, Crédit Agricole S.A/ECO

Il faut y ajouter 70 Mds de dollars de prêts (généralement des sortes de prêts-relais, de maturité plutôt courte) ou d'avances sur paiement (pour des achats de matières premières, par exemple) fournis par des banques (commerciales ou non) ou des entreprises publiques, considérés en normes internationales comme un soutien direct à la balance des paiements, c'est-à-dire un apport de liquidités permettant de faire face à un engagement extérieur. Le montant global s'élève donc à 240 Mds de dollars, dont 100 Mds débloqués en trois années seulement (2019-2021).

Un prêteur en dernier ressort un peu trop sélectif

Si la Chine accepte de prendre une part plus importante dans la lutte contre le surendettement, ses modalités d'intervention demeurent cependant très éloignées de celles des autres bailleurs traditionnels.

D'abord parce que ses « sauvetages » sont sélectifs : pour y avoir droit, mieux vaut être un État participant au programme des Routes de la Soie et très endetté auprès de banques chinoises. La Chine accepte mieux d'aider lorsqu'elle y trouve un intérêt direct, ce qui la distingue en cela d'une organisation internationale. Les opérations de sauvetage sont de surcroît plutôt concentrées dans les pays à revenus intermédiaires (Argentine, Équateur, Russie,

¹ China as an International Lender of Last Resort [KWP_2244.pdf](#) (ifw-kiel.de)

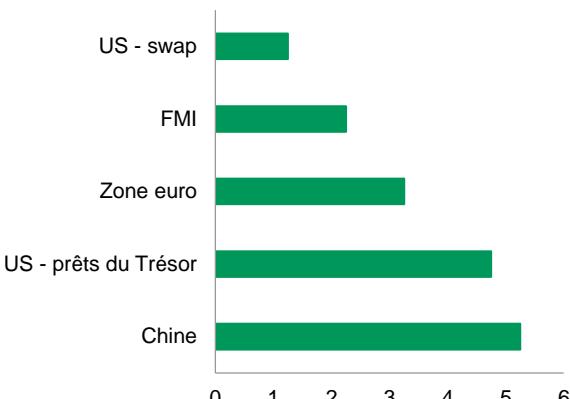
Turquie), où les capacités de remboursement demeurent plus élevées, que dans les pays à faibles revenus, en particulier africains.

Ensuite parce que, comme dans le cas des prêts conclus dans le cadre des projets Routes de la Soie, les conditions de financement demeurent souvent opaques. S'agissant de maturités courtes (entre trois et douze mois), les lignes de swap ne sont généralement pas déclarées comme des dettes dans le bilan des États. Dès lors qu'elles sont renouvelées de manière quasi automatique par la PBoC, ce qui augmente leur maturité, elles devraient pourtant y figurer, au risque sinon de surestimer les réserves nettes de change.

Enfin, les conditions des opérations de sauvetage ne se font pas au même prix que celles des bailleurs multilatéraux ou d'autres États. Alors que le FMI facture à un taux autour de 2%, souvent assorti d'une période de grâce, la Chine pratique des taux entre 200 et 400 points de base au-dessus de son taux de référence (le Shibor). En revanche, et

contrairement aux programmes FMI, ses prêts ne sont pas assortis de conditionnalités, sur la trajectoire des finances publiques, des programmes de privatisation ou des réformes structurelles.

Taux sur les prêts d'urgence



Sources : AiD Data, Crédit Agricole S.A/ECO

Notre opinion – *Largement responsable de la hausse des dettes publiques de nombreux pays émergents, la Chine, premier créancier du monde, est aujourd'hui confrontée à des difficultés de paiement croissantes de la part de nombre de ses créditeurs. Ces difficultés sont accentuées par la remontée des taux et surtout la forte appréciation du dollar observée en 2022, et ce alors que ces pays sont largement endettés en devises et non en monnaie locale.*

Grande absente des forums et groupes consacrés à la dette souveraine, et notamment du Club de Paris, il semblerait que la Chine commence à accepter une partie du risque de défaut qu'elle a contribué à créer, en jouant un rôle de prêteur en dernier ressort. Ce rôle reste cependant sélectif, et se cantonne à des économies de taille moyenne, qui disposent de structures étatiques plus stables et de capacités de remboursement plus importantes, et non aux pays les moins avancés, qui ne peuvent se tourner que vers le FMI. En jouant ce rôle sélectif, et en pratiquant des sauvetages à des coûts plus élevés que ceux des autres bailleurs, la Chine maintient donc un schéma de dépendance, et continue de faire passer ses intérêts nationaux avant la stabilité financière mondiale. Ce qui ne serait pas tant problématique si elle n'en était pas une des menaces.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

☞ Géorgie : la douloureuse géo-politisation de la mer Noire

Avec la guerre en Ukraine, l'importance stratégique de la Géorgie, 3,7 millions d'habitants coincés entre la Russie, la Turquie, l'Arménie et l'Azerbaïdjan, est devenue considérable.



Source : *A New Security Order in the Black Sea : the Role of Georgia*, Neil Melvin and Natia Seskuria

Trop près de la Russie, trop loin de l'UE ?

Pour la Russie, Tbilissi est un maillon essentiel de sa géopolitique de la mer Noire, dont la récupération de l'Abkhazie, lors de la guerre de 2008, était l'une des premières étapes (la Géorgie a alors perdu 20% de son territoire). Le contrôle de la fenêtre maritime russe est l'une des dimensions stratégiques du conflit avec l'Ukraine, clé d'accès de la flotte russe aux mers chaudes, et clé du prix du blé mondial. Avec la guerre en Ukraine, c'est en fait toute la mer Noire qui se militarise, et c'est la sécurité de tous les pays riverains qui est posée, la Turquie restant maître du jeu, à travers le contrôle des détroits dont la responsabilité lui a été accordée par la convention de Montreux de 1936.

Pour l'UE, qui n'a pas de frontière directe avec la Géorgie, Tbilissi représente un important corridor de contournement commercial de la Russie à travers le Caucase sud, donc une zone de transit du gaz venu d'Azerbaïdjan ou d'Asie centrale, voire même, transit des marchandises chinoises – car la Géorgie fait partie des Nouvelles Routes de la Soie de Pékin. Tbilissi appartient aussi au TRACECA, un programme de transport international mis en place dès 1993, impliquant l'UE aux côtés de 14 États membres d'Europe de l'Est, du Caucase et de l'Asie centrale. Au final, l'UE est donc en tête du commerce avec la Géorgie, à 20% des flux totaux de ce pays, et représente aussi 43% des investissements directs en 2022. Quant à la Chine, elle n'est pas la dernière à s'intéresser à la Géorgie, avec un accord de libre-échange signé en 2017. Surtout, les compagnies chinoises participent à tous les projets d'intégration régionale, en particulier les autoroutes.

Au bord de la mer

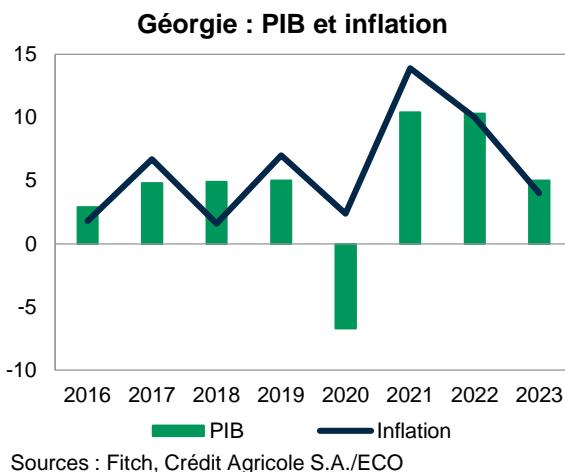
Cette fonction de transit que rêve d'assurer la Géorgie est importante également pour tous les pays riverains de la mer Noire. En janvier 2023, la Turquie est devenue le troisième partenaire commercial de Tbilissi, et les projets de coopération se multiplient. Ankara est l'un des plus fervents supporters de l'intégration géorgienne dans l'OTAN, là où l'Allemagne et la France sont réticents, ce qui a mis le processus d'intégration à l'arrêt depuis la déclaration de Budapest de 2018.

Une feuille de route pour développer le « middle corridor » caucasien a été signée en novembre 2022 par la Géorgie, aux côtés du Kazakhstan, de l'Azerbaïdjan et de la Turquie. Tbilissi a donc des raisons de croire dans son avenir de hub de connectivité, ambition que semble confirmer des projets comme le pipeline Baku-Tbilisi-Ceyhan oil, le gazoduc Baku-Tbilisi-Erzurum et l'autoroute Baku-Tbilisi-Akhalkalaki-Kars. La Roumanie, la Géorgie et l'Azerbaïdjan travaillent aussi à un projet commun de câble électrique sous-marin, base d'un « corridor d'électricité » qui connecterait l'UE avec la Caspienne et la mer Noire. Au total, les pays riverains comptent donc pour 54% des exportations et 47% des importations géorgiennes en 2022, et l'Azerbaïdjan représente 81% des achats géorgiens de pétrole. Il faut dire, d'une façon générale, que les exportations géorgiennes ont profité de la guerre, puisqu'elles ont augmenté de 20% en 2022, permettant de réduire le déficit courant de 10,4% en 2021 à 4% en 2022, soit le niveau le plus bas de la décennie. En fait, la guerre a pour l'instant un effet macro-économique favorable sur ce pays.

L'étrange effet économique de la guerre

Fitch a remonté son *outlook* de stable à positif en janvier dernier, marquant ainsi le bond de la croissance du PIB géorgien en 2022, estimé par l'agence à 10,4%, contre une moyenne de 5% dans les années précédentes. Ce décollage est surtout lié à l'arrivée de migrants russes (estimations entre 100 000 et 300 000 personnes), parmi lesquels de nombreux ingénieurs IT, qui ont immédiatement créé de nouvelles entreprises, garantissant leurs droits de séjour. Dans la foulée, l'activité touristique a rebondi, le Lari s'est apprécié contre dollar, et les réserves de la Banque centrale ont été légèrement reconstituées (3,2 mois d'importations).

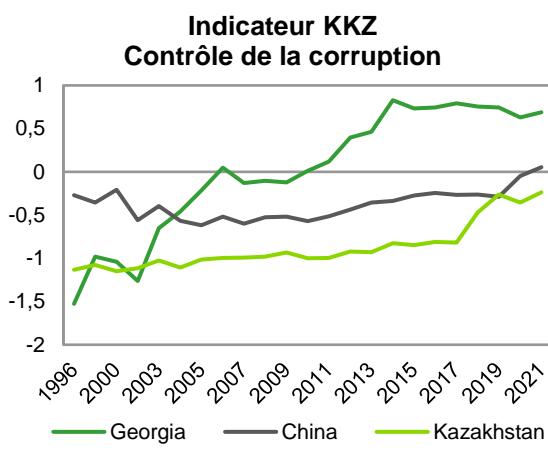
Surtout, la dette publique s'est réduite, revenant à un niveau pré-covid, à 40,1% du PIB (la dette est sensible au risque de change, à 75% en devises, mais à 70% de nature concessionnelle). Seul inconvénient, ce boom de demande a tendu le prix des logements, et nourrit l'inflation, qui reste encore élevée, à 9,8% en décembre, mais qui devrait se contracter d'ici la fin de l'année.



L'ambiguïté géopolitique nourrit la polarisation de la politique intérieure

Donc, une guerre plutôt profitable pour la Géorgie sur le plan économique. Mais la politique ? Là, le bilan est inquiétant, comme en témoignent les récentes manifestations à propos d'une proposition de loi, finalement retirée, qui calquait une loi russe sur l'obligation de s'enregistrer comme agents de l'étranger pour certaines associations. Ces manifestations ne sont malheureusement qu'un symptôme parmi d'autres d'une scène politique que la guerre a totalement polarisée, avec une population pro intégration dans l'UE (à 83%) et dans l'OTAN (à 77%), alors que le gouvernement de M. Garibashvili cultive, quant à lui, des relations avec la Russie, tout en affirmant vouloir intégrer l'UE. De fait, la Géorgie a voté la résolution de l'ONU de mars 2022 condamnant l'agression de la Russie, mais n'a pas appliqué les sanctions, et cherche actuellement à rétablir les vols directs avec Moscou,

position ambiguë que lui reproche l'Ukraine. Cela n'est pas étranger à la décision de l'Union européenne qui n'a pas mis Tbilissi dans le très select club des candidats à l'intégration où sont désormais l'Ukraine et la Moldavie. Par ailleurs, le retard de la construction du port en eaux profondes d'Anaklia, projet stratégique pour le pays, pointe l'absence de transparence d'un milieu des affaires, dont une partie est proche de la Russie (ce que ne reflètent pas les indicateurs de gouvernance de la Banque mondiale, qui pointent une réduction de la corruption !). En effet, ce port aurait mis en péril celui de Poti où, semblerait-il, le fondateur du parti « Rêve géorgien » possèderait des intérêts... Quant à l'OTAN, la relation de partenaire pour la sécurité reste forte, mais sans perspective d'intégration. D'une certaine façon, si la guerre en Ukraine a montré la capacité de soutien et de coalition du bloc occidental, elle a aussi montré à la Géorgie les limites des interventions de l'Otan face à la Russie.



Notre opinion – L'avenir de la Géorgie est lié à l'issue de la guerre. Les équilibres politiques intérieurs du pays sont extrêmement fragiles et, le 6 avril, de nouvelles manifestations devraient avoir lieu. Le 17 mars, le ministre des Affaires étrangères britannique a tenu une conférence de presse avec son homologue géorgien, en insistant sur le fait que les relations entre les deux pays sont inébranlables, et que la Grande-Bretagne veut « renforcer la démocratie géorgienne contre ceux qui veulent la saper ». Dans le camp d'en face, Lavrov a accusé l'Occident de fomenter une nouvelle révolution de couleur. Quant au département d'État américain, il a publié le 20 mars un rapport identifiant de « graves problèmes » dans le système judiciaire géorgien et dans la liberté de la presse.

Sur le plan économique, même si l'afflux de migrants russes a poussé à la hausse la conjoncture à court terme, cela ne résout pas la question du modèle de développement à plus long terme d'un pays structurellement déficitaire, et dont la composition des exportations, à faible valeur ajoutée, n'a guère évolué depuis des années. Pour son développement, la Géorgie reste donc dépendante des investissements directs étrangers, mais ces derniers sont contraints par une position géopolitique de plus en plus ambiguë, tiraillée entre les influences russes et le pôle d'attraction que représente l'Europe pour la population. Cette dernière reste d'ailleurs marquée par les effets délétères d'une politique ultra-libérale menée dans les premières années de l'autonomie post-soviétique, qui a accru les inégalités et la pauvreté. En somme, la Géorgie aurait tout pour devenir un hub stratégique sur le fameux middle corridor qui lie Asie et Europe, mais elle est traversée par les questions d'insécurité régionale, qui sont malheureusement loin d'être résolues, et qui sont autant de contraintes au développement de toute la région. Le réveil géopolitique de la mer Noire est un processus long et douloureux.

Afrique sub-saharienne

Ghana : l'agence de notation Fitch révise à la hausse le rating du pays

L'agence de notation britannique Fitch Ratings a relevé à CCC la note du Ghana sur sa dette à long terme en monnaie locale, contre RD (*Restricted Default*) auparavant.

Le gouvernement ghanéen a mis en place, fin 2022, un programme de restructuration de la dette intérieure (DDEP), qui atteignait les 189 Mds de cédis ghanéens (environ 17 Mds USD et 38% du total), consistant en l'échange de 137,3 Mds de cédis (12 Mds USD) d'obligations. Ainsi, les obligations locales seront échangées avec quatre obligations venant à échéance en 2027, 2029, 2032 et 2037 et leur coupon annuel sera fixé à 0% en 2023, 5% en 2024 et 10% à partir de 2025, et huit autres obligations venant à échéance chaque année de 2027 à 2038. Ce programme concernait tous les créanciers

à l'exception des fonds de pension. Pour mémoire, suite à cette annonce, les agences de notation S&P et Fitch avaient annoncé le défaut souverain partiel du Ghana sur sa dette en monnaie locale.

Effectivement, et après plusieurs décalages de la date butoir pour les inscriptions, ce programme a été clôturé avec succès pour le pays en enregistrant un taux de participation de 80% des détenteurs d'obligations. Le changement de rating intervient ainsi suite à l'achèvement de l'échange de la dette intérieure et l'amélioration mécanique des conditions financières domestiques. En effet, selon l'agence, cette restructuration de la dette permettrait au Ghana de réduire ses paiements d'intérêt à 1,6% et 0,9% du PIB en 2023 et 2024, respectivement.

Afrique du Sud : les signaux économiques sont au rouge

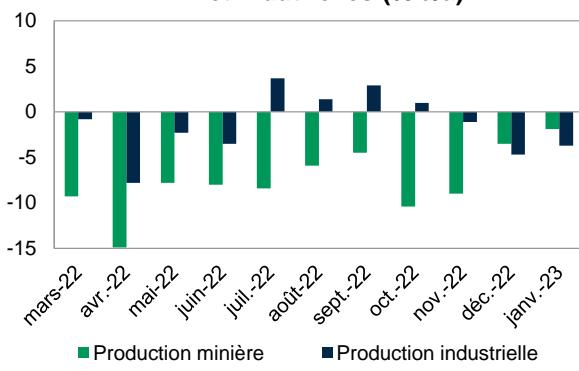
Alors que l'activité économique a surpris en se contractant de -1,3% au dernier trimestre 2022, la dégradation de certains indicateurs au début de l'année ajoute de l'ombre au tableau. En effet, après trois mois de baisses consécutives, l'inflation rebondit à 7% en février, en hausse de 0,1 pp en glissement mensuel et 1,3 pp en glissement annuel (g.a.). L'indice des prix à la consommation a été tiré par la hausse des prix alimentaires (13,6% en g.a., soit une contribution de 2,3 pp à l'indice), du logement (4%, soit 1 pp) et du transport (9,9%, soit 1,4 pp).

D'un autre côté, la production industrielle s'est contractée de 3,7% en g.a. en janvier. Ce ralentissement de la production s'explique par le déclin observé dans l'industrie pétrochimique (-10,8% ; soit une contribution de -2,5 pp) tiré par la baisse de la production de pétrole, de charbon et de produits en caoutchouc, de l'automobile (-7,6%, soit -0,7 pp) et de la métallurgie (-3,7%, soit -0,7 pp). Une fois corrigé des effets saisonniers, l'indice de la production industrielle a augmenté de 1,1% en glissement mensuel (g.m.).

En parallèle, la production minière recule pour le douzième mois consécutif avec une contraction de 1,9% en g.a. en janvier. Les filières les plus impactées ont été les métaux du groupe du platine qui enregistrent une baisse de 15,2% de la production, suivie par les diamants (-15,5%). Une fois

corrigé des effets saisonniers, l'indice a augmenté de 4,4% en g.m.

Afrique du Sud : productions minières et industrielles (% a/a)

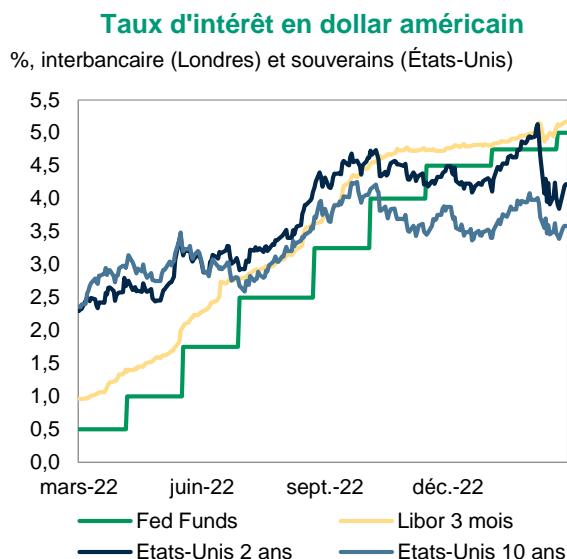


Source : Statistics South Africa, Crédit Agricole S.A./ECO

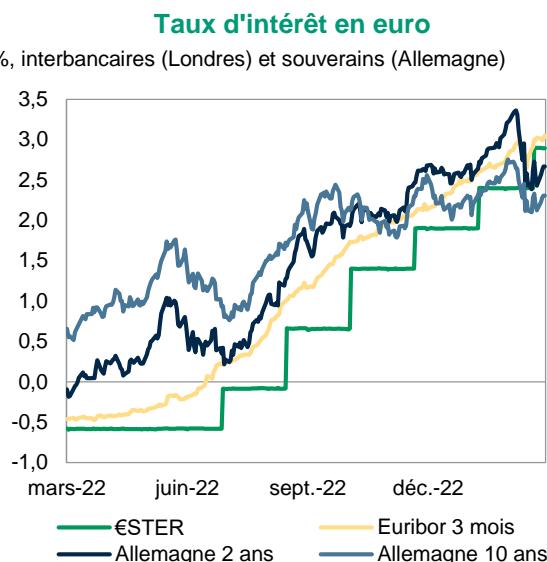
Outre l'environnement économique mondial incertain, la situation interne du pays n'est pas rassurante. La baisse de la production d'électricité au cours de ce même mois (-8% en g.a.) et l'intensification des délestages (plus de 10h/jour) sont les facteurs qui ont fortement contraint la production industrielle et minière des entreprises. Selon le ministère de l'Energie, les coupures d'électricité coûtent plus de 50 MUSD par jour de production. Evidemment, tout cela contribue à tendre la situation sociale dans un pays déjà fragile de ce point de vue.

 **Notre opinion – La situation économique de l'Afrique du Sud est inquiétante. La Banque centrale sud-africaine table sur une croissance de 0,3% pour 2023 tandis que le FMI est encore plus pessimiste et prévoit une évolution du PIB d'à peine 0,1%.**

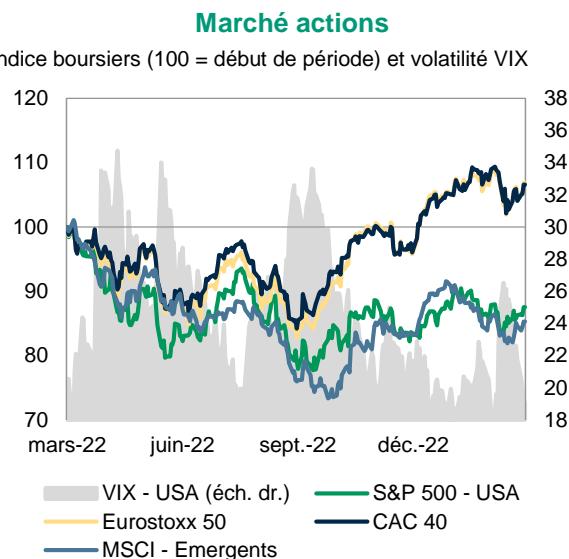
Tendances à suivre



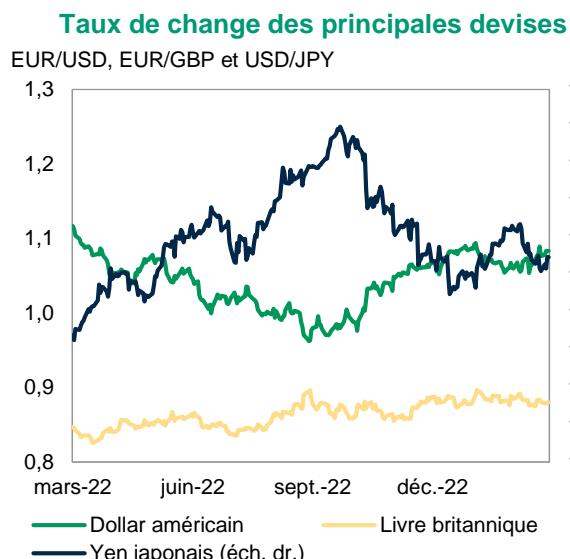
Source : Thomson Reuters



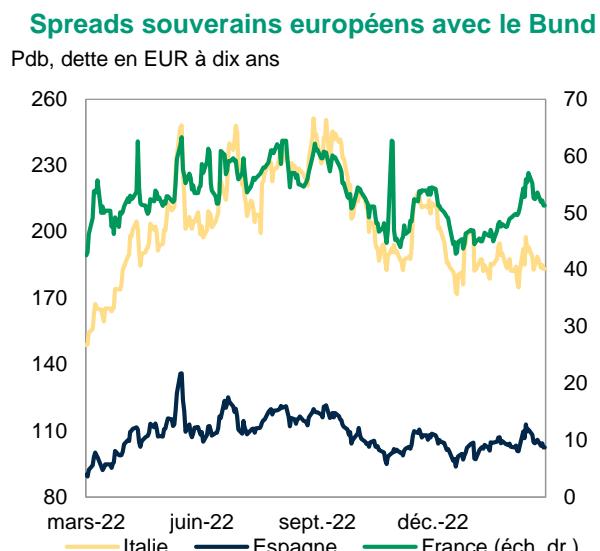
Source : Thomson Reuters



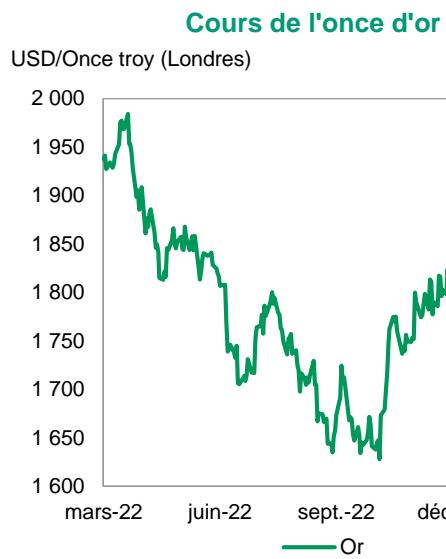
Source : Thomson Reuters



Source : Thomson Reuters



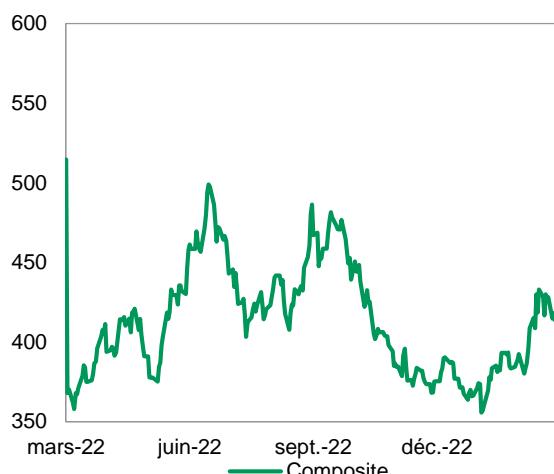
Source : Thomson Reuters



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

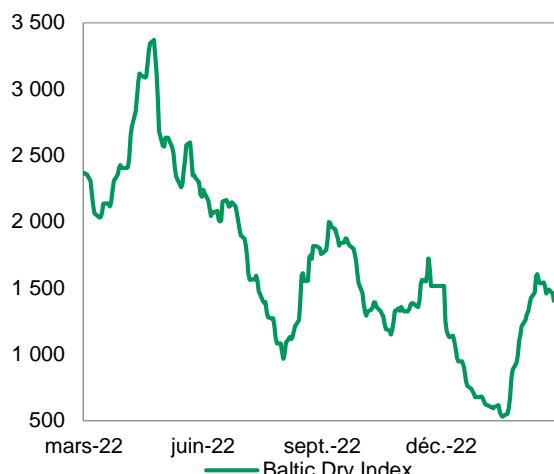
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Coût du transport maritime de vrac sec

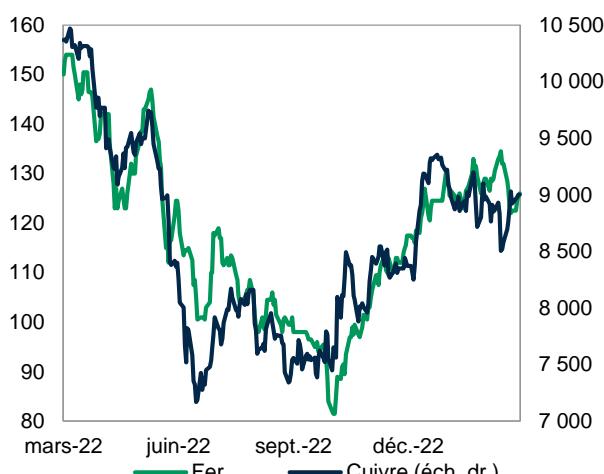
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours des métaux

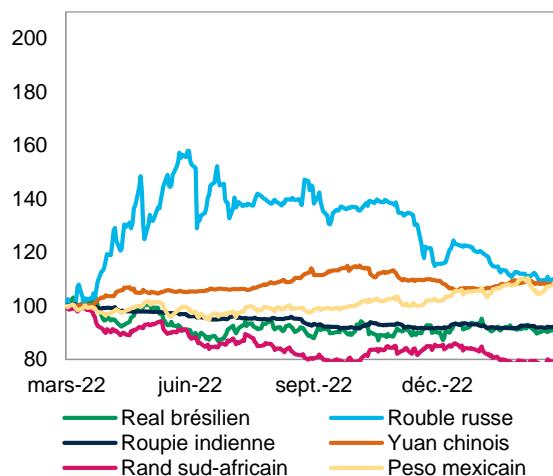
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Devises émergentes

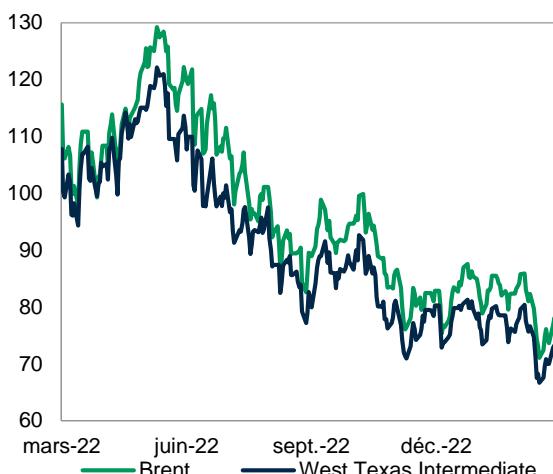
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Cours du baril de pétrole brut en USD

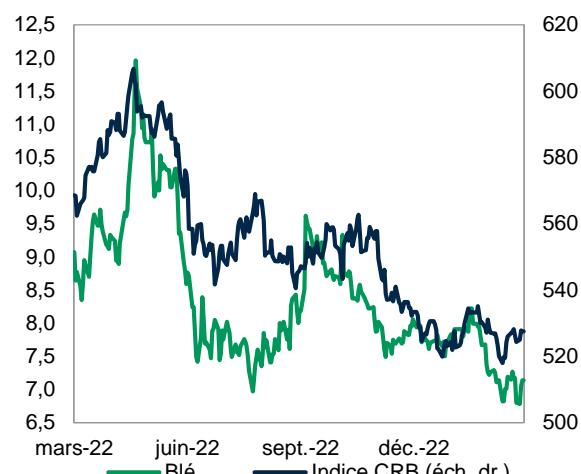
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 – Décembre 2022

[Un retournement d'une nature inédite](#)

Date	Titre	Thème
30/03/2023	Le spectre de la crise politique plane de nouveau en Thaïlande	Asie
30/03/2023	Afrique du Sud – Une fin d'année peu réjouissante	Afrique du Sud
29/03/2023	Slovénie – Entre résilience et fragilisation	Slovénie
28/03/2023	Parole de banques centrales – BOE : la fin du resserrement ?	Royaume-Uni, BOE
28/03/2023	Italie – Lancement du chantier de la réforme fiscale	Italie
24/03/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
23/03/2023	En Afrique de l'Ouest, cacao et déforestation vont de pair	Afrique
23/03/2023	Zone euro – Légère reprise de la production industrielle en janvier	Zone euro
22/03/2023	Chine – S'armer encore de patience	Chine
21/03/2023	Algérie – La bonne conjoncture pétrolière améliore la balance des paiements	Algérie
21/03/2023	Croatie – Une entrée réussie dans la zone euro	Croatie
20/03/2023	BCE : le débat se déplace du taux d'intérêt d'équilibre vers le concept de taux d'intérêt de stabilité financière	Zone euro, BCE

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

Zone euro : Pierre BENADJAOUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE,
Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS, Clara BULTEAU
États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

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

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Ayathassen BENSAID

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Alexis MAYER, Jorge MAMANI SORIA

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.